

# กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์

## GULF

บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

Bloomberg GULF.TB  
Reuters GULF.BK

innovest<sup>x</sup>  
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

## มีปัจจัยบวกหนุนและ valuation น่าสนใจ

ราคาหุ้น GULF ปรับตัวลดลง 10% YTD เพราะมี sentiment เชิงลบจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระดับสูง และขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดจากการอ่อนค่าของเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐใน 1Q67 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวดีขึ้นเมื่อเทียบกับปัจจัยดังต่อไปนี้: 1) ทำไปปกติที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ใน 2Q67 และจะเติบโตต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้ โดยได้แรงหนุนจากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น 2) การประมูลโรงไฟฟ้าที่กำลังจะมีขึ้นในประเทศไทย และ 3) valuation น่าสนใจที่ -1.5 SD ของ PE mean เรายังคงคำแนะนำ **OUTPERFORM** สำหรับ GULF โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 63 บาท/หุ้น (WACC 4.2%, terminal growth 2.5%)

**ปัจจัยกระตุ้น #1: โบนัสกำไรปกติแข็งแกร่งในช่วงที่เหลือของปีนี้** เราคาดว่ากำไรปกติจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ใน 2Q67 และจะเติบโตต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้ โดยได้แรงหนุนจากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นอีก 2,700MW สู่ 15,120MW ในปี 2567 ผ่านโครงการหลายโครงการ: 1) โรงไฟฟ้า IPP ใหม่ GPD หน่วยที่ 3 (กำลังการผลิต 662.5MW เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในเดือนมี.ค. 2567) และ GPD หน่วยที่ 4 (กำลังการผลิต 662.5MW เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในเดือนต.ค. 2567) 2) โรงไฟฟ้า IPP ใหม่ที่โครงการโรงไฟฟ้าหั่นทอน (HKP) หน่วยที่ 1 (กำลังการผลิต 770MW เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในเดือนมี.ค. 2567) และ 3) การเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ตามแผนของโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนพื้นดิน โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนพื้นดินร่วมกับระบบกักเก็บพลังงาน และโครงการโซลาร์รูฟท็อป กำลังการผลิตรวม 605MW ในปี 2567 นอกจากนี้ เรายังคาดการณ์ถึงส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจากบริษัทร่วมและการร่วมค้า โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากโครงการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ Jackson (มาร์จินสูงขึ้นจากราคาก๊าซที่สูงขึ้น) หลังจากผลการดำเนินงานพื้นตัว รวมถึง INTUCH THCOM และ Gulf-Binance

**ปัจจัยกระตุ้น #2: มุมมองเชิงบวกเกี่ยวกับการประมูลโรงไฟฟ้าที่กำลังจะมีขึ้นอีก 2 ครั้งในประเทศไทย** เรามีมุมมองเชิงบวกเกี่ยวกับการประมูลโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนที่กำลังจะมีขึ้นอีก 2 ครั้งในประเทศไทย: 1) เฟสที่ 2 ของโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน กำลังการผลิต 3.6GW และ 2) แผน PDP2024 ฉบับใหม่ ซึ่งคาดว่าจะเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนอีก 30-40GW เพื่อเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในประเทศไทยเป็น 50% ภายในปี 2580 ปลัดกระทรวงพลังงานกล่าวว่าร่างแผน PDP2024 จะเปิดประชาพิจารณ์ในเดือนมี.ย. 2567 จากนั้นจะนำเสนอต่อคณะกรรมการนโยบายพลังงานแห่งชาติ (กพช.) และครม. เพื่อขอความเห็นชอบใน 4Q67 ความคืบหน้าเกี่ยวกับเรื่องนี้จะเป็นปัจจัยสนับสนุนราคาหุ้นกลุ่มสาธารณูปโภคไทย โดยในอดีตที่ผ่านมา ราคาหุ้นสาธารณูปโภคไทยส่วนใหญ่ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามความคืบหน้าของแผน PDP2018 (ราคาหุ้น GULF ปรับตัวเพิ่มขึ้น 113% ใน 12 เดือนหลังจากทำประชาพิจารณ์ในเดือนธ.ค. 2561) และการประมูลโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน เฟสแรก กำลังการผลิต 5GW (+10% ภายใน 5 เดือนหลังจากทำประชาพิจารณ์ในเดือนเม.ย. 2565)

