

# แอ็บโซลูท คลีน เอ็นเนอร์จี ACE

บริษัท แอ็บโซลูท คลีน เอ็นเนอร์จี จำกัด (มหาชน)

Bloomberg GPSC TB  
Reuters GPSC.BK



## Tactical: NEUTRAL (3-month)

Stock data	
Last close (Mar 20) (Bt)	1.44
Target price (Bt)	3.60
Mkt cap (Btbn)	14.65
Mkt cap (US\$m)	408

Beta	L
Mkt cap (%) SET	0.09
Sector % SET	21.00
Shares issued (mn)	10,176
Par value (Bt)	0.50
12-m high / low (Bt)	2.5 / 1.4
Avg. daily 6m (US\$m)	0.25
Foreign limit / actual (%)	49 / 2
Free float (%)	22.6
Dividend policy (%)	≥ 30

Share performance			
(%)	1M	3M	12M
Absolute	(1.4)	(1.4)	(40.5)
Relative to SET	0.1	0.9	(31.7)

Source: SET, InnovestX Research

2023 Sustainability/2022 ESG Score	
SET ESG Ratings	AA

ESG Bloomberg Rank in the sector	
ESG Score Rank	23/67
Environmental Score Rank	21/67
Social Score Rank	21/67
Governance Score Rank	23/67

**ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG**  
คะแนน ESG ในปี 2565 ของ ACE ลดลงจากปี 2564 เล็กน้อย โดยส่วนใหญ่อยู่ในด้านธรรมาภิบาลแม้ว่ายังคงน่าพอใจ คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มค่อนข้างมาก โดยอิงกับการประเมินของ Bloomberg แม้ว่าบริษัทจะพยายามลดก๊าซเรือนกระจกทั้งทางตรงและทางอ้อมผ่านทางโรงไฟฟ้าชีวมวลและโรงไฟฟ้า MSW ก็ตาม  
Source: Bloomberg Finance L.P.

**นักวิเคราะห์**  
**ชัยพัชร สุวัฒน์**  
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1005  
chaipat.thanawattano@scb.co.th

## เข้าสู่ช่วงการเติบโตรอบใหม่

หลังจากกำลังการผลิตแทบไม่เพิ่มขึ้นเป็นเวลา 3 ปี ACE ได้เข้าสู่ช่วงการเติบโตรอบใหม่ซึ่งจะดำเนินต่อไปในอีก 4 ปีข้างหน้า กำลังการผลิตที่เป็ดดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้วของบริษัทจะเติบโตที่ CAGR 22% ในปี 2567-2570 หลังจากมีการลงนามในสัญญาซื้อขายไฟฟ้าของโครงการส่วนใหญ่ แม้ว่าพัฒนาการล่าสุดจะเป็นบวกต่อแนวโน้มกำไรของ ACE แต่นักลงทุนยังคงไม่มีความสนใจลงทุนในหุ้น ACE เนื่องจากราคาหุ้น (-6% YTD) ยังปรับตัว underperform SET (-3%) เราเชื่อว่าตลาดจะร้อนกว่าจะมั่นใจว่า ACE จะสามารถรายงานกำไรที่เติบโตได้อย่างยั่งยืนและกลับมาจ่ายปันผลอีกครั้ง อย่างไรก็ตาม เนื่องจากโครงการใหม่ส่วนใหญ่ดำเนินการภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับหน่วยงานการไฟฟ้า เราจึงคงราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ไว้ที่ 3.6 บาท/หุ้น และให้คำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ ACE

**สรุปผลกระทบการ 4Q66** กำไรสุทธิ 4Q66 ของ ACE อยู่ที่ 165 ลบ. (-15% YoY และ -48% QoQ) โดยได้รับผลกระทบจากขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนและตราสารอนุพันธ์จำนวน 121 ลบ. กำไรสุทธิจากการดำเนินงานปกติลดลง 20% YoY และ 11% QoQ สู่ 253 ลบ. เนื่องจากกำไรของโครงการโรงไฟฟ้าชุมชน (MSW) ลดลงจาก 4Q65 เพราะมีการหยุดซ่อมบำรุงนานขึ้นที่โรงไฟฟ้ากระบี่และการสิ้นสุดช่วงระยะเวลาการได้รับส่วนเพิ่มราคาซื้อไฟฟ้า (adder) สำหรับโรงไฟฟ้าขอนแก่น ในขณะที่กำไรที่ลดลง QoQ เป็นผลมาจากอัตราค่ารับซื้อที่ลดลงของโรงไฟฟ้าชีวมวล เนื่องจากต้นทุนวัตถุดิบและต้นทุนพนักงานสูงขึ้น กำไรสุทธิปี 2566 ลดลง 16% YoY สู่ 1.1 พันลบ. โดยมีสาเหตุมาจากขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนและตราสารอนุพันธ์ กำไรจากการดำเนินงานปกติลดลง 13% YoY หลักๆ เกิดจากกำไรที่ลดลงของโครงการโรงไฟฟ้า MSW เนื่องจากสิ้นสุดช่วงระยะเวลาการได้รับ adder ต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นของโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวล และต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้นจากการกู้ยืมและการออกหุ้นกู้เพิ่มมากขึ้นเพื่อลงทุนในโครงการใหม่

**แนวโน้ม 1Q67 และปี 2567** เราคาดว่ากำไรปกติจะปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 1Q67 อันเป็นผลมาจากอัตราค่ารับซื้อที่เพิ่มขึ้นของโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวลและ MSW โครงการโรงไฟฟ้า MSW มีอัตราค่ารับซื้อขั้นสูงสุด ในพอร์ตของ ACE โดยอยู่ที่ราว 55% ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา เทียบกับอัตราค่ารับซื้อขั้นเฉลี่ยที่ 30% กำลังการผลิตที่เป็ดดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้วของโครงการโรงไฟฟ้า MSW จะเพิ่มขึ้นรวม 18.9MW ในปี 2567 โรงไฟฟ้า SPP Hybrid แห่งแรก (20MW) ซึ่งปัจจุบันอยู่ระหว่างทดลองเดินเครื่อง จะเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ใน 2Q67 โครงการโซลาร์ฟาร์มลือตแรก (กำลังการผลิตตามสัญญา 35.4MW) มีกำหนดเริ่มดำเนินการภายในเดือนธ.ค. 2567 เราคาดว่ากำไรปกติปี 2567 จะเพิ่มขึ้น 29%

