

Gulf Energy Development (GULF TB)

มุมมองบวกต่อแผนควบรวมกิจการ

คงคำแนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมายที่ 57 บาท

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" และคงราคาเป้าหมายที่ 57 บาทสำหรับ GULF เนื่องจากเราเชื่อว่า GULF จะเป็นผู้ได้รับประโยชน์รายใหญ่ที่สุดจากการประมูลในอนาคตภายใต้แผน PDP ใหม่ และท่ามกลางแนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่งของบริษัท สำหรับแผนการปรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นจากการควบรวมกิจการ GULF-INTUCH ที่ประกาศไปเมื่อวันที่ 16 ก.ค.ที่ผ่านมา เรามีมุมมองเชิงบวก เนื่องจากจะนำไปสู่ 1) การลดอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุน และ 2) เพิ่มรายได้ประมาณ 2 พันล้านบาทต่อปี

มุมมองเชิงบวกต่อข้อเสนอการควบรวม GULF-INTUCH

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อแผนการปรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นจากการควบรวม GULF-INTUCH 1) ภายใต้ข้อเสนอ เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อทุนของ GULF จะลดลงจาก 1.80 เท่า ในไตรมาส 1/67 เป็น 1.42เท่า หลังจากการควบรวมเสร็จสิ้น ซึ่งมีความเป็นไปได้สูงที่บริษัทจัดอันดับเครดิตอาจพิจารณาให้คะแนนที่สูงขึ้นสำหรับ NewCo ทั้งนี้ ปัจจุบัน GULF มีอันดับเครดิต A+ จาก TRIS 2) จะมีการเพิ่มรายได้ประมาณ 2 พันล้านบาทต่อปี คำนวณจากรายได้จากของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น 6 พันล้านบาท (การถือหุ้นใน ADVANC เพิ่มขึ้นจาก 19% เป็น 40%) หักค่าตัดจำหน่าย 4 พันล้านบาท

ประเด็นสำคัญจากการประชุม

GULF ได้จัดการประชุมเสมือนจริงเมื่อวันที่ 17 ก.ค.เพื่ออธิบายแผนการ ประเด็นสำคัญ มีดังนี้ 1) ผู้บริหารตั้งเป้าว่าจะมีรายได้เพิ่มขึ้น 2 พันล้านบาทต่อปี และกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น 5 พันล้านบาทต่อปี 2) ยังไม่มีการตัดสินใจเกี่ยวกับการถือหุ้น 9% ของ Singtel ใน NewCo 3) NewCo จะยังคงเน้นธุรกิจพลังงานซึ่งจะสร้างรายได้ 80% ของกำไรทั้งหมด 4) การลดอัตราส่วนหนี้สินสุทธิอาจช่วยให้หน่วยงานจัดอันดับเครดิตปรับเพิ่มอันดับเครดิตของ GULF

อ็อปไซด์จำกัดจากธุรกรรมนี้

เราประเมินมูลค่าตลาดของ NewCo ที่ 6.47 แสนล้านบาท (ใช้ราคาตลาด ณ วันที่ 17 ก.ค.) โดย 2.37 แสนล้านบาทมาจาก INTUCH และ 4.1 แสนล้านบาทจาก GULF หลังจากหักหุ้น 47% ใน INTUCH สมมติฐานหลักสำหรับการประเมินมูลค่าคือไม่มีการซื้อหุ้นระหว่างการทำข้อเสนอซื้อโดยสมัครใจ (VTO) ของหุ้น ADVANC และ THCOM นอกจากนี้ เรายังประเมินราคาตลาดของ NewCo ที่ 44.3 บาทต่อหุ้น และราคาตลาดของ GULF ที่ 45.6 บาทต่อหุ้น ส่งผลให้อ็อปไซด์ต่อราคาตลาดปัจจุบันมีจำกัด

FYE Dec (THB m)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenue	94,151	114,054	130,949	124,945	123,674
EBITDA	11,544	14,418	21,287	22,232	23,882
Core net profit	11,527	15,644	17,648	19,219	20,240
Core EPS (THB)	0.98	1.33	1.50	1.64	1.72
Core EPS growth (%)	30.8	35.7	12.8	8.9	5.3
Net DPS (THB)	0.60	0.76	0.96	1.02	1.03
Core P/E (x)	56.2	33.4	29.9	27.5	26.1
P/BV (x)	5.9	4.5	4.3	4.1	3.8
Net dividend yield (%)	1.1	1.7	2.1	2.3	2.3
ROAE (%)	11.0	13.1	15.6	15.8	15.1
ROAA (%)	3.0	3.6	3.8	4.0	4.1
EV/EBITDA (x)	74.6	52.5	37.4	35.2	32.4
Net gearing (%) (incl perps)	138.7	144.2	150.8	127.0	108.1
Consensus net profit	-	-	18,562	22,311	24,026
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	0.6	(10.8)	(15.8)

Natchaphon Rodjanarowan
 natchaphon.rodjanarowan@maybank.com
 (66) 2658 5000 ext 1393

BUY

Share Price	THB 45.00
12m Price Target	THB 57.00 (+28%)
Previous Price Target	THB 57.00

Company Description

GULF is a power producer. The majority of its capacity is in Thailand. About 62% of its installed capacity is in independent power projects.

