

# กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเมนท์ GULF

บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน)

Bloomberg  
Reuters

GULF TB  
GULF.BK



บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

## 3Q67: แข็งแกร่งจากการขยายกำลังการผลิตและกำไร FX

เราคาดว่าราคาหุ้น GULF จะตอบรับในเชิงบวกต่อกำไรปกติ 3Q67 ที่แข็งแกร่งที่ 4.7 พันลบ. +12% YoY (เป็นไปตาม INVX และ consensus คาด) และคาดว่ากำไรจะทำสถิติสูงสุดอีกครั้งใน 4Q67 จากการขยายกำลังการผลิต โดยมีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นจากผลประโยชน์จากการควบรวมกิจการกับ INTUCH ที่จะหนุนให้งบดุลของบริษัทปรับตัวดีขึ้นและช่วยสนับสนุนการประมูลโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในประเทศที่กำลังจะมาถึง รวมถึงการเริ่มต้นวงจรอัตราดอกเบี้ยขาลง เราคงแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ GULF โดยให้ราคาเป้าหมายกลางปี 2568 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 70 บาท (WACC 4.7% และ terminal value 1.5%) GULF เป็นหุ้นเด่นของเราในกลุ่มสาธารณูปโภค

**ปัจจัยกระตุ้น #1: กำไรปกติ 3Q67 แข็งแกร่ง, คาดทำสถิติสูงสุดอีกครั้งใน 4Q67** GULF รายงานกำไรสุทธิ 3Q67 ที่ 6 พันลบ. เป็นไปตามที่ INVX และ consensus คาด โดยได้แรงหนุนจากกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 1.3 พันลบ. หากหักรายการพิเศษออก พบว่ากำไรปกติยังคงแข็งแกร่งที่ 4.7 พันลบ. +12.1% YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นจาก GPD หน่วยที่ 2 (COD: ต.ค. 2566) และ GPD หน่วยที่ 3 (CPD: มี.ค. 2567) ผลการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้นที่ GULF 1 และส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นจาก HKP หน่วยที่ 1 (COD: มี.ค. 2567) และ INTUCH อย่างไรก็ดี กำไรปกติลดลง QoQ จากผลการดำเนินงานและกำไรของธุรกิจ IPP ที่ลดลงตามฤดูกาล เราคาดว่ากำไร 4Q67 จะเติบโตต่อเนื่องสู่ระดับที่ทำสถิติสูงสุดอีกครั้งจากการรับรู้กำไรจาก GPD หน่วยที่ 4 (662.5 MW, ตี้อ 70%) ซึ่งเริ่มเดินเครื่องในช่วงต้นเดือนต.ค. นอกจากนี้กำไรยังจะได้รับการสนับสนุนจากการทยอยเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ของโครงการโซลาร์ฟาร์ม (870MW) และโซลาร์ฟาร์มร่วมกับระบบกักเก็บพลังงาน (1,668MW)

**ปัจจัยกระตุ้น #2: การควบรวมกิจการกับ INTUCH** จะส่งผลดีต่อบริษัท เนื่องจากจะทำให้ NewCo มีความคล่องตัวในการดำเนินธุรกิจมากขึ้น และมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งมากขึ้น NewCo จะมั่งคั่งมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะลดลงจาก 1.7 เท่า มาอยู่ที่ 0.9 เท่า ใน 1Q68 หลังจากการควบรวมกิจการเสร็จสิ้น เนื่องจาก INTUCH มีสถานะปลอดหนี้ การควบรวมกิจการน่าจะทำให้บริษัทมีแหล่งเงินทุนสนับสนุนการเพิ่มกำลังการผลิตใหม่ในประเทศจำนวนมากของรัฐบาล ได้แก่ โครงการรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนรอบที่ 2 (3.6GW) และ PDP2024 (32GW ในส่วนของพลังงานหมุนเวียน)

**ปัจจัยกระตุ้น #3: ราคาหุ้นได้รับการสนับสนุนจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง** แม้ราคาหุ้น GULF ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 45% ตั้งแต่ต้นปี แต่เราคาดว่า sentiment จะปรับตัวดีขึ้นจากการเริ่มมองวงจรอัตราดอกเบี้ยขาลงทั่วโลก ซึ่งจะส่งผลดีต่อกลุ่มสาธารณูปโภคซึ่งเป็นธุรกิจที่ต้องใช้เงินทุนจำนวนมาก ทำให้จำเป็นต้องจัดหาเงินทุนด้วยการกู้ยืมค่อนข้างสูง (ปกติแล้วสัดส่วนหนี้สินต่อทุนจะอยู่ที่ 3:1)

