

# กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ GULF

บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

Bloomberg  
Reuters

GULF TB  
GULF.BK

## มองบวกต่อโครงสร้างการถือหุ้นใหม่

เราคาดว่ามีความปัจจัยที่จะช่วยหนุนให้ราคาหุ้น GULF ปรับตัวเพิ่มขึ้น: 1) โครงสร้างการถือหุ้นใหม่สำหรับ GULF จะช่วยเพิ่มความคล่องตัวในการบริหารจัดการ และทำ synergy ภายในกลุ่มได้ง่ายขึ้น รวมถึงทำให้ NewCo มีความสามารถในการกู้เงินเพื่อต่อยอดธุรกิจได้มากขึ้นด้วยต้นทุนทางการเงินที่มีโอกาสลดลง 2) กำไรมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงที่เหลือของปี โดยได้รับแรงหนุนจากการเพิ่มกำลังการผลิตใหม่ และ 3) valuation น่าสนใจที่ -1.5 SD ของ PE mean เรายังคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ GULF โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 63 บาท/หุ้น

**ปัจจัยกระตุ้น #1: มองบวกต่อโครงสร้างการถือหุ้นใหม่สำหรับ GULF** เพื่อให้เกิดความคล่องตัวในการบริหารจัดการมากขึ้นและทำ synergy ภายในกลุ่มได้ง่ายขึ้น คณะกรรมการของ GULF และ INTUCH จึงมีมติอนุมัติการเข้าทำธุรกรรมควบบริษัทเพื่อปรับโครงสร้างการถือหุ้นใหม่ซึ่งจะดำเนินการเสร็จใน 2Q68 โดยประกอบด้วยธุรกรรมดังต่อไปนี้: 1) การปรับโครงสร้างการถือหุ้นของ GULF และ INTUCH (47.37% ถือโดย GULF และ 24.99% ถือโดย SingTel) ด้วยวิธีควบบริษัทเพื่อจัดตั้งเป็นบริษัทใหม่ (NewCo) ซึ่งจะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) GULF, INTUCH และ SingTel จะทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของ ADVANC โดยสมัครใจแบบมีเงื่อนไข (VTO) เพื่อซื้อหุ้น 36.25% ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของ ADVANC ที่ราคาหุ้นละ 216.3 บาท และ 3) GULF, Gulf Edge (GE), INTUCH และนายสาธิต รัตนาวะดี จะทำ VTO เพื่อซื้อหุ้น 58.86% ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของ THCOM ที่ราคาหุ้นละ 11.0 บาท เรามองว่าการปรับโครงสร้างครั้งนี้จะส่งผลดีต่อทั้ง GULF และ INTUCH โครงสร้างใหม่จะทำให้ NewCo มีความคล่องตัวในการดำเนินธุรกิจมากขึ้น โดยเฉพาะการได้ ADVANC มาถือหุ้นโดยตรง (ก่อนหน้านี้ถือผ่าน INTUCH) ขณะที่คาดว่าจะสามารถทำ synergy ภายในกลุ่มได้ง่ายขึ้น นอกจากนี้งบดุลของ NewCo จะปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ GULF อยู่ที่ 1.7 เท่า ณ สิ้น 1Q27 แต่หลังจากเป็น NewCo แล้ว จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนลดลงเหลือ 0.9 เท่า เนื่องจาก INTUCH เป็นบริษัทที่ไม่มีหนี้สิน และจะช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการจัดหาเงินทุนและลงทุนตามแผนขยายธุรกิจ โดยเฉพาะกำลังการผลิตพลังงานหมุนเวียนใหม่จำนวนมากในประเทศไทยจากโครงการรับซื้อไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน เพลส 2 จำนวน 3.6GW และพลังงานหมุนเวียนใหม่ในแผน PDP2024 จำนวน 35GW