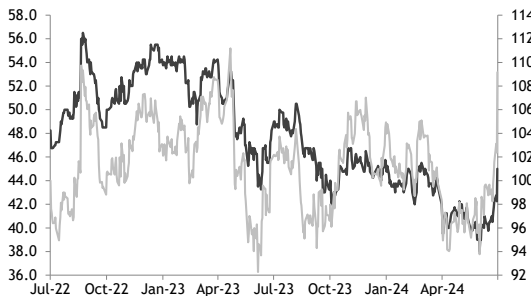
Statistics

52w high/low (THB)	50.50/38.00
3m avg turnover (USDm)	14.6
Free float (%)	26.1
Issued shares (m)	11,733
Market capitalisation	THB528.0B USD14.7B

Major shareholders:

Sarath Ratanavadi	35.7%
UBS AG SINGAPORE BRANCH	12.6%
GULF CAPITAL HOLDINGS LIMITED	9.9%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	15	7	(8)
Relative to index (%)	13	11	7

Source: FactSet

Other stocks mentioned

Advanced Info (ADVANC TB, CP THB224, BUY, TP THB257)
 Singtel (ST SP, CP SGD3.02, BUY, TP SGD3.40)
 Intouch (INTUCH TB, CP THB79.0, BUY, TP THB82.4)
 Thaicom (THCOM, CP THB11.40, not rated)

Abbreviations explained

NewCo - a new company that will come from the amalgamation of GULF and INTUCH (pending shareholder approvals)
 PDP - Power Development Plan
 SPP - Small power producer
 IPP - Independent power producer
 VTO - Conditional Voluntary Tender Offer

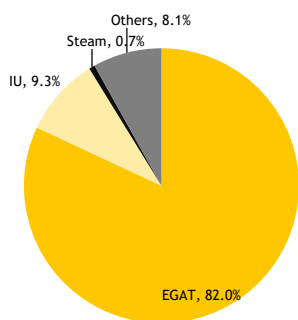
ESG@MAYBANK IBG

Tear Sheet Insert

Value Proposition

- GULF is a power operator whose main capacity is in Thailand with IPPs accounting for 62% of its total capacity.
- GULF has secured projects to boost its long-term growth, including GPD, Hinkong, Burapa, and three hydropower plants in Laos.
- It has diversified its portfolio to other businesses, including telecom through THCOM and INTUCH; and infrastructure such as developing motorways, the Map Ta Phut Port Phase 3, and Laem Chabang Port Phase 3, and digital businesses.
- It has a 5-year investment plan (2023-27) requiring capex of THB120b, mainly for renewable energy projects.

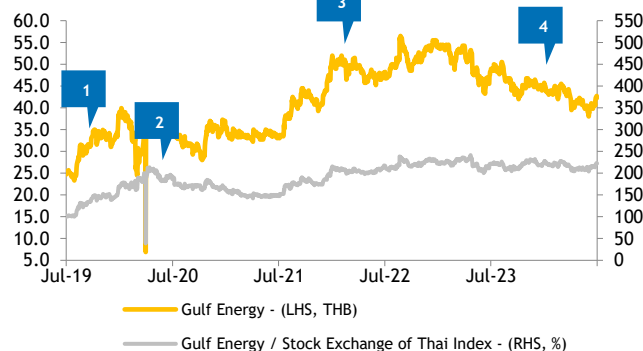
FY23 revenue breakdown



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



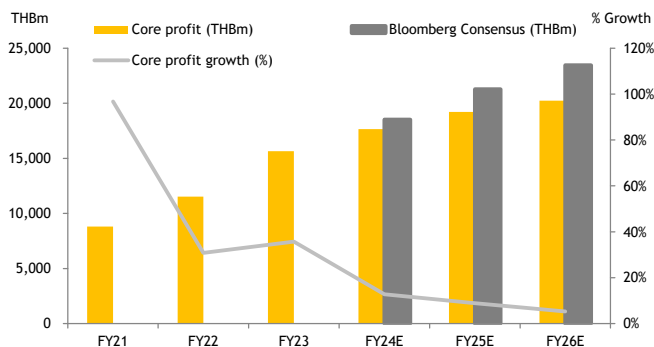
Source: Company, MST

1. Commissions SPP projects, securing project financing for GPD projects, and investing in Hinkong and Burapa projects.
2. Share price fell in line with the SET due to Covid-19 outbreak.
3. Share price saw a long uptrend due to earnings growth from capacity expansion.
4. Concerns about government policies impacted the power sector.

Financial Metrics

- We expect FY24 core profit of THB17.6b, up 13% YoY, due mainly to 20% capacity addition YoY. The majority of the capacity expansion will come from: 1) the COD of GPD project unit#3 (464MWe) and unit#4 (464MWe); and 2) the Hinkong project unit#1 (377MWe). We expect its SPP business to improve as natural gas prices are declining. Note that GULF's SPP capacity accounts for 16% of its total capacity.

FY24-26E core profit forecasts



Source: Company

Swing Factors

Upside

- Secures a sizable project to increase its capacity and earnings.
- Government policy concerns eases.
- Quarterly core profit continues to reach new highs in ensuing years.

Downside

- Delays to project construction.
- Lower-than-expected return from projects acquired.
- Uncertainty about government power projects.