**กลยุทธ์การลงทุนและคำแนะนำ** ปัจจุบันหุ้น GULF ซื้อขายที่ PE ปี 2567 เพียง 40.5 เท่า หรือ -0.5 SD ของ PE เดลต้าย้อนหลัง 5 ปี เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อความแข็งแกร่งของผลประกอบการในระยะ 1-2 ปีข้างหน้าของ GULF และคงแนะนำ OUTPERFORM โดยให้ราคาเป้าหมายกลางปี 2568 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 70 บาท/หุ้น (WACC 4.7% และ terminal value 1.5%)

**ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ:** 1) ผลตอบแทนจากการลงทุนในโครงการใหม่ต่ำกว่าคาด แต่ประวัติผลงานที่ดีเยี่ยมของ GULF ในการพัฒนาโครงการให้แล้วเสร็จตามกำหนดและเป็นไปตามงบประมาณที่วางไว้จะช่วยลดความเสี่ยงนี้ 2) ยอดขายไฟฟ้าและไอของโครงการโรงไฟฟ้า 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	146,524	168,158
EBITDA	(Btmn)	22,473	25,195	31,323	34,135	44,014
Core profit	(Btmn)	12,045	15,666	18,675	25,043	31,555
Reported profit	(Btmn)	11,418	14,858	20,042	25,043	31,555
Core EPS	(Bt)	1.03	1.34	1.59	2.13	2.69
DPS	(Bt)	0.60	0.88	1.02	1.28	1.61
P/E, core	(x)	62.8	48.3	40.5	30.2	24.0
EPS growth, core	(%)	37.7	30.1	19.2	34.1	26.0
P/BV, core	(x)	6.8	6.5	6.0	5.5	5.0
ROE	(%)	11.6	13.8	15.4	19.0	21.8
Dividend yield	(%)	0.9	1.4	1.6	2.0	2.5
EV/EBITDA	(x)	42.9	39.7	31.7	28.6	21.4

Source: InnovestX Research

## Tactical: OUTPERFORM (3-month)

### Stock data

Last close (Nov 14) (Bt)	64.50
Target price (Bt)	70.00
Mkt cap (Btbn)	756.79

12-m high / low (Bt)	70.8 / 37
Avg. daily 6m (US\$mn)	32.57
Foreign limit / actual (%)	49 / 37.24
Free float (%)	25.9
Outstanding Short Position (%)	0.41

### Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(1.5)	35.8	41.0
Relative to SET	(0.5)	20.8	37.6

### INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2024F	2025F
Consensus (Bt mn)	18,572	22,796
INVX vs Consensus (%)	0.6	9.9

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 4Q24 core earnings	Up	Up

### 2023 Sustainability/2022 ESG Score

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

### Bloomberg ESG Score and Rank in the sector

ESG Score and Rank	2.61	21/63
Environmental Score and Rank	1.64	20/63
Social Score and Rank	2.95	18/63
Governance Score and Rank	4.17	20/63

Source: SET, InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

### นักวิเคราะห์

#### ชัชวรัตน์ ชาติระวีชัย

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1021  
chaiwat.a@innovestx.co.th