**ปัจจัยกระตุ้น #3: Valuation น่าสนใจ** ราคาหุ้น GULF ปรับตัวลดลง 10% YTD เทียบกับ SET ที่ -4.3% YTD จากความกังวลเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระดับสูง เนื่องจากโดยปกติแล้วราคาหุ้นสาธารณูปโภคไทยจะมี correlation เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตร และขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนจากการอ่อนค่าของเงินบาทเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐใน 1Q67 อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ลดลงสะท้อนประเด็นดังกล่าวไปแล้ว และเราคาดว่ากำไรปกติจะยังคงแข็งแกร่ง โดยได้รับการสนับสนุนจากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญใน 2-3 ปีข้างหน้า ซึ่งสะท้อนถึงโอกาสในการเข้าซื้อสะสมหุ้น GULF เนื่องจากคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 28% ในปี 2567 และ 25% ในปี 2568

**ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ:** 1) ผลตอบแทนจากการลงทุนในโครงการใหม่ต่ำกว่าคาด แต่ประสิทธิภาพที่ดียเยี่ยมของ GULF ในการพัฒนาโครงการให้แล้วเสร็จตามกำหนดและเป็นไปตามงบประมาณที่วางไว้จะช่วยลดความเสี่ยงนี้ 2) ยอดขายไฟฟ้าและไอน้ำของโครงการโรงไฟฟ้า SPP ให้แก่ลูกค้าอุตสาหกรรม อาจได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจที่อ่อนแอและต้นทุนเชื้อเพลิงสูง และความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับสภาพอากาศที่โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการใช้เชื้อเพลิงฟอสซิล

### 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)	39.0	30.0	23.4	18.7	15.2
EPS growth, core	(%)	37.7	30.1	27.9	25.0	23.2
P/BV, core	(x)	4.2	4.0	3.7	3.4	3.1
ROE	(%)	11.6	13.8	16.6	19.0	21.4
Dividend yield	(%)	1.5	2.2	2.6	3.2	4.0
EV/EBITDA	(x)	30.2	28.3	22.3	19.6	14.7

Source: InnovestX Research

ดูข้อมูลเชิงลึกในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

## Tactical: OUTPERFORM (3-month)

### Stock data

Last close (Jun 5) (Bt)	40.00
Target price (Bt)	63.00
Mkt cap (Btmn)	469.33
Mkt cap (US\$m)	12,837

Beta	L
Mkt cap (%) SET	2.83
Sector % SET	20.01
Shares issued (mn)	11,733
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	51.3 / 38.8
Avg. daily 6m (US\$m)	12.81
Foreign limit / actual (%)	49 / 35.82
Free float (%)	26.1
Dividend policy (%)	≥ 30

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(3.0)	(6.4)	(11.6)
Relative to SET	(0.7)	(4.2)	1.0

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 ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการใช้เชื้อเพลิงฟอสซิล การบริหารจัดการพลังงาน การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสูง และผลกระทบต่อชุมชนใกล้เคียง

Source: Bloomberg Finance L.P.

### นักวิเคราะห์

#### ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

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

**จุดเด่น**

GULF เป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจโดยการถือหุ้นในบริษัทอื่น (holding company) ที่เข้าลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้า บริษัทได้ขยายธุรกิจไปสู่ธุรกิจก๊าซ และธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน และธุรกิจโลจิสติกส์ GULF ได้เข้าไปลงทุนในกลุ่มธุรกิจใหม่สู่โลกดิจิทัล ผ่านการเข้าซื้อหุ้นของ INTUCH ใน 2H64 และการเข้าเป็นพันธมิตรกับ Binance ซึ่งเป็นผู้ประกอบการรายใหญ่ซื้อขายสกุลเงินดิจิทัลชั้นนำของโลก เพื่อจัดตั้งศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลในประเทศไทย โครงสร้างธุรกิจหลักของบริษัทแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ ธุรกิจพลังงาน ธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน และธุรกิจดิจิทัล ธุรกิจผลิตไฟฟ้าจะยังคงเป็นธุรกิจที่สร้างกำไรให้กับบริษัทได้มากที่สุดในอีกหลายปีข้างหน้า ด้วยกำลังการผลิตติดตั้งรวม 23,356MW ในปี 2576 เพิ่มขึ้นจาก 13,856MW (เม.ย. 2567) ปัจจุบันขับเคลื่อนที่สำคัญ คือ โรงไฟฟ้า IPP 2 โรงภายใต้บริษัท Independent Power Development (สัดส่วนการถือหุ้น 70%) คือ โครงการ GDP และโครงการโรงไฟฟ้าหินกอง (ถือหุ้น 49%) กลยุทธ์การลงทุนของบริษัทมุ่งเน้นไปที่ธุรกิจประเภทสัมปทานพลังงานหมุนเวียนซึ่งกระแสเงินสดได้รับความคุ้มครองจากสัญญาระยะยาวกับรัฐบาล

