

กัลฟ์ ดีเวลลอปเม้นท์

บริษัท กัลฟ์ ดีเวลลอปเม้นท์
จำกัด (มหาชน)

GULF

Bloomberg GULF TB
Reuters GULF.BKinnovest^x
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

มีปัจจัยกระตุ้นการเติบโตที่ชัดเจนอยู่ข้างหน้า

เราคาดว่าราคาหุ้น GULF จะตอบรับในเชิงบวกหลังจากควมรวมกิจการเพื่อตั้งเป็นบริษัทใหม่แล้วเสร็จ ซึ่งจะช่วยให้บริษัทสามารถระดมทุนได้มากขึ้นเพื่อคว้าโอกาสเติบโตในธุรกิจพลังงานหมุนเวียนและธุรกิจดิจิทัล ในขณะที่คาดว่ากำไรสุทธิจะยังคงแข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำลังการผลิตใหม่ รวมถึงส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจาก ADVANC และรายได้เงินปันผลจาก KBANK เราแนะนำ **OUTPERFORM** สำหรับ GULF โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2568 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 70 บาท (WACC 4.9% และ terminal value 1.6%) GULF เป็นหุ้นเด่นของเราในกลุ่มสาธารณูปโภค

ปัจจัยกระตุ้น #1: กำไรสุทธิที่แข็งแกร่งใน 1Q68 GULF รายงานกำไรสุทธิ 5.4 พันลบ. ใน 1Q68 (ก่อนควมรวม) เป็นไปตามที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้ กำไรสุทธิปรับตัวเพิ่มขึ้น 54.2% YoY และ 38.3% QoQ โดยได้แรงหนุนจากส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมและร่วมค้าที่ 3.1 พันลบ. (+71.5% YoY และ +28.7% QoQ) หลักๆ มาจากส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจาก INTUCH ซึ่งรับรู้ผลกำไรที่เพิ่มขึ้นจาก ADVANC รวมถึงโรงไฟฟ้าหินกอง (HKP) หน่วยที่ 2 ที่เริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2538 และโรงไฟฟ้าพลังงานลม GGC ซึ่งมีปริมาณการขายไฟฟ้าเพิ่มขึ้นตามความเร็วลมที่เพิ่มขึ้นมาก

ปัจจัยกระตุ้น #2: โหมเงินลงทุนในช่วงที่เหลือของปีนี้ยังแข็งแกร่ง ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตคือ: 1) การทยอย COD ของโครงการโซลาร์ฟาร์ม 5 แห่ง (+308MW) และโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนพื้นดินร่วมกับระบบกักเก็บพลังงาน (BESS) 2 แห่ง (+289MW); 2) การติดตั้งโซลาร์รูฟท็อปเพิ่มเติม (+110MW) ภายใต้ GULF1; 3) Data Center ใหม่แรก (GULF ถือหุ้น 40%) ซึ่งคาดว่ารายได้จะเข้ามาเต็มที่ตั้งแต่เดือนส.ค. 2568 เป็นต้นไป; 4) กำไรที่เพิ่มขึ้นจาก ADVANC (GULF ถือหุ้น 40.4%) เนื่องจากคาดว่าจะรายได้เฉลี่ยต่อผู้ใช้ (ARPU) จะเติบโตและกำไรมีโอกาสปรับเพิ่มขึ้นหลังการประมูลคลื่นความถี่; และ 5) โรงไฟฟ้า Jackson (1,200MW) ในสหรัฐ (GULF ถือหุ้น 49%) ซึ่งคาดว่าจะได้รับผลบวกจากค่าพลังไฟฟ้า (CP) ที่สูงขึ้นมาก โดยราคาประมูล CP ล่าสุดในตลาด PJM (Mid-Atlantic & Midwest) เพิ่มขึ้นจาก US\$28.92/MW-day เป็น US\$269.92/MW-day สำหรับช่วงวันที่ 1 มิ.ย. 2568 ถึง 31 พ.ค. 2569 ซึ่งคาดว่าจะสร้างรายได้เพิ่มเติมราว 1 พันลบ. สำหรับ 2H68 และอีก 1 พันลบ. สำหรับ 1H69 GULF คาดว่าจะได้ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ Jackson จำนวน US\$20 ล้าน หรือ 700 ลบ.ใน 2H68 ซึ่งสูงกว่าประมาณการตามหลักอนุรักษนิยมของเราที่ประเมินส่วนแบ่งกำไรได้ที่ 50 ลบ. ในปี 2568 นอกจากนี้เรายังคาดว่าจะมีกำไรที่เกิดขึ้นครั้งเดียวจำนวนมากถึง 4.5 หมื่นลบ. จากการต่อรองราคาซื้อซึ่งคาดว่าจะบันทึกใน 2Q68 ด้วย

สำหรับการลงทุนใน KBANK (ปัจจุบัน GULF ถือหุ้น 3.49%) บริษัทคาดว่าจะรับรู้รายได้จากเงินปันผลจำนวน 820 ลบ. ใน 2Q68 ผู้บริหารของ GULF กล่าวว่าหากซื้อหุ้น KBANK เพิ่มถึงระดับ 5% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดจะต้องรายงาน ก.ล.ด. และระดับ 10% จะต้องขออนุมัติจาก สปท. เราเชื่อว่า GULF เข้าลงทุนใน KBANK เนื่องจากปันผลอยู่ระดับสูง และ PE ratio ที่ต่ำ หาก GULF เข้าซื้อหุ้น KBANK เพิ่มในระดับพันธมิตรเชิงกลยุทธ์ เราคาดว่าบริษัทจะได้รับประโยชน์จาก synergy ที่รวมถึงการแบ่งปันข้อมูลระหว่าง ADVANC (ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ 45 ล้านราย และผู้ให้บริการอินเทอร์เน็ตความเร็วสูง 5 ล้านราย) และ KBANK (บัญชี mobile banking 23.1 ล้านบัญชี) เพื่อสร้างโอกาสทางธุรกิจอื่นๆ เช่น การผนึกกำลังด้าน Fintech และธนาคารดิจิทัล

ปัจจัยกระตุ้น #3: valuation น่าสนใจมากขึ้น valuation ของ GULF น่าสนใจ โดยอัตราส่วน PE ปี 2568 ลดลงจากระดับ 32 เท่าก่อนควมรวมกิจการ มาอยู่ที่ 30 เท่า นอกจากนี้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลก็เพิ่มขึ้นจาก 1.9% มาอยู่ที่ 2.3% เราคาดการณ์ถึง sentiment เชิงบวกจากวงจรอัตราดอกเบี้ยขาลงทั่วโลก ซึ่งจะส่งผลต่อ GULF เนื่องจากธุรกิจของบริษัทต้องใช้นิยามจำนวนมาก ทำให้จำเป็นต้องจัดหาเงินทุนด้วยการกู้ยืมค่อนข้างสูง (ปกติแล้วสัดส่วนหนี้สินต่อทุนจะอยู่ที่ 3:1) ดังนั้นเราจึงคงมุมมองเชิงบวกต่อความแข็งแกร่งของผลประโยชน์ในระยะ 1-2 ปีข้างหน้าของ GULF

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ: ผลตอบแทนจากการลงทุนในโครงการใหม่ต่ำกว่าคาด และการเปลี่ยนแปลงด้านกฎระเบียบ ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการใช้เชื้อเพลิงฟอสซิล

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	114,054	120,888	146,524	161,391	169,525
EBITDA	(Btmn)	39,707	43,237	91,539	48,067	49,235
Core profit	(Btmn)	18,732	22,058	24,685	26,213	27,381
Reported profit	(Btmn)	17,923	21,383	69,685	26,213	27,381
Core EPS	(Bt)	1.25	1.48	1.65	1.75	1.83
DPS	(Bt)	0.88	1.01	1.16	1.23	1.28
P/E, core	(x)	39.5	33.5	30.0	28.2	27.0
EPS growth, core	(%)	22.1	17.8	11.9	6.2	4.5
P/BV, core	(x)	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2
ROE	(%)	8.5	6.7	7.4	7.8	8.2
Dividend yield	(%)	1.8	2.0	2.3	2.5	2.6
EV/EBITDA	(x)	24.9	23.4	11.2	21.4	21.1

Source: InnovestX Research

Tactical: OUTPERFORM
(3-month)

Stock data

Last close (May 13) (Bt)	49.50
Target price (Bt)	70.00
Mkt cap (Btbn)	739.52

12-m high / low (Bt)	51.3 / 38.5
Avg. daily 6m (US\$m)	55.37
Foreign limit / actual (%)	49 / 41.52
Free float (%)	32.4
Outstanding Short Position (%)	0.09

Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	4.8	(12.5)	23.6
Relative to SET	(1.8)	(8.3)	40.1

INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2025F	2026F
Consensus (Bt mn)	23,829	27,263
INVX vs Consensus (%)	3.6	(3.9)

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 2Q25F core earnings	Up	Up

2024 Sustainability/2023 ESG Score

SET ESG Ratings	AAA
-----------------	-----

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector

ESG Score and Rank	2.98 18/62
Environmental Score and Rank	1.84 18/62
Social Score and Rank	4.04 11/62
Governance Score and Rank	4.09 18/62

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

นักวิเคราะห์

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2793-9005
chaiwat.a@innovestx.co.th

จุดเด่น

บริษัท กัลฟ์ ดีเวลลอปเมน จำกัด (มหาชน) (GULF) เป็นบริษัทใหม่ที่เกิดจากการควบรวมกิจการระหว่าง บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเมน จำกัด (มหาชน) กับ บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) โดย GULF ได้เข้าลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้า บริษัทได้ขยายธุรกิจไปสู่ธุรกิจก๊าซ และธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน และธุรกิจโลจิสติกส์ GULF ได้เข้าไปลงทุนในกลุ่มธุรกิจใหม่สู่โลกดิจิทัล ผ่านการเข้าซื้อหุ้นของ INTUCH และการเข้าเป็นพันธมิตรกับ Binance ซึ่งเป็นผู้ประกอบธุรกิจศูนย์ซื้อขายสกุลเงินดิจิทัลชั้นนำของโลก เพื่อจัดตั้งศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลในประเทศไทย (Binance Thailand) โครงสร้างธุรกิจหลักของบริษัทแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ ธุรกิจพลังงาน ธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน และธุรกิจดิจิทัล ธุรกิจผลิตไฟฟ้าจะยังคงเป็นธุรกิจที่สร้างกำไรให้กับบริษัทได้มากที่สุดในอีกหลายปีข้างหน้า ด้วยกำลังการผลิตติดตั้งรวม 23,356MW ในปี 2576 เพิ่มขึ้นจาก 15,167MW ในเดือนธ.ค. 2567 กลยุทธ์การลงทุนของบริษัทมุ่งเน้นไปที่ธุรกิจประเภทสัมปทานพลังงานหมุนเวียนซึ่งกระแสเงินสดได้รับความคุ้มครองจากสัญญาระยะยาวกับรัฐบาล

แนวโน้มธุรกิจ

การเติบโตของธุรกิจ GULF ได้รับการสนับสนุนจาก 5 เสาหลักที่สำคัญ ซึ่งประกอบด้วยธุรกิจผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทั่วไป ธุรกิจเกี่ยวกับก๊าซ ธุรกิจพลังงานหมุนเวียน ธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน และธุรกิจดิจิทัล บริษัทวางแผนใช้เงินลงทุน 9.0 หมื่นลบ.ในระยะ 5 ปีข้างหน้าในโครงการที่ยืนยันแล้ว เพื่อขยายธุรกิจและเพิ่มสัดส่วนกำลังการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในพอร์ตโรงไฟฟ้าของบริษัทสู่ <40% ภายในปี 2578 จากสัดส่วนเพียง 10% ในปัจจุบัน นอกจากนี้ใบอนุญาตประกอบกิจการจัดหาและค้าส่งก๊าซธรรมชาติ (LNG shipper) จะเป็นใบเบิกทางให้บริษัทในการเพิ่มบทบาทในธุรกิจผูกขาดนี้ในประเทศไทย เราคาดว่าค่าการลงทุนเพิ่มในโครงการ LNG to power ในภูมิภาคนี้จะเป็นอีกส่วนหนึ่งที่มีศักยภาพเติบโต โดยใช้ประโยชน์จากความเชี่ยวชาญของบริษัทในการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าและฐานที่แข็งแกร่งในประเทศเพื่อนบ้าน GULF วางแผนขยายธุรกิจสู่ธุรกิจดิจิทัล ที่ประกอบด้วย data center, smart metering และ smart grid โดยใช้ประโยชน์จากความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นกับ Singtel และการถือหุ้นทางอ้อมใน ADVANC นอกจากนี้บริษัทก็กำลังขยายธุรกิจสู่ศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลในประเทศไทยผ่านทางบริษัทร่วมทุนกับ Binance ซึ่งเป็นผู้ประกอบธุรกิจศูนย์ซื้อขายสกุลเงินดิจิทัลชั้นนำของโลก ในเดือนมี.ค. 2568 GULF ได้เข้าลงทุนในหุ้นของธนาคารกสิกรไทย (KBANK) และกลายเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่อันดับ 5 ด้วยสัดส่วนการถือหุ้น 3.5% ซึ่งนับเป็นเสาหลักใหม่ภายใต้พอร์ตการลงทุนที่ให้ทั้งรายได้จากเงินปันผลและกำไรส่วนเกินทุนในอนาคต

Bullish views	Bearish views
1. GULF มีสถานะเป็นผู้นำในธุรกิจผลิตไฟฟ้าในประเทศไทย โดยเฉพาะโครงการโรงไฟฟ้า IPP/โครงการพลังงานหมุนเวียนใหม่ๆ แผนขยายกำลังการผลิตพร้อมกับ PPA ที่ยืนยันแล้วจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโต	1. นโยบายของรัฐบาลในการลดค่าไฟฟ้าลงต่ำกว่า 3.7 บาท/หน่วย จากปัจจุบันที่ 4.15 บาท/หน่วย อาจส่งผลกระทบต่อกำไรของ GULF
2. โอกาสว่ากำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในประเทศเพิ่มจากโครงการรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนรอบ 2 และ PDP2024 ซึ่งอยู่ระหว่างการพิจารณาและคาดว่าจะได้ข้อสรุปในปี 2568	2. อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลจะยังคงต่ำกว่าคู่แข่ง เนื่องจากมีโครงการลงทุนใน pipeline หลายโครงการ
3. ได้รับประโยชน์จากการควบรวมกิจการกับ INTUCH โดยจะทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลง	3. ROE จะลดลงหลังจากควบรวมกิจการกับ INTUCH

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
กำลังการผลิตเพิ่มเติม	GULF ตั้งงบประมาณลงทุนตามแผน 5 วงเงิน 9.0 หมื่นลบ. โดยมุ่งเน้นการเพิ่มกำลังการผลิตจากพลังงานหมุนเวียน (60-70% ของงบลงทุนทั้งหมด) ทั้งในประเทศและต่างประเทศ นอกจากนี้ยังมุ่งเน้นการลงทุนใน Data Center เพิ่มขึ้นเป็น 200-300MW ในอีก 2-3 ปี ข้างหน้า จากปัจจุบันที่ 50MW	บวก	GULF ยังคงอยู่ในช่วงขยายกำลังการผลิตใหม่ทั้งในธุรกิจผลิตไฟฟ้าและธุรกิจดิจิทัล บริษัทจะเน้นเพิ่มสัดส่วนกำลังการผลิตจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในพอร์ตเพื่อให้บรรลุเป้าหมายที่ 40% ภายในปี 2578
ต้นทุนก๊าซที่ลดลงจากใบอนุญาตนำเข้า LNG	GULF วางแผนนำเข้า LNG 5 ล้านตัน เพื่อป้อนให้กับโรงไฟฟ้า HKP และ IPP/SPP ซึ่งคาดว่าจะช่วยลดต้นทุนการซื้อก๊าซจาก PTT ได้	บวก	ใบอนุญาตประกอบกิจการจัดหาและค้าส่งก๊าซธรรมชาติ (LNG shipper) จะทำให้ GULF สามารถนำเข้า LNG ได้ในราคาที่ถูกลงกว่าก๊าซจาก PTT โดยคาดว่าจะหนุนให้มาร์จิ้นของธุรกิจ IPP/SPP ปรับตัวดีขึ้น
ประโยชน์จากการควบรวมกิจการกับ INTUCH	GULF และ INTUCH ควบรวมกิจการเสร็จแล้ว และปรับโครงสร้างการถือหุ้นกลายเป็น กัลฟ์ ดีเวลลอปเมน	บวก	โครงสร้างการถือหุ้นใหม่ของ GULF จะทำให้มีความคล่องตัวในการดำเนินธุรกิจมากขึ้น และทำ synergy ภายในกลุ่มได้ง่ายขึ้น รวมถึงสถานะทางการเงินจะแข็งแกร่งขึ้นและค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยมีแนวโน้มลดลง
รัฐบาลจะลดค่าไฟฟ้า	รัฐบาลจะลดค่าไฟฟ้าลงเหลือ 3.70 บาท/หน่วย จาก 4.15 บาท/หน่วย สำหรับงวดเดือนม.ค.-เม.ย. 2568 และ 3.98 บาท/หน่วย สำหรับงวดเดือนพ.ค.-ส.ค. 2568		การลดค่าไฟฟ้าจะส่งผลกระทบต่อ GULF เพียงเล็กน้อยเนื่องจาก GULF มีกำลังการผลิต SPP ซึ่งเชื่อมโยงกับค่า Ft เพียง 8% การลดค่า Ft ลงทุกๆ 0.01 บาท/หน่วย จะทำให้กำไรของ GULF ลดลงเพียง 0.08% ในปี 2568

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

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

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score 2.98 (2023)

Rank in Sector 18/62

CG Rating DJSI SETESG SET ESG Ratings

GULF 5 No Yes AAA

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
- บริษัทสามารถรักษาเป้าหมายขยะฝังกลบเป็นศูนย์ตั้งแต่ปี 2563 นอกจากนี้ในปี 2565 บริษัทสามารถบรรลุเป้าหมายขยะเผาตรงเป็นศูนย์
- เรามองว่าประเด็นสิ่งแวดล้อมจะเป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญสำหรับ GULF และ GULF อยู่ในตำแหน่งผู้ตามเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในเรื่องการเปิดรับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ การบริหารจัดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และผลิตภัณฑ์ที่ยั่งยืน

ประเด็นด้านสังคม (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

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 สะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ของผู้บริหารในธุรกิจสาธารณูปโภค ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการอิสระ แต่คะแนนการกำกับดูแลกิจการยังตามหลังบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในแง่ของคำตอบแทนผู้บริหารและสิทธิของผู้ถือหุ้น

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2022	2023
ESG Financial Materiality Score	2.88	2.98
Environment Financial Materiality Score	1.64	1.84
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)	6,651	11,245
Carbon per Unit of Production (metric tonnes)	0	0
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Waste Reduction Policy	Yes	Yes
Biodiversity Policy	Yes	Yes
Social Financial Materiality Score	4.01	4.04
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	0.10
Employee Turnover (%)	7.80	8.40
Governance Financial Materiality Score	4.17	4.09
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

การให้คะแนน ESG ของ Bloomberg จะประเมินบริษัทตามระดับการจัดการ ESG ที่สำคัญทางการเงินเฉพาะอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนที่สำคัญทางการเงิน 4 ด้าน คือ คะแนนรวม ESG คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล โดยค่าอยู่ในช่วง 0 ถึง 10 โดย 10 คือดีที่สุด หากต้องการดูวิธีการเพิ่มเติมดูได้ที่หัวข้อ ESG ใน Bloomberg

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total revenue	(Btmn)	32,863	47,467	94,151	114,054	120,888	146,524	161,391	169,525
Cost of goods sold	(Btmn)	23,702	34,388	74,711	92,022	97,143	118,098	128,771	134,843
Gross profit	(Btmn)	9,161	13,079	19,440	22,033	23,746	28,426	32,621	34,682
SG&A	(Btmn)	2,116	2,297	2,955	4,096	4,207	5,123	5,799	6,188
Other income	(Btmn)	543	2,516	925	5,819	3,733	3,621	1,350	966
Interest expense	(Btmn)	3,665	5,596	7,652	9,819	11,213	12,001	11,843	12,393
Pre-tax profit (before extra)	(Btmn)	3,923	7,703	9,759	13,936	12,059	14,922	16,330	17,066
Corporate tax	(Btmn)	107	347	1,344	658	682	5,348	5,750	6,076
Equity a/c profits	(Btmn)	2,462	2,886	6,321	11,972	15,891	20,728	22,002	23,442
Minority interests	(Btmn)	(1,862)	(1,497)	(2,691)	(6,519)	(5,210)	(5,618)	(6,369)	(7,051)
Core profit	(Btmn)	4,416	8,745	12,045	18,732	22,058	24,685	26,213	27,381
Extra-ordinary items	(Btmn)	(134)	(1,075)	(627)	(809)	(676)	45,000	0	0
Net Profit	(Btmn)	4,282	7,670	11,418	17,923	21,383	69,685	26,213	27,381
EBITDA	(Btmn)	11,020	18,287	22,473	39,707	43,237	91,539	48,067	49,235
Core EPS	(Btmn)	0.40	0.75	1.03	1.25	1.48	1.65	1.75	1.83
Net EPS	(Bt)	0.39	0.65	0.97	1.20	1.43	4.66	1.75	1.83
DPS	(Bt)	0.38	0.44	0.60	0.88	1.01	1.16	1.23	1.28

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total current assets	(Btmn)	30,354	38,811	70,249	65,178	65,178	54,659	46,686	54,350
Total fixed assets	(Btmn)	215,226	323,863	347,923	605,949	639,092	656,823	663,023	671,619
Total assets	(Btmn)	245,581	362,674	418,172	671,127	704,271	711,482	709,708	725,969
Total loans	(Btmn)	141,718	223,564	250,565	284,849	298,711	298,010	293,847	308,329
Total current liabilities	(Btmn)	29,643	35,016	51,868	65,663	71,781	60,546	63,071	63,028
Total long-term liabilities	(Btmn)	143,858	220,148	230,502	249,843	270,807	281,644	276,126	291,298
Total liabilities	(Btmn)	173,501	255,165	282,370	315,506	342,587	342,190	339,197	354,326
Paid-up capital	(Btmn)	11,733	11,733	11,733	14,940	14,940	14,940	14,940	14,940
Total equity	(Btmn)	64,027	96,596	110,787	327,503	331,994	333,986	335,204	336,336
BVPS	(Bt)	5.46	8.23	9.44	21.92	22.22	22.36	22.44	22.51

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Core Profit	(Btmn)	4,416	8,745	12,045	18,732	22,058	24,685	26,213	27,381
Depreciation and amortization	(Btmn)	3,431	4,989	5,063	25,643	25,644	26,157	26,680	27,214
Operating cash flow	(Btmn)	10,566	14,023	11,106	18,291	19,815	49,505	60,882	61,385
Investing cash flow	(Btmn)	(70,410)	(78,206)	(25,036)	(34,400)	(29,911)	(16,218)	(16,601)	(17,033)
Financing cash flow	(Btmn)	63,101	68,128	33,277	15,628	8,192	(44,491)	(55,954)	(39,164)
Net cash flow	(Btmn)	3,256	3,945	19,347	(481)	(1,904)	(11,203)	(11,672)	5,189

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Gross margin	(%)	27.9	27.6	20.6	19.3	19.6	19.4	20.2	20.5
Operating margin	(%)	21.4	22.7	17.5	15.7	16.2	15.9	16.6	16.8
EBITDA margin	(%)	33.5	38.5	23.9	34.8	35.8	62.5	29.8	29.0
EBIT margin	(%)	23.1	28.0	18.5	12.3	14.6	44.6	13.3	13.0
Net profit margin	(%)	13.0	16.2	12.1	15.7	17.7	47.6	16.2	16.2
ROE	(%)	8.6	10.9	11.6	8.5	6.7	7.4	7.8	8.2
ROA	(%)	2.3	2.9	3.1	3.4	3.2	3.5	3.7	3.8
Net D/E	(x)	1.7	1.9	1.5	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
Interest coverage	(x)	3.0	3.3	2.9	4.0	3.9	7.6	4.1	4.0
Debt service coverage	(x)	0.5	0.7	0.6	0.8	0.9	2.5	1.3	1.3
Payout Ratio	(%)	97.3	67.3	61.7	73.4	70.6	70.2	70.1	69.8

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Gross installed capacity (period-end)	(MW)	6,409	7,875	9,572	12,420	15,167	16,534	16,813	17,521
Equity installed capacity (period-end)	(MW)	2,959	3,951	4,966	6,712	8,669	9,643	9,930	10,178
Electricity sales volume – EGAT	(GWh)	7,541	10,505	14,597	28,061	33,326	36,370	42,737	44,967
Electricity sales volume – IUs	(GWh)	1,914	2,238	2,376	2,334	2,381	2,381	2,381	2,381
Effective interest rate	(%)	3.35	3.12	3.30	3.81	3.84	3.80	3.80	3.80

Financial statement (GULF Energy Development)

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Total revenue	(Btmn)	32,557	27,419	27,665	31,599	31,592	30,451	27,246	30,782
Cost of goods sold	(Btmn)	27,115	21,866	21,940	25,857	25,575	24,595	21,116	24,375
Gross profit	(Btmn)	5,442	5,553	5,726	5,742	6,017	5,856	6,130	6,407
SG&A	(Btmn)	926	832	1,415	772	906	944	955	1,007
Other income	(Btmn)	951	748	616	681	1,024	808	1,183	1,561
Interest expense	(Btmn)	2,416	2,582	2,695	2,606	2,792	2,716	2,974	3,193
Pre-tax profit	(Btmn)	3,051	2,888	2,231	3,044	3,344	3,004	3,384	3,768
Corporate tax	(Btmn)	203	229	39	315	191	(9)	184	340
Equity a/c profits	(Btmn)	1,754	2,507	3,933	1,789	3,041	4,753	2,384	3,067
Minority interests	(Btmn)	(1,007)	(913)	(1,896)	(524)	(1,215)	(2,689)	(786)	(1,286)
Core profit	(Btmn)	3,596	4,252	4,217	3,993	4,978	5,077	4,798	5,209
Extra-ordinary items	(Btmn)	(711)	(892)	532	(495)	(237)	953	(897)	186
Net Profit	(Btmn)	2,885	3,360	4,749	3,499	4,741	6,030	3,901	5,395
EBITDA	(Btmn)	9,364	9,242	9,242	9,427	10,244	9,843	10,420	11,445
Core EPS	(Btmn)	0.31	0.36	0.28	0.27	0.33	0.34	0.32	0.35
Net EPS	(Bt)	0.25	0.29	0.32	0.23	0.32	0.40	0.26	0.36

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Total current assets	(Btmn)	70,637	86,835	72,686	77,219	75,338	84,109	71,447	97,462
Total fixed assets	(Btmn)	378,815	389,874	386,828	395,650	406,513	402,728	424,756	425,016
Total assets	(Btmn)	449,453	476,710	459,514	472,868	481,852	486,837	496,202	522,478
Total loans	(Btmn)	275,319	294,090	284,849	289,293	301,567	307,975	318,212	341,804
Total current liabilities	(Btmn)	62,834	79,392	65,623	81,091	75,818	72,351	71,610	78,057
Total long-term liabilities	(Btmn)	249,898	253,061	249,787	271,139	290,545	296,055	270,753	298,745
Total liabilities	(Btmn)	312,732	332,454	315,410	352,230	366,363	368,406	342,363	376,802
Paid-up capital	(Btmn)	11,733	11,733	11,733	11,733	11,733	11,733	11,733	11,733
Total equity	(Btmn)	110,280	116,480	116,585	120,638	115,488	118,431	124,158	115,792
BVPS	(Bt)	9.40	9.93	23.80	8.07	7.73	7.93	8.31	7.75

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Core Profit	(Btmn)	3,556	4,203	4,217	4,152	4,779	4,710	4,759	5,209
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,001	1,103	1,123	1,136	1,137	1,140	1,161	1,288
Operating cash flow	(Btmn)	1,341	7,556	3,991	2,249	7,684	664	9,218	3,283
Investing cash flow	(Btmn)	(806)	(3,922)	(8,635)	(4,444)	(5,564)	1,824	(21,728)	1,100
Financing cash flow	(Btmn)	(11,881)	13,641	(8,946)	(3,394)	(669)	9,072	3,183	7,136
Net cash flow	(Btmn)	(11,345)	17,275	(13,590)	(5,589)	1,452	11,560	(9,327)	11,519

Key Financial Ratios

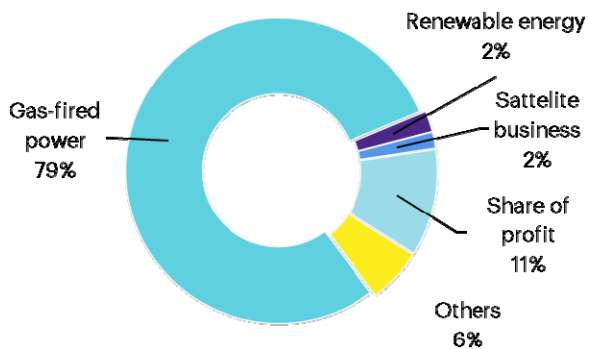
FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Gross margin	(%)	16.7	20.3	20.7	18.2	19.0	19.2	22.5	20.8
Operating margin	(%)	13.9	17.2	15.6	15.7	16.2	16.1	19.0	17.5
EBITDA margin	(%)	28.8	33.7	33.4	29.8	32.4	32.3	38.2	37.2
EBIT margin	(%)	25.7	29.7	29.3	26.2	28.8	28.6	34.0	33.0
Net profit margin	(%)	8.9	12.3	17.2	11.1	15.0	19.8	14.3	17.5
ROE	(%)	12.9	15.0	14.5	13.5	16.9	17.4	15.8	8.7
ROA	(%)	3.2	3.7	3.6	3.4	4.2	4.2	3.9	3.4
Net D/E	(x)	1.7	1.6	1.7	2.1	2.3	2.2	1.8	2.5
Interest coverage	(x)	3.9	3.6	3.4	3.6	3.7	3.6	3.5	3.6
Debt service coverage	(x)	0.8	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7

Key Statistics

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Gross installed capacity (period-end)	(MW)	11,581	11,581	12,420	13,083	13,853	13,991	14,156	14,349
Equity installed capacity (period-end)	(MW)	6,088	6,088	6,712	7,176	7,553	7,691	7,826	8,018
Electricity sales volume – EGAT	(GWh)	8,201	7,542	7,918	9,027	10,073	8,617	7,641	7,592
Electricity sales volume – IUs	(GWh)	585	605	566	591	577	601	549	566
Effective interest rate	(%)	3.66	3.83	3.98	3.93	4.15	3.88	4.18	4.19

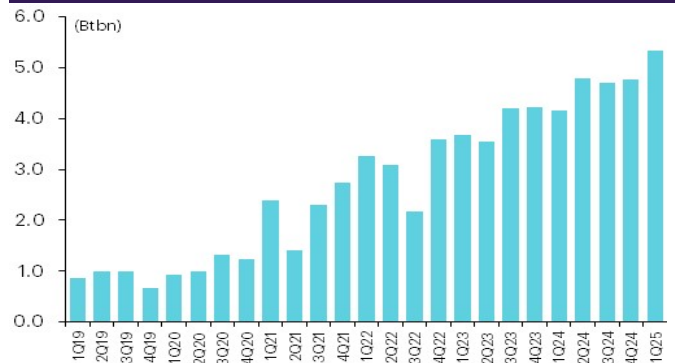
Appendix

Figure 1: Revenue breakdown (1Q25)



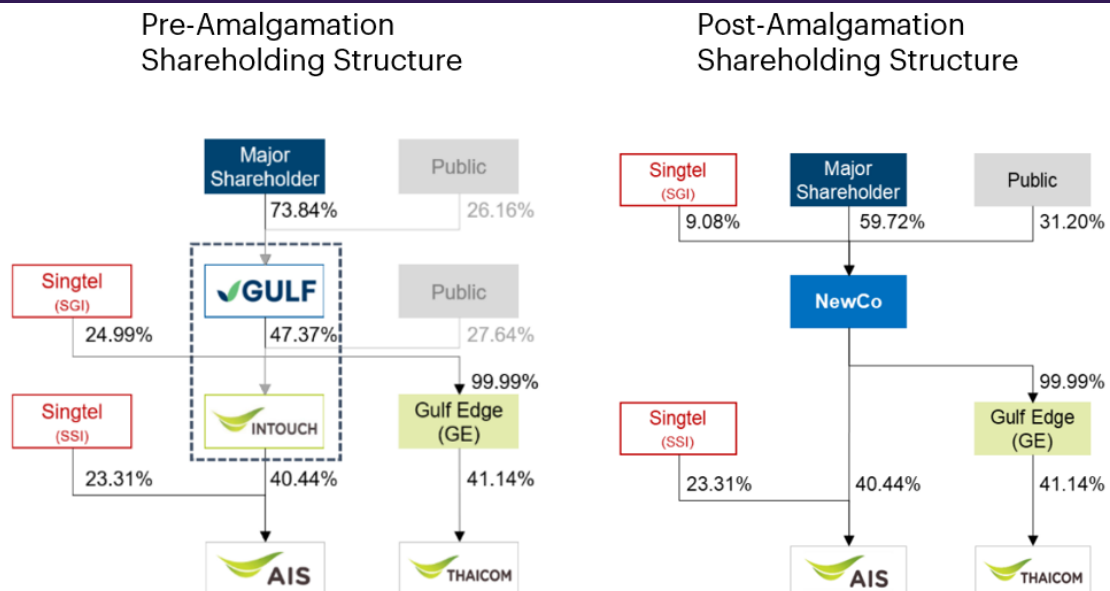
Source: GULF and InnovestX Research

Figure 2: GULF: Quarterly net profit



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 3: Shareholding structure pre and post amalgamation transactions



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 4: Investment scenario for increasing GULF's stake in KBANK

% holding	KBANK share price	~Investment cost (Bt mn)	Investment Type	Remarks
Current: 3.49%	~150	12,402	Dividend basis	No regulatory approval required
5%	164	17,866	Dividend basis	Report to SEC
10%	164	35,957	Dividend basis	Required BOT's approval
20%	164	72,141	Equity basis	More requirements from BOT
25%	164	90,232	Equity basis	Trigger for tender offer
30%	164	108,324	Equity basis	More requirements from BOT

Source: Company data and InnovestX Research

Figure 5: Valuation summary (price as of May 13, 2025)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F
BGRIM	Neutral	12.20	14.90	25.8	18.7	18.0	12.1	(18)	4	48	0.9	0.7	0.7	3	3	4	3.5	3.7	4.1	15.5	12.4	10.4
GPSC	Neutral	34.25	31.00	(6.6)	22.4	21.5	19.4	26	4	11	0.9	0.9	0.9	4	4	4	2.6	2.9	3.2	9.7	9.9	9.6
GULF	Outperform	49.50	70.00	43.8	33.5	30.0	28.2	18	12	6	2.2	2.2	2.2	7	7	8	2.0	2.3	2.5	23.4	11.2	21.4
Average					24.9	23.2	19.9	9	7	22	1.3	1.3	1.3	5	5	5	2.7	3.0	3.3	16.2	11.1	13.8

Source: InnovestX Investment Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี 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 กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าซื้อหลักทรัพย์ แอล เอช โอเทล ความเห็น ข่าวกวีจีย บกวิเคราะห ราคาค่า ความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาถึงความเสี่ยงของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น 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, 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, TASCO, 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, TV, 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, AUCT, 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, MEA, 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, SMD100, 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 ควรระมัดระวังถึงข้อจำกัดว่าประกอบด้วย

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

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, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, 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, MENA, 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, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SKR, SM, SMIT, SMPK, SNC, SNNP, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLO, 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 (ประกาศเจตนารมณ์)

ACE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, ASAP, B52, BLAND, BYD, CFARM, CHASE, CHG, DEXON, DITTO, EAST, 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, 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, AUCT, AURA, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, MAJOR, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BROCK, BSM, BTA, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, ECHO, 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, DTICI, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, EMC, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GTB, GTV, GYT, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, IT, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, 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, LTMH, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEDEZE, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MOTHER, MPJ, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NSL, NTV, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PCE, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMC, PMTA, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, 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, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLP, SMART, SMD100, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, SUX, SUN, SUTHA, SVR, SWX, 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, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTA, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UBE, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, VS, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WP, XBIO, XYZ, 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 January 15, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.