

# Siam Wellness Group (SPA)

## การ Turnaround เพิ่งจะเริ่ม

### TP Revision

มาร์จิ้นขยาย รายได้เพิ่ม พื้นเร็วกว่าคาด

ด้วยงบไตรมาส 2 ที่ดีกว่าคาดของเรา 14% ขณะที่ใส่ใน อัตราค่าไถ่ และการบริหาร ต้นทุนมีพัฒนาการน่าพอใจ รวมถึงการเริ่มเห็นสัญญาณที่ ผบ.ห.ก.กลับมาขยายกิจการ ต่อทันที ทำให้เรายังคงเชื่อมั่นในทิศทางฟื้นตัวที่มองไว้ โดยครั้งนี้เราปรับสมมติฐาน รายได้ต่อหัวให้สอดคล้องกับการฟื้นตัวของภาคท่องเที่ยวที่รวดเร็ว และ รวมถึงการ roll-over ไปใช้ราคาเหมาะสมปีหน้า ได้ราคาเหมาะสมใหม่ 11.00 บาท/หุ้น เพิ่มขึ้นจาก เดิม 14.5% จึงสมควรได้จังหวะเพิ่มน้ำหนักจาก ช้อกเก็งกำไร เป็น “ซื้อ” โดยเรามองว่า SPA เป็นหุ้นขนาดเล็กที่จะได้ประโยชน์สูงจากการเปิดเมืองรอบนี้

### ไตรมาส 2 ส่งสัญญาณ Turnaround ชัดแจ้ง ไตรมาส 3 นำล้นอีก

SPA ขาดทุนสุทธิ 29 ลบ. ใน 2Q22 ซึ่งขาดทุนลดลง -41% QoQ และ -61% YoY แกม ขาดทุนน้อยกว่าคาดของเรา 14% อีกด้วย โดยการทยอยเปิดเมืองทำให้นักท่องเที่ยวต่างชาติ ไหลทะลักเข้าประเทศอย่างรวดเร็ว จากเพียง 3 แสนรายในเดือน เม.ย. สู่ 1.2 ล้านรายในเดือน ก.ค. ผลักดันให้รายได้รวมขยายตัวดี +20% QoQ และ +496% YoY เป็น 132 ลบ. สูงสุดในรอบ 9 ไตรมาส และ กลับมามีกำไรขึ้นต้นครั้งแรก +11 ลบ. อีกด้วย โดยอัตรากำไรขึ้นต้นทำได้ +8.5% จาก -17.4% ในไตรมาสก่อน (ในภาวะปกติ 30-35%) นอกจากนี้ ค่าใช้จ่ายในการ ขายและบริหารต่อรายได้รวม ก็ลดลงจาก 26.2% สู่ 23.8% ส่วนสำคัญเป็นผลมาจากการนำ ระบบ ERP มาใช้ในการบริหารจัดการ ทำให้ลดค่าใช้จ่ายซ้ำซ้อน ลดขนาดสินค้าคงคลัง และ บริหารจัดการเงินสดได้แบบ real-time และยังช่วยให้ปรับแผนการตลาดได้รวดเร็วอีกด้วย

### รุกขยายสาขาต่อทันที หลังหยุดมาเกือบ 2 ปี

SPA ตัดสินใจกลับมาขยายกิจการทันที โดยเปิดสาขาที่ 68 อย่างรวดเร็วที่พญา และลงนาม สัญญาให้บริการสปาอีก 2 แห่ง (จ.ภูเก็ต และ รพ.ปิยะเวท) เริ่มให้บริการ 2H22 นี้ ส่วน ประเด็นการขึ้นค่าแรง ผบ.ห.ก.เผยผลกระทบจำกัดเนื่องจาก SPA จ่ายแบบ pay per job ที่มีกา รันตี ซึ่งเบ็ดเสร็จแล้ว เราคาดว่าหอนวดจะมีรายได้มากกว่าค่าแรงขั้นต่ำราว 20-40% อยู่ แล้ว ยิ่งไปกว่านั้น 2H22 ผู้บริหารคาดสัดส่วนลูกค้าต่างชาติจะเพิ่มจาก 30% ใน 1H22 เป็น 40% ซึ่งลูกค้าเหล่านี้มียอดใช้จ่ายสูงกว่าคนไทยราว 20% ดังนั้น เราคาดว่าอัตรากำไรขึ้นต้น 2H22 จะดีดขึ้นไปอีกด้วย และมีโอกาสที่ SPA จะพลิกมีกำไรครั้งแรกตั้งแต่ 3Q22 นี้

### ปรับประมาณการขึ้น ยกราคาเหมาะสมไปปีหน้า 11.00 บาท/หุ้น

เราปรับปรุงรายได้ต่อหัวของหอนวดขึ้น 1.8% ปีนี้ จากโครงสร้างนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ฟื้น ตัวอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้การขาดทุนปีนี้คาดลดลงเหลือ -20 ลบ. (จากคาด -28 ลบ.) ให้ภาพ turnaround จากขาดทุน -287 ลบ. ในปีก่อน นอกจากนี้ เรา roll-over ไปใช้ราคาเหมาะสมปี หน้า 11.00 บาท/หุ้น ถึง DCF WACC 10% g 4.0% ตามเดิม มองเห็น upside อีก 12%

| FYE Dec (THB m)              | FY20A  | FY21A  | FY22E  | FY23E | FY24E |
|------------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| Revenue                      | 427    | 168    | 696    | 1,318 | 1,564 |
| EBITDA                       | 14     | 75     | 357    | 724   | 823   |
| Core net profit              | (209)  | (287)  | (20)   | 277   | 359   |
| Net profit                   | (209)  | (287)  | (20)   | 277   | 359   |
| Core EPS (THB)               | (0.24) | (0.34) | (0.02) | 0.32  | 0.42  |
| Core EPS growth (%)          | nm     | nm     | nm     | nm    | 29.9  |
| Net DPS (THB)                | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.10  | 0.13  |
| Core P/E (x)                 | nm     | nm     | nm     | 29.4  | 22.6  |
| P/BV (x)                     | 6.6    | 9.3    | 13.6   | 9.7   | 7.4   |
| Net dividend yield (%)       | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 1.0   | 1.3   |
| ROAE (%)                     | (20.5) | (37.6) | (3.3)  | 38.6  | 37.2  |
| ROAA (%)                     | (10.1) | (11.7) | (0.9)  | 12.3  | 16.1  |
| EV/EBITDA (x)                | nm     | 94.7   | 26.0   | 12.2  | 10.1  |
| Net gearing (%) (incl perps) | 159.3  | 222.7  | 194.2  | 83.4  | 15.0  |
| Consensus net profit         | -      | -      | (96)   | 144   | 261   |
| MKE vs. Consensus (%)        | -      | -      | 79.3   | 92.1  | 37.4  |