**กำลังการผลิตจะเติบโตที่ CAGR 22% ในปี 2567-2570** ACE ลงนามในสัญญาซื้อขายไฟฟ้าสำหรับโครงการโรงไฟฟ้าใหม่ส่วนใหญ่เรียบร้อยแล้ว ซึ่งได้แก่ โครงการโซลาร์ฟาร์ม กำลังการผลิต 92.7MW โครงการโรงไฟฟ้าชีวมวล VSPF กำลังการผลิต 89.1MW และโรงไฟฟ้าก๊าซชีวภาพ กำลังการผลิต 59MW ภายใต้โครงการโรงไฟฟ้าชุมชน ACE จะให้ความสำคัญกับการพัฒนาโครงการเหล่านี้ในระยะ 4 ปีข้างหน้า และกำลังการผลิตติดตั้งทั้งหมดจะเพิ่มขึ้นที่ CAGR 22% สู่ 569.7MW ภายในสิ้นปี 2570 กำลังการผลิตเพิ่มเติมอีก 32.6MW ยังอยู่ระหว่างรอลงนามในสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับหน่วยงานการไฟฟ้า บริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนสำหรับโครงการเหล่านี้จากเงินกู้ยืมและเงินสดภายในกิจการซึ่งจะทำให้บริษัทมีความสามารถในการจ่ายปันผลค่อนข้างจำกัดในระยะสั้น

**ฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งจะช่วยสนับสนุนการเติบโต** ACE สามารถรักษาฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งเอาไว้ได้ โดยมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ที่ 0.4 เท่า และอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อทุนอยู่ที่เพียง 0.3 เท่า (สิ้นปี 2566) เราคาดว่าอัตราส่วนนี้จะเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปในระยะ 3 ปีข้างหน้า โดยมีสาเหตุมาจากการกู้ยืมเพิ่มมากขึ้นเพื่อใช้ลงทุนในโครงการใหม่ เราประเมินได้ว่า ACE ยังสามารถกู้ยืมเพิ่มได้อีกอย่างน้อย 1 หมื่นลบ. ก่อนที่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนจะเกิน 1 เท่า ซึ่งจะทำให้บริษัทสามารถจัดหาเงินทุนมาลงทุนในโครงการทั้งหมดที่อยู่ในแผนได้

**ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ:** 1) ความล่าช้าในการก่อสร้างโรงไฟฟ้าชีวมวล VSPF ทำให้ต้องเลื่อนกำหนดเปิดดำเนินการและกระแสเงินสดเข้ามาล่าช้า 2) ต้นทุนวัตถุดิบของโรงไฟฟ้าชีวมวลสูงกว่าคาด 3) ต้นทุนการลงทุนสูงกว่าคาด และ 4) การเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการทำงานและทำให้รายจ่ายฝ่ายทุนเพิ่มขึ้น ความเสี่ยง ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบด้านลบที่อาจเกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจต่อชุมชนโดยรอบ รวมถึงการใช้ประโยชน์ที่ดิน และการบริหารจัดการขยะมูลฝอยชุมชน

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	6,917	6,583	7,162	9,021	9,601
EBITDA	(Btmn)	2,181	2,123	2,637	3,949	4,722
Core profit	(Btmn)	1,227	1,109	1,434	2,418	2,535
Reported profit	(Btmn)	1,282	1,073	1,434	2,418	2,535
Core EPS	(Bt)	0.12	0.11	0.14	0.24	0.25
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E, core	(x)	11.9	13.2	10.2	6.1	5.8
EPS growth, core	(%)	(8.3)	(9.6)	29.2	68.7	4.8
P/BV, core	(x)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
ROE	(%)	8.9	7.6	9.0	13.6	12.5
Dividend yield	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	(x)	8.8	9.0	7.3	4.9	3.9

Source: InnovestX Research

### จุดเด่น

ACE ประกอบธุรกิจหลักโดยการถือหุ้นในบริษัทอื่นที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนของกลุ่มทรงเมตตาซึ่งเป็นหนึ่งในผู้ส่งออกไม้สับรายใหญ่ในประเทศไทย ปัจจุบัน ACE ดำเนินการโครงการโรงไฟฟ้า 22 โครงการ กำลังการผลิตรวม 257.6MW ผ่านทางบริษัทย่อยที่บริษัทถือหุ้นทั้งหมด โดยมากกว่าครึ่งหนึ่งเป็นโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน (ชีวมวล ชยะชุมชน และพลังงานแสงอาทิตย์) และที่เหลือเป็นโรงไฟฟ้า SPP โดเจนเนอเรชั่นที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิง สัดส่วนโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนจะปรับเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ เมื่อพิจารณาจากโครงการหลายโครงการที่รอการพัฒนา ปัจจัยแห่งความสำเร็จที่สำคัญ คือ การวิจัยและพัฒนาภายในบริษัทเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของโรงไฟฟ้า โดยเริ่มตั้งแต่การออกแบบโรงไฟฟ้า การคัดเลือกวัตถุดิบที่ใช้เป็นเชื้อเพลิง และสูตรการผสม บริษัทประสบความสำเร็จในการลดต้นทุนเชื้อเพลิงสำหรับโรงไฟฟ้าลงได้ 20% ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา จาก 1.6 บาท/KWh ในปี 2560 สู่ <1.3 บาท/KWh ในปี 2564 แม้เพิ่มขึ้น 3.9% ในปี 2565-2566 โดยมีสาเหตุมาจากแรงกดดันเงินเฟ้อ นอกจากนี้ความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นกับชุมชนโดยรอบโรงไฟฟ้ายังช่วยเพิ่มความมั่นคงในการจัดหาวัตถุดิบ (เศษวัสดุทางการเกษตร) ในระยะยาวด้วย โดยอาศัยความเชี่ยวชาญในธุรกิจนี้ของกลุ่มทรงเมตตา

