

# กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์

บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์  
จำกัด (มหาชน)

## GULF

Bloomberg GULF TB  
Reuters GULF.BK

**innovest<sup>x</sup>**  
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

## 1Q67: กำไรสุทธิได้รับผลกระทบจากขาดทุน FX

กำไรสุทธิ 1Q67 อยู่ที่ 3.5 พันลบ. ลดลง 9.1% YoY และ 26.5% QoQ เพราะขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน 593 ลบ. (เทียบกับกำไรอัตราแลกเปลี่ยน 270 ลบ. ใน 1Q66 และ 625 ลบ. ใน 4Q66) และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมและการร่วมค้าลดลง YoY และ QoQ เนื่องจากธุรกิจโรงไฟฟ้าที่สหรัฐฯ (โครงการ Jackson) ได้รับผลกระทบจากราคาก๊าซธรรมชาติที่ลดลง และ GULF-GUNKUL Corp (GGC) ได้รับผลกระทบจากความเร็วมที่ลดลง กำไรปกติยังคงแข็งแกร่งที่ 4.2 พันลบ. เพิ่มขึ้น 13.2% YoY จากการรับรู้ผลการดำเนินงานเต็มไตรมาสของโครงการ GPD หน่วยที่ 1-2 (COD: มี.ค. 2566 และ ต.ค. 2566) ในขณะที่กำไรปกติลดลงเล็กน้อย 1.6% QoQ เพราะส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมและการร่วมค้าลดลง แนวโน้มน่าจะดีขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้ โดยได้รับการสนับสนุนจากกำลังการผลิตใหม่ที่เข้ามาเพิ่ม เรายังคงคำแนะนำ **OUTPERFORM** สำหรับ GULF โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 63 บาท/หุ้น

**ปริมาณการขายของโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ เพราะมีหน่วย IPP ใหม่** รายได้จากโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ (89.3% ของรายได้) เพิ่มขึ้น 18.7% YoY และ 15.9% QoQ เนื่องจากกำลังการผลิตดำเนินงานของโรงไฟฟ้า IPP เพิ่มขึ้น ภายหลังการเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ของสองหน่วยแรกของโครงการกัลฟ์ พลอวกแดง (GPD) ในเดือนมี.ค. 2566 และ ต.ค. 2566 ด้วยกำลังการผลิตรวม 927.5MWe

**รายได้จากธุรกิจพลังงานหมุนเวียนได้แรงหนุนจากโครงการใหม่** รายได้จากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน (2.7% ของรายได้) เพิ่มขึ้น 59.5% YoY นำโดยโครงการในประเทศเวียดนามหลังจากโรงไฟฟ้าพลังงานลม Mekong Wind (310MW) เปิดดำเนินการเต็มกำลังการผลิตใน 3Q66 ควบคู่กับรายได้ที่เพิ่มขึ้นจาก GULF1 จากการทยอยเดินเครื่องโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนหลังคาสำหรับลูกค้าอุตสาหกรรม รายได้จากพลังงานทดแทนเพิ่มขึ้น 16.6% QoQ เนื่องจากโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวล กัลฟ์ ชนะ กรีน (GCG) มีรายได้เพิ่มขึ้นตามค่า Ft

**ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมและการร่วมค้า** ลดลง 14.4% YoY และ 54.5% QoQ โดยมีสาเหตุมาจากขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนจำนวนมากถึง 567 ลบ. สำหรับโครงการ GJP และ 121 ลบ. สำหรับโครงการโรงไฟฟ้าหลวงพระบาง (LPCL) ใน 1Q67 หากตัดรายการดังกล่าวออกไป พบว่ากำไรปกติจากบริษัทร่วมและการร่วมค้าอยู่ที่ 2.6 พันลบ. เพิ่มขึ้น 29.5% YoY (ส่วนแบ่งกำไรจาก INTUCH และ PTT NGD สูงขึ้น) แต่ลดลง 17.3% QoQ (กำไรจาก Jackson และ GGC ลดลง)

**แนวโน้มปี 2567 ยังแข็งแกร่ง** เราคาดว่ากำไรปกติจะต่ำสุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ใน 2Q67 และจะเติบโตอย่างต่อเนื่องตลอดปี โดยได้แรงหนุนจากกำลังการผลิตเพิ่มเติมของโครงการที่กำลังจะเกิดขึ้นหลายโครงการ: 1) IPP ใหม่ ของโครงการ GPD หน่วยที่ 3 (กำลังการผลิต 662.5MW, SCOD: มี.ค. 2567) และโครงการ GPD หน่วยที่ 4 (662.5MW, SCOD: ต.ค. 2567) และ 2) IPP ใหม่ ของโครงการโรงไฟฟ้าหินกอง (HKP) หน่วยที่ 1 (กำลังการผลิต: 770MW SCOD: มี.ค. 2567) นอกจากนี้เรายังมีมุมมองเชิงบวกเกี่ยวกับเหตุการณ์ที่กำลังจะเกิดขึ้นอีก 2 รายการสำหรับโครงการโรงไฟฟ้าในประเทศไทย ได้แก่ เฟสที่สองของการประมูลโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน กำลังการผลิต 3.6GW และแผน PDP2024 ใหม่ ซึ่งคาดว่าจะเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนอีก 30-40MW เพื่อตอบสนองความต้องการใช้พลังงานสีเขียวในอนาคต ทั้งนี้กำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนของ GULF ในปัจจุบันคิดเป็นสัดส่วนเพียง 10% ของกำลังการผลิตไฟฟ้าทั้งหมด เทียบกับเป้าหมายที่ 40% ภายในปี 2578 หุ้น GULF ซื้อขายที่ PE ปี 2567 เพียง 24.3 เท่า หรือ -1.5 SD ของ PE เฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อความแข็งแกร่งของกำไรของ GULF และราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 63 บาท/หุ้น

**ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ:** 1) ผลตอบแทนจากการลงทุนในโครงการใหม่ต่ำกว่าคาด แต่ประวัติด้านที่ต่อเนื่องของ GULF ในการพัฒนาโครงการให้แล้วเสร็จตามกำหนดและเป็นไปตามงบประมาณที่วางไว้จะช่วยลดความเสี่ยงนี้ 2) ยอดขายไฟฟ้าและไอน้ำของโครงการโรงไฟฟ้า SPP ให้แก่ลูกค้าอุตสาหกรรม อาจได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจที่อ่อนแอและต้นทุนเชื้อเพลิงสูง และความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับสภาพอากาศที่โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน

### Forecasts and valuation

| Year to 31 Dec   | Unit   | 2022   | 2023    | 2024F   | 2025F   | 2026F   |
|------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue          | (Btmn) | 94,151 | 114,054 | 136,067 | 144,870 | 166,994 |
| EBITDA           | (Btmn) | 22,473 | 25,195  | 31,725  | 35,177  | 44,496  |
| Core profit      | (Btmn) | 12,045 | 15,666  | 20,042  | 25,043  | 30,865  |
| Reported profit  | (Btmn) | 11,418 | 14,858  | 20,042  | 25,043  | 30,865  |
| Core EPS         | (Bt)   | 1.03   | 1.34    | 1.71    | 2.13    | 2.63    |
| DPS              | (Bt)   | 0.60   | 0.88    | 1.02    | 1.28    | 1.58    |
| P/E, core        | (x)    | 40.4   | 31.1    | 24.3    | 19.4    | 15.8    |
| EPS growth, core | (%)    | 37.7   | 30.1    | 27.9    | 25.0    | 23.2    |
| P/BV, core       | (x)    | 4.4    | 4.2     | 3.9     | 3.5     | 3.2     |
| ROE              | (%)    | 11.6   | 13.8    | 16.6    | 19.0    | 21.4    |
| Dividend yield   | (%)    | 1.4    | 2.1     | 2.5     | 3.1     | 3.8     |
| EV/EBITDA        | (x)    | 30.9   | 29.0    | 22.8    | 20.1    | 15.1    |

Source: InnovestX Research

ดูข้อมูลเชิงลึกในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

## Tactical: OUTPERFORM (3-month)

### Stock data

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| Last close (May 9) (Bt) | 41.50  |
| Target price (Bt)       | 63.00  |
| Mkt cap (Btmn)          | 486.93 |
| Mkt cap (US\$mn)        | 13,268 |

|                            |             |
|----------------------------|-------------|
| Beta                       | L           |
| Mkt cap (%) SET            | 2.88        |
| Sector % SET               | 20.38       |
| Shares issued (mn)         | 11,733      |
| Par value (Bt)             | 1.00        |
| 12-m high / low (Bt)       | 53.8 / 38.8 |
| Avg. daily 6m (US\$mn)     | 12.95       |
| Foreign limit / actual (%) | 49 / 35.86  |
| Free float (%)             | 26.1        |
| Dividend policy (%)        | ≥ 30        |

### Share performance

| (%)             | 1M    | 3M    | 12M    |
|-----------------|-------|-------|--------|
| Absolute        | (5.7) | (5.1) | (21.0) |
| Relative to SET | (3.0) | (3.8) | (9.4)  |

Source: SET, InnovestX Research

### 2023 Sustainability / 2022 ESG Score

|                 |    |
|-----------------|----|
| SET ESG Ratings | AA |
|-----------------|----|

### ESG Bloomberg Rank in the sector

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| ESG Score Rank           | 12/67 |
| Environmental Score Rank | 5/67  |
| Social Score Rank        | 7/67  |
| Governance Score Rank    | 24/67 |

### ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

อันดับคะแนน ESG ในปี 2565 ของ GULF อยู่ในระดับที่ยอมรับได้ แม้ว่าคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG จะต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมตามการประเมินของ Bloomberg การรณรงค์อย่างต่อเนื่องในด้าน ESG และผลงานที่ดีเกี่ยวกับชุมชนและพนักงาน อาชีวอนามัยและความปลอดภัยนั้นเป็นที่ยอมรับ

Source: Bloomberg Finance L.P.