Source: Company; Maybank

Jaroonpan Wattanawong  
jaroonpan.w@maybank.com  
(66) 2658 6300 ext 1404

# BUY

[Prior:T-BUY]

Share Price THB 9.80  
12m Price Target THB 11.00 (+12%)  
Previous Price Target THB 9.60

### Company description

Wellness spa and other related businesses including Spa, Hotel & Restaurant, Spa Products & School of Traditional Thai Massage

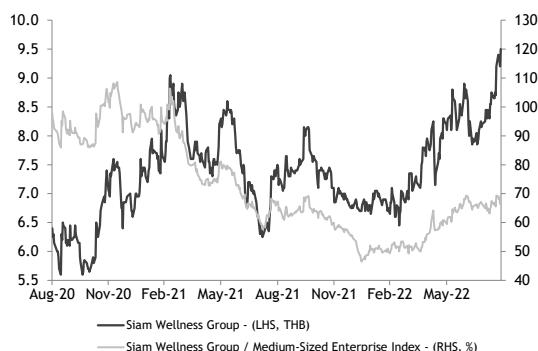
### Statistics

|                             |                    |
|-----------------------------|--------------------|
| Bloomberg code              | SPA TB             |
| Corporate Governance Rating |                    |
| Anti Corruption             | Not Available      |
| 52w high/low (THB)          | 9.50/6.45          |
| 3m avg turnover (USDm)      | 0.8                |
| Free float (%)              | 56.3               |
| Issued shares (m)           | 855                |
| Market capitalisation       | THB8.1B<br>USD225M |

### Major shareholders:

|                              |       |
|------------------------------|-------|
| Mr. Wiboon Usahakit          | 11.1% |
| Mr. Prasert Jirawansatid     | 10.3% |
| Mrs. Pranee Suphawattanakiat | 9.1%  |

### Price Performance



|                       | -1M | -3M | -12M |
|-----------------------|-----|-----|------|
| Absolute (%)          | 17  | 14  | 28   |
| Relative to index (%) | 4   | 15  | 4    |

Source: FactSet

ESG@MAYBANK IBG  
Tear Sheet Insert



### รูปแบบธุรกิจ และปัญหาอุตสาหกรรม

- SPA ดำเนินธุรกิจสปาเพื่อสุขภาพ และธุรกิจที่เกี่ยวข้องเนื่อง กับธุรกิจสปา โดยแบ่งกลุ่มธุรกิจหลักออกเป็น 4 กลุ่มธุรกิจ ได้แก่ ธุรกิจสปาและเวลเนส, ธุรกิจโรงแรม และร้านอาหาร, ธุรกิจการจำหน่ายผลิตภัณฑ์สปาและกิจการโรงเรียนเกี่ยวกับนวดแผนไทย
- SPA เป็นองค์กรที่มุ่งเน้นสร้างมาตรฐานของสปาไทยให้เป็นที่ยอมรับในระดับนานาชาติ และสร้างชื่อเสียงสปาไทยในระดับนานาชาติจนถึงระดับโลกต่อไป โดยมุ่งเน้นการประยุกต์การผสมผสานระหว่างศาสตร์ตะวันตกและไทย เพื่อให้การบริการของบริษัทฯ มีการพัฒนายิ่งขึ้น
- ลูกค้าของ SPA ส่วนใหญ่เป็นชาวต่างชาติ ซึ่งเกิดจากการที่บริษัททำการประชาสัมพันธ์ผ่านสื่อต่าง ๆ เช่น นิตยสาร และเข้าร่วมงานออกร้านต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับสปา ทั้งในประเทศและต่างประเทศ

### ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม

- บริษัทเน้นการอนุรักษ์ระบบนิเวศธรรมชาติให้คงเดิม ด้วยการรักษาพื้นที่สวน และต้นไม้ให้มากที่สุด และให้ความสำคัญกับเรื่องระบบนิเวศ การดูแลสิ่งแวดล้อม
- ผลิตภัณฑ์ที่นำมาให้บริการแก่ลูกค้าเป็นผลิตภัณฑ์ที่ทำมาจากธรรมชาติ ไม่ทำลายสิ่งแวดล้อม อาทิ การลดการใช้พลาสติกห่อหุ้มขวดนวดไทย โดยเปลี่ยนเป็นผ้ามัดแทน ฯลฯ
- บริษัทให้ความสำคัญต่อการร่วมพัฒนาชุมชน หรือสังคม โดยมุ่งดำเนินธุรกิจเพื่อร่วมสร้างสวัสดิสังคม ชุมชน และสิ่งแวดล้อมอย่างสม่ำเสมอ เพื่อให้ชุมชนที่สาขาของบริษัทตั้งอยู่มีคุณภาพชีวิตที่ดีขึ้น
- บริษัทมีการจัดการเกี่ยวกับ สิ่งปฏิกูล โดยทางบริษัทได้จัดให้มีระบบเพื่อแยกขยะป้องกัน มลภาวะต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในอนาคต

### ประเด็นด้านสังคม

- บริษัทให้ความสำคัญต่อการร่วมพัฒนาชุมชน หรือสังคม โดยมุ่งดำเนินธุรกิจเพื่อร่วมสร้างสวัสดิสังคม ชุมชน และสิ่งแวดล้อมอย่างสม่ำเสมอ เพื่อให้ชุมชนที่สาขาของบริษัทตั้งอยู่มีคุณภาพชีวิตที่ดีขึ้น
  - บริษัทมีนโยบายเผยแพร่ความรู้จากธุรกิจสปา เพื่อส่งเสริมและการพัฒนาธุรกิจสปาไทยอย่างยั่งยืน โดยจะดำเนินการจัดให้มีการเผยแพร่ธุรกิจด้านสปาไทย โดยเปิดโอกาสให้นักศึกษาที่มีคุณสมบัติเข้าฝึกงาน และ/หรือ ให้เรียนรู้ธุรกิจสปาไทย เพื่อเผยแพร่ความรู้จากธุรกิจสปาไทยต่อไป
  - บริษัทส่งเสริมให้พนักงานมีจิตสำนึกและความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม
  - บริษัทให้ความสำคัญต่อการจัดอบรมพัฒนาความรู้ ความสามารถ และทักษะของพนักงานอย่างสม่ำเสมอ รวมถึงเปิดโอกาสให้พนักงานมีโอกาสพัฒนาทักษะการทำงานในด้านอื่น ๆ และให้โอกาสอย่างทั่วถึงกับพนักงานทุกคน
- บริษัทจัดตั้งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างขวัญและกำลังใจแก่พนักงาน และเพื่อจูงใจให้พนักงานทำงานกับบริษัทในระยะยาว