### แนวโน้มธุรกิจ

การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) ได้ทำการคืน PPA ของโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวล VSPP จำนวน 8 โครงการเรียบร้อยแล้ว นอกจากนี้ยังมีอีกหนึ่งโครงการที่ ACE จะซื้อจากพันธมิตรในภายหลัง ความเคลื่อนไหวดังกล่าวสะท้อนถึงความมุ่งมั่นของรัฐบาลที่จะเพิ่มสัดส่วนกำลังการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนเป็น 33% ของกำลังการผลิตใหม่ทั้งหมดภายในปี 2580 โรงไฟฟ้าเหล่านี้มีกำหนดเริ่มดำเนินการภายใน 3 ปี หรือภายในเดือนธ.ค. 2569 ACE ได้บรรลุข้อตกลงกับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) ซึ่งเป็นคู่สัญญาในการบอกเลิก PPA ของโรงไฟฟ้า SPP hybrid 2 แห่งในนครศรีธรรมราช กำลังการผลิตรวม 50MW เนื่องจากมีเหตุสุดวิสัยเกิดขึ้น ทั้งนี้ กฟผ. จะทำการคืนหลักประกันการปฏิบัติตาม PPA ซึ่งเป็นหนังสือค้ำประกันของธนาคารให้แก่ ACE นอกจากนี้ ACE ยังชนะประมูลกำลังการผลิตเพิ่มเติม 50MW ในโครงการโรงไฟฟ้าชุมชนนำร่อง (CPP) และได้ลงนามใน PPA อายุสัญญา 20 ปี กับการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) ในเดือนมี.ค. 2566 แล้วหลังจากที่มีการปรับเปลี่ยนกำหนดการจากเดิมที่วางไว้ในเดือนม.ค. 2565 โรงไฟฟ้าเหล่านี้จะทยอยเริ่มดำเนินการในปี 2567-2569 นอกจากนี้ยังมีโครงการโซลาร์ฟาร์มที่จะมีการลงนามใน PPA เพิ่มเติมอีกด้วย โดยรวมแล้วกำลังการผลิตติดตั้งทั้งหมดของบริษัทจะเพิ่มขึ้นสู่ >602.29MW ภายในสิ้นปี 2570 เพิ่มขึ้นจาก 257.57MW ในปัจจุบัน

Bullish views	Bearish views
1. การปรับปรุงประสิทธิภาพโรงไฟฟ้าที่มีอยู่ในปัจจุบัน ซึ่งรวมถึงโรงไฟฟ้าชีวมวลที่ซื้อใหม่ 3 แห่ง จะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตอย่างต่อเนื่อง	1. การเริ่มดำเนินการโรงไฟฟ้าใหม่ที่ยืนยันไว้ในระหว่างทำ IPO ได้ต่ำกว่าคาด ซึ่งรวมถึง PPA เพิ่มเติมสำหรับโรงไฟฟ้าชีวมวล VSPP และโรงไฟฟ้า SPP Hybrid ซึ่งอยู่ระหว่างการเจรจากับ กฟผ. และ กฟภ.
2. แผนขยายกำลังการผลิตในปี 2567-2570 จะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนกำไรในระยะ 5 ปีข้างหน้า	2. ความเสี่ยงด้านนโยบายเกี่ยวกับโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนจะจำกัดแนวโน้มการเติบโตของบริษัท

### ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
กำลังการผลิตเพิ่มเติมใน pipeline	การลงนาม PPA สำหรับโรงไฟฟ้าชีวมวล VSPP และโรงไฟฟ้า SPP Hybrid กับ กฟภ. เพิ่มเติมคาดว่าจะเกิดขึ้นในปี 2566-2567 แนวโน้ม upside อื่นๆ คือ โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และ MSW ในประเทศไทย	บวก/ลบ	ปัจจัยนี้น่าจะทำให้นักลงทุนมีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อความสามารถของบริษัทที่จะรายงานกำไรเพิ่มขึ้นตามที่คาดการณ์ไว้ในช่วงที่ทำ IPO อย่างไรก็ตาม การลงนาม PPA ล่าช้าจากแผนเดิม
ต้นทุนวัตถุดิบลดลงอีก	ACE ตั้งเป้าลดต้นทุนวัตถุดิบสำหรับโรงไฟฟ้าชีวมวล	บวก	ACE สามารถลดต้นทุนวัตถุดิบลงได้ 16% จากระดับสูงสุดในปี 2560 สู่ 1.35 บาท/KWh ด้วยการปรับเปลี่ยนส่วนผสมของวัตถุดิบ เพื่อลดอัตราการใช้ความร้อน (heat rate) ของโรงไฟฟ้า

### การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
อัตราค่าไถ่ขึ้นต้น (+1%)	+5%	+0.06 บาท/หุ้น

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

เราเชื่อว่า ACE วางเป้าหมายในประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างเป็นรูปธรรม พร้อมกับไทม์ไลน์ที่แน่นอนและเปรียบเทียบผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงกับเป้าหมาย เราเชื่อว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลเป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย

**คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG**

Bloomberg ESG Score	45.01 (2022)	CG Rating	DJSI	SETESG	SET ESG Ratings	
Rank in Sector	23/67	ACE	5	No	Yes	AA