### นักวิเคราะห์

#### ชัยวัฒน์ อิศระวิชัย

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1021  
chaiwat.arsirawichai@scb.co.th

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

เรามองว่า GULF วางเป้าหมายในประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างเป็นรูปธรรม โดยมีแนวโน้มที่ชัดเจนและให้ความสำคัญกับความคืบหน้าของผลการดำเนินงานเมื่อเทียบกับเป้าหมาย ในขณะที่เดียวกัน เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลเป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายสำหรับคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย

**คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG**

| Bloomberg ESG Score | 63.10 (2022) | CG Rating | 5 | DJSI | No | SETESG | Yes | SET ESG Ratings | AA |
|---------------------|--------------|-----------|---|------|----|--------|-----|-----------------|----|
| Rank in Sector      | 12/67        | GULF      |   |      |    |        |     |                 |    |

Source: Thai Institute of Directors and SET

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)**

- GULF ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนกำลังการผลิตไฟฟ้าติดตั้งจากพลังงานหมุนเวียนเป็นไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำลังการผลิตไฟฟ้าติดตั้งรวมภายในปี 2578 ปัจจุบันบริษัทมีกำลังการผลิตติดตั้งจากพลังงานหมุนเวียนมากกว่า 800 เมกะวัตต์
- บริษัทตั้งเป้าหมายลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อหนึ่งหน่วยผลิต 25% ภายในปี 2573 เมื่อเทียบกับปีฐาน ให้สอดคล้องกับความมุ่งมั่นที่จะยกระดับการดำเนินการเพื่อมุ่งสู่เป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนและการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ตามนโยบายของรัฐบาลไทย
- GULF ส่งเสริมการนำนวัตกรรมมาใช้ในการปฏิบัติงาน อีกทั้งสนับสนุนโครงการพัฒนาประสิทธิภาพในการดำเนินงานหลายโครงการ ซึ่งทำให้สามารถลดต้นทุนในการดำเนินงานกว่า 300 ล้านบาทในปี 2564
- บริษัทสามารถรักษาเป้าหมายขยะฝังกลบเป็นศูนย์ตั้งแต่ปี 2563 นอกจากนี้ในปี 2565 บริษัทสามารถบรรลุเป้าหมายขยะเผาตรงเป็นศูนย์

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)**

- GULF จัดเตรียมสถานที่ทำงานให้มีสภาพแวดล้อมที่ปลอดภัยและถูกหลักสุขอนามัยแก่พนักงาน บริษัทบรรลุเป้าหมาย Zero Accident โดยมีอัตราการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน (LTIFR) เป็นศูนย์สำหรับทั้งพนักงานและผู้รับเหมา
- คะแนนความผูกพันของพนักงานอยู่ที่ 77% และคะแนนความพึงพอใจอยู่ที่ 88% GULF รายงานว่าบริษัทไม่ได้รับข้อร้องเรียนใดๆ ที่เกี่ยวกับการละเมิดสิทธิมนุษยชน ซึ่งการประเมินของบริษัทได้แสดงให้เห็นว่า การควบคุมภายในและแผนการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสิทธิมนุษยชนมีความเพียงพอและเหมาะสมในทุกพื้นที่
- GULF กำหนดกลยุทธ์ในการสนับสนุนชุมชนท้องถิ่นทั่วประเทศภายใต้กรอบ "IMPACT" เพื่อสร้างผลกระทบเชิงบวกและยกระดับคุณภาพชีวิตเพื่อการเติบโตและการพัฒนาที่ยั่งยืน

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับบรรษัทภิบาล (G)**

- คณะกรรมการ GULF ประกอบด้วยกรรมการ 12 คน ได้แก่ กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร 8 คน (66.67% ของกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 7 คน (58.33% ของกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการเพศหญิง 4 คน (33.33% ของกรรมการทั้งหมด)
- GULF ได้รับผลการจัดอันดับระดับ 5 ดาว (ดีเลิศ) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปี 2565
- เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ GULF เป็นที่น่าพอใจ สะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ของผู้บริหารในธุรกิจ สาธารณูปโภค ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการอิสระ

**ESG Disclosure Score**

|  | 2021         | 2022         |
|--|--------------|--------------|
| <b>ESG Disclosure Score</b>                | <b>60.88</b> | <b>63.10</b> |
| <b>Environment</b>                         | <b>68.74</b> | <b>72.43</b> |
| Emissions Reduction Initiatives            | Yes          | Yes          |
| Climate Change Policy                      | Yes          | Yes          |
| GHG Scope 1                                | 9,627        | 10,491       |
| Biodiversity Policy                        | Yes          | Yes          |
| Energy Efficiency Policy                   | Yes          | Yes          |
| Total Energy Consumption                   | 19.39        | 109.29       |
| <b>Social</b>                              | <b>47.97</b> | <b>50.97</b> |
| Human Rights Policy                        | Yes          | Yes          |
| Equal Opportunity Policy                   | Yes          | Yes          |
| Health and Safety Policy                   | Yes          | Yes          |
| Fatalities - Employees                     | 0.00         | 0.00         |
| Total Recordable Incident Rate - Employees | —            | —            |
| Employee Turnover Pct                      | 5.20         | 7.80         |
| <b>Governance</b>                          | <b>65.89</b> | <b>65.89</b> |
| Size of the Board                          | 10           | 12           |
| Number of Board Meetings for the Year      | 16           | 14           |
| Board Meeting Attendance Pct               | 98           | 99           |
| Number of Female Executives                | 3            | 3            |
| Number of Independent Directors            | 5            | 7            |