### ประเด็นด้านธรรมาภิบาล

- บริษัทให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีว่าเป็นสิ่งสำคัญที่จะช่วยส่งเสริมการดำเนินงานของบริษัทให้มีประสิทธิภาพ และมีการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งจะนำไปสู่ประโยชน์สูงสุดต่อผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทุกฝ่าย ตั้งแต่พนักงาน ผู้ลงทุน ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ
- บริษัทมุ่งเน้นดำเนินธุรกิจการให้บริการนวดเพื่อสุขภาพ โดยประสงค์จะให้มีการสร้างสรรค์นำเสนอและบริหารจัดการผลิตภัณฑ์และการบริการของบริษัทแก่ลูกค้าอย่างมีมาตรฐานและมีจริยธรรมภายใต้หลักการดำเนินงาน
- บริษัทเน้นการประกอบธุรกิจอย่างสุจริต เที่ยงตรง และมีจริยธรรม โดยมุ่งเน้นการดำเนินธุรกิจด้วยความยุติธรรม และไม่เอาเปรียบผู้ให้บริการ คู่ค้า คู่สัญญา เจ้าหนี้ คู่แข่งทางการค้า และผู้ถือหุ้น
- บริษัทให้ความสำคัญต่อผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียม ซึ่งได้รับการปฏิบัติและปกป้องสิทธิขั้นพื้นฐานอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรม เช่น การเข้าถึงข้อมูลข่าวสาร การตรวจสอบ และแสดงความคิดเห็นต่อการดำเนินงานของบริษัท
- บริษัทจัดให้มีส่วนก้ากับการปฏิบัติงาน (Compliance Division) หรือฝ่ายกฎหมาย (Legal Department) เพื่อรับผิดชอบเรื่อง Compliance ติดตามดูแลให้ทุกส่วนของบริษัทฯ ปฏิบัติตามกฎหมายอย่างถูกต้องครบถ้วน
- คณะกรรมการบริษัท จัดให้บริษัทมีระบบควบคุมภายในที่ครอบคลุมทุกด้าน ทั้งด้านการเงิน และการปฏิบัติงาน ให้เป็นไปตามกฎหมาย ข้อบังคับ และระเบียบที่เกี่ยวข้อง และจัดให้มีกลไกการตรวจสอบและถ่วงดุลที่มีประสิทธิภาพเพียงพอในการปกป้องดูแลรักษาทรัพย์สินของบริษัทอยู่เสมอ
- คณะกรรมการบริษัท ประกอบด้วยกรรมการไม่น้อยกว่า 9 คน และเป็นกรรมการอิสระไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมดซึ่งต้องไม่น้อยกว่า 3 โดยกรรมการอิสระเป็นบุคคลที่มีคุณสมบัติครบถ้วนตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนและประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เกี่ยวข้อง ซึ่งกรรมการแต่ละท่านสามารถปฏิบัติหน้าที่และใช้ดุลยพินิจอย่างเป็นอิสระ โดยไม่อยู่ภายใต้อิทธิพลของกลุ่มบุคคลใด

Figure 1 : Quarterly income statement

| (THBm)                     | 2Q22          | 1Q22          | QoQ            | 2Q21          | YoY            | Note                         |
|----------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|------------------------------|
| Revenues                   | 132           | 110           | 20.4%          | 22            | 496.1%         | New high in 9 quarters       |
| COGs                       | 121           | 129           | (6.2%)         | 75            | 62.2%          |                              |
| <b>Gross profits</b>       | <b>11</b>     | <b>(19)</b>   | <b>n.m.</b>    | <b>(53)</b>   | <b>n.m.</b>    | First positive in 9 quarters |
| Gross margin (%)           | 8.5%          | -17.4%        | -              | -236.4%       | -              |                              |
| SG&A                       | 32            | 29            | 9.3%           | 27            | 15.7%          |                              |
| Operating profit           | (20)          | (48)          | (57.7%)        | (80)          | (74.5%)        |                              |
| Operating margin (%)       | -15.3%        | -43.6%        | -              | -359.1%       | -              |                              |
| <b>EBITDA</b>              | <b>55</b>     | <b>28</b>     | <b>97.0%</b>   | <b>3</b>      | <b>2036.4%</b> |                              |
| EBITDA margin (%)          | 41.2%         | 25.2%         | -              | 11.5%         | -              |                              |
| Interest expense           | 11            | 10            | 4.0%           | 11            | (4.7%)         |                              |
| <b>Normalised earning</b>  | <b>(29)</b>   | <b>(57)</b>   | <b>(49.0%)</b> | <b>(87)</b>   | <b>(66.3%)</b> |                              |
| Extra ordinary gain (loss) |               |               |                |               |                |                              |
| <b>Net profit</b>          | <b>(29)</b>   | <b>(57)</b>   | <b>(49.0%)</b> | <b>(87)</b>   | <b>(66.3%)</b> | Beat estimated by 14%        |
| EPS (Bt) before extra item | (0.03)        | (0.07)        | (49.3%)        | (0.10)        | (66.7%)        |                              |
| <b>EPS (Bt)</b>            | <b>(0.03)</b> | <b>(0.07)</b> | <b>(49.3%)</b> | <b>(0.10)</b> | <b>(66.7%)</b> |                              |

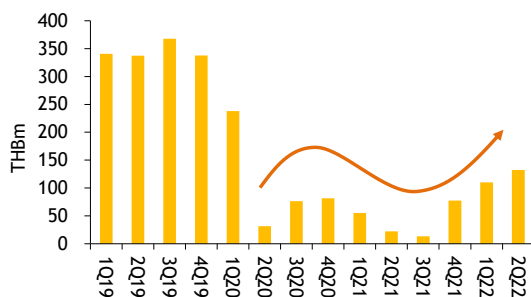
Source : Company reports and MST Research

## Key indicators

|                        | 2Q22  | 1Q22  | QoQ    | 2Q21 | YoY     | Note                         |
|------------------------|-------|-------|--------|------|---------|------------------------------|
| Local spa branches     | 54    | 57    | (5.3%) | 56   | (3.6%)  | shut poor potential branches |
| Franchise spa branches | 5     | 5     | 0.0%   | 5    | 0.0%    |                              |
| Non spa branches       | 8     | 8     | 0.0%   | 9    | (11.1%) |                              |
| Chinese tourist (mn)   | -     | -     | n.a.   | -    | n.a.    |                              |
| Sales portion          | 12.9% | 35.9% | n.a.   | -    | n.a.    | smaller ATK kits sales       |

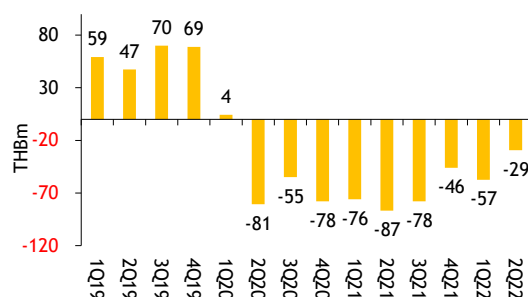
Source : Company reports and MST Research