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)**

- ACE ตั้งเป้าหมายด้านความยั่งยืนด้วยแผนการเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้า โดยมุ่งเน้นที่โรงไฟฟ้าพลังงานสะอาด เพื่อให้บริษัทมีกำลังการผลิตติดตั้งรวมมากกว่า 1,000MW ภายในปี 2567
- ธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนของ ACE ช่วยบรรเทาปัญหาสิ่งแวดล้อมเรื่องจริงในประเทศไทย ธุรกิจโรงไฟฟ้าชีวมวลช่วยลดการเผาในที่โล่งซึ่งช่วยลดความเข้มข้นของปริมาณฝุ่น PM2.5 ในประเทศไทย โรงไฟฟ้า MSW สามารถแก้ปัญหาการจัดการขยะ
- บริษัทมุ่งสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutrality) และการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์สุทธิให้เป็นศูนย์ (Net Zero) ในอนาคต ซึ่งรวมถึงการรับซื้อวัสดุเหลือใช้ทางการเกษตรจากเกษตรกรรอบโรงไฟฟ้า บริษัทรับซื้อวัสดุเหลือใช้ทางการเกษตร 1.98 ล้านตันในปี 2565 เพิ่มขึ้นจาก 1.66 ล้านตันในปี 2564 ลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ได้ประมาณ 425 ล้านกิโลกรัมคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)**

- ACE มอมมอบต้นกล้าบุคลากรจากพันธุ์เนื้อเยื่อไม้โตเร็วที่ทนแล้งและทนทานต่อโรค ให้กับเกษตรกรในพื้นที่รอบโรงไฟฟ้าจำนวน 15 พื้นที่ สำหรับให้เกษตรกรปลูกในแปลง คั้นน้ำ เขตที่ เขตแดน คันคลอง หัวไร่ ปลายนา หรือพื้นที่รกร้างว่างเปล่าที่ยังไม่ได้ใช้ประโยชน์ โครงการนี้ช่วยสร้างรายได้เสริมและยกระดับคุณภาพชีวิตของชุมชนและสร้างเศรษฐกิจหมุนเวียนอย่างยั่งยืน
- ACE เดินหน้าลงทุนในโครงการที่เป็นประโยชน์ต่อเศรษฐกิจ สังคม และการอยู่ร่วมกับชุมชนอย่างยั่งยืน ซึ่งรวมถึงโครงการโรงไฟฟ้าชุมชน 18 โครงการที่บริษัทขณะการประมูลในปี 2564 ซึ่งจะสร้างรายได้ให้กับชุมชนมากขึ้นภายใต้ระบบเกษตรพันธสัญญา
- ACE รักษาสิทธิที่ดีในด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยโดยปราศจากอุบัติเหตุและการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับธรรมาภิบาล (G)**

- คณะกรรมการ ACE ประกอบด้วยกรรมการ 10 คน กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 5 คน (50% ของกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 5 คน (50% ของกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 5 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 3 คน (30% ของกรรมการทั้งหมด)
- ACE ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจกคณะกรรมการไทยอยู่ในระดับ "ดีเยี่ยม" (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปี 2565
- เราเชื่อว่าแนวทางปฏิบัติด้านสังคมและการกำกับดูแลของ ACE เป็นไปตามมาตรฐานอุตสาหกรรมทั่วไป

**ESG Disclosure Score**

	2021	2022
<b>ESG Disclosure Score</b>	<b>47.10</b>	<b>45.01</b>
<b>Environment</b>	<b>30.44</b>	<b>30.44</b>
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1	—	—
Biodiversity Policy	Yes	Yes
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Total Energy Consumption	44.66	40.48
<b>Social</b>	<b>33.40</b>	<b>33.40</b>
Human Rights Policy	Yes	Yes
Equal Opportunity Policy	Yes	Yes
Health and Safety Policy	Yes	Yes
Fatalities - Employees	—	—
Total Recordable Incident Rate - Employees	0.00	0.00
Employee Turnover Pct	20	31
<b>Governance</b>	<b>77.33</b>	<b>71.07</b>
Size of the Board	10	10
Number of Board Meetings for the Year	10	8
Board Meeting Attendance Pct	93	95
Number of Female Executives	2	2
Number of Independent Directors	5	5
Board Duration (Years)	—	—

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer**

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการนำข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมี การทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงาน ที่อาจจะเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับเปิดเผยข้อมูลของแต่ละบริษัท