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer**

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

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY December 31                       | Unit          | 2019         | 2020         | 2021          | 2022          | 2023          | 2024F         | 2025F         | 2026F         |
|--------------------------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total revenue                        | (Btmn)        | 30,040       | 32,863       | 47,467        | 94,151        | 114,054       | 136,067       | 144,870       | 166,994       |
| Cost of goods sold                   | (Btmn)        | 22,791       | 23,702       | 34,388        | 74,711        | 92,022        | 106,609       | 111,974       | 124,260       |
| <b>Gross profit</b>                  | (Btmn)        | <b>7,249</b> | <b>9,161</b> | <b>13,079</b> | <b>19,440</b> | <b>22,033</b> | <b>29,458</b> | <b>32,896</b> | <b>42,734</b> |
| SG&A                                 | (Btmn)        | 1,713        | 2,116        | 2,297         | 2,955         | 3,915         | 4,631         | 4,922         | 5,861         |
| Other income                         | (Btmn)        | 304          | 543          | 2,516         | 925           | 2,896         | 2,954         | 2,974         | 2,994         |
| Interest expense                     | (Btmn)        | 2,896        | 3,665        | 5,596         | 7,652         | 9,817         | 9,362         | 9,058         | 8,526         |
| <b>Pre-tax profit (before extra)</b> | (Btmn)        | <b>2,943</b> | <b>3,923</b> | <b>7,703</b>  | <b>9,759</b>  | <b>11,197</b> | <b>18,420</b> | <b>21,890</b> | <b>31,341</b> |
| Corporate tax                        | (Btmn)        | (14)         | 107          | 347           | 1,344         | 658           | 2,315         | 970           | 3,431         |
| Equity a/c profits                   | (Btmn)        | 3,205        | 2,462        | 2,886         | 6,321         | 10,284        | 9,271         | 9,790         | 9,710         |
| Minority interests                   | (Btmn)        | (2,280)      | (1,862)      | (1,497)       | (2,691)       | (5,157)       | (5,334)       | (5,667)       | (6,754)       |
| <b>Core profit</b>                   | (Btmn)        | <b>3,883</b> | <b>4,416</b> | <b>8,745</b>  | <b>12,045</b> | <b>15,666</b> | <b>20,042</b> | <b>25,043</b> | <b>30,865</b> |
| Extra-ordinary items                 | (Btmn)        | 1,003        | (134)        | (1,075)       | (627)         | (808)         | 0             | 0             | 0             |
| <b>Net Profit</b>                    | (Btmn)        | <b>4,887</b> | <b>4,282</b> | <b>7,670</b>  | <b>11,418</b> | <b>14,858</b> | <b>20,042</b> | <b>25,043</b> | <b>30,865</b> |
| EBITDA                               | (Btmn)        | 8,273        | 11,020       | 18,287        | 22,473        | 25,195        | 31,725        | 35,177        | 44,496        |
| <b>Core EPS</b>                      | <b>(Btmn)</b> | <b>0.36</b>  | <b>0.40</b>  | <b>0.75</b>   | <b>1.03</b>   | <b>1.34</b>   | <b>1.71</b>   | <b>2.13</b>   | <b>2.63</b>   |
| Net EPS                              | (Bt)          | 0.46         | 0.39         | 0.65          | 0.97          | 1.27          | 1.71          | 2.13          | 2.63          |
| DPS                                  | (Bt)          | 0.13         | 0.38         | 0.44          | 0.60          | 0.88          | 1.02          | 1.28          | 1.58          |

### Balance Sheet

| FY December 31              | Unit        | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           | 2023           | 2024F          | 2025F          | 2026F          |
|-----------------------------|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Total current assets        | (Btmn)      | 21,531         | 30,354         | 38,811         | 70,249         | 72,686         | 42,797         | 54,374         | 79,478         |
| Total fixed assets          | (Btmn)      | 112,747        | 215,226        | 323,863        | 347,923        | 386,828        | 391,662        | 390,079        | 366,438        |
| <b>Total assets</b>         | (Btmn)      | <b>134,278</b> | <b>245,581</b> | <b>362,674</b> | <b>418,172</b> | <b>459,514</b> | <b>434,459</b> | <b>444,454</b> | <b>445,916</b> |
| Total loans                 | (Btmn)      | 77,161         | 141,718        | 223,564        | 250,565        | 284,849        | 246,961        | 238,950        | 224,931        |
| Total current liabilities   | (Btmn)      | 9,809          | 29,643         | 35,016         | 51,868         | 65,623         | 34,349         | 40,756         | 39,962         |
| Total long-term liabilities | (Btmn)      | 75,429         | 143,858        | 220,148        | 230,502        | 249,787        | 241,776        | 227,757        | 215,491        |
| <b>Total liabilities</b>    | (Btmn)      | <b>85,238</b>  | <b>173,501</b> | <b>255,165</b> | <b>282,370</b> | <b>315,410</b> | <b>276,125</b> | <b>268,514</b> | <b>255,453</b> |
| Paid-up capital             | (Btmn)      | 10,667         | 11,733         | 11,733         | 11,733         | 11,733         | 11,733         | 11,733         | 11,733         |
| <b>Total equity</b>         | (Btmn)      | <b>38,427</b>  | <b>64,027</b>  | <b>96,596</b>  | <b>110,787</b> | <b>116,585</b> | <b>125,481</b> | <b>137,480</b> | <b>151,567</b> |
| <b>BVPS</b>                 | <b>(Bt)</b> | <b>3.60</b>    | <b>5.46</b>    | <b>8.23</b>    | <b>9.44</b>    | <b>9.94</b>    | <b>10.69</b>   | <b>11.72</b>   | <b>12.92</b>   |