**ปัจจัยกระตุ้น #2: โบนัสกำไรปกติแข็งแกร่งในช่วงที่เหลือของปี** เราคาดว่ากำไรปกติจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ใน 2Q67 และจะเติบโตต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปี 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 เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในเดือนค.ค. 2567) 2) โรงไฟฟ้า IPP ใหม่ที่โครงการโรงไฟฟ้าหินกอง (HKP) หน่วยที่ 1 (กำลังการผลิต 770MW เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในเดือนมี.ค. 2567) และ 3) การเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ตามแผนของโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนพื้นดิน โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนพื้นดินร่วมกับระบบกักเก็บพลังงาน และโครงการโซลาร์รูฟท็อป กำลังการผลิตรวม 605MW ในปี 2567 นอกจากนี้ เรายังคาดการณ์ถึงส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจากบริษัทร่วมและการร่วมค่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากโครงการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ Jackson (มาร์จิ้นสูงขึ้นจากราคาก๊าซที่สูงขึ้น) หลังจากผลการดำเนินงานฟื้นตัว รวมถึง INTUCH THCOM และ Gulf-Binance

**ปัจจัยกระตุ้น #3: Valuation น่าสนใจ** ราคาหุ้น GULF ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1.1% YTD เทียบกับ SET ที่ -3.7% YTD จาก sentiment ที่ดีขึ้นต่อการปรับโครงสร้างราคาหุ้นและโอกาสที่จะมีการปรับค่าไฟฟ้า (Ft) สำหรับงวดสุดท้ายของปี (ก.ย.-ธ.ค.) เพิ่มขึ้น นอกจากนี้เรายังคาดว่ากำไรปกติจะยังคงแข็งแกร่ง โดยได้รับการสนับสนุนจากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญใน 2-3 ปีข้างหน้า ซึ่งสะท้อนถึงโอกาสในการเข้าซื้อสะสมหุ้น GULF เนื่องจากคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 28% ในปี 2567 และ 25% ในปี 2568

**ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ:** 1) ผลตอบแทนจากการลงทุนในโครงการใหม่ต่ำกว่าคาด แต่ประวัติผลงานที่ดีเยี่ยมของ GULF ในการพัฒนาโครงการให้แล้วเสร็จตามกำหนดและเป็นไปตามงบประมาณที่วางไว้จะช่วยลดความเสี่ยงนี้ 2) ยอดขายไฟฟ้าและไอ้ของโครงการโรงไฟฟ้า 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)	43.8	33.7	26.3	21.1	17.1
EPS growth, core	(%)	37.7	30.1	27.9	25.0	23.2
P/BV, core	(x)	4.8	4.5	4.2	3.8	3.5
ROE	(%)	11.6	13.8	16.6	19.0	21.4
Dividend yield	(%)	1.3	2.0	2.3	2.8	3.5
EV/EBITDA	(x)	32.8	30.6	24.1	21.2	16.0

Source: InnovestX Research

ดูข้อมูลเชิงลึกในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

## Tactical: OUTPERFORM (3-month)

### Stock data

Last close (Jul 17) (Bt)	45.00
Target price (Bt)	63.00
Mkt cap (Btbn)	527.99
Mkt cap (US\$m)	14,702

Beta	L
Mkt cap (%) SET	3.23
Sector % SET	19.62
Shares issued (mn)	11,733
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	51.3 / 37
Avg. daily 6m (US\$m)	14.32
Foreign limit / actual (%)	49 / 35.77
Free float (%)	25.9
Dividend policy (%)	≥ 30

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	18.4	10.4	(8.2)
Relative to SET	16.4	13.9	6.8

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

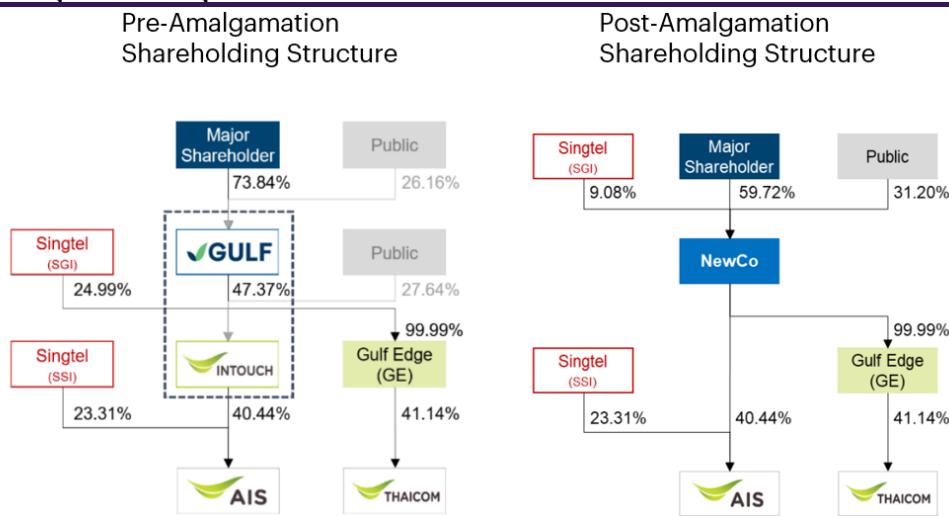
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1021  
chaiwat.arsirawichai@scb.co.th