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total revenue	(Btmn)	5,055	5,858	5,727	6,917	6,583	7,162	9,021	9,601
Cost of goods sold	(Btmn)	3,429	4,067	3,808	5,044	4,800	4,994	5,799	6,033
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,626</b>	<b>1,791</b>	<b>1,919</b>	<b>1,873</b>	<b>1,782</b>	<b>2,168</b>	<b>3,221</b>	<b>3,568</b>
SG&A	(Btmn)	330	322	350	438	445	454	463	467
Other income	(Btmn)	33	179	13	17	27	10	10	10
Interest expense	(Btmn)	413	106	141	132	195	257	280	370
<b>Pre-tax profit (before extra)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>916</b>	<b>1,541</b>	<b>1,440</b>	<b>1,319</b>	<b>1,170</b>	<b>1,467</b>	<b>2,488</b>	<b>2,741</b>
Corporate tax	(Btmn)	(3)	43	103	93	61	29	50	137
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	1	0	(5)	(21)	(69)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>919</b>	<b>1,499</b>	<b>1,338</b>	<b>1,227</b>	<b>1,109</b>	<b>1,434</b>	<b>2,418</b>	<b>2,535</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	(104)	9	168	55	(37)	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>815</b>	<b>1,508</b>	<b>1,506</b>	<b>1,282</b>	<b>1,073</b>	<b>1,434</b>	<b>2,418</b>	<b>2,535</b>
EBITDA	(Btmn)	1,856	2,189	2,249	2,181	2,123	2,637	3,949	4,722
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.10</b>	<b>0.15</b>	<b>0.13</b>	<b>0.12</b>	<b>0.11</b>	<b>0.14</b>	<b>0.24</b>	<b>0.25</b>
Net EPS	(Bt)	0.09	0.15	0.15	0.13	0.11	0.14	0.24	0.25
DPS	(Bt)	0.00	0.05	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total current assets	(Btmn)	1,435	1,841	2,672	3,032	3,666	3,071	4,141	5,591
Total fixed assets	(Btmn)	12,711	14,588	16,068	17,039	18,071	20,185	22,483	24,351
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>14,145</b>	<b>16,430</b>	<b>18,740</b>	<b>20,071</b>	<b>21,737</b>	<b>23,256</b>	<b>26,624</b>	<b>29,942</b>
Total loans	(Btmn)	2,995	3,922	4,754	5,041	5,656	5,704	6,595	7,400
Total current liabilities	(Btmn)	1,373	1,213	1,327	1,769	1,682	1,075	1,221	1,300
Total long-term liabilities	(Btmn)	1,979	3,224	4,044	4,118	4,753	5,444	6,249	6,953
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,352</b>	<b>4,437</b>	<b>5,372</b>	<b>5,886</b>	<b>6,435</b>	<b>6,520</b>	<b>7,470</b>	<b>8,253</b>
Paid-up capital	(Btmn)	5,088	5,088	5,088	5,088	5,088	5,088	5,088	5,088
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>10,793</b>	<b>11,993</b>	<b>13,315</b>	<b>14,125</b>	<b>15,197</b>	<b>16,631</b>	<b>19,049</b>	<b>21,584</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>1.06</b>	<b>1.18</b>	<b>1.31</b>	<b>1.39</b>	<b>1.49</b>	<b>1.63</b>	<b>1.87</b>	<b>2.12</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Core Profit	(Btmn)	919	1,499	1,338	1,227	1,109	1,434	2,418	2,535
Depreciation and amortization	(Btmn)	527	541	667	730	759	912	1,181	1,611
Operating cash flow	(Btmn)	1,619	1,895	1,869	1,522	2,178	2,837	3,284	4,688
Investing cash flow	(Btmn)	(826)	(1,644)	(2,014)	(1,774)	(1,816)	(3,000)	(3,500)	(3,500)
Financing cash flow	(Btmn)	(825)	161	553	(210)	389	48	891	805
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(33)</b>	<b>411</b>	<b>408</b>	<b>(462)</b>	<b>752</b>	<b>(115)</b>	<b>676</b>	<b>1,993</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin	(%)	32.2	30.6	33.5	27.1	27.1	30.3	35.7	37.2
Operating margin	(%)	25.6	25.1	27.4	20.7	20.3	23.9	30.6	32.3
EBITDA margin	(%)	36.7	37.4	39.3	31.5	32.3	36.8	43.8	49.2
EBIT margin	(%)	26.3	28.1	27.6	21.0	20.7	24.1	30.7	32.4
Net profit margin	(%)	16.1	25.7	26.3	18.5	16.3	20.0	26.8	26.4
ROE	(%)	11.2	13.2	10.6	8.9	7.6	9.0	13.6	12.5
ROA	(%)	6.6	9.8	7.6	6.3	5.3	6.4	9.7	9.0
Net D/E	(x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Interest coverage	(x)	4.5	20.6	15.9	16.5	10.9	10.3	14.1	12.8
Debt service coverage	(x)	1.2	2.3	2.1	1.6	1.5	3.3	4.3	4.3
Payout Ratio	(%)	0.0	33.7	13.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Installed capacity (period-end)	(MW)	212	246	258	258	258	334	392	550
Gross margin - Biomass	(%)	35.1	37.9	33.3	29.8	27.1	27.1	27.1	27.1
Gross margin - MSW	(%)	27.9	30.2	28.6	18.8	21.6	28.0	28.0	28.0
Gross margin - Solar	(%)	50.0	52.4	54.3	57.8	54.0	54.0	54.0	54.0
FIT (variable)	(Bt/kWh)	1.87	1.88	1.89	1.89	1.94	1.97	1.98	2.00
Effective interest rate	(%)	7.65	3.07	3.26	2.70	4.20	4.50	4.25	5.00

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total revenue	(Btmn)	1,621	1,638	1,815	1,844	1,741	1,613	1,627	1,601
Cost of goods sold	(Btmn)	1,149	1,174	1,351	1,370	1,274	1,192	1,169	1,166
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>472</b>	<b>464</b>	<b>464</b>	<b>473</b>	<b>466</b>	<b>422</b>	<b>459</b>	<b>436</b>
SG&A	(Btmn)	91	96	118	133	121	107	107	110
Other income	(Btmn)	4	8	2	4	5	14	3	5
Interest expense	(Btmn)	35	29	33	36	44	50	49	52
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>350</b>	<b>346</b>	<b>315</b>	<b>308</b>	<b>306</b>	<b>280</b>	<b>305</b>	<b>279</b>
Corporate tax	(Btmn)	22	50	36	(16)	12	27	29	(7)
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>327</b>	<b>296</b>	<b>279</b>	<b>324</b>	<b>294</b>	<b>253</b>	<b>276</b>	<b>286</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	(5)	87	102	(130)	(19)	63	40	(121)
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>323</b>	<b>384</b>	<b>381</b>	<b>194</b>	<b>275</b>	<b>316</b>	<b>317</b>	<b>165</b>
EBITDA	(Btmn)	562	558	531	530	534	518	550	521
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.02</b>	<b>0.03</b>	<b>0.04</b>
Net EPS	(Bt)	0.03	0.04	0.04	0.02	0.03	0.03	0.03	0.02