### Cash Flow Statement

| FY December 31                | Unit          | 2019           | 2020         | 2021         | 2022          | 2023         | 2024F           | 2025F        | 2026F         |
|-------------------------------|---------------|----------------|--------------|--------------|---------------|--------------|-----------------|--------------|---------------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | 3,883          | 4,416        | 8,745        | 12,045        | 15,666       | 20,042          | 25,043       | 30,865        |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 2,434          | 3,431        | 4,989        | 5,063         | 4,181        | 3,944           | 4,229        | 4,629         |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | 8,043          | 10,566       | 14,023       | 11,106        | 18,291       | 32,590          | 38,570       | 64,024        |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | (14,317)       | (70,410)     | (78,206)     | (25,036)      | (34,400)     | (17,781)        | (12,937)     | (12,913)      |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | 2,221          | 63,101       | 68,128       | 33,277        | 15,628       | (43,702)        | (15,837)     | (30,797)      |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>(4,053)</b> | <b>3,256</b> | <b>3,945</b> | <b>19,347</b> | <b>(481)</b> | <b>(28,893)</b> | <b>9,796</b> | <b>20,314</b> |

### Key Financial Ratios

| FY December 31        | Unit | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Gross margin          | (%)  | 24.1 | 27.9 | 27.6 | 20.6 | 19.3 | 21.6  | 22.7  | 25.6  |
| Operating margin      | (%)  | 18.4 | 21.4 | 22.7 | 17.5 | 15.9 | 18.2  | 19.3  | 22.1  |
| EBITDA margin         | (%)  | 27.5 | 33.5 | 38.5 | 23.9 | 22.1 | 23.3  | 24.3  | 26.6  |
| EBIT margin           | (%)  | 19.4 | 23.1 | 28.0 | 18.5 | 18.4 | 20.4  | 21.4  | 23.9  |
| Net profit margin     | (%)  | 16.3 | 13.0 | 16.2 | 12.1 | 13.0 | 14.7  | 17.3  | 18.5  |
| ROE                   | (%)  | 10.4 | 8.6  | 10.9 | 11.6 | 13.8 | 16.6  | 19.0  | 21.4  |
| ROA                   | (%)  | 3.0  | 2.3  | 2.9  | 3.1  | 3.6  | 4.5   | 5.7   | 6.9   |
| Net D/E               | (x)  | 1.3  | 1.7  | 1.9  | 1.5  | 1.7  | 1.5   | 1.6   | 1.2   |
| Interest coverage     | (x)  | 2.9  | 3.0  | 3.3  | 2.9  | 2.6  | 3.4   | 3.9   | 5.2   |
| Debt service coverage | (x)  | 1.4  | 0.5  | 0.7  | 0.6  | 0.5  | 1.4   | 1.3   | 1.7   |
| Payout Ratio          | (%)  | 28.4 | 97.3 | 67.3 | 61.7 | 69.5 | 59.7  | 60.0  | 60.1  |

### Main Assumptions

| FY December 31                         | Unit  | 2019  | 2020  | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|--|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Gross installed capacity (period-end)  | (MW)  | 5,919 | 6,409 | 7,875  | 9,572  | 12,420 | 15,167 | 16,534 | 16,813 |
| Equity installed capacity (period-end) | (MW)  | 2,701 | 2,959 | 3,951  | 4,966  | 6,712  | 8,669  | 9,643  | 9,930  |
| Electricity sales volume – EGAT        | (GWh) | 7,072 | 7,541 | 10,505 | 14,597 | 28,061 | 33,326 | 36,370 | 44,594 |
| Electricity sales volume – IUs         | (GWh) | 1,923 | 1,914 | 2,238  | 2,376  | 2,334  | 2,381  | 2,381  | 2,381  |
| Effective interest rate                | (%)   | 3.97  | 3.35  | 3.12   | 3.30   | 3.80   | 3.80   | 3.80   | 3.80   |