**รายละเอียดเกี่ยวกับแผนการปรับโครงสร้างการถือหุ้นของ GULF**

ที่ประชุมคณะกรรมการของ GULF และ INTUCH ได้มีมติอนุมัติและเสนอให้จัดการประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น (EGM) เพื่อ 1) ปรับโครงสร้างการถือหุ้นของ GULF และ INTUCH (47.37% ถือโดย GULF และ 24.99% ถือโดย SingTel) ด้วยวิธีควบบริษัทเพื่อจัดตั้งเป็นบริษัทใหม่ (NewCo) โดย GULF และ INTUCH จะควบรวมกิจการเพื่อจัดตั้งเป็นบริษัทใหม่ (NewCo) ซึ่งจะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) 2) GULF, INTUCH และ SingTel จะทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของ ADVANC โดยสมัครใจแบบมีเงื่อนไข (VTO) เพื่อซื้อหุ้น 36.25% ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของ ADVANC ที่ราคาหุ้นละ 216.3 บาท (มูลค่ารวม 1.17 แสนลบ.) และ 3) GULF, Gulf Edge (GE), INTUCH และนายสาธิต รัตนาเวดี จะทำ VTO เพื่อซื้อหุ้น 58.86% ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของ THCOM ที่ราคาหุ้นละ 11.0 บาท (มูลค่ารวม 6.98 พันลบ.) โดยกำหนดวันประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นในวันที่ 3 ต.ค. 2567 อัตราส่วนการจัดสรรหุ้น: 1 หุ้น GULF ต่อ 1.02974 หุ้นใน NewCo และ 1 หุ้น INTUCH ต่อ 1.669335 หุ้นใน NewCo

เราเชื่อว่าผู้ถือหุ้นรายอื่นของ ADVANC และ THCOM อาจจะไม่เสนอขายหุ้นที่ตนถืออยู่ เนื่องจากราคาเสนอขายแบบ VTO ต่ำกว่าราคาตลาดในปัจจุบัน ดังนั้น ADVANC และ THCOM จะไม่ถูกเพิกถอนออกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ

**Figure 1: โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังธุรกรรมควบบริษัท**



Source: Company data and InnovestX Research

**ไทม์ไลน์** หลังจากผู้ถือหุ้นของทั้ง GULF และ INTUCH มีมติอนุมัติธุรกรรมควบบริษัท (EGM วันที่ 3 ต.ค.) GULF และ INTUCH จะส่งหนังสือแจ้งมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้เจ้าหนี้ทราบ ใน 4Q67-1Q68 จะมีการดำเนินธุรกรรมการทำ VTO ใน ADVANC และธุรกรรมการทำ VTO ใน THCOM และดำเนินการรับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นที่คัดค้าน คณะกรรมการของ INTUCH จะพิจารณาจ่ายเงินปันผลพิเศษและกำหนดวันจ่ายใน 1Q68 หลังจากนั้นจะหยุดพักการซื้อขายหุ้นของ GULF และ INTUCH เพื่อเตรียมการจัดสรรหุ้นใน NewCo และ GULF กับ INTUCH จะจัดประชุมผู้ถือหุ้นร่วมกันภายใน 1Q68 จากนั้น NewCo จะยื่นคำขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ และคาดว่าธุรกรรมควบบริษัทจะแล้วเสร็จภายใน 2Q68