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total current assets	(Btmn)	2,563	3,057	3,145	3,032	2,815	2,779	2,704	3,666
Total fixed assets	(Btmn)	16,292	16,550	16,614	17,039	17,426	17,842	18,063	18,071
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>18,855</b>	<b>19,607</b>	<b>19,759</b>	<b>20,071</b>	<b>20,240</b>	<b>20,621</b>	<b>20,767</b>	<b>21,737</b>
Total loans	(Btmn)	4,440	4,994	4,680	5,041	4,953	5,093	4,797	5,656
Total current liabilities	(Btmn)	1,273	1,373	1,300	1,769	1,849	1,620	1,690	1,682
Total long-term liabilities	(Btmn)	3,887	4,360	4,215	4,118	3,932	4,223	3,982	4,753
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>5,160</b>	<b>5,732</b>	<b>5,515</b>	<b>5,886</b>	<b>5,781</b>	<b>5,844</b>	<b>5,673</b>	<b>6,435</b>
Paid-up capital	(Btmn)	5,088	5,088	5,088	5,088	5,088	5,088	5,088	5,088
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>13,638</b>	<b>13,818</b>	<b>14,187</b>	<b>14,125</b>	<b>14,400</b>	<b>14,716</b>	<b>15,033</b>	<b>15,197</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>1.34</b>	<b>1.36</b>	<b>1.39</b>	<b>1.39</b>	<b>1.42</b>	<b>1.45</b>	<b>1.48</b>	<b>1.49</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Core Profit	(Btmn)	327	296	279	324	294	253	276	286
Depreciation and amortization	(Btmn)	178	183	183	186	184	189	195	191
Operating cash flow	(Btmn)	462	419	376	266	633	495	625	426
Investing cash flow	(Btmn)	(444)	(352)	(162)	(817)	(548)	(592)	(373)	(304)
Financing cash flow	(Btmn)	(345)	322	(355)	168	(231)	101	(345)	864
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(327)</b>	<b>389</b>	<b>(142)</b>	<b>(382)</b>	<b>(146)</b>	<b>4</b>	<b>(93)</b>	<b>986</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Gross margin	(%)	29.1	28.3	25.6	25.7	26.8	26.1	28.2	27.2
Operating margin	(%)	23.5	22.5	19.1	18.5	19.8	19.5	21.6	20.4
EBITDA margin	(%)	34.7	34.1	29.2	28.7	30.7	32.1	33.8	32.6
EBIT margin	(%)	23.7	22.9	19.2	18.7	20.1	20.4	21.8	20.7
Net profit margin	(%)	19.9	23.4	21.0	10.5	15.8	19.6	19.5	10.3
ROE	(%)	9.7	8.6	8.0	9.2	8.2	6.9	7.4	7.6
ROA	(%)	7.0	6.2	5.7	6.5	5.8	5.0	5.3	5.4
Net D/E	(x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Interest coverage	(x)	16.3	19.2	16.3	14.7	12.3	10.4	11.1	10.1
Debt service coverage	(x)	2.5	2.2	2.4	1.6	1.5	1.5	1.7	1.5

### Key Statistics

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Installed capacity (period-end)	(MW)	258	258	258	258	258	258	258	258
Gross profit margin – Biomass	(%)	31.6	30.4	29.0	28.1	27.8	25.4	28.3	26.6
Gross profit margin – MSW	(%)	57.2	58.8	55.4	59.6	57.8	54.7	49.2	53.4
Gross profit margin – Cogen	(%)	21.0	19.5	18.0	17.5	20.0	21.2	23.7	22.3
Effective interest rate	(%)	3.04	2.49	2.72	3.09	3.53	4.01	4.06	4.36

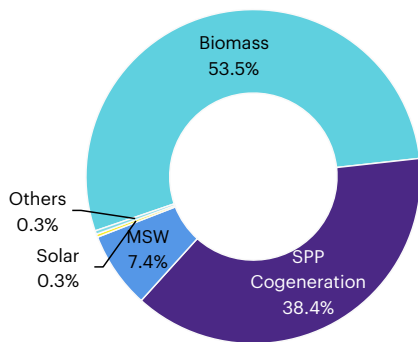
**Figure 1: ACE- 4Q23 earnings review**

	4Q22	3Q23	4Q23	%YoY	%QoQ	12M22	12M23	%YoY
<b>P&amp;L (Bt, mn)</b>								
Total revenue	1,844	1,627	1,601	(13.1)	(1.6)	6,917	6,583	(4.8)
Gross profit	473	459	436	(7.9)	(5.0)	1,873	1,782	(4.8)
EBITDA	530	550	521	(1.6)	(5.2)	2,181	2,123	(2.7)
Profit before extra items	324	276	286	(11.8)	3.5	1,227	1,109	(9.6)
<b>Net Profit</b>	<b>194</b>	<b>317</b>	<b>165</b>	<b>(15.0)</b>	<b>(47.9)</b>	<b>1,282</b>	<b>1,073</b>	<b>(16.3)</b>
EPS (Bt)	0.02	0.03	0.02	28.9	(21.0)	0.13	0.11	(9.7)
<b>B/S (Bt, mn)</b>								
Total assets	20,071	20,767	21,737	8.3	4.7	20,071	21,737	8.3
Total liabilities	5,886	5,673	6,435	9.3	13.4	5,886	6,435	9.3
Total equity	14,185	15,094	15,303	7.9	1.4	14,185	15,303	7.9
BVPS (Bt)	1.39	1.48	1.49	7.6	1.1	1.39	1.49	7.6
<b>Financial ratio (%)</b>								
Gross margin (%)	25.7	28.2	27.2	1.5	(1.0)	27.1	27.1	0.0
EBITDA margin (%)	28.7	33.8	32.6	3.8	(1.2)	31.5	32.3	0.7
Net profit margin (%)	10.5	19.5	10.3	(0.2)	(9.2)	18.5	16.3	(2.2)
ROA (%)	6.5	5.3	5.4	(1.1)	0.0	6.6	5.1	(1.5)
ROE (%)	9.2	7.4	7.6	(1.6)	0.1	9.3	7.3	(2.0)
D/E (X)	0.4	0.4	0.4	0.6	4.5	0.4	0.4	0.6