**จุดเด่น**

GULF เป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจโดยการถือหุ้นในบริษัทอื่น (holding company) ที่เข้าลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้า บริษัทได้ขยายธุรกิจไปสู่ธุรกิจก๊าซ และธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน และธุรกิจโลจิสติกส์ GULF ได้เข้าไปลงทุนในกลุ่มธุรกิจใหม่สู่โลกดิจิทัล ผ่านการเข้าซื้อหุ้นของ INTUCH ใน 2H64 และการเข้าเป็นพันธมิตรกับ Binance ซึ่งเป็นผู้ประกอบธุรกิจศูนย์ซื้อขายสกุลเงินดิจิทัลชั้นนำของโลก เพื่อจัดตั้งศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลในประเทศไทย โครงสร้างธุรกิจหลักของบริษัทแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ ธุรกิจพลังงาน ธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน และธุรกิจดิจิทัล ธุรกิจผลิตไฟฟ้าจะยังคงเป็นธุรกิจที่สร้างกำไรให้กับบริษัทได้มากที่สุดในอีกหลายปีข้างหน้า ด้วยกำลังการผลิตติดตั้งรวม 23,356MW ในปี 2576 เพิ่มขึ้นจาก 13,856MW (เม.ย. 2567) ปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญ คือ โรงไฟฟ้า IPP 2 โรงภายใต้บริษัท Independent Power Development (สัดส่วนการถือหุ้น 70%) คือ โครงการ GDP และโครงการโรงไฟฟ้าหีนกอง (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 เราคาดว่าการลงทุนเพิ่มในโครงการ LNG to power ในภูมิภาคนี้จะเป็นอีกส่วนหนึ่งที่มีศักยภาพเติบโต โดยใช้ประโยชน์จากความเชี่ยวชาญของบริษัทในการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าและฐานที่แข็งแกร่งในประเทศเพื่อนบ้าน GULF วางแผนขยายธุรกิจสู่ธุรกิจดิจิทัล ที่ประกอบด้วย data center, smart metering และ smart grid โดยใช้ประโยชน์จากความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นกับ Singtel และการถือหุ้นทางอ้อมใน ADVANC นอกจากนี้บริษัทก็กำลังขยายธุรกิจสู่ศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลในประเทศไทยผ่านทางบริษัทร่วมทุนกับ Binance ซึ่งเป็นผู้ประกอบธุรกิจศูนย์ซื้อขายสกุลเงินดิจิทัลชั้นนำของโลก

Bullish views	Bearish views
1. GULF มีสถานะเป็นผู้นำในธุรกิจผลิตไฟฟ้าในประเทศไทย โดยเฉพาะโครงการโรงไฟฟ้า IPP ใหม่ ๆ	1. valuation ตึงตัวและอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงก่อนที่จะควบรวมกิจการกับ INTUCH
2. แผนขยายกำลังการผลิตพร้อมกับ PPA ที่ยืนยันแล้วจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโต โอกาสคว้ากำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในประเทศเพิ่มจากโครงการรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนรอบ 2 และ PDP2024	2. ผลตอบแทนจากเงินปันผลจะยังคงต่ำกว่าคู่แข่ง เนื่องจากมีโครงการลงทุนหลายโครงการรออยู่
3. ได้รับประโยชน์จากการควบรวมกิจการกับ INTUCH โดยจะทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลง	

**ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ**

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
กำลังการผลิตเพิ่มเติม	แผนลงทุนระยะ 5 ปีของ GULF ด้วยงบ 9.0 หมื่นลบ. สะท้อนถึงกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น	บวก	GULF ยังคงอยู่ในช่วงขยายตัวด้วยกำลังการผลิตและธุรกิจใหม่ บริษัทจะเน้นเพิ่มสัดส่วนกำลังการผลิตจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในพอร์ตเพื่อให้บรรลุเป้าหมายที่ 40% ภายในปี 2578
ต้นทุนก๊าซที่ลดลงสำหรับธุรกิจ SPP	ก๊าซที่ได้จาก PTT อาจจะมีราคาถูกลงในปี 2568 จากปริมาณการผลิตก๊าซที่เพิ่มขึ้นในอ่าวไทย ซึ่งราคาต่ำกว่า LNG นำเข้า	บวก	ต้นทุนก๊าซที่ลดลงจะส่งผลต่อธุรกิจ SPP (8% ของกำลังการผลิตติดตั้งทั้งหมด) สำหรับ GULF นอกจากนี้ ใบอนุญาตประกอบกิจการจัดหาและค้าส่งก๊าซธรรมชาติ (LNG shipper) จะทำให้ GULF สามารถนำเข้า LNG ได้ในราคาที่ถูกลงกว่าก๊าซจาก PTT โดยคาดว่าจะหนุนให้มาร์จิ้นของธุรกิจ SPP ปรับตัวดีขึ้น
ประโยชน์จากการควบรวมกิจการระหว่าง GULF กับ INTUCH	GULF และ INTUCH วางแผนปรับโครงสร้างการถือหุ้นใหม่ โดยจะควบรวมกิจการเพื่อจัดตั้งบริษัทใหม่ (NewCo)	บวก	โครงสร้างการถือหุ้นใหม่ของ GULF จะทำให้มีความคล่องตัวในการดำเนินธุรกิจมากขึ้น และทำ synergy ภายในกลุ่มได้ง่ายขึ้น รวมถึงสถานะทางการเงินของ NewCo จะแข็งแกร่งขึ้น และค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยมีแนวโน้มลดลง