**Figure 2: กำหนดการเบื้องต้นในการทำคำเสนอซื้อโดยสมัครใจแบบมีเงื่อนไขและธุรกรรมควบบริษัท**

ไทม์ไลน์	รายละเอียด
3 ต.ค. 2567	ประชุมผู้ถือหุ้น (EGM) ของ GULF และ INTUCH เพื่อพิจารณาอนุมัติธุรกรรมปรับโครงสร้างฯ
4Q67	ส่งหนังสือแจ้งมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นดังกล่าวไปยังเจ้าหนี้ของ GULF และ INTUCH
4Q67-1Q68	ดำเนินธุรกรรมการทำ VTO ใน ADVANC และธุรกรรมการทำ VTO ใน THCOM
4Q67-1Q68	ผู้รับซื้อหุ้นรับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นซึ่งเข้าประชุมผู้ถือหุ้นและออกเสียงคัดค้านธุรกรรมควบบริษัท (ผู้ถือหุ้นที่คัดค้าน)
1Q68	คณะกรรมการบริษัทของ INTUCH พิจารณาเงินปันผลพิเศษ
1Q68	วันกำหนดสิทธิผู้ถือหุ้นของ INTUCH ที่มีสิทธิได้รับเงินปันผล พิเศษ (Record Date)
1Q68	การหยุดพักการซื้อขายหุ้นของ GULF และ INTUCH เพื่อเตรียมการจัดสรรหุ้นใน NewCo
1Q68	ประชุมผู้ถือหุ้นร่วมของผู้ถือหุ้นของ GULF และ INTUCH
2Q68	ดำเนินการจดทะเบียนการควบบริษัท
2Q68	ยื่นคำขอให้รับหุ้นของ NewCo เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ

Source: Company data and InnovestX Research

**เหตุผลในการปรับโครงสร้าง** การปรับโครงสร้างครั้งนี้จะทำให้ NewCo มีความคล่องตัวในการดำเนินธุรกิจมากขึ้น โดยเฉพาะการได้ ADVANC มาถือหุ้นโดยตรง (ก่อนหน้านี้ถือหุ้นผ่าน INTUCH) ขณะที่คาดว่าจะสามารถทำ synergy ภายในกลุ่มได้ง่ายขึ้น นอกจากนี้งบดุลของ NewCo จะปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญอันเป็นผลมาจากการควบรวม GULF กับ INTUCH โดยปัจจุบัน GULF มีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนอยู่ที่ 1.7 เท่า ในขณะที่ INTUCH ไม่มีหนี้สิน แต่หลังจากเป็น NewCo แล้ว อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนลดลงเหลือ -0.9 เท่า ผู้บริหารประเมินว่า NewCo จะมีความสามารถในการกู้เงินเพิ่มขึ้นอีก 1.5-2.0 แสนล. ซึ่งจะถึงระดับ internal debt covenant ที่ระดับ 2 เท่า (เทียบกับ official debt covenant ที่ 3.5 เท่า) นอกจากนี้อาจจะมีโอกาสที่จะได้ปรับ credit rating เพิ่มขึ้นได้ และทำให้ต้นทุนทางการเงินโดยรวมมีโอกาสปรับลงได้ในอนาคต ซึ่งจะช่วยเพิ่มศักยภาพของบริษัทในการลงทุนตามแผนขยายธุรกิจได้ ซึ่งได้แก่: 1) โครงการรับซื้อไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน เฟส 2 จำนวน 3.6GW 2) แผน PDP2024 ที่จะเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าใหม่ 35W ในอีกหลายปีข้างหน้า และ 3) การต่อยอดธุรกิจ data center และโครงการ digital business หลายโครงการ งบดุลที่ปรับตัวดีขึ้นและแผนขยายธุรกิจที่แข็งแกร่งจะทำให้ NewCo มีโอกาสเติบโตในอนาคต

**ผลกระทบต่อการทำงานจากการปรับโครงสร้างธุรกิจ** เมื่ออิงกับงบการเงินเสมือนก่อนและหลังทำธุรกรรม รายการที่สำคัญส่วนใหญ่ในงบกำไรขาดทุนและงบดุลปี 2565-2566 ของ NewCo จะเพิ่มขึ้น GULF คาดว่างบดุลที่แข็งแกร่งขึ้นอาจทำให้มีโอกาสได้ปรับ credit rating เพิ่มขึ้น และทำให้ต้นทุนทางการเงินลดลงหลังจากทำธุรกรรมเสร็จสิ้น

Figure 3: รายการที่สำคัญในงบการเงินเสมือน

	GULF		NewCo		Change (%) (NewCo/GULF)	
	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24
รายได้รวม (ล้านบาท)	114,054	31,599	116,983	32,289	2.6%	2.2%
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	20,042	3,499	24,441	4,770	21.9%	36.3%
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	11,733	11,733	14,940	14,940	27.3%	27.3%
EPS (บาท/หุ้น)	0.88	0.30	1.20	0.28	36.4%	-6.7%
สินทรัพย์รวม (ล้านบาท)	459,514	472,868	590,924	605,001	28.6%	27.9%
หนี้สินรวม (ล้านบาท)	315,410	324,563	315,506	327,510	0.0%	0.9%
ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (ล้านบาท)	116,585	148,306	275,418	277,491	136.2%	87.1%

Source: Company data and InnovestX Research

Figure 4: ราคาหุ้น GULF และ INTUCH อิงกับอัตราส่วนการจัดสรรหุ้นที่ประกาศ

ราคาหุ้น GULF	ราคาหุ้น INTUCH (+เงินปันผลพิเศษ 4.5 บาท/หุ้น)	ราคาหุ้น INTUCH (+เงินปันผลพิเศษ 4.5 บาท/หุ้น และ +เงินปันผลระหว่างกาลงวด 1H67 ที่ 1.9 บาท/หุ้น)
46.50	80.96	82.86
46.00	80.14	82.04
45.50	79.32	81.22
45.00	78.50	80.40
44.50	77.68	79.58
44.00	76.85	78.75
43.50	76.03	77.93

Source: Company data and InnovestX Research

### 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

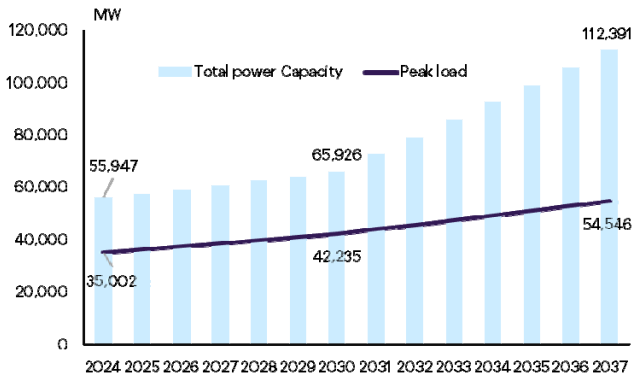
FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Gross margin	(%)	19.3	19.9	21.3	20.1	16.7	20.3	20.7	18.2
Operating margin	(%)	16.5	17.2	17.2	17.3	13.9	17.2	15.6	15.7
EBITDA margin	(%)	22.3	22.9	24.7	23.1	19.9	24.0	21.9	21.5
EBIT margin	(%)	16.9	17.5	19.8	19.5	16.8	19.9	17.8	17.9
Net profit 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

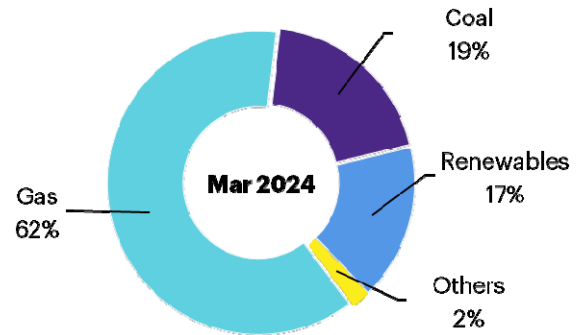
Appendix

Figure 1: PDP 2024: Net power generation capacity and peak load in 2024-2037



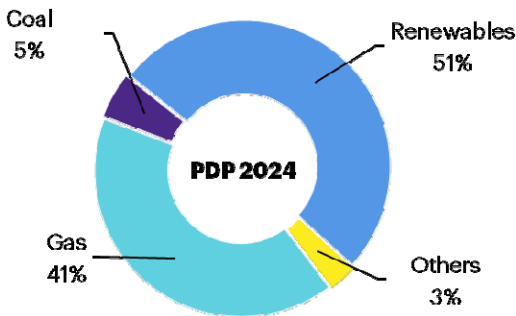
Source: EPPO and InnovestX Research

Figure 2: Thailand's current electricity generation power source



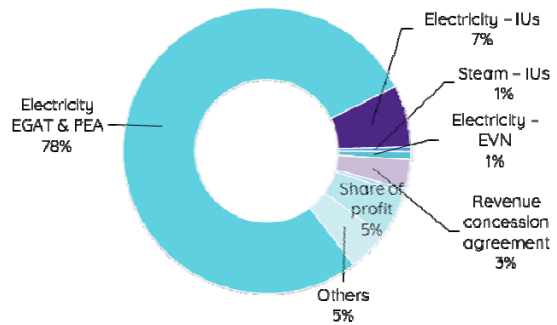
Source: EPPO, EGAT, GULF, InnovestX Research