Source: ACE and InnovestX Research

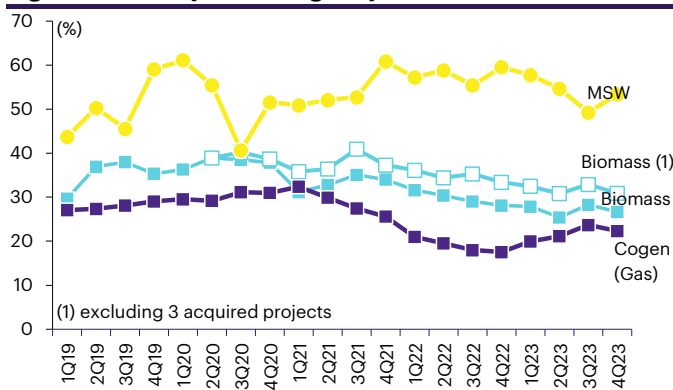
**Appendix**

**Figure 2: Revenue breakdown (2023)**



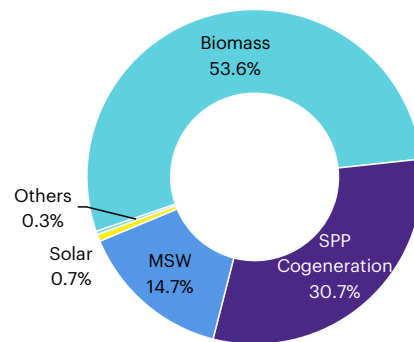
Source: ACE and InnovestX Research

**Figure 4: Gross profit margin by business**



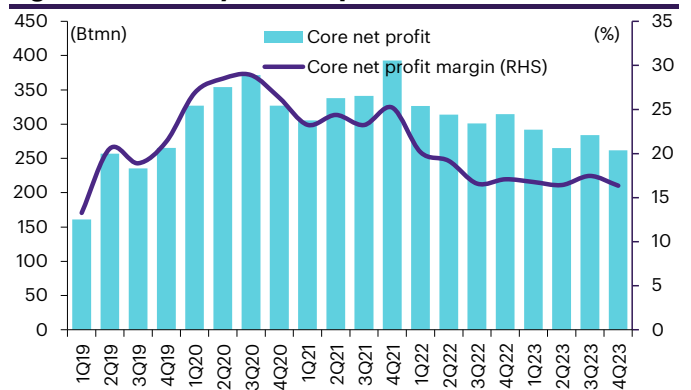
Source: ACE and InnovestX Research

**Figure 3: Gross profit breakdown (2023)**



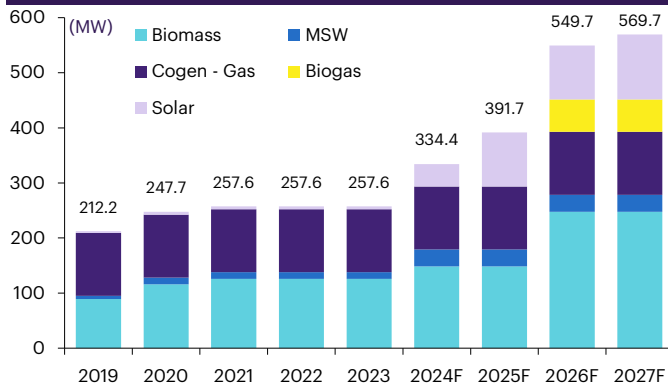
Source: ACE and InnovestX Research

**Figure 5: Quarterly core net profit**



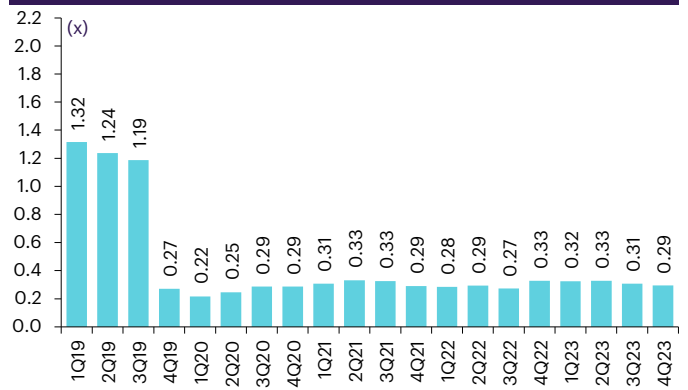
Source: ACE and InnovestX Research

**Figure 6: Capacity growth**



Source: ACE and InnovestX Research

**Figure 7: Net interest-bearing debt to equity ratio**



Source: ACE and InnovestX Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอ็กซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอ็กซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกันธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอ็กซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใดๆ ของ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกบวจจัย กบวเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงวิจารณญาณของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยายจำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับคำยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มิใช่ของสืบทอด ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขยายจำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอ็กซ์ จำกัด