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

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

**ESG Ratings and Indices**

<b>Bloomberg ESG Financial Materiality Score</b>	<b>2.61 (2022)</b>	<b>CG Rating</b>	<b>DJSI</b>	<b>SETESG</b>	<b>SET ESG Ratings</b>	
Rank in Sector	21/63	GULF	5	No	Yes	AA

Source: Thai Institute of Directors and SET

**ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (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 บริษัทสามารถบรรลุเป้าหมายระยะเผื่อตรงเป็นศูนย์
- เรามองว่าประเด็นสิ่งแวดล้อมจะเป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญสำหรับ GULF และ GULF อยู่ในตำแหน่งผู้ตามเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในเรื่องการเปิดรับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ การบริหารจัดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และผลิตภัณฑ์ที่ยั่งยืน

**ประเด็นด้านสังคม (S)**

- GULF จัดเตรียมสถานที่ทำงานให้มีสภาพแวดล้อมที่ปลอดภัยและถูกหลักลุขอนามัยแก่พนักงาน 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

**ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (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 สะท้อนถึงความเชี่ยวชาญ และประสบการณ์ของผู้บริหารในธุรกิจสาธารณูปโภค ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการอิสระ แต่คะแนนการกำกับดูแลกิจการยังตามหลังบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในแง่ของคำตอบแทนผู้บริหารและสิทธิของผู้ถือหุ้น

**ESG Financial Materiality Score and Disclosure**

	2022	2023
<b>ESG Financial Materiality Score</b>	<b>2.61</b>	<b>—</b>
<b>Environment Financial Materiality Score</b>	<b>1.64</b>	<b>—</b>
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1 (*000 metric tonnes)	10,491	11,245
Carbon per Unit of Production (metric tonnes)	—	0
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Waste Reduction Policy	Yes	Yes
Biodiversity Policy	Yes	Yes
<b>Social Financial Materiality Score</b>	<b>2.95</b>	<b>—</b>
Human Rights Policy	Yes	Yes
Women in Senior Management (%)	37	35
Business Ethics Policy	Yes	Yes
Health and Safety Policy	Yes	Yes
Lost Time Incident Rate (per 100 contractors)	0.00	0.00
Employee Turnover (%)	7.80	8.40
<b>Governance Financial Materiality Score</b>	<b>4.17</b>	<b>—</b>
Board Size (persons)	12	12
Board Meeting Attendance (%)	99	95
Number of Women on Board (persons)	4	4
Number of Independent Directors (persons)	7	7
Board Duration (Years)	3	3

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer**

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการนำข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมีการทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่อาจเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับกาเปิดเผยข้อมูลของแต่ละบริษัท

## 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	146,524	168,158
Cost of goods sold	(Btmn)	22,791	23,702	34,388	74,711	92,022	107,012	114,606	125,861
<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>29,056</b>	<b>31,918</b>	<b>42,297</b>
SG&A	(Btmn)	1,713	2,116	2,297	2,955	3,915	4,631	4,986	5,906
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>18,017</b>	<b>20,848</b>	<b>30,859</b>
Corporate tax	(Btmn)	(14)	107	347	1,344	658	2,315	968	3,468
Equity a/c profits	(Btmn)	3,205	2,462	2,886	6,321	10,284	9,673	10,781	10,626
Minority interests	(Btmn)	(2,280)	(1,862)	(1,497)	(2,691)	(5,157)	(6,701)	(5,618)	(6,463)
<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>18,675</b>	<b>25,043</b>	<b>31,555</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	1,003	(134)	(1,075)	(627)	(808)	1,368	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>31,555</b>
EBITDA	(Btmn)	8,273	11,020	18,287	22,473	25,195	31,323	34,135	44,014
<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>1.59</b>	<b>2.13</b>	<b>2.69</b>
Net EPS	(Bt)	0.46	0.39	0.65	0.97	1.27	1.71	2.13	2.69
DPS	(Bt)	0.13	0.38	0.44	0.60	0.88	1.02	1.28	1.61