Figure 2 : Strong revenue recovery



Source : Company reports, MST

Figure 3 : Earnings tends to profit soon



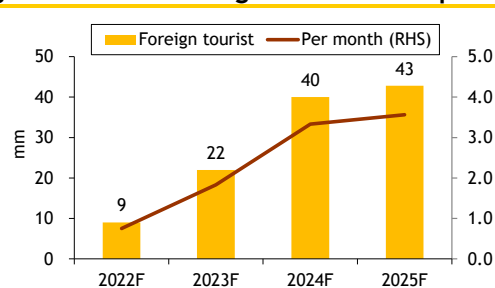
Source : Company reports, MST

Figure 4 : Foreign tourist trend



Source : Tourism Authority of Thailand, Bangkokbiznews

Figure 5 : MST's foreign tourist assumption



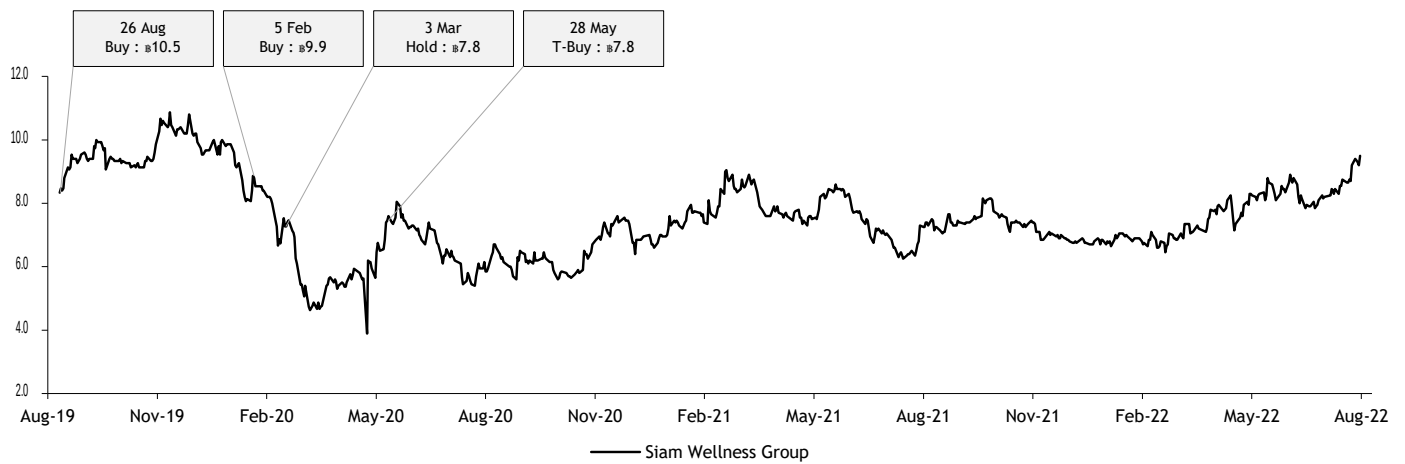
Source : MST Research

| FYE 31 Dec                          | FY20A          | FY21A          | FY22E          | FY23E          | FY24E          |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Key Metrics</b>                  |                |                |                |                |                |
| P/E (reported) (x)                  | nm             | nm             | nm             | 29.4           | 22.6           |
| Core P/E (x)                        | nm             | nm             | nm             | 29.4           | 22.6           |
| P/BV (x)                            | 6.6            | 9.3            | 13.6           | 9.7            | 7.4            |
| P/NTA (x)                           | 6.6            | 9.3            | 13.6           | 9.7            | 7.4            |
| Net dividend yield (%)              | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 1.0            | 1.3            |
| FCF yield (%)                       | nm             | nm             | 2.7            | 6.3            | 7.8            |
| EV/EBITDA (x)                       | nm             | 94.7           | 26.0           | 12.2           | 10.1           |
| EV/EBIT (x)                         | nm             | nm             | nm             | 22.8           | 17.2           |
| <b>INCOME STATEMENT (THB m)</b>     |                |                |                |                |                |
| Revenue                             | 426.9          | 167.6          | 696.0          | 1,318.0        | 1,563.6        |
| EBITDA                              | 14.4           | 75.5           | 356.8          | 723.7          | 823.3          |
| EBIT                                | (192.0)        | (251.3)        | 25.1           | 387.0          | 481.6          |
| Net interest income / (exp)         | (19.2)         | (44.2)         | (45.6)         | (41.2)         | (32.5)         |
| Associates & JV                     | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| Exceptionals                        | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| Other pretax income                 | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| Pretax profit                       | (211.2)        | (295.4)        | (20.5)         | 345.7          | 449.0          |
| Income tax                          | 2.1            | 8.7            | 0.6            | (69.1)         | (89.8)         |
| Minorities                          | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| Discontinued operations             | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| Reported net profit                 | (209.1)        | (286.7)        | (19.9)         | 276.6          | 359.2          |
| Core net profit                     | (209.1)        | (286.7)        | (19.9)         | 276.6          | 359.2          |
| <b>BALANCE SHEET (THB m)</b>        |                |                |                |                |                |
| Cash & Short Term Investments       | 146.8          | 142.1          | 357.4          | 534.1          | 775.7          |
| Accounts receivable                 | 21.8           | 15.3           | 63.3           | 119.8          | 142.1          |
| Inventory                           | 40.3           | 27.8           | 47.5           | 68.1           | 80.0           |
| Reinsurance assets                  | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| Property, Plant & Equip (net)       | 2,244.1        | 1,892.2        | 1,618.5        | 1,331.7        | 1,040.0        |
| Intangible assets                   | 33.6           | 32.5           | 24.5           | 24.5           | 24.5           |
| Investment in Associates & JVs      | 5.2            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| Other assets                        | 140.3          | 147.9          | 155.3          | 163.0          | 171.2          |
| <b>Total assets</b>                 | <b>2,632.1</b> | <b>2,257.8</b> | <b>2,266.4</b> | <b>2,241.4</b> | <b>2,233.5</b> |
| ST interest bearing debt            | 272.6          | 290.0          | 290.0          | 290.0          | 290.0          |
| Accounts payable                    | 44.7           | 37.0           | 63.3           | 90.8           | 106.7          |
| Insurance contract liabilities      | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| LT interest bearing debt            | 1,316.5        | 1,229.8        | 1,229.8        | 939.8          | 649.8          |
| Other liabilities                   | 93.0           | 83.0           | 85.0           | 87.0           | 90.0           |
| <b>Total Liabilities</b>            | <b>1,726.9</b> | <b>1,639.3</b> | <b>1,667.8</b> | <b>1,407.7</b> | <b>1,136.0</b> |
| Shareholders Equity                 | 905.2          | 618.5          | 598.6          | 833.7          | 1,097.5        |
| Minority Interest                   | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>Total shareholder equity</b>     | <b>905.2</b>   | <b>618.5</b>   | <b>598.6</b>   | <b>833.7</b>   | <b>1,097.5</b> |
| Perpetual securities                | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>Total liabilities and equity</b> | <b>2,632.1</b> | <b>2,257.8</b> | <b>2,266.4</b> | <b>2,241.4</b> | <b>2,233.5</b> |
| <b>CASH FLOW (THB m)</b>            |                |                |                |                |                |
| Pretax profit                       | (211.2)        | (295.4)        | (20.5)         | 345.7          | 449.0          |
| Depreciation & amortisation         | 206.4          | 326.7          | 331.7          | 336.7          | 341.7          |
| Adj net interest (income)/exp       | 19.2           | 44.2           | 45.6           | 41.2           | 32.5           |
| Change in working capital           | (37.0)         | 11.4           | (41.4)         | (49.7)         | (18.4)         |
| Cash taxes paid                     | 2.1            | 8.7            | 0.6            | (69.1)         | (89.8)         |
| Other operating cash flow           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| Cash flow from operations           | 32.7           | (80.9)         | 268.4          | 561.5          | 680.3          |
| Capex                               | (142.9)        | (30.5)         | (50.0)         | (50.0)         | (50.0)         |
| Free cash flow                      | (110.2)        | (111.4)        | 218.4          | 511.5          | 630.3          |
| Dividends paid                      | (17.1)         | 0.0            | 0.0            | (41.5)         | (95.4)         |
| Equity raised / (purchased)         | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| Change in Debt                      | 181.9          | 101.2          | 0.0            | (290.0)        | (290.0)        |
| Other invest/financing cash flow    | 7.3            | 5.5            | (4.7)          | (5.0)          | (5.2)          |
| Effect of exch rate changes         | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| Net cash flow                       | 62.0           | (4.7)          | 213.6          | 175.0          | 239.7          |