**CG Rating 2023 Companies with CG Rating**  
**Companies with Excellent CG Scoring**

7UP, AAV, ABM, ACE, ACG, ADB, ADD, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, APCO, APCS, ARIP, ARROW, ASEFA, ASK, ASP, ASW, ATP30, AUCTION, AWC, AYUD, B, BA, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBIK, BBL, BC, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BJCHI, BKI, BLA, BOL, BPP, BRI, BROOK, BRR, BTS, BTW, BWG, BY, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CM, CNT, COLOR, COM7, COTTO, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CSC, CSS, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EP, ERW, ETC, ETE, FE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FSX, FVC, GBX, GC, GCAP, GENCO, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, ICN, IIL, ILINK, ILM, IMH, IND, INET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITC, ITCL, IVL, JAS, JTS, KBANK, KCC, KCE, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, KUN, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBK, MC, M-CHAI, MCOAT, MEGA, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NKI, NOBLE, NRF, NTV, NVD, NWR, NYT, OCC, OISHI<sup>1</sup>, ONEE, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PLANB, PLAT, PLUS, PM, POLY, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRINC, PRM, PRTR, PSH, PSL, PT, PTC, PTT, PTTEP, PTTCG, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPH, RS, RT, S, S&J, SA, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SAT, SBNEXT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFCO, SEAOL, SECURE, SELIC, SENA, SENX, SFP<sup>2</sup>, SFT, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SM, SMPC, SMT, SNC, SNNP, SNP, SO, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSSC, STA, STC, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SVT, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAE, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPH, TISCO, TK, TKN, TKS, TKT, TLI, TM, TMC, TMD, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TNR, TOA, TOG, TOP, TPBI, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRT, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TURTLE, TVDH, TVH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UP, UPF, UPOIC, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, VL, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, XPG, YUASA, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, A5, AAI, AIE, ALUCON, AMR, APURE, ARIN, AS, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, AURA, BR, BSBM, BTG, CEN, CGH, CH, CHIC, CI, CIG, CMC, COMAN, CSP, DOD, DPAINT, DV8, EFORL, EKH, ESSO, ESTAR, EVER, FORTH, FSMART, FTI, GEL, GPI, HEALTH, HUMAN, IFS, INSET, IT, J, JCKH, JDF, JKN, JMART, JUBILE, K, KCAR, KGI, KIAT, KISS, KK, KTIS, KWC, KWM, LDC, LEO, LHK, MACO, METCO, MICRO, MK, MVP, NCAP, NOVA, NTSC, PACO, PIN, PQS, PREB, PRI, PRIME, PROEN, PROS, PROUD, PSTC, PTECH, PYLON, RCL, SALEE, SANKO, SCI, SCN, SE, SE-ED, SFLEX, SINGER, SKN, SONIC, SORKON, SPVI, SSP, SST, STANLY, STP, SUPER, SVOA, SWC, TCC, TEKA, TFM, TMILL, TNP, TPLAS, TPOLY, TRC, TRU, TRUBB, TSE, VRANDA, WAVE, WFX, WIJK, WIN, WP, XO

**Companies with Good CG Scoring**

24CS, AMANAH, AMARC, AMC, APP, ASAP, BCT, BE8, BIG, BIOTEC, BLESS, BSM, BVG, CAZ, CCET, CHARAN, CHAYO, CHOTI, CITY, CMAN, CMR, CRANE, CWT, DHOUSE, DTCENT, EASON, FNS, FTE, GIFT, GJS, GTB, GTV, GYT, HL, HTECH, HYDRO, IIG, INGRS, INSURE, IRCP, ITD, ITNS, JCK, JMT, JR, JSP, KBS, KGEN, KJL, L&E, LEE, MASTER, MBAX, MEB, MENA, META, MGT, MITSIB, MJD, MOSHI, MUD, NATION, NNCL, NPK, NSL, NV, OGC, PAF, PCC, PEACE, PICO, PK, PL, PLANET, PLE, PMTA, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRN, PSG, RABBIT, READY, RJH, RSP, RWI, S11, SAAM, SAF, SAMCO, SAWAD, SCAP, SCP, SIAM, SKE, SKY, SMART, SMD, SMIT, SOLAR, SPA, STECH, STPI, SVR, TC, TCCC<sup>3</sup>, TEAM, TFI, TIGER, TITLE, TKC, TMI, TNH, TPA, TPAC, TRITN, UBA, UMI, UMS, UTP, VARO, VPO, W, WARRIX, WORK, WPH, YONG, ZIGA

**Corporate Governance Report**

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition (Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2022 to 31 October 2023) is publicized.

<sup>1</sup>OISHI was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on September 6, 2023

<sup>2</sup>SFP was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on July 19, 2023

<sup>3</sup>TCCC was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on August 25, 2023

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับรับรอง)**

2S, 7UP, AAI, ADVANC, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EP, ERW, ESTAR, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, IIL, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITCL, IVL, JAS, JKN, JR, JTS, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOAT, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NKI, NOBLE, NRF, NWR, OCC, OGC, OR, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPM, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTCG, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RML, RS, RWI, S&J, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOPP, TPA, TPCS, TRT, TRU, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UV, VCOM, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ประกาศเจตนา)**

ACE, ADB, ALT, AMC, ASW, BLAND, BTG, BYD, CAZ, CBG, CV, DEXON, DMT, EKH, FSX, GLOBAL, GREEN, ICN, IHL, ITC, J, JMART, JMT, LEO, LH, MENA, MITSIB, MODERN, NER, NEX, OSP, PEER, PLUS, POLY, PQS, PRIME, PROEN, PRTR, RBF, RT, SA, SANKO, SCB, SENX, SFLEX, SIS, SKE, SM, SVOA, TBN, TEGH, TIPH, TKN, TPAC, TPLAS, TQM, TRUE, W, WPH, XPG

**N/A**

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALL, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMARIN, AMR, ANAN, ANI, AOT, APCO, APEX, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, AURA, B52, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKGI, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BRI, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHARAN, CHASE, CHAYO, CHG, CHIC, CHO, CI, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DITTO, DOD, DPAINT, DTCENT, DTICI, DV8, EASON, ECL, EE, EFORL, EMC, ETL, EURO, EVER, F&D, FANCY, FE, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HEALTH, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, I2, IFEC, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRC, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCKH, JCT, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KAMART, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINIQA, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LDC, LEE, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEGA, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MJD, MK, ML, MORE, MOSHI, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NDR, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYT, OHTL, ONEE, ORN, PACE, PACO, PAF, PANEL, PCC, PEACE, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLE, PLT, PMTA, POLAR, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROUD, PSG, PSP, PTC, PTL, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWAD, SAWANG, SBNEXT, SCAP, SCGD, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SINGER, SINO, SISB, SJWD, SK, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STARK, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVR, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THUMUI, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTI, TTT, TTW, TURTLE, TVH, TVT, TWP, TW2, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VARO, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, WELL, WFX, WGE, WIN, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, YGG, YONG, ZAA

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of November 1, 2023) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.