### 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	44,077	55,490	80,748
Total fixed assets	(Btmn)	112,747	215,226	323,863	347,923	386,828	391,782	390,497	367,130
<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>435,859</b>	<b>445,988</b>	<b>447,879</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	34,382	40,972	40,093
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>276,158</b>	<b>268,730</b>	<b>255,584</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>137,479</b>	<b>152,080</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>12.96</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	18,675	25,043	31,555
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	32,610	38,407	64,743
Investing cash flow	(Btmn)	(14,317)	(70,410)	(78,206)	(25,036)	(34,400)	(17,902)	(13,234)	(13,188)
Financing cash flow	(Btmn)	2,221	63,101	68,128	33,277	15,628	(42,334)	(15,886)	(30,973)
<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>(27,626)</b>	<b>9,287</b>	<b>20,582</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	21.4	21.8	25.2
Operating margin	(%)	18.4	21.4	22.7	17.5	15.9	18.0	18.4	21.6
EBITDA margin	(%)	27.5	33.5	38.5	23.9	22.1	23.0	23.3	26.2
EBIT margin	(%)	19.4	23.1	28.0	18.5	18.4	20.1	20.4	23.4
Net profit margin	(%)	16.3	13.0	16.2	12.1	13.0	14.7	17.1	18.8
ROE	(%)	10.4	8.6	10.9	11.6	13.8	15.4	19.0	21.8
ROA	(%)	3.0	2.3	2.9	3.1	3.6	4.2	5.7	7.1
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	3.3	3.8	5.2
Debt service coverage	(x)	1.4	0.5	0.7	0.6	0.5	1.4	1.2	1.7
Payout Ratio	(%)	28.4	97.3	67.3	61.7	69.5	59.7	60.0	59.9

### 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	42,737
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	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Total revenue	(Btmn)	26,888	26,413	32,557	27,419	27,665	31,599	31,592	30,451
Cost of goods sold	(Btmn)	21,148	21,101	27,115	21,866	21,940	25,857	25,575	24,595
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</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>	<b>6,017</b>	<b>5,856</b>
SG&A	(Btmn)	1,121	742	926	832	1,415	772	906	944
Other income	(Btmn)	718	581	951	748	616	681	1,024	808
Interest expense	(Btmn)	2,279	2,124	2,416	2,582	2,695	2,606	2,792	2,716
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</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>	<b>3,344</b>	<b>3,004</b>
Corporate tax	(Btmn)	178	186	203	229	39	315	191	(9)
Equity a/c profits	(Btmn)	2,511	2,089	1,754	2,507	3,933	1,789	3,041	4,753
Minority interests	(Btmn)	(2,077)	(1,342)	(1,007)	(913)	(1,896)	(524)	(1,215)	(2,689)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</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>	<b>4,779</b>	<b>4,710</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	2,092	262	(711)	(892)	532	(495)	(237)	953
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</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>	<b>4,741</b>	<b>6,030</b>
EBITDA	(Btmn)	8,143	8,620	9,364	9,242	35,370	9,427	10,244	9,843
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</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>	<b>0.42</b>	<b>0.43</b>
Net EPS	(Bt)	0.48	0.33	0.25	0.29	0.40	0.30	0.40	0.51