**แนวโน้มธุรกิจ**

การเติบโตของธุรกิจ GULF ได้รับการสนับสนุนจาก 5 เสาหลักที่สำคัญ ซึ่งประกอบด้วยธุรกิจผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทั่วไป ธุรกิจเกี่ยวกับก๊าซ ธุรกิจพลังงานหมุนเวียน ธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน และธุรกิจดิจิทัล บริษัทวางแผนใช้เงินลงทุน 9.0 หมื่นลบ. ในระยะ 5 ปีข้างหน้าในโครงการที่ยืนยันแล้ว เพื่อขยายธุรกิจและเพิ่มสัดส่วนกำลังการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในพอร์ตโรงไฟฟ้าของบริษัทสู่ 40% ภายในปี 2578 จากสัดส่วนเพียง 9-10% ในปัจจุบัน นอกจากนี้ ใบอนุญาตประกอบกิจการจัดหาและค้าส่งก๊าซธรรมชาติ (LNG shipper) จะเป็นใบเบิกทางให้บริษัทในการเพิ่มบทบาทในธุรกิจผูกขาดนี้ในประเทศไทย เราคาดว่า การลงทุนเพิ่มในโครงการ LNG to power ในภูมิภาคนี้จะเป็นอีกส่วนหนึ่งที่มีศักยภาพเติบโต โดยใช้ประโยชน์จากความเชี่ยวชาญของบริษัทในการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าและฐานที่แข็งแกร่งในประเทศเพื่อนบ้าน GULF วางแผนขยายธุรกิจสู่ธุรกิจดิจิทัล ที่ประกอบด้วย data center, smart metering และ smart grid โดยใช้ประโยชน์จากความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นกับ Singtel และการถือหุ้นทางอ้อมใน ADVANC นอกจากนี้บริษัทก็กำลังขยายธุรกิจสู่ศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลในประเทศไทยผ่านทางบริษัทร่วมทุนกับ Binance ซึ่งเป็นผู้ประกอบการรายใหญ่ซื้อขายสกุลเงินดิจิทัลชั้นนำของโลก

Bullish views	Bearish views
1. สถานะผู้นำในธุรกิจผลิตไฟฟ้าในประเทศไทย โดยเฉพาะโครงการโรงไฟฟ้า IPP ใหม่ ๆ	1. valuation ตึงตัวและอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูง
2. แผนขยายกำลังการผลิตพร้อม PPA ที่ยืนยันแล้วจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโต	2. ผลตอบแทนจากเงินปันผลจะยังคงต่ำกว่าคู่แข่ง เนื่องจากมีโครงการลงทุนหลายโครงการรออยู่
3. สร้างกระแสเงินสดได้มากขึ้นจากโครงการโครงสร้างพื้นฐานและสาธารณูปโภค	

**ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ**

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
กำลังการผลิตเพิ่มเติม	แผนลงทุนระยะ 5 ปีของ GULF ด้วยงบ 9.0 หมื่นลบ. สะท้อนถึงกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น	บวก	GULF ยังอยู่ในช่วงขยายตัวด้วยกำลังการผลิตและธุรกิจใหม่ บริษัทจะเน้นเพิ่มสัดส่วนกำลังการผลิตจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในพอร์ตเพื่อให้บรรลุเป้าหมายที่ 40% ภายในปี 2578
ต้นทุนก๊าซที่ลดลงสำหรับธุรกิจ SPP	คณะกรรมการกำกับพลังงาน (กพว.) ได้ดำเนินการปรับโครงสร้างราคาก๊าซในประเทศไทย โดยใช้ระบบ single pool gas price และลดอัตราค่าบริการของ PTT	บวก	ต้นทุนก๊าซที่ลดลงจะส่งผลต่อธุรกิจ SPP (8% ของกำลังการผลิตติดตั้งทั้งหมด) สำหรับ GULF นอกจากนี้ ใบอนุญาตประกอบกิจการจัดหาและค้าส่งก๊าซธรรมชาติ (LNG shipper) จะทำให้ GULF สามารถนำเข้า LNG ได้ในราคาที่ถูกลงกว่าก๊าซจาก PTT โดยคาดว่าจะหนุนให้มาร์จิ้นของธุรกิจ SPP ปรับตัวดีขึ้น
กำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2567	ตลาดคาดว่ากำไรของ GULF จะเพิ่มขึ้น 28% YoY ในปี 2567 และ 25% ในปี 2568	บวก	เราคาดว่า GULF จะรายงานกำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่งสู่ระดับที่กำไรสูงสุดใหม่ในปี 2567 โดยได้รับการสนับสนุนจากกำลังการผลิตดำเนินงานเพิ่มเติม (หลักๆ จากโครงการ GDP และโครงการโรงไฟฟ้าหินกอง) และส่วนแบ่งกำไรจาก INTUCH

### มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เรามองว่า GULF วางเป้าหมายในประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างเป็นรูปธรรม โดยมีเป้าหมายที่ชัดเจนและให้ความสำคัญกับความคืบหน้าของผลการดำเนินงานเมื่อเทียบกับเป้าหมาย ในขณะที่เดียวกัน เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลเป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายสำหรับคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการใช้เชื้อเพลิงฟอสซิล การบริหารจัดการพลังงาน การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสูง และผลกระทบต่อชุมชนใกล้เคียง

#### คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG

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

Source: Thai Institute of Directors and SET

#### ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)

- GULF ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนกำลังการผลิตไฟฟ้าติดตั้งจากพลังงานหมุนเวียนเป็นไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำลังการผลิตไฟฟ้าติดตั้งรวมภายในปี 2578 ปัจจุบันบริษัทมีกำลังการผลิตติดตั้งจากพลังงานหมุนเวียนมากกว่า 800 เมกะวัตต์
- บริษัทตั้งเป้าหมายลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อหนึ่งหน่วยผลิต 25% ภายในปี 2573 เมื่อเทียบกับปีฐาน ให้สอดคล้องกับความมุ่งมั่นที่จะยกระดับการดำเนินการเพื่อมุ่งสู่เป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอน และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ตามนโยบายของรัฐบาลไทย
- GULF ส่งเสริมการนำนวัตกรรมมาใช้ในการปฏิบัติงาน อีกทั้งสนับสนุนโครงการพัฒนาประสิทธิภาพในการดำเนินงานหลายโครงการ ซึ่งทำให้สามารถลดต้นทุนในการดำเนินงานกว่า 300 ล้านบาทในปี 2564
- บริษัทสามารถรักษาเป้าหมายระยะฝั่งกลบเป็นศูนย์ตั้งแต่ปี 2563 นอกจากนี้ในปี 2565 บริษัทสามารถบรรลุเป้าหมายระยะตรงเป็นศูนย์
- เรามองว่าประเด็นสิ่งแวดล้อมจะเป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญสำหรับ GULF และ GULF อยู่ในตำแหน่งผู้ตามเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในเรื่องการเปิดรับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ การบริหารจัดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และผลิตภัณฑ์ที่ยั่งยืน

#### ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)

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

#### 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 สะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ของผู้บริหารในธุรกิจสาธารณูปโภค ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการอิสระ แต่คะแนนการกำกับดูแลกิจการยังตามหลังบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในแง่ของค่าตอบแทนผู้บริหารและสิทธิของผู้ถือหุ้น

#### 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 ซึ่งมีการทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านบรรษัทภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่อาจเกิดจากอุบัติเหตุ 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)	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