| FYE 31 Dec                             | FY20A   | FY21A   | FY22E   | FY23E   | FY24E |
|----------------------------------------|---------|---------|---------|---------|-------|
| <b>Key Ratios</b>                      |         |         |         |         |       |
| <b>Growth ratios (%)</b>               |         |         |         |         |       |
| Revenue growth                         | (69.1)  | (60.7)  | 315.2   | 89.4    | 18.6  |
| EBITDA growth                          | (96.5)  | 424.9   | 372.8   | 102.8   | 13.8  |
| EBIT growth                            | nm      | nm      | nm      | 1,443.8 | 24.4  |
| Pretax growth                          | nm      | nm      | nm      | nm      | 29.9  |
| Reported net profit growth             | nm      | nm      | nm      | nm      | 29.9  |
| Core net profit growth                 | nm      | nm      | nm      | nm      | 29.9  |
| <b>Profitability ratios (%)</b>        |         |         |         |         |       |
| EBITDA margin                          | 3.4     | 45.0    | 51.3    | 54.9    | 52.7  |
| EBIT margin                            | nm      | nm      | 3.6     | 29.4    | 30.8  |
| Pretax profit margin                   | nm      | nm      | nm      | 26.2    | 28.7  |
| Payout ratio                           | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 30.0    | 30.0  |
| <b>DuPont analysis</b>                 |         |         |         |         |       |
| Net profit margin (%)                  | nm      | nm      | nm      | 21.0    | 23.0  |
| Revenue/Assets (x)                     | 0.2     | 0.1     | 0.3     | 0.6     | 0.7   |
| Assets/Equity (x)                      | 2.9     | 3.7     | 3.8     | 2.7     | 2.0   |
| ROAE (%)                               | (20.5)  | (37.6)  | (3.3)   | 38.6    | 37.2  |
| ROAA (%)                               | (10.1)  | (11.7)  | (0.9)   | 12.3    | 16.1  |
| <b>Liquidity &amp; Efficiency</b>      |         |         |         |         |       |
| Cash conversion cycle                  | 3.1     | 32.1    | 12.4    | 16.5    | 20.9  |
| Days receivable outstanding            | 24.9    | 39.8    | 20.3    | 25.0    | 30.2  |
| Days inventory outstanding             | 28.5    | 38.5    | 23.8    | 25.5    | 27.8  |
| Days payables outstanding              | 50.2    | 46.2    | 31.7    | 33.9    | 37.0  |
| Dividend cover (x)                     | nm      | nm      | nm      | 3.3     | 3.3   |
| Current ratio (x)                      | 0.6     | 0.5     | 1.2     | 1.7     | 2.3   |
| <b>Leverage &amp; Expense Analysis</b> |         |         |         |         |       |
| Asset/Liability (x)                    | 1.5     | 1.4     | 1.4     | 1.6     | 2.0   |
| Net gearing (%) (incl perps)           | 159.3   | 222.7   | 194.2   | 83.4    | 15.0  |
| Net gearing (%) (excl. perps)          | 159.3   | 222.7   | 194.2   | 83.4    | 15.0  |
| Net interest cover (x)                 | na      | na      | 0.5     | 9.4     | 14.8  |
| Debt/EBITDA (x)                        | nm      | nm      | 4.3     | 1.7     | 1.1   |
| Capex/revenue (%)                      | 33.5    | 18.2    | 7.2     | 3.8     | 3.2   |
| Net debt/ (net cash)                   | 1,442.2 | 1,377.6 | 1,162.4 | 695.6   | 164.1 |

Source: Company; Maybank IBG Research

## Historical recommendations and target price: Siam Wellness Group (SPA)



## APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ(บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของการแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปใช้ ดัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อยู่ในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้รับการรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิ่งในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

### มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

### สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเจตนาที่จะดัดแปลงปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการเงิน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

### ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (MST Retail Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (MST Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย MST Retail Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ MST Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น ทั้งนี้ MST Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MST ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MST Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Retail Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อน อาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประโยชน์จากการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และไม่ได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงเกี่ยวกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาจได้ข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นคนกลางนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ให้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

### สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อจำกัดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์ที่กำกับ



อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด (“MSUK”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกจำกัดความเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, ภาษี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

**มาเลเซีย:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities (“PTMSI”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** MATRKE (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด (“MIBSI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861 **อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

Disclosure of Interest

**มาเลเซีย:** Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชธนกิจ, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

**สิงคโปร์:** ณ วันที่ 29 สิงหาคม 2565, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

**ไทย:** MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

**ฮ่องกง:** ณ วันที่ 29 สิงหาคม 2565, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างอิงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์นี้ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับการให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

|      |                                                                                        |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| BUY  | Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)         |
| HOLD | Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends) |
| SELL | Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)          |

Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.



## THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2022

|        |        |        |        |        |         | Score Range   | Number of Logo | Description  |
|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------------|----------------|--------------|
| AAV    | BPP    | EE     | JWD    | NKI    | PYLON   | 90-100        | ★★★★★          | Excellent    |
| ADVANC | BRR    | EGCO   | K      | NOBLE  | Q-CON   | 80-89         | ★★★★           | Very Good    |
| AF     | BTS    | EPG    | KBANK  | NSI    | QH      | 70-79         | ★★★            | Good         |
| AH     | BTW    | ETC    | KCE    | NVD    | QTC     | 60-69         | ★★             | Satisfactory |
| AIRA   | BWG    | FPI    | KKP    | NWR    | RATCH   | 50-59         | ★              | Pass         |
| AKP    | CENTEL | FPT    | KSL    | NYT    | RS      | Lower than 50 | No logo given  | N/A          |
| AKR    | CFRESH | FSMART | KTG    | OISHI  | S       |               |                |              |
| ALT    | CHEWA  | GBX    | KTC    | OR     | S&J     |               |                |              |
| AMA    | CHO    | GC     | LALIN  | ORI    | SAAM    |               |                |              |
| AMATA  | CIMBT  | GCAP   | LANNA  | OSP    | SABINA  | SONIC         | THCOM          | TTA          |
| AMATAV | CK     | GFPT   | LH     | OTO    | SAMART  | SPALI         | THG            | TTB          |
| ANAN   | CKP    | GGC    | LHFG   | PAP    | SAMTEL  | SPI           | THIP           | TTCL         |
| AOT    | CM     | GLAND  | LIT    | PCSGH  | SAT     | SPRC          | THRE           | TTW          |
| AP     | CNT    | GLOBAL | LPN    | PDG    | SC      | SPVI          | THREL          | TU           |
| ARIP   | COM7   | GPI    | MACO   | BEYOND | SCB     | SSSC          | TIPH           | TVD          |
| ARROW  | COMAN  | GPSC   | MAJOR  | PG     | SCC     | SST           | TIPCO          | TVI          |
| ASP    | COTTO  | GRAMMY | MAKRO  | PHOL   | SCCC    | STA           | TISCO          | TVO          |
| AUCT   | CPALL  | GULF   | MALEE  | PLANB  | SCG     | STEC          | TK             | TWPC         |
| AWC    | CPF    | GUNKUL | MBT    | PLANET | SCGP    | STI           | TKT            | U            |
| AYUD   | CPI    | HANA   | MST    | PLAT   | SCM     | SUN           | TMT            | UAC          |
| BAFS   | CPN    | HARN   | MC     | PORT   | SDC     | SUSCO         | TNDT           | UBIS         |
| BANFU  | CRC    | HMPRO  | MCOT   | PPS    | SEAFCCO | SUTHA         | TNITY          | UV           |
| BAY    | CSS    | ICC    | METCO  | PR9    | SEAOL   | SVI           | TOA            | VGI          |
| BBL    | DDD    | ICHI   | MFEC   | PREB   | SE-ED   | SYMC          | TOP            | VIH          |
| BCP    | DELTA  | III    | MINT   | PRG    | SELIC   | SYNTEC        | TPBI           | WACOAL       |
| BCPG   | DEMCO  | ILINK  | MONO   | PRM    | SENA    | TACC          | TQM            | WAVE         |
| BDMS   | DRT    | ILM    | MOONG  | PROUD  | SHR     | TASCO         | TRC            | WHA          |
| BEM    | DTAC   | INTUCH | MSC    | PSH    | SIRI    | TCAP          | TRU            | WHAUP        |
| BGC    | DUSIT  | IP     | MTC    | PFL    | SIS     | TEAMG         | TRUE           | WICE         |
| BGRIM  | EA     | IRPC   | MVP    | PTG    | SITHAI  | TFMAMA        | TSC            | WINNER       |
| BIZ    | EASTW  | ITEL   | NCL    | PTT    | SMK     | TGH           | TSR            | ZEN          |
| BKI    | ECF    | IVL    | NEP    | PTTEP  | SMPC    | THANA         | TSTE           |              |
| BOL    | EC.L   | JSP    | NER    | PTTGC  | SNC     | THANI         | TSTH           |              |
| 2S     | BAM    | DCON   | IND    | LOXLEY | PJW     | SCP           | SWC            | TVT          |
| 7UP    | BC     | DHOUSE | INET   | LRH    | PL      | SE            | SYNEX          | TWP          |
| ABICO  | BCH    | DOD    | INSET  | LST    | PM      | SFLEX         | T              | UEC          |
| ABM    | BEC    | DOHOME | INSURE | M      | PMTA    | SFP           | TAE            | UMI          |
| ACE    | BEYOND | DVB    | IRC    | MATCH  | PPP     | SFT           | TAKUNI         | UOBKH        |
| ACG    | BFIT   | EASON  | IRCP   | MBAX   | PPPM    | SGF           | TSBP           | UP           |
| ADB    | BJC    | EFORL  | IT     | MEGA   | PRIME   | SIAM          | TCC            | UPF          |
| AEONTS | BUCHI  | ERW    | ITD    | META   | PRIN    | SINGER        | TCMC           | UPOIC        |
| AGE    | BLA    | ESSO   | J      | MFC    | PRINC   | SKE           | TEAM           | UTP          |
| AHC    | BR     | ESTAR  | JAS    | MGT    | PSTC    | SKN           | TFG            | VCOM         |
| AIT    | BROOK  | ETE    | JCK    | MICRO  | PT      | SKR           | TFI            | VL           |
| ALL    | CBG    | FE     | JCKH   | MILL   | QLT     | SKY           | TIGER          | VNT          |
| ALLA   | CEN    | FLOYD  | JMART  | MITSIB | RBF     | SLP           | TITLE          | VPO          |
| ALUCON | CGH    | FN     | JMT    | MK     | RCL     | SMIT          | TKN            | VRANDA       |
| AMANAH | CHARAN | FNS    | KBS    | MODERN | RICHY   | SMT           | TKS            | WGE          |
| AMARIN | CHAYO  | FORTH  | KCAR   | MTI    | RML     | SNP           | TM             | WIK          |
| APCO   | CHG    | FSS    | KEX    | NBC    | ROJNA   | SO            | TMC            | WP           |
| APCS   | CHOTI  | FTE    | KGI    | NCAP   | RPC     | SORKON        | TMD            | XO           |
| APURE  | CHOW   | FVC    | KIAT   | NCH    | RT      | SPA           | TMI            | XPG          |
| AQUA   | CI     | GEL    | KISS   | NETBAY | RWI     | SPC           | TMILL          | YUASA        |
| ASAP   | CIG    | GENCO  | KOOL   | NEX    | S11     | SPCG          | TNL            |              |
| ASEFA  | CMC    | GJS    | KTIS   | NINE   | SA      | SR            | TNP            |              |
| ASIA   | COLOR  | GYT    | KUMWEL | NRF    | SAK     | SRICHA        | TOG            |              |
| ASIAN  | CPL    | HEMP   | KUN    | NTV    | SALEE   | SSC           | TPA            |              |
| ASIMAR | CPW    | HPT    | KWC    | OCC    | SAMCO   | SSF           | TPAC           |              |
| ASK    | CRD    | HTC    | KWM    | OGC    | SANKO   | STANLY        | TPCS           |              |
| ASN    | CSC    | HYDRO  | L&E    | PATO   | SAPPE   | STGT          | TPS            |              |
| ATP30  | CSP    | ICN    | LDC    | PB     | SAWAD   | STOWER        | TRITN          |              |
| B      | CWT    | IFS    | LEO    | PICO   | SCI     | STPI          | TRT            |              |
| BA     | DCC    | IMH    | LHK    | PIMO   | SCN     | SUC           | TSE            |              |
| A      | BLAND  | CRANE  | IHL    | LPH    | ALPHAX  | SABUY         | SUPER          | TYCN         |
| AI     | BM     | CSR    | IIG    | MAT    | PAF     | SF            | SVOA           | UKEM         |
| AIE    | BROCK  | D      | INGRS  | M-CHAI | PF      | SGP           | TC             | UMS          |
| AJ     | BSBM   | EKH    | INOX   | MCS    | PK      | SICT          | TCCC           | UNIQ         |
| AMC    | BSM    | EMC    | JAK    | MDX    | PLE     | SIMAT         | THMUI          | UPA          |
| APP    | BTNC   | EP     | JR     | MJD    | PPM     | SISB          | TNH            | UREKA        |
| AQ     | BYD    | F&D    | JTS    | MORE   | PRAKIT  | SKN           | TNR            | VIBHA        |
| ARIN   | CAZ    | FMT    | JUBILE | MUD    | PRAPAT  | SMART         | TOPP           | WPH          |
| AS     | CCP    | GIFT   | KASET  | NC     | PRECHA  | SOLAR         | TPCH           | WIN          |
| AU     | CGD    | GLOCON | KCM    | NDR    | PTL     | SPACK         | TPIPL          | WORK         |
| B52    | CITY   | GREEN  | KK     | NFC    | RCI     | SPG           | TPPP           | WPH          |
| BEAUTY | CMAN   | GSC    | KKC    | NNCL   | RJH     | SQ            | TPLAS          | YGG          |
| BGT    | CMO    | GTB    | KWG    | NOVA   | RP      | SSP           | TPOLY          | ZIGA         |
| BH     | CMR    | HTECH  | KYE    | NPK    | RPH     | STARK         | TQR            |              |
| BIG    | CPT    | HUMAN  | LEE    | NUSA   | RSP     | STC           | TTI            |              |