Figure 3: Thailand's future electricity generation power source



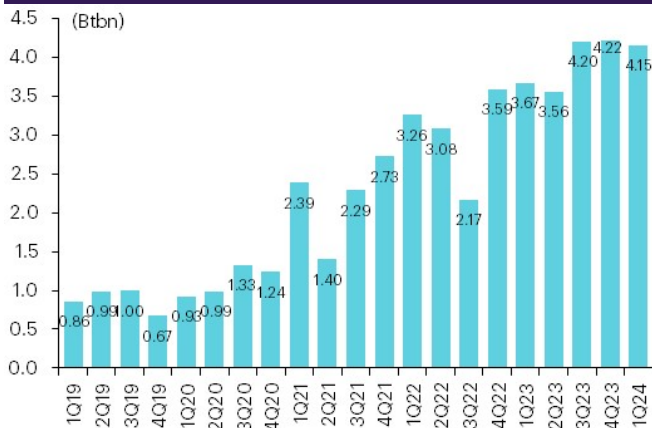
Source: EPPO, EGAT, GULF and InnovestX Research

Figure 4: Revenue breakdown (1Q24)



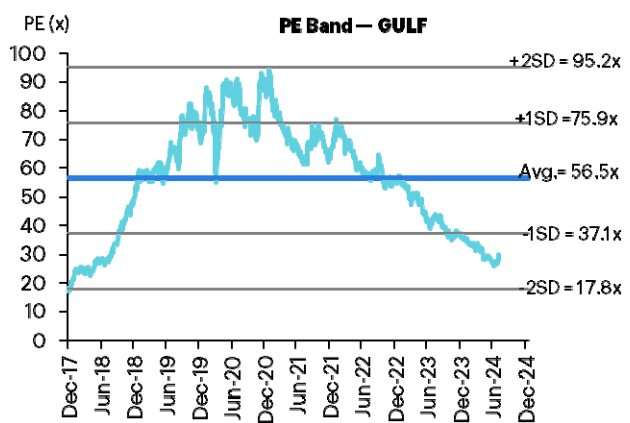
Source: GULF and InnovestX Research

Figure 5: Quarterly core profit



Source: GULF and InnovestX Research

Figure 6: GULF - PE band



Source: InnovestX Research

Figure 7: Valuation summary (price as of July 17, 2024)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
ACE	Neutral	1.31	3.6	174.8	12.0	9.3	5.5	(10)	29	69	0.9	0.8	0.7	8	9	14	0.0	0.0	0.0	8.4	6.8	4.6
BGRIM	Neutral	22.30	33.0	49.8	28.3	24.8	21.6	448	14	15	1.5	1.5	1.4	4	4	5	1.6	1.8	2.2	12.6	12.2	11.1
GPSC	Neutral	41.25	60.0	47.4	34.0	25.4	19.5	311	34	30	1.1	1.1	1.0	3	4	5	1.7	1.9	2.7	12.3	11.1	10.0
GULF	Outperform	45.00	63.0	42.3	33.7	26.3	21.1	30	28	25	4.5	4.2	3.8	14	17	19	2.0	2.3	2.8	30.6	24.1	21.2
<b>Average</b>					<b>27.0</b>	<b>21.5</b>	<b>16.9</b>	<b>195</b>	<b>26</b>	<b>35</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>16.0</b>	<b>13.6</b>	<b>11.7</b>

Source: InnovestX Investment 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) (“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, EPG, 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, SMP, 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, EK, 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, AAI, ADVANC, AE, 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, 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, EPG, ERW, ESTAR, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GIDA, 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, PPS, 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, SMP, 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, 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, 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, BKG, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BRI, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, 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, DTCI, DV8, EASON, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, 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, KCC, 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, 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, SCL, 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, THMU, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPP, TPS, TQR, TR, TRC, TRIFN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTI, TTT, TTW, TURTLE, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQU, 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.