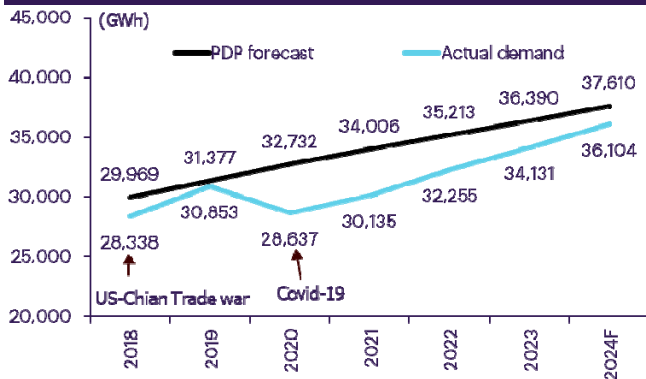
### Key Statistics

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



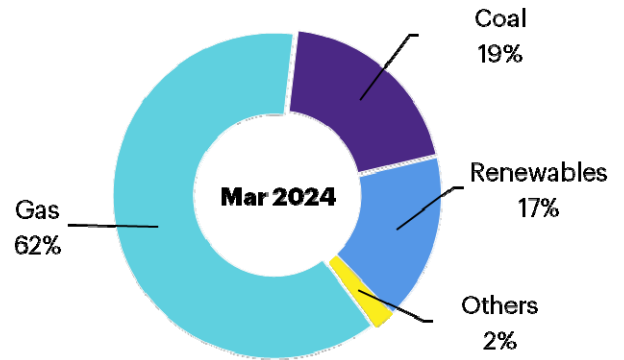
**Appendix**

**Figure 1: Thailand’s electricity demand (PDP2018 rev1 forecasts vs Actual demand)**



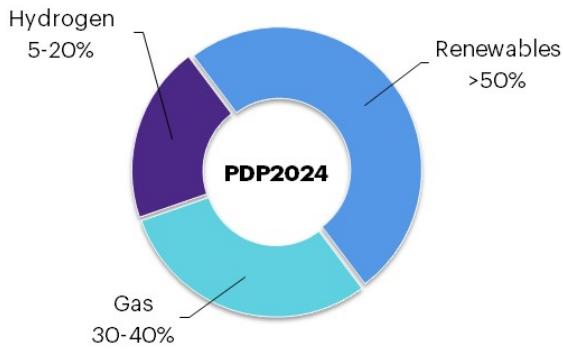
Source: PDP2018 Rev1, EPPO, GULF and InnovestX Research

**Figure 2: Thailand’s current electricity generation power source**



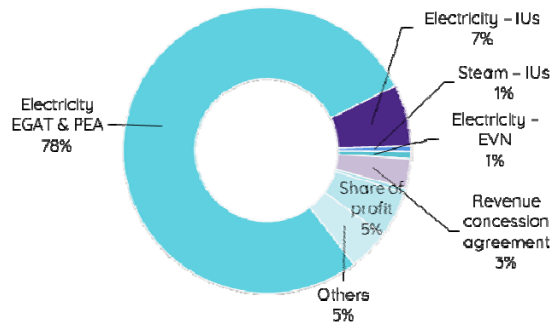
Source: EPPO, EGAT, GULF, InnovestX Research

**Figure 3: Thailand’s future electricity generation power source**



Source: EPPO, EGAT, GULF and InnovestX Research

**Figure 4: Revenue breakdown (1Q24)**



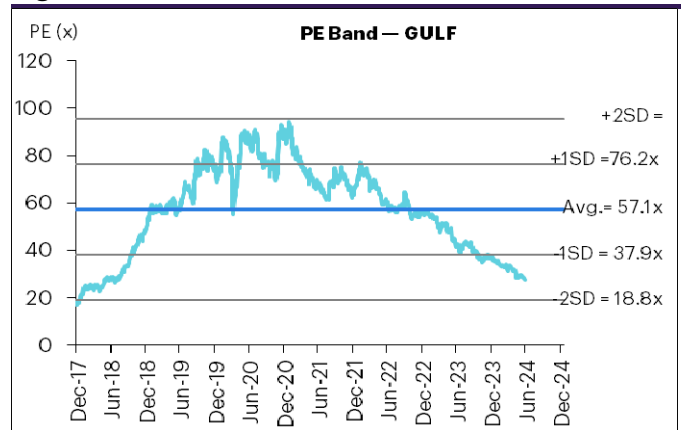
Source: GULF and InnovestX Research

**Figure 5: Quarterly core profit**



Source: GULF and InnovestX Research

**Figure 6: GULF - PE band**



Source: InnovestX Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น 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) (“ธนาคาร”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ก็เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดพลาดหรือความเสียหายอันสืบเนื่อง 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, ITCL, IVL, JAS, JTS, KBANK, KCC, KCE, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, KUN, LALIN, LANNA, LH, LHF, 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 (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, BRR, BSBM, BTC, 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, ITCL, IVL, JAS, JKN, JR, JTS, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCCAMC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LHF, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MASH, 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, PMP, PPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, 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, TASC, 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, 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, APPEX, 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, CFARM, 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, 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, LTS, MAGURO, 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, QTCC, 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, 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, TCC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIGER, TITLE, 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, TW, TWZ, TYNC, 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.