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2564 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

## Anti-Corruption Progress Indicator 2022

### ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC

|       |     |        |      |        |       |      |       |       |      |
|-------|-----|--------|------|--------|-------|------|-------|-------|------|
| TUP   | BEC | CRC    | ETC  | JMART  | MAJOR | NUSA | SCM   | TQM   | ZIGA |
| ABICO | BKD | DDD    | EVER | JMT    | MATCH | PIMO | SIS   | TSI   |      |
| AJ    | CHG | DHOUSE | GULF | JR     | MILL  | PR9  | STAR  | VCOM  |      |
| ALT   | CPL | DOHOME | III  | KEX    | NCL   | RS   | STECH | VIBHA |      |
| APCO  | CPR | ECF    | INOX | KUMWEL | NOVA  | SAK  | STGT  | WIN   |      |
| AS    | CPW | EKH    | J    | LDC    | NRF   | SCGP | SUPER | YUASA |      |

### ได้รับการรับรอง CAC

|         |        |        |        |       |        |        |        |        |        |
|---------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2S      | BGC    | DEMCO  | GUNKUL | KWI   | NOBLE  | PSL    | SINGER | TCMC   | TTA    |
| ADVANC  | BGRIM  | DIMET  | HANA   | L&E   | NOK    | PSTC   | SIRI   | TFG    | TTB    |
| AF      | BJCHI  | DRT    | HARN   | LANNA | NSI    | PT     | SITHAI | TFI    | TTCL   |
| AI      | BKI    | DTAC   | HEMP   | LH    | NWR    | PTG    | SKR    | TFMAMA | TU     |
| AIE     | BLA    | DUSIT  | HMPRO  | LHFG  | OCC    | PTT    | SMIT   | TGH    | TVD    |
| AIRA    | BPP    | EA     | HTC    | LHK   | OGC    | PTTEP  | SMK    | THANI  | TVI    |
| AKP     | BROOK  | EASTW  | ICC    | LPN   | ORI    | PTTGC  | SMPC   | THCOM  | TVO    |
| ALPHAX  | BRR    | ECL    | ICHI   | LRH   | PAP    | PYLON  | SNC    | THIP   | TWPC   |
| AMA     | BSBM   | EGCO   | IFEC   | M     | PATO   | Q-CON  | SNP    | THRE   | U      |
| AMANAHA | BTS    | EP     | IFS    | MAKRO | PB     | QH     | SORKON | THREL  | UBE    |
| AMATA   | BWG    | EPG    | ILINK  | MALEE | PCSGH  | QLT    | SPACK  | TIDLOR | UBIS   |
| AMATAV  | CEN    | ERW    | INET   | MBAX  | PDG    | QTC    | SPALI  | TIPCO  | UEC    |
| AP      | CENTEL | ESTAR  | INSURE | MBK   | PDJ    | RATCH  | SPC    | TISCO  | UKEM   |
| APCS    | CFRESH | ETE    | INTUCH | MC    | PE     | RML    | SPI    | TKS    | UOBKH  |
| AQUA    | CGH    | FE     | IRC    | MCOT  | PG     | RWI    | SPRC   | TKT    | UPF    |
| ARROW   | CHEWA  | FNS    | IRPC   | META  | PHOL   | S & J  | SRICHA | TMD    | UV     |
| ASIAN   | CHOTI  | FPI    | ITEL   | MFC   | PK     | SAAM   | SSF    | TMILL  | VGI    |
| ASK     | CHOW   | FPT    | IVL    | MFEC  | PL     | SABINA | SSP    | TMT    | VIH    |
| ASP     | CIG    | FSMART | JKN    | MINT  | PLANB  | SAPPE  | SSSC   | TNITY  | VNT    |
| AWC     | CIMBT  | FSS    | K      | MONO  | PLANET | SAT    | SST    | TNL    | WACOAL |
| AYUD    | CM     | FTE    | KASET  | MOONG | PLAT   | SC     | STA    | TNP    | WHA    |
| B       | CMC    | GBX    | KBANK  | MSC   | PM     | SCB    | STOWER | TNR    | WHAUP  |
| BAFS    | COM7   | GC     | KBS    | MST   | PPP    | SCC    | SUSCO  | TOG    | WICE   |
| BAM     | COTTO  | GCAP   | KCAR   | MTC   | PPPM   | SCCC   | SVI    | TOP    | WIJK   |
| BANPU   | CPALL  | GEL    | KCE    | MTI   | PPS    | SCG    | SYMC   | TOPP   | XO     |
| BAY     | CPF    | GFPT   | KGI    | NBC   | PREB   | SCN    | SYNTEC | TPA    | ZEN    |
| BBL     | CPI    | GGC    | KKP    | NEP   | PRG    | SEAOIL | TAE    | TPP    | TRUE   |
| BCH     | CPN    | GJS    | KSL    | NINE  | PRINC  | SE-ED  | TAKUNI | TRU    |        |
| BCP     | CSC    | GPI    | KTB    | NKI   | PRM    | SELIC  | TASCO  | TSC    |        |
| BCPG    | DCC    | GPSC   | KTC    | NMG   | PROS   | SENA   | TBSP   | TSTE   |        |
| BEYOND  | DELTA  | GSTEEL | KWC    | NNCL  | PSH    | SGP    | TCAP   | TSTH   |        |