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY December 31        | Unit          | 2Q22         | 3Q22         | 4Q22         | 1Q23         | 2Q23         | 3Q23         | 4Q23         | 1Q24         |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total revenue         | (Btmn)        | 23,004       | 23,631       | 26,888       | 26,413       | 32,557       | 27,419       | 27,665       | 31,599       |
| Cost of goods sold    | (Btmn)        | 18,567       | 18,931       | 21,148       | 21,101       | 27,115       | 21,866       | 21,940       | 25,857       |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(Btmn)</b> | <b>4,437</b> | <b>4,700</b> | <b>5,740</b> | <b>5,311</b> | <b>5,442</b> | <b>5,553</b> | <b>5,726</b> | <b>5,742</b> |
| SG&A                  | (Btmn)        | 639          | 643          | 1,121        | 742          | 926          | 832          | 1,415        | 772          |
| Other income          | (Btmn)        | 98           | 75           | 718          | 581          | 951          | 748          | 616          | 681          |
| Interest expense      | (Btmn)        | 1,864        | 2,036        | 2,279        | 2,124        | 2,416        | 2,582        | 2,695        | 2,606        |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(Btmn)</b> | <b>2,032</b> | <b>2,096</b> | <b>3,058</b> | <b>3,027</b> | <b>3,051</b> | <b>2,888</b> | <b>2,231</b> | <b>3,044</b> |
| Corporate tax         | (Btmn)        | 146          | 572          | 178          | 186          | 203          | 229          | 39           | 315          |
| Equity a/c profits    | (Btmn)        | 1,451        | 569          | 2,511        | 2,089        | 1,754        | 2,507        | 3,933        | 1,789        |
| Minority interests    | (Btmn)        | (179)        | 266          | (2,077)      | (1,342)      | (1,007)      | (913)        | (1,896)      | (524)        |
| <b>Core profit</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>3,081</b> | <b>2,167</b> | <b>3,593</b> | <b>3,668</b> | <b>3,556</b> | <b>4,203</b> | <b>4,217</b> | <b>4,152</b> |
| Extra-ordinary items  | (Btmn)        | (1,627)      | (1,272)      | 2,092        | 262          | (711)        | (892)        | 532          | (495)        |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(Btmn)</b> | <b>1,531</b> | <b>1,087</b> | <b>5,685</b> | <b>3,850</b> | <b>2,885</b> | <b>3,360</b> | <b>4,735</b> | <b>3,499</b> |
| EBITDA                | (Btmn)        | 5,138        | 5,409        | 6,635        | 6,104        | 6,468        | 6,573        | 6,050        | 6,787        |
| <b>Core EPS</b>       | <b>(Btmn)</b> | <b>0.27</b>  | <b>0.20</b>  | <b>0.31</b>  | <b>0.31</b>  | <b>0.31</b>  | <b>0.36</b>  | <b>0.36</b>  | <b>0.34</b>  |
| Net EPS               | (Bt)          | 0.13         | 0.09         | 0.48         | 0.33         | 0.25         | 0.29         | 0.40         | 0.30         |

### Balance Sheet

| FY December 31              | Unit          | 2Q22           | 3Q22           | 4Q22           | 1Q23           | 2Q23           | 3Q23           | 4Q23           | 1Q24           |
|-----------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Total current assets        | (Btmn)        | 41,805         | 54,274         | 70,249         | 82,706         | 70,637         | 86,835         | 72,686         | 77,219         |
| Total fixed assets          | (Btmn)        | 346,444        | 367,346        | 347,923        | 367,912        | 378,815        | 389,874        | 386,828        | 395,650        |
| <b>Total assets</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>388,249</b> | <b>421,621</b> | <b>418,172</b> | <b>450,619</b> | <b>449,453</b> | <b>476,710</b> | <b>459,514</b> | <b>472,868</b> |
| Total loans                 | (Btmn)        | 240,070        | 263,728        | 250,565        | 275,022        | 275,319        | 294,090        | 284,849        | 289,293        |
| Total current liabilities   | (Btmn)        | 49,972         | 50,457         | 51,868         | 63,666         | 62,834         | 79,392         | 65,623         | 81,091         |
| Total long-term liabilities | (Btmn)        | 219,946        | 248,753        | 230,502        | 247,513        | 249,898        | 253,061        | 249,787        | 243,471        |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>269,918</b> | <b>299,210</b> | <b>282,370</b> | <b>311,180</b> | <b>312,732</b> | <b>332,454</b> | <b>315,410</b> | <b>324,563</b> |
| Paid-up capital             | (Btmn)        | 11,733         | 11,733         | 11,733         | 11,733         | 11,733         | 11,733         | 11,733         | 11,733         |
| <b>Total equity</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>103,605</b> | <b>106,843</b> | <b>110,787</b> | <b>113,033</b> | <b>110,280</b> | <b>116,480</b> | <b>116,585</b> | <b>148,306</b> |
| <b>BVPS</b>                 | <b>(Bt)</b>   | <b>8.83</b>    | <b>9.11</b>    | <b>9.44</b>    | <b>9.63</b>    | <b>9.40</b>    | <b>9.93</b>    | <b>9.94</b>    | <b>12.64</b>   |

### Cash Flow Statement

| FY December 31                | Unit          | 2Q22           | 3Q22          | 4Q22          | 1Q23         | 2Q23            | 3Q23          | 4Q23            | 1Q24           |
|-------------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|--------------|-----------------|---------------|-----------------|----------------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | 3,081          | 2,167         | 3,593         | 3,668        | 3,556           | 4,203         | 4,217           | 4,152          |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 1,242          | 1,277         | 1,298         | 954          | 1,001           | 1,103         | 1,123           | 1,136          |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | 3,146          | 6,056         | (1,685)       | 5,401        | 1,341           | 7,556         | 3,991           | 2,249          |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | (1,749)        | (13,617)      | 4,570         | (21,036)     | (806)           | (3,922)       | (8,635)         | (4,444)        |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | (3,003)        | 18,687        | 8,363         | 22,815       | (11,881)        | 13,641        | (8,946)         | (3,394)        |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>(1,606)</b> | <b>11,127</b> | <b>11,248</b> | <b>7,180</b> | <b>(11,345)</b> | <b>17,275</b> | <b>(13,590)</b> | <b>(5,589)</b> |