Natchaphon.rodjanarowan@maybank.com

Risk Rating & Score¹	36.3 High risk (43/83)
Score Momentum²	-6.8
Last Updated	8 September 2023
Controversy Score³ (Updated: 8 Sep 2023)	Category 1 - Low

Business Model & Industry Issues

- The company established a human rights due diligence process, guided by the UNGPs, which is used as a basis for the identification, assessment and management of human rights risks and relevant remediation.
- Among its peers, we believe GULF falls in the middle of the pack in terms of ESG. On the environmental front, GULF’s pollution and waste are well within internal limits but renewable as a percentage of its portfolio is only 9% as massive IPP capacity are being commission during 2022-24. GULF will continue to build its renewable portfolio both domestically and overseas.
- Sustainability remains a key focus for GULF as it continues to invest in renewables and it’s aggressively looking to secure projects to maintain earnings growth (highest visibility amongst peers in terms of committed capacity). Nevertheless, GULF needs to balance this growth as its capital-allocation strategy (venturing into non-core projects) has raised concerns in the market.

Material E issues

- GULF has a ‘no coal’ policy with plans to invest in more renewables. As of 2022, renewables account for 9% of its capacity.
- GHG intensity reduction target of 25% by 2030 compared to 2019 (base year). In 2022, the intensity reduction was at 4%.
- Target renewable energy capacity (as a proportion of total installed generating capacity) of 40% by 2035. In 2022, there was 9%.
- 0% waste to landfill.
- Sustainable supply chain management has been identified as a new material issue due to the more complex nature of the company’s supply chain resulting from its business diversification and overseas expansion.

Material S issues

- As of 2022, it had 1,074 employees, of which 31% are female. 37% of top management roles are held by females, and 39% of middle management positions are occupied by women.
- 56 training hours per person on average each year, which achieves its target of 50 hours.
- Employee engagement was at 77% in 2022 vs its target of 80%.
- Zero employee fatalities and zero lost time injury frequency rate.

Key G metrics and issues

- There are 12 members on the board, of which 4 are women and 7 are independent.
- Independent directors lead the audit, sustainability and risk committees.
- Major shareholder is Sarath Ratanavadi (CEO) with 35.7% shareholding.
- In 2022, GULF received an “Excellent” rating from the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies.
- The company is committed to conducting business in an ethical manner. As such, the company has established a group-wide anti-bribery and corruption policy to supplement its code of conduct, both of which are applied at all levels, including the board of directors, executives and employees, to guide appropriate conduct and maintain business integrity.
- Besides the power business, GULF has ventured into several projects in infrastructure/utilities that may not fall under “energy”, such as industrial port development (Map Ta Phut), deep sea container port (Laem Chabang), and intercity motorway. GULF does not have expertise in these businesses, but it’s a minority shareholder in these consortiums.

¹**Risk Rating & Score** - derived by Sustainalytics and assesses the company’s exposure to unmanaged ESG risks. Scores range between 0 - 50 in order of increasing severity with low/high scores & ratings representing negligible/significant risk to the company’s enterprise value, respectively, from ESG-driven financial impacts. ²**Score Momentum** - indicates changes to the company’s score since the last update - a **negative** integer indicates a company’s improving risk score; a **positive** integer indicates a deterioration. ³**Controversy Score** - reported periodically by Sustainalytics in the event of material ESG-related incident(s), with the impact severity scores of these events ranging from Category 0-5 (0 - no reports; 1 - negligible risks; ...; 5 - poses serious risks & indicative of potential structural deficiencies at the company).

Quantitative Parameters (Score: 33)						
	Particulars	Unit	2020	2021	2022	BGRIM TB (2022)
E	Scope 1 GHG emissions	m tCO2e	8.5	9.6	10.5	5.2
	Scope 2 GHG emissions	m tCO2e	0.04	0.04	0.1	0.006
	Total	m tCO2e	8.5	9.6	10.6	5.2
	Scope 3 GHG emissions	m tCO2e	0.0	2.7	3.1	1.32
	Total	m tCO2e	8.5	12.3	13.7	6.49
	GHG intensity (Scope 1 and 2)	tCO2e/t	389	398	388	380
	Green energy share of capacity	%	9.7	1.3	1.4	NA
	Water consumption	M cu mtr	N/A	22.9	15.4	18.5
	% of flyash recycled/treated	%	100%	100%	100%	100%
	% of recycled material used	%	71%	30%	57%	85%
	NOx (excluding N2O)	tons	1,657	1,856	2,316	3,045
	SOx	tons	119	178	119	94
SPM/particulate matter (PM10)	tons	78	130	149	124	
S	% of women in workforce	%	31%	31%	31%	30%
	% of women in management roles	%	40%	40%	43%	27%
	Lost time injury frequency (LTIF) rate	number	0.00	0.00	0.00	0.00
G	MD/CEO salary as % of reported net profit	%	33%	21%	2%	-8%
	Top 10 employees salary as % of profit	%	N/A	N/A	N/A	N/A
	Independent directors tenure < 10 years	%	55%	50%	58%	60%
	Female directors on the Board	%	36%	40%	33%	50%

Qualitative Parameters (Score: 67)	
a) Is there an ESG policy in place and is there a standalone ESG committee or is it part of the risk committee?	<i>The company has various policies covering different aspects of ESG. The company has a Sustainability, Governance and Risk Committee that approves the policies that are implemented by the sustainability and risk management department overseen by the CEO and executive committee.</i>
b) Is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?	<i>No.</i>
c) Does the company follow the task force of climate related disclosures (TCFD) framework for ESG reporting?	<i>Yes.</i>
e) Does the company have a mechanism to capture Scope 3 emissions - which parameters are captured?	<i>Yes</i>
f) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?	<i>The company is increasing non-fossil fuel capacity, has targets for water neutral/positive and zero waste to landfill.</i>
g) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?	<i>Yes, but at a very small level.</i>

Target (Score: 83)		
Particulars	Target	Achieved
Scope 1 greenhouse gas emissions intensity reduction by 2030	25%	4%
RE share of capacity at 40% by 2035	40%	9%
Zero operational waste to landfill	Zero	Zero
Average training hours per Full-Time Employee	50	56
Net Zero target	N/A	N/A
Work-related accidents and injuries	Zero	Zero
Impact		
NA		
Overall Score: 54		
As per our ESG matrix GULF has an overall score of 54		

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	33	17
Qualitative	25%	67	17
Target	25%	83	21
Total			54

As per our ESG assessment, GULF has established ESG policies that have been integrated well into its power generation and distribution operations and it has itemized medium to long-term targets for “E” and “S”, which include a plan to aggressively dilute share of coal to total power mix. GULF has clear medium-term energy transition targets that may benefit its “E” score but can still add more project visibility to 40% share of capacity by 2035. GULF’s overall ESG score is 54, which makes its ESG rating above average in our view (average ESG rating = 50).

1. Beneficiary of new structure

1.1 Wider debt headroom

Lower net IBD to equity

With the amalgamation of GULF and INTUCH, we expect NewCo's net interest-bearing debt-to-equity ratio to decrease from 1.80x in 1Q24 to 1.42x after the amalgamation is completed. This should boost the NewCo's ability to make investments, including in power plants, and digital and infrastructure businesses. There is also a high possibility that the credit agency will consider a higher credit rating for NewCo. Note that GULF currently has an A+ credit rating from credit rating agency TRIS.

Fig 1: Net gearing

	1Q24 (THBm)			
	Cash	IBD	Equity	Net IBD/Equity
GULF	30,472	297,630	148,306	1.80
INTUCH	2,487	23	38,212	-0.06
ADVANC	23,263	233,376	85,388	2.46
THCOM	2,971	1,253	10,319	-0.17
Total	59,193	532,282	282,225	1.68
NewCo (GULF+INTUCH)	32,959	297,654	186,518	1.42

Source: Company, MST

1.2 THB2b earnings upside per year

Larger direct stake in ADVANC

Under the restructuring, NewCo has a higher stake in ADVANC from 19% (indirect investment from GULF) to a direct stake of 40.44%. Note that the NewCo will recognize ADVANC's earnings in the form of equity income. The equity income should increase from roughly THB6b per year (equity income from INTUCH in GULF's financial statement) to equity income of THB12b. However, management guided that there will be an intangible asset of THB56b with an amortisation period of 14 year, or amortisation of THB4b per year. As a result, there should be earnings upside of THB2b per year calculated from higher equity income of THB6b deducted by amortisation of THB4b.

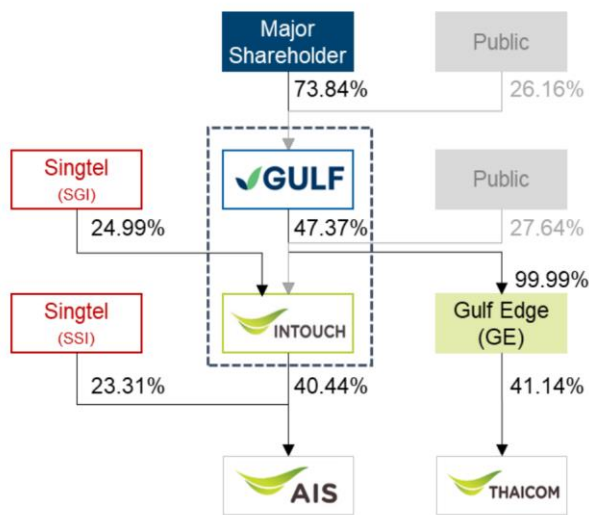
2. GULF and INTUCH amalgamation

2.1 Restructuring shareholding structure

Amalgamation

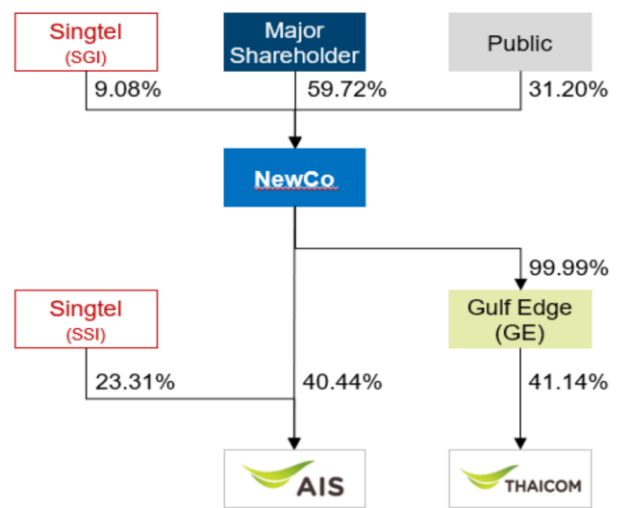
On 16 Jul, GULF notified the SET of a restructuring transaction, leading to a GULF and INTUCH amalgamation with a share swap. The swap ratios are 1) 1 existing GULF share for 1.02974 NewCo share, and 2) 1 existing INTUCH share for 1.69335 NewCo share (excluding shares in INTUCH held by GULF). As a result, the NewCo's total number of shares will be 14,940m, consisting of 1) 12,082m shares from GULF shareholders, and 2) 2,857m shares for INTUCH shareholders (excluding GULF's shareholding). As a result, the NewCo will directly hold a 40.44% stake in ADVANC and 41.14% in THCOM.

Fig 2: Pre-amalgamation shareholding structure



Source: Company, MST

Fig 3: Post-amalgamation shareholding structure



Source: Company, MST

2.2 Market capital of NewCo

Limited upside from the transaction

We estimate the fair value of NewCo at TH647b (using market price as of 17 Jul), of which THB237b is from INTUCH and THB410b is from GULF after deduction of the 47% stake in INTUCH. Key assumption for the valuation is that there is no share purchase during the voluntary tender offers (VTOs) for ADVANC and THCOM shares. We also estimate the market price for NewCo at THB44.3/share, and a market price for GULF of THB45.6/share, which has limited upside from the transaction when compared to the current market price of THB45.0.

Fig 4: Market value per NewCo share

	Market price (THB/share) (as of 17 July)	Number of shares (m shares)	Market Cap. (THBm)	Market Cap. (THBm) (excl INTUCH in GULF's value)
GULF	45.00	11,733	527,992	407,990
INTUCH	79.00	3,207	253,328	253,328
Total			781,320	661,318
Swap ratios				
1 Gulf share				1.02974
1 INTUCH share				1.69335
Number of NewCo share for GULF shareholders (m shares)				
				12,082
Number of NewCo share for INTUCH shareholders (m shares)				
				2,858
Total number of shares of NewCo (m share)				
				14,940
Market value of NewCo (THB/share)				
				44.27
Market value of GULF (THB/share)				
				45.58
% upside to Market value as of 17 July				
				1.3%

Source: Company, MST

2.3 Conditional Voluntary Tender Offer

Worst-case scenario

As part of the GULF-INTUCH amalgamation shareholder restructuring plan there are voluntary tender offers for ADVANC shares at THB216/share (by Singtel, GULF and INTUCH) and THCOM shares at THB11/share (by GULF and INTUCH). In the worst-case scenario, GULF and INTUCH will have to borrow THB176b from banks to buy the remaining shares of ADVANC and THCOM from investors, resulting in a net-det-to-equity ratio of 2.30x for the NewCo, higher than 1.4x without the VTOs but still lower than GULF's current covenant of 3.5x.

However, we believe the VTOs will obtain few takers because: 1) the VTO prices are slightly below the current market prices for both ADVANC (market price of THB224) and THCOM (market price of THB11.4), and; 2) the VTO prices are well below the Bloomberg consensus' target prices for both ADVANC (BB's TP of THB262.26) and THCOM (BB's TP of THB15.19).

Fig 5: ADVANC - Total amount for full VTO

ADVANC	million shares	% of total no.shares
Total number of shares	2,974.2	
INTUCH's stake	1,202.7	40.4%
SSI's stake	693.4	23.3%
Total number of shares (excl. INTUCH, SSI)	1,078.1	

VTO	% of total no.shares	No.shares for VTO	VTO price (THB/share)	Amount (THBm)
SSI	10.00%	297.4	216.3	64,332.2
INTUCH	13.00%	386.6	216.3	83,631.8
GULF	13.25%	394.1	216.3	85,240.1
Total	36.25%			233,204.1
Total (only INTUCH and GULF)	26.25%			168,871.9

Source: Company, MST

Fig 6: THCOM - Total amount for full VTO

THCOM	million shares	% of total no.shares
Total no.shares	1,096.1	
GE's stake	450.9	41.1%
No. shares (excl. GE)	645.2	

VTO	% of total no.shares	No.shares for VTO	VTO price	Amount (THBm)
GE (GULF's subsidiary)	55.86%	612.3	11.0	6,735.1
GULF	1.00%	11.0	11.0	120.6
INTUCH	1.00%	11.0	11.0	120.6
GULF's shareholder	1.00%	11.0	11.0	120.6
Total	58.86%			7,096.8

Source: Company, MST

Fig 7: Net gearing for full VTO

	1Q24 (THBm)			
	Cash	IBD	Equity	Net IBD/Equity
GULF	30,472	297,630	148,306	1.80
INTUCH	2,487	23	38,212	-0.06
ADVANC	23,263	233,376	85,388	2.46
THCOM	2,971	1,253	10,319	-0.17
Total	59,193	532,282	282,225	1.68
NewCo (GULF+INTUCH)	32,959	297,654	186,518	1.42
VTO				
	ADVANC	168,872		
	THCOM	7,097		
Total VTO spending		175,969		
NewCo	59,193	708,251	282,225	2.30

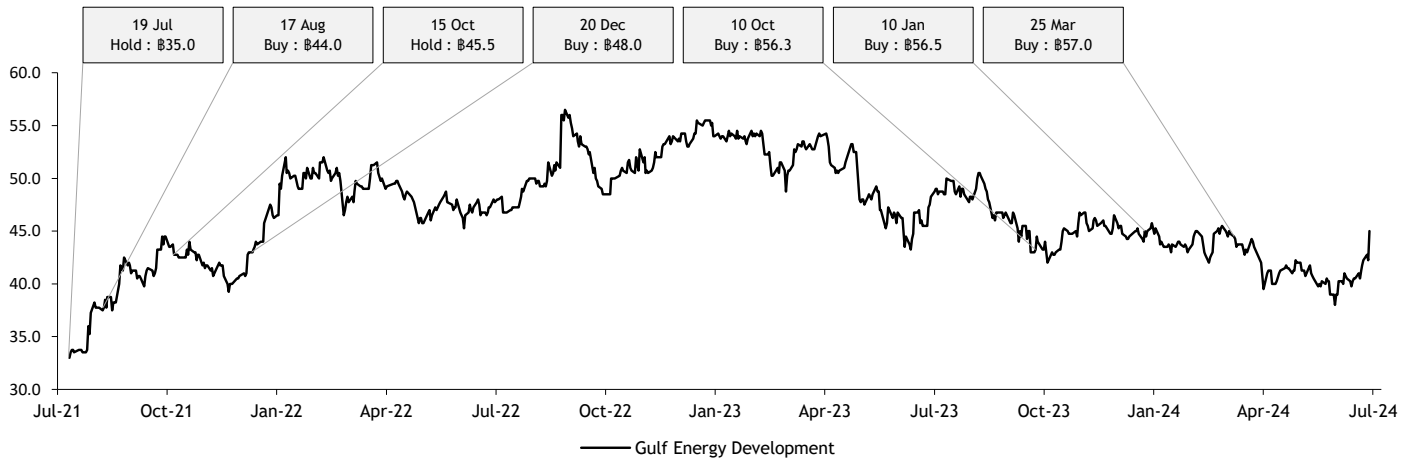
Source: Company, MST

FYE 31 Dec	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	51.3	38.5	28.3	26.5	26.1
Core P/E (x)	56.2	33.4	29.9	27.5	26.1
P/BV (x)	5.9	4.5	4.3	4.1	3.8
P/NTA (x)	5.9	4.5	4.3	4.1	3.8
Net dividend yield (%)	1.1	1.7	2.1	2.3	2.3
FCF yield (%)	1.6	3.3	4.2	4.5	4.6
EV/EBITDA (x)	74.6	52.5	37.4	35.2	32.4
EV/EBIT (x)	52.3	41.8	30.5	28.8	26.8
INCOME STATEMENT (THB m)					
Revenue	94,150.9	114,054.4	130,948.8	124,944.9	123,673.8
EBITDA	11,544.3	14,417.5	21,286.8	22,231.7	23,882.3
Amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	16,485.3	18,117.5	26,065.6	27,229.2	28,879.8
Net interest income / (exp)	(7,408.6)	(7,878.0)	(9,936.0)	(9,936.0)	(9,936.0)
Associates & JV	6,321.3	10,283.5	8,845.4	9,795.0	9,312.9
Other pretax income	55.0	149.3	1,952.9	1,610.3	925.0
Pretax profit	15,452.9	20,672.2	26,928.0	28,698.6	29,181.7
Income tax	(1,344.1)	(657.6)	(2,342.3)	(2,496.3)	(2,538.3)
Minorities	(2,691.2)	(5,156.9)	(5,909.3)	(6,297.9)	(6,403.9)
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	11,417.6	14,857.7	18,676.4	19,904.4	20,239.5
Core net profit	11,526.6	15,643.7	17,648.4	19,219.1	20,239.5
BALANCE SHEET (THB m)					
Cash & Short Term Investments	39,193.7	38,712.9	49,835.6	68,788.7	85,191.6
Accounts receivable	18,998.8	21,164.8	21,525.8	20,538.9	20,329.9
Inventory	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	99,554.7	90,222.0	98,448.0	93,955.2	89,462.4
Intangible assets	3,873.0	5,958.4	5,453.3	4,948.5	4,443.8
Investment in Associates & JVs	160,933.8	180,732.3	171,376.1	172,163.5	175,232.9
Other assets	95,618.1	122,723.8	122,842.8	122,800.5	122,791.5
Total assets	418,172.0	459,514.2	469,481.6	483,195.2	497,452.1
ST interest bearing debt	6,669.0	4,400.0	4,400.0	4,400.0	4,400.0
Accounts payable	7,484.1	9,390.8	8,248.5	7,704.8	7,462.5
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	220,899.1	242,171.3	280,060.3	280,060.3	280,060.3
Other liabilities	47,318.0	59,448.0	21,176.0	21,174.0	21,173.0
Total Liabilities	282,370.4	315,409.7	313,884.9	313,338.8	313,096.0
Shareholders Equity	110,787.0	116,585.0	122,167.9	130,129.7	138,225.5
Minority Interest	25,014.6	27,519.5	33,428.8	39,726.7	46,130.5
Total shareholder equity	135,801.5	144,104.5	155,596.7	169,856.4	184,356.1
Total liabilities and equity	418,172.0	459,514.2	469,481.6	483,195.2	497,452.1
CASH FLOW (THB m)					
Pretax profit	15,452.9	20,672.2	26,928.0	28,698.6	29,181.7
Depreciation & amortisation	(4,941.0)	(3,700.0)	(4,778.8)	(4,997.5)	(4,997.5)
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	10,511.9	16,972.2	22,149.2	23,701.0	24,184.2
Free cash flow	10,511.9	16,972.2	22,149.2	23,701.0	24,184.2
Other invest/financing cash flow	8,834.9	(17,453.0)	(11,026.5)	(4,748.0)	(7,781.3)
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	19,346.8	(480.7)	11,122.7	18,953.1	16,402.9

FYE 31 Dec	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	98.3	21.1	14.8	(4.6)	(1.0)
EBITDA growth	96.2	24.9	47.6	4.4	7.4
EBIT growth	52.9	9.9	43.9	4.5	6.1
Pretax growth	62.4	33.8	30.3	6.6	1.7
Reported net profit growth	48.9	30.1	25.7	6.6	1.7
Core net profit growth	30.8	35.7	12.8	8.9	5.3
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	12.3	12.6	16.3	17.8	19.3
EBIT margin	17.5	15.9	19.9	21.8	23.4
Pretax profit margin	16.4	18.1	20.6	23.0	23.6
Payout ratio	61.7	60.0	60.0	60.0	60.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	12.1	13.0	14.3	15.9	16.4
Revenue/Assets (x)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
Assets/Equity (x)	3.8	3.9	3.8	3.7	3.6
ROAE (%)	11.0	13.1	15.6	15.8	15.1
ROAA (%)	3.0	3.6	3.8	4.0	4.1
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	nm	nm	nm	nm	nm
Days receivable outstanding	54.6	63.4	58.7	60.6	59.5
Days inventory outstanding	nm	nm	nm	nm	nm
Days payables outstanding	25.5	33.0	31.6	30.6	30.1
Dividend cover (x)	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
Current ratio (x)	1.4	1.1	3.2	4.0	4.7
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
Net gearing (%) (incl perps)	138.7	144.2	150.8	127.0	108.1
Net gearing (%) (excl. perps)	138.7	144.2	150.8	127.0	108.1
Net interest cover (x)	2.2	2.3	2.6	2.7	2.9
Debt/EBITDA (x)	19.7	17.1	13.4	12.8	11.9
Capex/revenue (%)	na	na	na	na	na
Net debt/ (net cash)	188,374.4	207,858.4	234,624.7	215,671.6	199,268.7

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: Gulf Energy Development (GULF TB)



APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน สถานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับยอมรับว่ามีคุณภาพเชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของการแนะนำ หรือเรียบบริยายสมบุรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้รับการรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกระดับ นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบต่อจำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (MST Retail Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (MST Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย MST Retail Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ MST Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น ทั้งนี้ MST Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MST ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MST Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Retail Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อน อาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด (“MSUK”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดอกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities (“PTMSI”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด (“MIBSI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861 **อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

Disclosure of Interest

มาเลเซีย: Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านพาณิชย์, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 18 กรกฎาคม 2567, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ไทย: MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้อง หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

ฮ่องกง: ณ วันที่ 18 กรกฎาคม 2567, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือ ให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ การให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่กลุ่มที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
HOLD	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
SELL	Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2023



						Score Range	Number of Logo	Description
7UP	BBL	CPW	HTC	MFC	PRINC	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
AAI	BC	CRC	ICC	MFEC	PRM	80-89	▲▲▲▲	Very Good
AAV	BCH	CRD	ICHI	MILL	PRTR	70-79	▲▲▲	Good
ABM	BCP	CSC	ICN	MINT	PSH	60-69	▲▲	Satisfactory
ACE	BCPG	CSS	III	MONO	PSL	50-59	▲	Pass
ACG	BDM5	CV	ILINK	MOONG	PT	Lower than 50	No logo given	N/A
ADB	BEC	DCC	ILM	MSC	PTC	SIRI	TFG	TSTH
ADD	BEM	DDD	IMH	MST	PTT	SIS	TFMAMA	TTA
ADVANC	BEYOND	DELTA	IND	MTC	PTTEP	SITHAI	TGE	TTB
AEONTS	BGC	DEMCO	INET	MTI	PTTGC	SJWD	TGH	TTCL
AF	BGRIM	DMT	INTUCH	NC	Q-CON	SKR	THANA	TTW
AGE	BH	DOHOME	IP	NCH	QH	SM	THANI	TURTLE
AH	BIZ	DRT	IRC	NCL	QTC	SMPC	THCOM	TVDH
AHC	BJC	DUSIT	IRPC	NDR	RATCH	SMT	THIP	TVH
AIRA	BJCHI	EA	ITC	NER	RBF	SNC	THRE	TVO
AIT	BKI	EASTW	ITEL	NKI	RPH	SNNP	THREL	TVT
AJ	BLA	ECL	IVL	NOBLE	RS	SNP	TIDLOR	TWPC
AKP	BOL	ECL	JAS	NRF	RT	SO	TIPH	UAC
AKR	BPP	EE	JTS	NTV	S	SPALI	TISCO	UBE
ALLA	BRI	EGCO	KBANK	NVD	S&J	SPC	TK	UBIS
ALT	BROOK	EPG	KCC	NWR	SA	SPCG	TKN	UKEM
AMA	BRR	ERW	KCE	NYT	SABINA	SP	TKS	UP
AMARIN	BTS	ETC	KEX	OCC	SAK	SPRC	TKT	UPF
AMATA	BTW	ETE	KKP	ONEE	SAMART	SR	TLI	UPOIC
AMATAV	BWG	FE	KSL	OR	SAMTEL	SSC	TM	UV
ANAN	BYD	FLOYD	KTB	ORI	SAPPE	SSF	TMC	VCOM
AOT	CBG	FN	KTC	OSP	SAT	SSSC	TMD	VGI
AP	CENDEL	FPI	KTMS	OTO	SBNEXT	STA	TMT	VIBHA
APCO	CFRESH	FPT	KUMWEL	PAP	SC	STC	TNDT	VIH
APCS	CHASE	FSX	KUN	PATO	SCB	STEC	TNITY	VL
ARIP	CHEWA	FVC	LALIN	PB	SCC	STGT	TNL	WACOAL
ARROW	CHG	GBX	LANNA	PCSGH	SCCC	STI	TNR	WGE
ASEFA	CHOW	GC	LH	PDG	SCG	SUC	TOA	WHA
ASK	CIMBT	GCAP	LHFG	PDJ	SCGP	SUN	TOG	WHAUP
ASP	CIVIL	GENCO	LIT	PG	SCM	SUSCO	TOP	WICE
ASW	CK	GFPT	LOXLEY	PHOL	SDC	SUTHA	TPBI	WINMED
ATP30	CKP	GGC	LPN	PIMO	SEAFCO	SVI	TPCS	WINNER
AUCT	CM	GLAND	LRH	PJW	SEAOIL	SVT	TPIPL	XPG
AWC	CNT	GLOBAL	LST	PLANB	SECURE	SYMC	TPIPP	YUASA
AYUD	COLOR	GPSC	M	PLAT	SELIC	SYNEX	TPS	ZEN
B	COM7	GRAMMY	MAJOR	PLUS	SENA	SENX	SYNTEC	TQM
BA	COTTO	GULF	MALEE	PM	SENX	TACC	TQR	TAE
BAFS	CPALL	GUNKUL	MATCH	POLY	SFT	TACAP	TRUE	TRV
BAM	CPAXT	HANA	MBK	PORT	SGC	TAMC	TRV	TEAMG
BANPU	CPF	HARN	MC	PPP	SGF	TEAMG	TSC	TEGH
BAY	CPI	HENG	M-CHAI	PPS	SGP	TEGH	TSTE	
BBGI	CPL	HMPRO	MCOT	PR9	SHR			
BBIK	CPN	HPT	MEGA	PRG	SICT			