### N/A

|        |        |        |        |        |        |         |        |       |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|-------|--------|
| 3K-BAT | BA     | COMAN  | GTB    | KWM    | NTV    | ROJNA   | SMART  | THE   | TYCN   |
| A      | BBIK   | CPANEL | GYT    | KYE    | NV     | RP      | SMD    | THG   | UAC    |
| A5     | BC     | CPH    | HENG   | LALIN  | NVD    | RPC     | SMT    | THL   | UMI    |
| AAV    | BCT    | CPT    | HFT    | LEE    | NYT    | RPH     | SNNP   | THMUI | UMS    |
| ABM    | BDMS   | CRANE  | HL     | LEO    | OHTL   | RSP     | SO     | TIGER | UNIQ   |
| ACAP   | BE8    | CRD    | HPT    | LIT    | OISHI  | RT      | SOLAR  | TIPH  | UP     |
| ACC    | BEAUTY | CSP    | HTECH  | LOXLEY | ONEE   | S       | SONIC  | TITLE | UPA    |
| ACE    | BEM    | CSR    | HUMAN  | LPH    | OR     | S11     | SPA    | TK    | UPOIC  |
| ACG    | BFIT   | CSS    | HYDRO  | LST    | OSP    | SA      | SPCG   | TKC   | UREKA  |
| ADB    | BGT    | CTW    | ICN    | MACO   | OTO    | SABUY   | SPG    | TKN   | UT     |
| ADD    | BH     | CV     | IHL    | MANRIN | PACE   | SAFARI  | SPVI   | TM    | UTP    |
| AEONTS | BIG    | CWT    | IIG    | MATI   | PACO   | SALEE   | SQ     | TMC   | UVAN   |
| AFC    | BIZ    | D      | ILM    | MAX    | PAE    | SAM     | SR     | TMI   | VARO   |
| AGE    | BJC    | DCON   | IMH    | M-CHAI | PAF    | SAMART  | SSC    | TMW   | VL     |
| AH     | BLAND  | DITTO  | IND    | MCS    | PERM   | SAMCO   | STANLY | TNDT  | VNG    |
| AHC    | BLISS  | DMT    | INGRS  | MDX    | PF     | SAMTEL  | STARK  | TNH   | VPO    |
| AIT    | BM     | DOD    | INSET  | MEGA   | PICO   | SANKO   | STC    | TNPC  | VRANDA |
| AJA    | BOL    | DPAIN  | IP     | MENA   | PIN    | SAUCE   | STEC   | TOA   | W      |
| AKR    | BR     | DTCI   | IRCP   | METCO  | PJW    | SAWAD   | STHAI  | TPAC  | WAVE   |
| ALL    | BRI    | DVS    | IT     | MGT    | PLE    | SAWANG  | STI    | TPBI  | WFX    |
| ALLA   | BROCK  | EASON  | ITD    | MICRO  | PMTA   | SCI     | STPI   | TPCH  | WGE    |
| ALUCON | BSM    | EE     | JAK    | MIDA   | POLAR  | SCP     | SUC    | TPCS  | WINMED |
| AMARIN | BTNC   | EFORL  | JAS    | MITSIB | POMPUI | SDC     | SUN    | TPPL  | WINNER |
| AMC    | BTW    | EMC    | JCK    | MJD    | PORT   | SE      | SUTHA  | TPPP  | WORK   |
| AMR    | BUI    | ESSO   | JCKH   | MK     | POST   | SEAFECO | SVH    | TPLAS | WORLD  |
| ANAN   | BYD    | F&D    | JCT    | ML     | PFM    | SECURE  | SVOA   | TPOLY | WP     |
| AOT    | CAZ    | FANCY  | JP     | MODERN | PRAKIT | SF      | SVT    | TPS   | WPH    |
| APEX   | CBG    | FLOYD  | JSP    | MORE   | PRAPAT | SFLEX   | SWC    | TQR   | XPG    |
| APP    | CCET   | FMT    | JTS    | MPIC   | PRECHA | SFP     | SYNEX  | TR    | YGG    |
| APURE  | CCP    | FN     | JUBILE | MUD    | PRIME  | SFT     | TACC   | TRC   |        |
| AQ     | CGD    | FORTH  | JUTHA  | MVP    | PRIN   | SGF     | TAPAC  | TRITN |        |
| ARIN   | CHARAN | FVC    | JWD    | NC     | PRO    | SHANG   | TC     | TRT   |        |
| ARIP   | CHAYO  | GENCO  | KAMART | NCAP   | PROEN  | SHR     | TCC    | TRUBB |        |
| ASAP   | CHO    | GIFT   | KC     | NCH    | PROUD  | SIAM    | TCCC   | TRV   |        |
| ASEFA  | CI     | GL     | KCM    | NDR    | PSG    | SICT    | TCJ    | TSE   |        |
| ASIA   | CITY   | GLAND  | KDH    | NER    | PTL    | SIMAT   | TCOAT  | TSF   |        |
| ASIMAR | CK     | GLOBAL | KIAT   | NETBAY | RAM    | SISB    | TEAM   | TSR   |        |
| ASN    | CKP    | GLOCON | KISS   | NEW    | RBF    | SK      | TEAMG  | TTI   |        |
| ASW    | CMAN   | GLORY  | KK     | NEWS   | RCL    | SKE     | TFM    | TTT   |        |
| ATP30  | CMO    | GRAMMY | KKC    | NEX    | RICHY  | SKN     | TGPRO  | TTW   |        |
| AU     | CMR    | GRAND  | KOOL   | NFC    | RJH    | SKY     | TH     | TVT   |        |
| AUCT   | CNT    | GREEN  | KTIS   | NPK    | ROCK   | SLM     | THAI   | TWP   |        |
| B52    | COLOR  | GSC    | KUN    | NSL    | ROH    | SLP     | THANA  | TWZ   |        |

Source : Thai Institute of Directors

**คำชี้แจง** ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 24 ตุลาคม 2564 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC