

กัลฟ์ ดีเวลลอปเม้นท์

GULF

บริษัท กัลฟ์ ดีเวลลอปเม้นท์
จำกัด (มหาชน)Bloomberg
ReutersGULF TB
GULF.BKพรีวิว 4Q68: กำไรจะกำสัถิสูงสุดใหม่อีกครั้ง; เงินปันผล
จาก ADVANC จะช่วยหนุนธุรกิจ S-curve ของ GULF

เราคาดว่าราคาหุ้น GULF จะปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้แรงหนุนจากกำไรปกติ 4Q25 ที่คาดว่าจะกำสัถิสูงสุดใหม่ที่ 8 พันลบ. เพิ่มขึ้น 68% YoY และ 10% QoQ จากผลประกอบการที่โดดเด่นของ ADVANC และการขยายกำลังการผลิต ขณะที่เงินปันผลที่ได้มากขึ้นจาก ADVANC จะช่วยปรับปรุงงบดุลและสนับสนุนการขยายธุรกิจ เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ GULF โดยให้ราคาเป้าหมายกลางปี 2569 อิงวิธี DCF ที่ 65 บาท (WACC 5.1% และอัตราการเติบโตระยะยาว 1%)

ปัจจัยกระตุ้น #1: คาดกำไรปกติจะกำสัถิสูงสุดใหม่อีกครั้งใน 4Q68 เราคาดการณ์กำไรปกติ 4Q68 ของ GULF ที่ 8.0 พันลบ. (เทียบกับคาดการณ์ของ consensus ที่ 7.0 พันลบ.) เพิ่มขึ้น 68% YoY และ 10% QoQ โดยได้รับแรงหนุนจากกำไร 4Q68 ที่แข็งแกร่งของ ADVANC (GULF ถือหุ้น 40.4%) ซึ่งดีกว่าที่ consensus คาดการณ์ไว้ โดยกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 54.2% YoY และ 18.6% QoQ นอกจากนี้ยังได้รับอานิสงส์จากการทยอยเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ และค่า Capacity Payment (CP) ที่สูงของโรงไฟฟ้า Jackson (1,200MW, ถือหุ้น 49%) ในสหรัฐฯ โดยค่า CP ถูกปรับเพิ่มขึ้นเป็น US\$270/MW-ต่อวัน จากเดิม US\$27/MW-ต่อวัน ตั้งแต่เดือนมี.ย. 2568 ถึงพ.ค. 2569 การเติบโตยังได้รับการสนับสนุนจากต้นทุนทางการเงินที่ลดลงตามแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยขาลงและหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยที่ลดลง หากรวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนที่คาดว่าจะอยู่ที่ 250 ลบ. เราคาดว่ากำไรสุทธิ 4Q68 จะอยู่ที่ 8.25 พันลบ. เพิ่มขึ้น 16.0% YoY และ 13.5% QoQ

ปัจจัยกระตุ้น #2: คาดผลประกอบการแข็งแกร่งขึ้นในปี 2569 เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโตต่อเนื่องในปี 2569 โดยได้รับแรงหนุนจากการเติบโตอย่างยั่งยืนของ ADVANC (+9.8% ในปี 2569) และส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจ data center นอกจากนี้ยังมี upside เพิ่มเติมจากโรงไฟฟ้า Jackson ในสหรัฐฯ ซึ่งค่า Capacity Payment จะเพิ่มขึ้นเป็น US\$329/MW-ต่อวัน ตั้งแต่เดือนมี.ย. 2569 ถึงพ.ค. 2570 รวมถึงการเติบโตจากการทยอย COD โครงการโซลาร์ฟาร์ม และ solar BESS (4Q68-ปี 2569) โรงไฟฟ้าขยะ (ปี 2569) และโครงการทางหลวงพิเศษระหว่างเมืองสายบางปะอิน-นครราชสีมา (M6) ใน 3Q69

ปัจจัยกระตุ้น #3: เบ็ดเงินก้อนใหญ่จากเงินปันผลของ ADVANC ADVANC ประกาศจ่ายเงินปันผล (DPS) รวม 27.41 บาท ประกอบด้วยเงินปันผลพิเศษ 19.0 บาท และเงินปันผลจากผลการดำเนินงานงวด 2H68 ที่ 8.41 บาท (ขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 27 ก.พ.) ซึ่งจะทำให้ GULF จะได้รับเงิน ~3.3 หมื่นลบ. (ไม่ต้องเสียภาษี) ซึ่งเป็นการเพิ่มศักยภาพในการขยายธุรกิจ และใช้ลดอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุน ซึ่งอยู่ที่ 0.85 เท่า ณ เดือนก.ย. 2568 การใช้เงินปันผลเพื่อเสริมสภาพคล่องและลดหนี้จะช่วยให้ความเสี่ยงทางการเงินลดลง และเป็นสิ่งจำเป็นเพื่อรักษาอันดับความน่าเชื่อถือสำหรับการจัดหาแหล่งเงินทุนด้านการเงินลงทุนโครงการ S-curve ใหม่ ๆ ซึ่งรวมถึง data center, บริการคลาวด์, การขยายกำลังการผลิต และการประมูลพลังงานหมุนเวียนรอบใหม่ภายใต้แผน PDP2026 นอกจากนี้ GULF ยังมีแผนเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นในโรงไฟฟ้าหลายโครงการที่ผ่านการคัดเลือกในรอบแรกของการประมูลพลังงานหมุนเวียนระยะที่ 2 จำนวน 2.1GW โดยอาศัยความเชี่ยวชาญและโครงสร้างต้นทุนที่ได้เปรียบ รวมถึงมีแผนทำ M&A ในต่างประเทศ โดยเน้นศึกษาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม พลังงานแสงอาทิตย์ และก๊าซธรรมชาติในยุโรปและสหรัฐฯ ท้ายที่สุด เราคาดว่า GULF จะพิจารณาปรับนโยบายการจ่ายเงินปันผลโดยเพิ่มความถี่ในการจ่าย (เช่น จ่ายปีละ 2 ครั้ง) หรือปรับเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าสมมติฐานปัจจุบันของเราที่ 40% สำหรับปี 2568-2569

มูลค่าพื้นฐานและคำแนะนำ เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ GULF ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2569 ที่ 65 บาท อิงวิธี DCF (WACC 5.1% และอัตราการเติบโตระยะยาว 1.0%)

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	106,564	52,004	53,287
Core profit	(Btmn)	18,732	22,058	28,087	30,150	31,432
Reported profit	(Btmn)	17,923	21,383	84,710	30,150	31,432
Core EPS	(Bt)	1.25	1.48	1.88	2.02	2.10
DPS	(Bt)	0.88	1.01	0.75	0.81	0.84
P/E, core	(x)	39.5	33.5	26.3	24.5	23.5
EPS growth, core	(%)	22.1	17.8	27.3	7.3	4.3
P/BV, core	(x)	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0
ROE	(%)	8.5	6.7	8.3	8.6	8.7
Dividend yield	(%)	1.8	2.0	1.5	1.6	1.7
EV/EBITDA	(x)	24.9	23.4	9.5	19.4	18.9

Source: InnovestX Research

Tactical: OUTPERFORM
(3-month)

Stock data	
Last close (Feb 4) (Bt)	49.50
Target price (Bt)	65.00
Mkt cap (Btbn)	739.52

12-m high / low (Bt)	51.3 / 37.8
Avg. daily 6m (US\$m)	32.77
Foreign limit / actual (%)	49 / 40.53
Free float (%)	32.4
Outstanding Short Position (%)	0.17

Share price performance			
(%)	1M	3M	12M
Absolute	18.6	15.8	(13.3)
Relative to SET	10.9	11.7	(16.2)

INVX core earnings vs consensus		
Earnings vs consensus	2025F	2026F
Consensus (Bt mn)	26,112	30,597
INVX vs Consensus (%)	7.6	(1.5)

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 4Q25F core earnings	Up	Flat

2025 Sustainability/2023 ESG Score	
SET ESG Ratings	AA

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector		
ESG Score and Rank	3.96	18/62
Environmental Score and Rank	4.67	10/62
Social Score and Rank	5.14	13/62
Governance Score and Rank	1.96	26/62

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

นักวิเคราะห์

ชัยวัฒน์ อาศิรวิชัย

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2793-9015
chaiwat.a@innovestx.co.th

จุดเด่น

GULF เป็นบริษัทโฮลดิ้งที่ลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้า บริษัทได้ขยายธุรกิจไปสู่ธุรกิจก๊าซ และธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน และธุรกิจโลจิสติกส์ นอกจากนี้ GULF ยังได้ก้าวเข้าสู่โลกดิจิทัลผ่านการเข้าซื้อกิจการ INTUCH ในช่วง 2H64 และการร่วมทุนกับ Binance Global ซึ่งเป็นแพลตฟอร์มแลกเปลี่ยนคริปโตเคอร์เรนซีชั้นนำของโลก เพื่อจัดตั้งศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัล (Binance Thailand) ในประเทศไทย โครงสร้างธุรกิจของบริษัทแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มพลังงาน กลุ่มโครงสร้างพื้นฐาน และกลุ่มดิจิทัล ทั้งนี้ธุรกิจโรงไฟฟ้าจะยังคงเป็นแหล่งรายได้หลักในช่วงหลายปีข้างหน้า โดยจะมีการผลิตติดตั้งรวมอยู่ที่ 23,356MW ในปี 2576 เพิ่มขึ้นจาก 15,925MW ณ เดือนก.ย. 2568 ปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญคือการเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนในกำลังการผลิตที่ยืนยันแล้ว กลยุทธ์การลงทุนของบริษัทมุ่งเน้นไปที่ธุรกิจพลังงานหมุนเวียนในรูปแบบสัมปทาน ซึ่งมีกระแสเงินสดที่มั่นคงจากการได้รับความคุ้มครองภายใต้สัญญาระยะยาวกับภาครัฐ

แนวโน้มธุรกิจ

การเติบโตของธุรกิจ GULF ได้รับการสนับสนุนจาก 5 เสาหลักที่สำคัญ ซึ่งประกอบด้วยธุรกิจผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทั่วไป ธุรกิจเกี่ยวกับก๊าซ ธุรกิจพลังงานหมุนเวียน ธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน และธุรกิจดิจิทัล บริษัทวางแผนใช้เงินลงทุน 1-1.2 แสนลบ. ในปี 2569-2573 ในโครงการที่ยืนยันแล้ว เพื่อขยายธุรกิจและเพิ่มสัดส่วนกำลังการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในพอร์ตโรงไฟฟ้าของบริษัทสู่ 40% ภายในปี 2578 จากสัดส่วนเพียง 10% ในปัจจุบัน นอกจากนี้ ใบอนุญาตประกอบกิจการจัดหาและค้าส่งก๊าซธรรมชาติ (LNG shipper) จะเป็นใบเบิกทางให้บริษัทในการเพิ่มบทบาทในธุรกิจในประเทศไทย เราคาดว่า การลงทุนเพิ่มในโครงการ LNG to power ในภูมิภาคนี้จะเป็นอีกส่วนหนึ่งที่มีศักยภาพเติบโต โดยใช้ประโยชน์จากความเชี่ยวชาญของบริษัทในการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าและฐานที่แข็งแกร่งในประเทศเพื่อนบ้าน GULF วางแผนขยายธุรกิจสู่ธุรกิจดิจิทัล ที่ประกอบด้วย data center, smart metering และ smart grid โดยใช้ประโยชน์จากความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นกับ Singtel และการถือหุ้นทางอ้อมใน ADVANC นอกจากนี้บริษัทก็กำลังขยายธุรกิจสู่ศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลในประเทศไทยผ่านทางบริษัทร่วมทุนกับ Binance ซึ่งเป็นผู้ประกอบการศูนย์ซื้อขายสกุลเงินดิจิทัลชั้นนำของโลก

Bullish views	Bearish views
1. GULF มีสถานะเป็นผู้นำในธุรกิจผลิตไฟฟ้าในประเทศไทย โดยเฉพาะโครงการโรงไฟฟ้า IPP ใหม่	1. Valuation สูงและอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงก่อนที่จะมีการควบรวมกับ INTUCH
2. แผนการขยายกำลังการผลิตพร้อมกับ PPA ที่ยืนยันแล้วจะช่วยให้กำไรเติบโตอย่างมั่นคง ขณะเดียวกันยังมีโอกาสขยายการลงทุนในพลังงานหมุนเวียนภายในประเทศเพิ่มเติมภายใต้แผน PDP2026	2. อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลจะยังคงต่ำกว่าคู่แข่ง (แต่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย) เนื่องจากมีโครงการลงทุนใน pipeline หลายโครงการ
3. กระแสเงินสดที่แข็งแกร่งขึ้นและอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่อยู่ในระดับต่ำจะสนับสนุนการทำดีล M&A ที่สร้างมูลค่าเพิ่มได้มากขึ้น	

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
กำลังการผลิตเพิ่มเติม	แผนลงทุนระยะ 5 ปีของ GULF ที่ตั้งงบไว้ราว 1-1.2 แสนลบ. สะท้อนถึงการเพิ่มกำลังการผลิตมากขึ้น	บวก	GULF ยังคงอยู่ในช่วงของการขยายกำลังการผลิตและธุรกิจใหม่ๆ โดยบริษัทจะมุ่งเน้นการเพิ่มโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนเข้ามาในพอร์ต เพื่อให้บรรลุเป้าหมายที่ 40% ภายในปี 2578
ต้นทุนก๊าซสำหรับธุรกิจ SPP ลดลง	ก๊าซที่จัดหาโดย PTT อาจมีราคาลดลงในปี 2569 เนื่องจากราคา LNG มีแนวโน้มปรับตัวลดลงจากสภาวะอุปทานล้นตลาด และบริษัทน่าจะได้รับประโยชน์จากต้นทุนก๊าซที่ต่ำลง	บวก	ต้นทุนก๊าซที่ลดลงจะช่วยสนับสนุนธุรกิจ SPP ของ GULF (8% ของกำลังการผลิตติดตั้งรวม) นอกจากนี้ LNG shipper license จะทำให้บริษัทสามารถนำเข้า LNG ในต้นทุนที่แข่งขันได้มากกว่าการซื้อก๊าซผ่านท่อจาก PTT ซึ่งคาดว่าจะช่วยเพิ่มมาร์จิ้นให้กับธุรกิจ SPP
ประโยชน์จากเงินปันผลที่สูงขึ้นจาก ADVANC	เรามีมุมมองเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลในระดับสูงของ ADVANC ที่มี DPS อยู่ที่ 27.41 บาท ในวันที่ 27 ก.พ. ซึ่งจะช่วยเหลือสภาพคล่องและลดอัตราหนี้สินสุทธิต่อทุนที่อยู่ 8.5 เท่า ณ ก.ย. 2568 โดยจะทำให้ GULF มีเงินทุนสำหรับการลงทุนเพิ่มเติม	บวก	เงินปันผลจำนวนมากจาก ADVANC จะช่วยเสริมสภาพคล่องและลดอัตราหนี้สินสุทธิต่อทุนที่อยู่ 8.5 เท่า ณ ก.ย. 2568 และทำให้ GULF มีเงินทุนเข้ามาเพิ่มเพื่อนำไปลงทุนทั้งในโครงการที่ยืนยันแล้วและดีล M&A ใหม่ในอนาคต

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		CG Rating					DJBIC	SETESG	SET ESG Ratings
6.96 (2023)									
Rank in Sector	18/62	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
- 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 สะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ของผู้บริหารในธุรกิจ สาธารณูปโภค ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการอิสระ แต่คะแนนการกำกับดูแลกิจการยังตามหลังบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในแง่ของคำตอบแทนผู้บริหารและสิทธิของผู้ถือหุ้น

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2023	2024
ESG Financial Materiality Score	3.96	—
Environment Financial Materiality Score	4.67	—
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)	11,245	13,304
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	5.14	—
Human Rights Policy	Yes	Yes
Women in Senior Management (%)	35	38
Business Ethics Policy	Yes	Yes
Health and Safety Policy	Yes	Yes
Lost Time Incident Rate (per 100 contractors)	0.00	0.00
Employee Turnover (%)	8.40	7.70
Governance Financial Materiality Score	1.96	—
Board Size (persons)	12	12
Board Meeting Attendance (%)	95	97
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 คือที่ดีที่สุด 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	11,843	11,531	11,904
Pre-tax profit	(Btmn)	3,923	7,703	9,759	13,936	12,059	15,080	16,641	17,556
Corporate tax	(Btmn)	107	347	1,344	658	682	5,948	6,444	6,791
Equity a/c profits	(Btmn)	2,462	2,886	6,321	11,972	15,891	24,573	26,322	27,719
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	28,087	30,150	31,432
Extra-ordinary items	(Btmn)	(134)	(1,075)	(627)	(809)	(676)	56,623	0	0
Net Profit	(Btmn)	4,282	7,670	11,418	17,923	21,383	84,710	30,150	31,432
EBITDA	(Btmn)	11,020	18,287	22,473	39,707	43,237	106,564	52,004	53,287
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.40	0.75	1.03	1.25	1.48	1.88	2.02	2.10
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.39	0.65	0.97	1.20	1.43	5.67	2.02	2.10
DPS (Bt)	(Bt)	0.38	0.44	0.60	0.88	1.01	0.75	0.81	0.84

Balance Sheet (Btmn)

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	61,196	64,543	83,969
Total fixed assets	(Btmn)	215,226	323,863	347,923	605,949	639,092	657,977	665,472	675,352
Total assets	(Btmn)	245,581	362,674	418,172	671,127	704,271	719,173	730,015	759,321
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	341,676	355,511	369,688
BVPS (Bt)	(Bt)	5.46	8.23	9.44	21.92	22.22	22.87	23.80	24.75

Cash Flow Statement (Btmn)

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	28,087	30,150	31,432
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	52,908	64,819	65,436
Investing cash flow	(Btmn)	(70,410)	(78,206)	(25,036)	(34,400)	(29,911)	(17,372)	(17,897)	(18,316)
Financing cash flow	(Btmn)	63,101	68,128	33,277	15,628	8,192	(40,203)	(47,274)	(30,170)
Net cash flow	(Btmn)	3,256	3,945	19,347	(481)	(1,904)	(4,667)	(351)	16,950

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	72.7	32.2	31.4
EBIT margin	(%)	23.1	28.0	18.5	12.3	14.6	54.9	15.7	15.4
Net profit margin	(%)	13.0	16.2	12.1	15.7	17.7	57.8	18.7	18.5
ROE	(%)	8.6	10.9	11.6	8.5	6.7	8.3	8.6	8.7
ROA	(%)	2.3	2.9	3.1	3.4	3.2	3.9	4.2	4.2
Net D/E	(x)	1.7	1.9	1.5	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7
Interest coverage	(x)	3.0	3.3	2.9	4.0	3.9	9.0	4.5	4.5
Debt service coverage	(x)	0.5	0.7	0.6	0.8	0.9	2.9	1.4	1.4
Payout Ratio	(%)	97.3	67.3	61.7	73.4	70.6	39.9	40.1	39.9

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	3.75	3.70	3.65

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Total revenue	(Btmn)	27,665	31,599	31,592	30,451	27,246	30,782	38,518	28,091
Cost of goods sold	(Btmn)	21,940	25,857	25,575	24,595	21,116	24,375	31,988	22,461
Gross profit	(Btmn)	5,726	5,742	6,017	5,856	6,130	6,407	6,529	5,630
SG&A	(Btmn)	1,596	772	906	944	1,585	1,007	1,168	26
Other income	(Btmn)	3,539	681	1,024	808	1,220	1,561	214	68
Interest expense	(Btmn)	2,698	2,606	2,792	2,716	3,098	3,193	3,333	3,323
Pre-tax profit	(Btmn)	4,971	3,044	3,344	3,004	2,667	3,768	2,243	2,349
Corporate tax	(Btmn)	39	315	191	(9)	184	340	460	441
Equity a/c profits	(Btmn)	5,621	1,789	3,041	4,753	6,309	3,067	5,380	5,779
Minority interests	(Btmn)	(3,257)	(524)	(1,215)	(2,689)	(781)	(1,286)	(1,614)	(1,379)
Core profit	(Btmn)	4,217	4,152	5,611	4,710	4,759	6,506	7,101	7,280
Extra-ordinary items	(Btmn)	531	(495)	(237)	953	(897)	186	56,437	(6)
Net Profit	(Btmn)	4,748	3,499	5,374	6,030	7,113	5,395	63,871	7,274
EBITDA	(Btmn)	9,242	9,427	11,079	9,843	10,420	11,445	13,432	13,641
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.28	0.27	0.38	0.34	0.54	0.44	0.48	0.49
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.32	0.23	0.36	0.40	0.48	0.36	4.28	0.49

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Total current assets	(Btmn)	65,178	77,219	75,338	84,109	65,178	97,462	100,116	103,092
Total fixed assets	(Btmn)	605,949	395,650	406,513	402,728	639,092	425,016	642,089	649,707
Total assets	(Btmn)	671,127	472,868	481,852	486,837	704,271	522,478	742,205	752,800
Total loans	(Btmn)	284,849	289,293	301,567	307,974	318,210	341,801	337,072	321,433
Total current liabilities	(Btmn)	65,663	81,091	75,818	72,351	71,781	78,057	92,369	115,493
Total long-term liabilities	(Btmn)	249,843	271,139	290,545	296,055	270,807	319,722	303,736	283,096
Total liabilities	(Btmn)	315,506	352,230	366,363	368,406	342,587	397,779	396,105	398,589
Paid-up capital	(Btmn)	14,940	11,733	11,733	11,733	14,940	11,733	14,940	14,940
Total equity	(Btmn)	355,621	120,638	115,488	118,431	361,683	339,775	346,100	354,210
BVPS (Bt)	(Bt)	23.80	8.07	7.73	7.93	24.21	22.74	23.17	23.71

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Core Profit	(Btmn)	4,217	4,152	5,611	4,710	4,759	6,506	7,101	7,280
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,123	1,136	1,137	1,140	1,161	1,288	1,289	1,309
Operating cash flow	(Btmn)	3,991	2,249	7,684	664	9,218	3,283	6,259	6,101
Investing cash flow	(Btmn)	(8,635)	(4,444)	(5,564)	1,824	(21,728)	1,100	(838)	(7,046)
Financing cash flow	(Btmn)	(8,946)	(3,394)	(669)	9,072	3,183	7,136	(2,459)	(1,959)
Net cash flow	(Btmn)	(13,590)	(5,589)	1,452	11,560	(9,327)	11,519	2,961	(2,904)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Gross margin	(%)	20.7	18.2	19.0	19.2	22.5	20.8	17.0	20.0
Operating margin	(%)	14.9	15.7	16.2	16.1	16.7	17.5	13.9	19.9
EBITDA margin	(%)	33.4	29.8	35.1	32.3	38.2	37.2	34.9	48.6
EBIT margin	(%)	29.3	26.2	31.5	28.6	34.0	33.0	31.5	43.9
Net profit margin	(%)	17.2	11.1	17.0	19.8	26.1	17.5	165.8	25.9
ROE	(%)	7.1	6.7	19.0	17.4	13.3	7.4	8.3	8.3
ROA	(%)	2.9	2.8	4.7	4.2	5.4	4.2	4.5	3.9
Net D/E	(x)	0.7	2.1	2.3	2.2	0.8	0.8	0.7	0.7
Interest coverage	(x)	3.4	3.6	4.0	3.6	3.4	3.6	4.0	4.1
Debt service coverage	(x)	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6	0.7	0.9	0.8

Main Assumptions

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Gross installed capacity (period-end)	(MW)	12,420	13,083	13,853	13,991	14,156	15,871	15,871	15,925
Equity installed capacity (period-end)	(MW)	6,712	7,176	7,553	7,691	7,826	8,972	8,972	9,025
Electricity sales volume – EGAT	(GWh)	7,918	9,027	10,073	8,617	7,641	7,592	9,824	7,010
Electricity sales volume – IUs	(GWh)	566	591	577	601	549	566	584	590
Effective interest rate	(%)	3.99	3.93	4.15	3.88	4.36	4.19	4.09	4.03

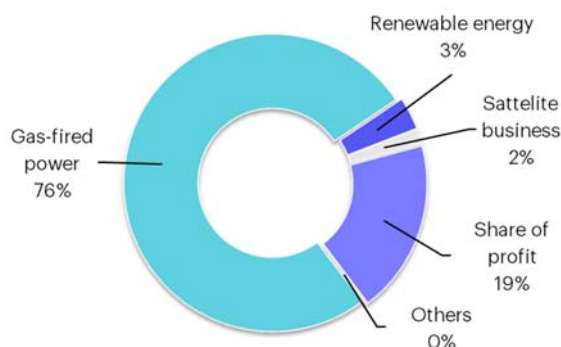
Appendix

Figure 1: 4Q25F: Expect record high in core earnings, increase both YoY and QoQ

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	YoY%	QoQ%
P&L (Bt, mn)							
Total revenue	27,246	30,782	38,518	28,091	28,372	4.1	1.0
Gross profit	6,130	6,407	6,529	5,630	5,912	(3.6)	5.0
EBITDA	10,420	11,445	13,432	13,641	13,914	33.5	2.0
Core profit	4,759	6,506	7,101	7,280	8,005	68.2	10.0
Net Profit	7,113	5,395	63,871	7,274	8,255	16.0	13.5
EPS (Bt)	0.48	0.36	4.28	0.49	0.54	12.5	10.0
Financial ratio (%)							
Gross margin (%)	22.5	20.8	17.0	20.0	20.8	(1.7)	0.8
EBITDA margin (%)	38.2	37.2	34.9	48.6	49.0	10.8	0.5
Net profit margin (%)	26.1	17.5	165.8	25.9	28.2	2.1	2.3

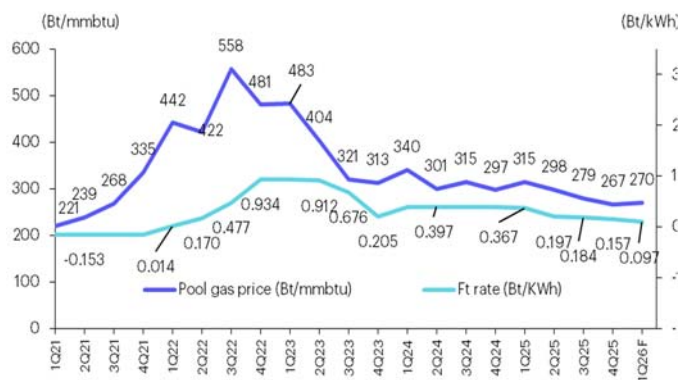
Source: Company data, InnovestX Research

Figure 2: Revenue breakdown (3Q25)



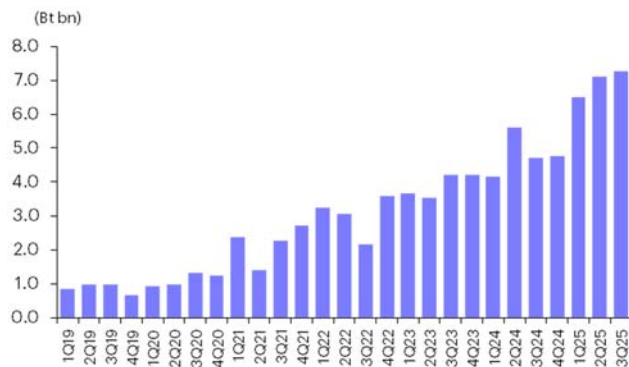
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 3: Effective gas cost vs. tariff to IU



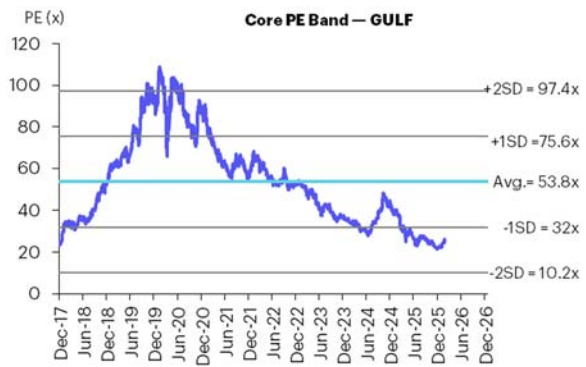
Source: EPPO, ERC and InnovestX Research

Figure 4: Quarterly core profit and net profit



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 5: GULF – PE band



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 6: Valuation summary (price as of Feb 4, 2026)

	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
BCPG	Outperform	7.40	10.50	43.5	19.7	15.1	11.6	29	31	30	0.7	0.7	0.7	4	5	6	3.4	1.6	4.3	9.4	12.7	9.3
BGRIM	Outperform	13.30	18.50	42.5	20.4	17.0	12.7	(18)	20	34	1.0	0.8	0.8	3	4	4	3.2	3.4	3.8	15.8	12.1	10.5
CKP	Outperform	2.26	3.10	40.9	14.3	9.5	11.2	(10)	50	(15)	0.7	0.6	0.6	5	7	5	3.8	3.8	3.8	14.9	12.0	12.8
GPSC	Outperform	36.75	46.30	29.0	24.0	20.3	17.8	26	18	14	1.0	0.9	0.9	4	4	5	2.4	3.0	3.3	10.0	9.3	9.5
GULF	Outperform	49.50	65.00	32.8	33.5	26.3	24.5	18	27	7	2.2	2.2	2.1	7	8	9	2.0	1.5	1.6	23.4	9.5	19.4
Average					22.4	17.6	15.6	9	29	14	1.1	1.0	1.0	4	6	6	3.0	2.6	3.3	14.7	11.1	12.3

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 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 บริษัทเพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าซื้อหุ้นสามัญ แอล เอช โอเทล ความเห็น ข่าวกวีจัย บกวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ได้รับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาเนื้อหาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว 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 ในกรณีที่มิใช่ข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2569 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

CG Rating 2025 Companies with CG Rating

Companies with Excellent CG Scoring

AAI, AAV, ACE, ADB, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AIRA, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, AOT, AP, ARIP, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AUCT, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BKIH, BLA, BLC, BOL, BPP, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CMC, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FORTH, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTI, 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, INSURE, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITEL, ITTHI, IVL, J, JAS, JMART, JMT, JTS, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KCG, KEX, KJL, KKP, KSL, KTB, KTC, KUMWEL, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, MEGA, MFC, MFEC, MGC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF*, NV, NVD, NYT, OCC, ONEE, OR, ORI, ORN, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PL, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PMC, PORT, PPP, PPS, PQS, PR9, PRG, PRM, PRTR, PSH, PSL, PSP, PTC, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, ROCTEC, RS, RT, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SDC, SE, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SKY, SMP, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSF, SSP, SSSC, STA, STARM, STECON, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVOA, SYMC, SYNEX, SYNTec, TACC, TAN, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TEKA, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TKS, TKT, TLI, TM, TMD, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TQM, TRUBB, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTb, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVH, TVO, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UP, UPF, UPOIC, UV, VGI, VIBHA, VIH, VNG, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, WP, WPH, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, A5, ABM, ACG, ADD, AE, AH*, AIT, ALUCON, AMC, ANAN, APCO, APCS, ATP30, BA, BBIK, BC, BCP, BE8, BIG, BPS, BR, BSBM, BTC, BTW, BVG, BYD*, CFARM, CH, CIG, CM, CMAN, CMO*, COCOCO, COMAN*, CPI, CRD, CSC, DEXON, DTCENT, EAST, EKH, ESTAR, EURO, EVER, FE, FVC, GEL, HUMAN, ICN, IFS, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KGI*, KTIS, KTMS, KUN, LALIN, LANNA, LEO, LHK, LPN*, MAGURO, MATCH, MBAX, M-CHAI, MCOT, METCO, MICRO, MVP*, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NL, NSL, NTSC, NTV, OKJ, PATO, PDG, PEACE, PEER, PREB, PRI, PRIME, PRIN, PRINC*, PROUD, PSG, PSTC, PT, QLT, RCL, READY, RPH, SAMCO, SANKO, SAPPE, SCI, SCN, SECURE, SFT, SINO, SKE, SMT, SPA, SPVI, SRS, SUPER, SVI*, SWC, TAE, TFM, TIDLOR*, TIPCO, TITLE, TK, TKN*, TMC, TMI, TNP, TNR, TPA, TPCS, TPIPL*, TPIPP, TPS, TQR, TRP, TRT, TURTLE, TVT, UBA, UREKA, VCOM, VRANDA, WARRIX, WAVE*, WIN, XO, XPG, XYZ, ZIGA

Companies with Good CG Scoring

AHC, AIE, AMANAH, AMR, ANI, APURE, ARIN, ARROW, ASIA, ASN, AYUD, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLAND, CAZ, CEN, CHAO, CHARAN*, CHAYO, CHIC, CHOTI, CI, CITY, CSP, CSS, CWT, DIMET*, DOD, DPAINT, DV8, EA*, EASON, ECF*, EFORL, FNS, FTE, GBX, GPI, GTB, GYT, IMH, IRCP, ITNS, IVF, JCK, KBS, KISS, KK, KWC, KWM, L&E, LDC, LEE, MCA, MEB, MEDEZE, MENA, MILL*, MITSIB, MK, MPJ, NAM, NATION, NCAP, NEX, NOVA, NPK, OGC, PACO, PANEL, PCE, PHG, PICO*, PIN, PIS, PLANET, POLY, PRAKIT, PRAPAT, PROEN, PROS, PTECH, PYLON, RAM, RJH, RML, ROCK, RPC, SAFE, SALEE, SE-ED, SIAM, SINGER, SISB, SK, SKN, SMD100, SNPS, SORKON, SUPREME, SST, STANLY, STC, STPI, STX, SVR, SVT, TAKUNI, TATG, TFI, THG*, TMAN, TOPP, TPLAS, TPOLY, TRC*, TRU, TSE, TSR*, UKEM, UOBKH, VARO, VL, WFX, WIILK, WORK, 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.

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินการที่ส่งผลให้ลูกค้าลดผลสำรวจลง 1 ช่วงคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข้อ ดังกล่าวประกอบด้วย

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินการที่ส่งผลให้ลูกค้าลดผลสำรวจลง 1 ช่วงคะแนน เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คําสั่ง มติคณะกรรมการ หรือข้อตกลงการจดทะเบียนหลักทรัพย์

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้เริ่มรับรอง)

2S, AAI, ACE, 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, BPS, BRI, BRR, BSBM, BTC, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DEXON, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GLOBAL, GPI, GPSC, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, ICN, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JMART, JR, JTS, K, KASET, KBANK, KCAR, 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, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PLUS, PM, PMC, PPP, PPM, PPS, PQS, PR9, PREB, PRG, PRIME, 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, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMIT, SMP, SNC, SNNP, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STARM, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTec, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPAC, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTb, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIILK, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

AMARIN, ANI, APCO, ASAP, ASEFA, AUCT, AURA, B52, BKIH, CHG, DITTO, EA, EAST, EMC, ESTAR, EVER, FLOYD, GABLE, GFC, GREEN, GULF, HL, HUMAN, IP, IT, J, JDF, JMT, KCC, KJL, LDC, LIT, M-CHAI, MEDEZE, MGC, MJD, MOSHI, NSL, NTSC, PCC, PCE, PLE, PROEN, PROUD, PTC, S, SANKO, SAWAD, SCAP, SFT, SHR, SINGER, SINO, SKE, SKY, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TEAMG, TMC, TMI, TPP, TQM, UOBKH, UP, UREKA, VL, VNG, WARRIX, WELL, WIN, WP

N/A

88TH, A, A5, AAV, ABM, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALT, ALUCON, AMAR, AMC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASN, ATLAS, ATP30, AU, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHOTI, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCL, DV8, EASON, EFORL, EKH, EMPIRE, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GJS, GLAND, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSTEEL, GTB, GTV, GYT, HANN, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IDG, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, JAK, JCK, JCT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MADAME, MAGURO, MANRIN, MASTEC, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MVM, MORE, MOTHER, MPJ, MRDIYT, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTF, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSGC, PSP, PTL, QDC, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S11, SAF, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKIN, SKN, SLP, SMART, SMD100, SMO, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SUPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TCK, TL, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, WASH, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WSOL, XBIO, XPG, XYZ, 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 May 2, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.