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Total current assets	(Btmn)	70,249	82,706	70,637	86,835	72,686	77,219	75,338	84,109
Total fixed assets	(Btmn)	347,923	367,912	378,815	389,874	386,828	395,650	406,513	402,728
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</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>	<b>481,852</b>	<b>486,837</b>
Total loans	(Btmn)	250,565	275,022	275,319	294,090	284,849	289,293	301,567	307,975
Total current liabilities	(Btmn)	51,868	63,666	62,834	79,392	65,623	81,091	75,818	72,351
Total long-term liabilities	(Btmn)	230,502	247,513	249,898	253,061	249,787	271,139	290,545	296,055
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>282,370</b>	<b>311,180</b>	<b>312,732</b>	<b>332,454</b>	<b>315,410</b>	<b>352,230</b>	<b>366,363</b>	<b>368,406</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>110,787</b>	<b>113,033</b>	<b>110,280</b>	<b>116,480</b>	<b>116,585</b>	<b>120,638</b>	<b>115,488</b>	<b>118,431</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>9.44</b>	<b>9.63</b>	<b>9.40</b>	<b>9.93</b>	<b>9.94</b>	<b>10.28</b>	<b>9.84</b>	<b>10.09</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Core Profit	(Btmn)	3,593	3,668	3,556	4,203	4,217	4,152	4,779	4,710
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,298	954	1,001	1,103	1,123	1,136	1,137	1,140
Operating cash flow	(Btmn)	(1,685)	5,401	1,341	7,556	3,991	2,249	7,684	664
Investing cash flow	(Btmn)	4,570	(21,036)	(806)	(3,922)	(8,635)	(4,444)	(5,564)	1,824
Financing cash flow	(Btmn)	8,363	22,815	(11,881)	13,641	(8,946)	(3,394)	(669)	9,072
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</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>	<b>1,452</b>	<b>11,560</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Gross margin	(%)	21.3	20.1	16.7	20.3	20.7	18.2	19.0	19.2
Operating margin	(%)	17.2	17.3	13.9	17.2	15.6	15.7	16.2	16.1
EBITDA margin	(%)	30.3	32.6	28.8	33.7	127.8	29.8	32.4	32.3
EBIT margin	(%)	25.5	29.0	25.7	29.7	123.8	26.2	28.8	28.6
Net profit margin	(%)	21.1	14.6	8.9	12.3	17.1	11.1	15.0	19.8
ROE	(%)	13.2	12.8	12.9	15.0	14.4	13.5	16.9	17.4
ROA	(%)	3.4	3.3	3.2	3.7	3.6	3.4	4.2	4.2
Net D/E	(x)	1.5	1.6	1.7	1.6	1.7	2.1	2.3	2.2
Interest coverage	(x)	3.6	4.1	3.9	3.6	13.1	3.6	3.7	3.6
Debt service coverage	(x)	0.8	0.7	0.8	0.6	2.6	0.6	0.7	0.7

### Key Statistics

FY December 31	Unit	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Gross installed capacity (period-end)	(MW)	9,572	9,572	11,581	11,581	12,420	13,083	13,853	13,991
Equity installed capacity (period-end)	(MW)	4,966	4,966	6,088	6,088	6,712	7,176	7,553	7,691
Electricity sales volume – EGAT	(GWh)	3,668	4,399	8,201	7,542	7,918	9,027	10,073	8,617
Electricity sales volume – IUs	(GWh)	565	579	585	605	566	591	577	601
Effective interest rate	(%)	3.61	3.35	3.66	3.83	3.98	3.93	4.15	3.88

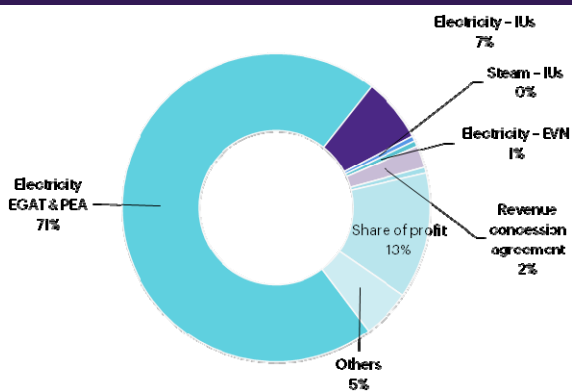
**Figure 1: GULF – 23Q24 earnings review**

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	%YoY	%QoQ
<b>P&amp;L (Bt, mn)</b>							
Total revenue	27,419	27,665	31,599	31,592	30,451	11.1	(3.6)
Gross profit	5,553	5,726	5,742	6,017	5,856	5.5	(2.7)
EBITDA	9,242	35,370	9,427	10,244	9,843	6.5	(3.9)
Profit before extra items	4,203	4,217	4,152	4,779	4,710	12.1	(1.4)
<b>Net Profit</b>	<b>3,360</b>	<b>4,735</b>	<b>3,499</b>	<b>4,741</b>	<b>6,030</b>	<b>79.4</b>	<b>27.2</b>
EPS (Bt)	0.29	0.40	0.30	0.40	0.51	79.4	27.2
<b>B/S (Bt, mn)</b>							
Total assets	476,710	459,514	472,868	481,852	486,837	n.a.	n.a.
Total liabilities	332,454	315,410	352,230	366,363	368,406	7.2	1.9
Total equity	144,256	144,104	120,638	115,488	118,431	17.1	4.0
BVPS (Bt)	9.93	9.94	10.28	9.84	10.09	(15.5)	(4.3)
<b>Financial ratio (%)</b>							
Gross margin (%)	20.3	20.7	18.2	19.0	19.2	0.9	0.2
EBITDA margin (%)	33.7	127.8	29.8	32.4	32.3	2.6	(0.1)
Net profit margin (%)	12.3	17.1	11.1	15.0	19.8	3.9	4.8
ROA (%)	3.7	3.6	3.4	4.2	4.2	0.7	0.0
ROE (%)	15.0	14.4	13.5	16.9	17.4	3.4	0.5
D/E (X)	2.3	2.2	2.9	3.2	3.1	35.0	(1.9)

Source: GULF and InnovestX Research

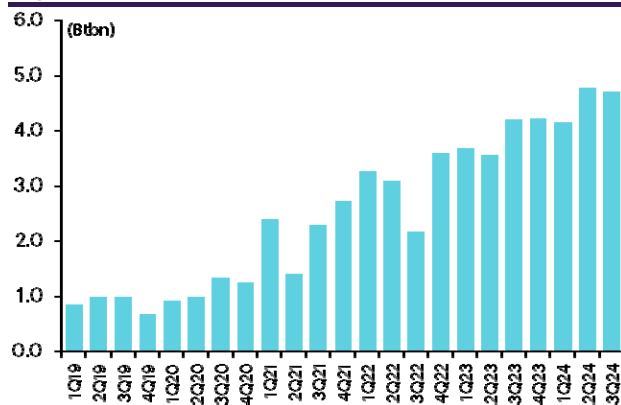
## Appendix

**Figure 2: Revenue breakdown (3Q24)**



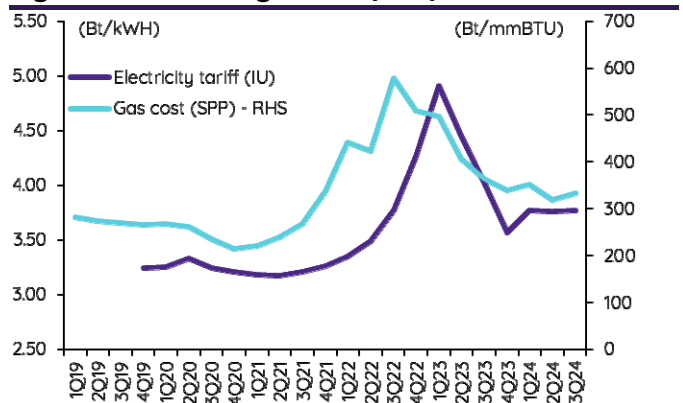
Source: GULF and InnovestX Research

**Figure 4: Quarterly core profit**



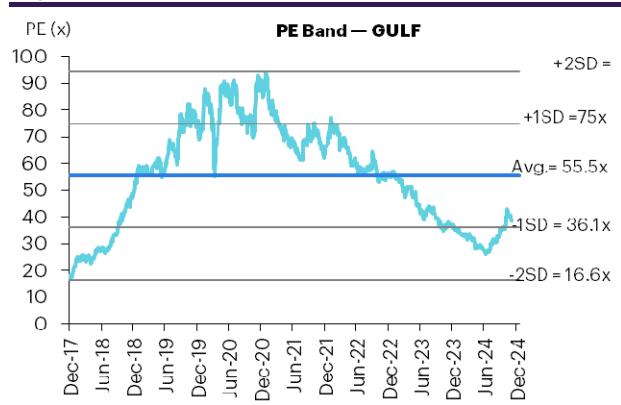
Source: GULF and InnovestX Research

**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 และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ 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 ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ 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 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 2024 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

AAV, ABM, ACE, ACG, ADVANC, AE, AF, AGE, AH, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BJC, BKIH, BLA, BPP, BR, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BTW, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CREDIT, CSC, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FVC, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITCL, ITTHI, IVL, JAS, JTS, K, KBANK, KCC, KCE, KCG, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, MVP, NCH, NER, NKI, NOBLE, NRF, NSL, NTSC, NVD, NWR, NYT, OCC, OR, ORI, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PEER, PG, PHOL, PIMO, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRIME, PRM, PRTR, PSH, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPC, RPH, RS, RT, RWI, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKE, SKR, SM, SMPK, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSP, SSSC, STA, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUTHA, SVI, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASCOS, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG\*, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TK, TKS, TKT, TLI, TM, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRP, TRUBB, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UPF, UPOIC, UV, VARO, VGI, VIH, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, AAI, ADB, AEONTS, AHC, AIRA, APCO, APCS, APURE, ARIP, ARROW, ASIAN, ATP30, AUCTION, AYUD, BA, BBIK, BC, BE8, BH, BIZ, BOL, BSBM, BTC, CH, CI, CIG, CM, COCOCO, COMAN, CPI, CSS, DTCENT, EVER, FE, FORTH, FSMART, FSX, FTI, GEL, GIFT, GPI, HUMAN, IFS, INSURE, JCK, JDF, JMART, KGI, KJL, KTIS, KUN, L&E, LHK, MATCH, MBAX, MEGA, METCO, MICRO, NC, NCAP, NCL, NDR, ONEE, PATO, PDG, PJW, POLY, PQS, PREB, PROUD, PSG, PSP, PSTC, PT, PTECH, PYLON, QLT, RABBIT, RCL, SAPPE, SECURE, SFLEX, SFT, SINO, SMT, SPCG, SPVI, STANLY, STPI, SUPER, SUSCO, SVOA, SVT, TACC, TAE, TCC, TEKA, TFM, TITLE, TKN, TMD, TNR, TPA, TPCH, TPCS, TPLAS, TPOLY, TRT, TURTLE, TVH, UBA, UP, UREKA, VCOM, VIBHA, VRANDA, WARRIX, WIN, WP

**Companies with Good CG Scoring**

A5, ADD, AIE, ALUCON, AMC, AMR, ARIN, ASEFA, ASIA, ASN, BIG, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLC, BVG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHOTI, CITY, CMC, CPANEL, CSP, DEXON, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, ESTAR, ETL, FNS, GBX, GENCO, GTB, GYT, ICN, IIG, IMH, IRCP, J, JCKH, JMT, JPARK, JR, JSP, JUBILE, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KWC, LDC, LEO, MCA, META, MGC, MITSIB, MK, NAM, NOVA, NTV, NV, OGC, PACO, PANEL, PHG, PIN, PRAPAT, PRI, PRIN, PROEN, PROS, PTC, READY, ROCTEC, SABUY, SALEE, SAMCO, SANKO, SCI, SE, SE-ED, SINGER, SISB, SKN, SKY, SMD, SMIT, SORKON, SPG, SST, STC, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIJK, XO, XPG, YUASA, ZAA

**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 2023 to 28 October 2024) is publicized.

\*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนดำเนินการทำบัญชีการเงิน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังถึงข้อดังกล่าวประกอบด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator Certified (ได้รับรับรอง)**

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

**Declared (ประกาศเจตนา)**

ACE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, ASAP, B52, BLAND, BYD, CFARM, CHASE, CHG, DEXON, DITTO, ECL, EVER, FLOYD, GREEN, HL, HUMAN, ICN, IHL, IP, ITC, JDF, JMART, K, KJL, LDC, LIT, MITSIB, MJD, MOSHI, NEX, NTSC, PLE, PLUS, POLY, PQS, PRI, PRIME, PROEN, PROUD, PTC, RT, S, SAWAD, SCAP, SCGD, SFT, SHR, SINGER, SINO, SJWD, SKE, SNNP, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TMI, TPAC, TPP, TQM, UOBKH, UREKA, VNG, WELL, WIN, XPG

**N/A**  
24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, AURA, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKGI, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BROCK, BSM, BSERA, BTC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, 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, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCSI, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, EMC, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, IT, ITD, ITNS, ITTHI, J, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEDEZE, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MPJ, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAT, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTV, NUSA, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PCE, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLT, PMC, PMTA, POLAR, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PRO, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAV, SAWANG, SBNEXT, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLP, SMART, SMD, SMT, SO, SPA, SPCG, SPG, SUPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STC, STECH, STECON, STHAI, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCMC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMAN, TMC, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRIFN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTA, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UBE, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, W, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WP, YGG, YONG, ZAA, ZIGA

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of October 14, 2024) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.