### Key Financial Ratios

| FY December 31        | Unit | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Gross margin          | (%)  | 19.3 | 19.9 | 21.3 | 20.1 | 16.7 | 20.3 | 20.7 | 18.2 |
| Operating margin      | (%)  | 16.5 | 17.2 | 17.2 | 17.3 | 13.9 | 17.2 | 15.6 | 15.7 |
| EBITDA margin         | (%)  | 22.3 | 22.9 | 24.7 | 23.1 | 19.9 | 24.0 | 21.9 | 21.5 |
| EBIT margin           | (%)  | 16.9 | 17.5 | 19.8 | 19.5 | 16.8 | 19.9 | 17.8 | 17.9 |
| Net profit margin     | (%)  | 6.7  | 4.6  | 21.1 | 14.6 | 8.9  | 12.3 | 17.1 | 11.1 |
| ROE                   | (%)  | 12.2 | 9.0  | 13.2 | 12.8 | 12.9 | 15.0 | 14.4 | 12.1 |
| ROA                   | (%)  | 3.3  | 2.3  | 3.4  | 3.3  | 3.2  | 3.7  | 3.6  | 3.4  |
| Net D/E               | (x)  | 1.9  | 1.9  | 1.5  | 1.6  | 1.7  | 1.6  | 1.7  | 1.7  |
| Interest coverage     | (x)  | 2.8  | 2.7  | 2.9  | 2.9  | 2.7  | 2.5  | 2.2  | 2.6  |
| Debt service coverage | (x)  | 0.5  | 0.7  | 0.7  | 0.5  | 0.5  | 0.4  | 0.5  | 0.4  |

### Key Statistics

| FY December 31                         | Unit  | 2Q22  | 3Q22  | 4Q22  | 1Q23  | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24   |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Gross installed capacity (period-end)  | (MW)  | 8,538 | 8,722 | 9,572 | 9,572 | 11,581 | 11,581 | 12,420 | 13,083 |
| Equity installed capacity (period-end) | (MW)  | 4,415 | 4,509 | 4,966 | 4,966 | 6,088  | 6,088  | 6,712  | 7,176  |
| Electricity sales volume – EGAT        | (GWh) | 4,635 | 2,735 | 3,668 | 4,399 | 8,201  | 7,542  | 7,918  | 9,027  |
| Electricity sales volume – IUs         | (GWh) | 595   | 607   | 565   | 579   | 585    | 605    | 566    | 591    |
| Effective interest rate                | (%)   | 3.22  | 3.34  | 3.61  | 3.35  | 3.66   | 3.83   | 3.98   | 3.93   |

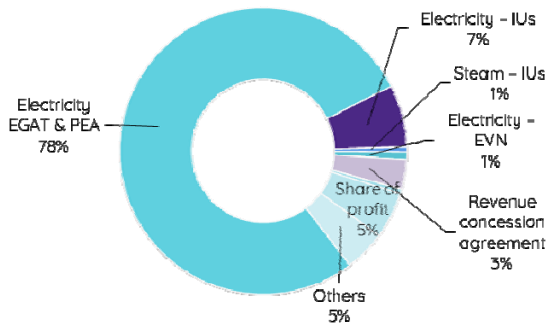
**Figure 1: GULF – 1Q24 earnings review**

|                            | 1Q23         | 2Q23         | 3Q23         | 4Q23         | 1Q24         | %YoY         | %QoQ          |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>P&amp;L (Bt, mn)</b>    |              |              |              |              |              |              |               |
| Total revenue              | 26,413       | 32,557       | 27,419       | 27,665       | 31,599       | 19.6         | 14.2          |
| Gross profit               | 5,311        | 5,442        | 5,553        | 5,726        | 5,742        | 8.1          | 0.3           |
| EBITDA                     | 6,104        | 6,468        | 6,573        | 6,050        | 6,787        | 11.2         | 12.2          |
| Profit before extra items  | 3,668        | 3,556        | 4,203        | 4,217        | 4,152        | 13.2         | (1.5)         |
| <b>Net Profit</b>          | <b>3,850</b> | <b>2,885</b> | <b>3,360</b> | <b>4,735</b> | <b>3,499</b> | <b>(9.1)</b> | <b>(26.1)</b> |
| EPS (Bt)                   | 0.33         | 0.25         | 0.29         | 0.40         | 0.30         | (9.1)        | (26.1)        |
| <b>B/S (Bt, mn)</b>        |              |              |              |              |              |              |               |
| Total assets               | 450,619      | 449,453      | 476,710      | 459,514      | 472,868      | n.a.         | n.a.          |
| Total liabilities          | 311,180      | 312,732      | 332,454      | 315,410      | 324,563      | 4.9          | 2.9           |
| Total equity               | 139,439      | 136,721      | 144,256      | 144,104      | 148,306      | 4.3          | 2.9           |
| BVPS (Bt)                  | 9.63         | 9.40         | 9.93         | 9.94         | 12.64        | 6.4          | 2.9           |
| <b>Financial ratio (%)</b> |              |              |              |              |              |              |               |
| Gross margin (%)           | 20.1         | 16.7         | 20.3         | 20.7         | 18.2         | n.a.         | n.a.          |
| EBITDA margin (%)          | 23.1         | 19.9         | 24.0         | 21.9         | 21.5         | (9.6)        | (12.2)        |
| Net profit margin (%)      | 14.6         | 8.9          | 12.3         | 17.1         | 11.1         | (7.1)        | (1.8)         |
| ROA (%)                    | 3.3          | 3.2          | 3.7          | 3.6          | 3.4          | (24.0)       | (35.3)        |
| ROE (%)                    | 12.8         | 12.9         | 15.0         | 14.4         | 12.1         | 3.7          | (4.6)         |
| D/E (X)                    | 2.2          | 2.3          | 2.3          | 2.2          | 2.2          | (6.0)        | (16.4)        |
|                            |              |              |              |              |              | (1.9)        | (0.0)         |

Source: GULF and InnovestX Research

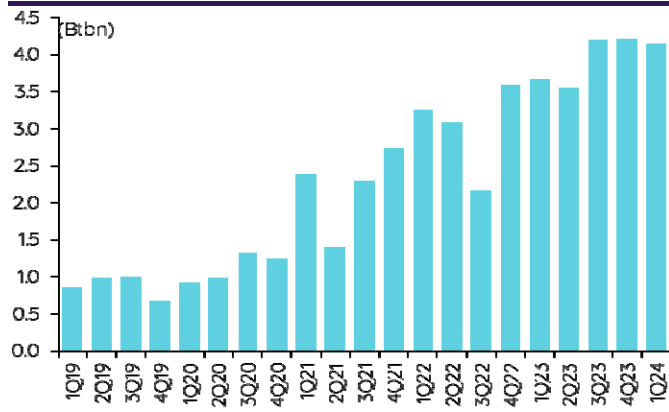
**Appendix**

**Figure 2: Revenue breakdown (1Q24)**



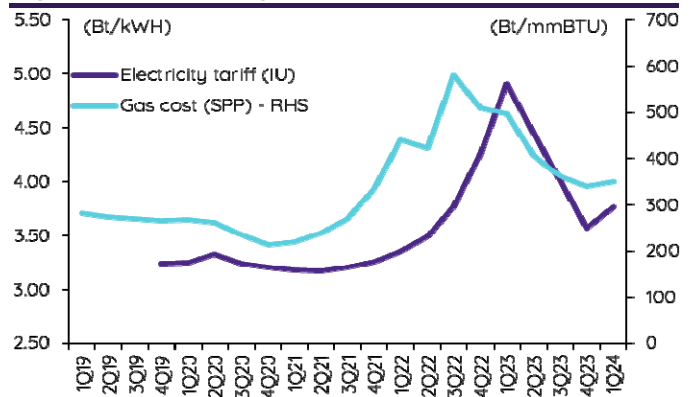
Source: GULF and InnovestX Research

**Figure 4: Quarterly core profit**



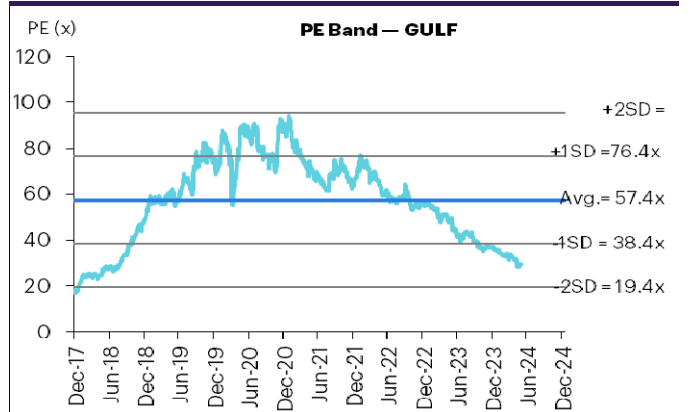
Source: GULF and InnovestX Research

**Figure 3: Effective gas cost (SPP) vs. tariff to IU**



Source: GULF and InnovestX Research

**Figure 5: GULF – PE band**



Source: InnovestX Research



**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรณณ์ ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวีจีย บกวีเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดพลาด หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณลักษณะของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสียหายทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ 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, BYD, 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, III, ILINK, ILM, IMH, IND, INET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITC, ITEL, 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, MCOT, 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, PRIN, 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 (ได้รับการรับรอง)**

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, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, JAS, JKN, JR, JTS, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCCAMC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, 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, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, 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, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TRT, TRU, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VNG, VPO, VRANDA, WAVE, 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, APO, 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, BPS, 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, DTIC, 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, IRPC, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCKH, JCT, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KAMART, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINIQ, 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, NEO, 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, QTCG, 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, 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, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STARK, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVR, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUJ, TIGER, TITL, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPP, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTI, TTT, TTW, TURTLE, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VACO, 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.