2S	BSBM	EFORL	IT	KWC	PIN	SCI	SUPER	VRANDA
A5	BTG	EKH	J	KWM	PQS	SCN	SVOA	WAVE
AIE	CEN	ESSO	JCKH	LDC	PREB	SE	SWC	WFX
ALUCON	CGH	ESTAR	JDF	LEO	PRI	SE-ED	TCC	WIJK
AMR	CH	EVER	JKN	LHK	PRIME	SFLEX	TEKA	WIN
APURE	CHIC	FORTH	JMART	MACO	PROEN	SINGER	TFM	WP
ARIN	CI	FSMART	JUBILE	METCO	PROS	SKN	TMILL	XO
AS	CIG	FTI	K	MICRO	PROUD	SONIC	TNP	
ASIA	CMC	GEL	KCAR	MK	PSTC	SORKON	TPLAS	
ASIAN	COMAN	GPI	KGI	MVP	PTECH	SPVI	TPOLY	
ASIMAR	CSP	HEALTH	KIAT	NCAP	PYLON	SSP	TRC	
ASN	DOD	HUMAN	KISS	NOVA	RCL	SST	TRU	
AURA	DPAINT	IFS	KK	NTSC	SALEE	STANLY	TRUBB	
BR	DV8	INSET	KTIS	PACO	SANKO	STP	TSE	



24CS	CHARAN	GTB	JSP	MUD	PMTA	SAMCO	TC	UTP
AMANAH	CHAYO	GTV	KBS	NATION	PPM	SAWAD	TEAM	VARO
AMARC	CHOTI	GYT	KGEN	NNCL	PRAKIT	SCAP	TFI	VPO
AMC	CITY	HL	KJL	NPK	PRAPAT	SCP	TIGER	W
APP	CMAN	HTECH	L&E	NSL	PRECHA	SIAM	TITLE	WARRIX
ASAP	CMR	HYDRO	LEE	NV	PRIN	SKE	TKC	WORK
BCT	CRANE	IIG	MASTER	OGC	PSG	SKY	TMI	WPH
BE8	CWT	INGRS	MBAX	PAF	RABBIT	SMART	TNH	YONG
BIG	DHOUSE	INSURE	MEB	PCC	READY	SMD	TPA	ZIGA
BIOTEC	DTCENT	IRCP	MENA	PEACE	RJH	SMIT	TPAC	
BLESS	EASON	ITD	META	PICO	RSP	SOLAR	TRITN	
BSM	FNS	ITNS	MGT	PK	RWI	SPA	UBA	
BVG	FTE	JCK	MITSIB	PL	S11	STECH	UMI	
CAZ	GIFT	JMT	MJD	PLANET	SAAM	STPI	UMS	
CCET	GJS	JR	MOSHI	PLE	SAF	SVR	UOBKH	

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2566 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

Anti-Corruption Progress Indicator 2023

Companies that have declared their intention to join CAC

ACE	BTG	DMT	ICN	LH	NER	PRI	SCB	SVT	TQM
ADB	BYD	EKH	IHL	MEGA	NEX	PROEN	SENX	TBN	TRUE
ALT	CAZ	FC	ITC	MENA	OSP	PRTR	SFLEX	TEGH	VIBHA
AMC	CBG	FSX	J	MITSIB	OTO	RBF	SIS	TIPH	W
ASW	CI	GLOBAL	JMART	MME	PLUS	RT	SKE	TKN	WPH
BLAND	CV	GREEN	JMT	MODERN	POLY	SA	SMM	TPAC	XPG
BRI	DEXON	HL	LEO	MOVE	PQS	SANKO	SVOA	TPLAS	

Companies certified by CAC

2S	BEC	DCC	HARN	LANNA	ORI	PYLON	SMK	THRE	UEC
7UP	BEYOND	DELTA	HENG	LH	PAP	Q-CON	SMPC	THREL	UKEM
AAI	BGC	DEMCO	HMPRO	LHFG	PATO	QH	SNC	TIDLOR	UOBKH
ADVANC	BGRIM	DOHOME	HTC	LHK	PB	QLT	SNP	TIPCO	UV
AF	BKI	DRT	ICC	LPN	PCSGH	QTC	SORKON	TISCO	VCOM
AH	BLA	DUSIT	ICHI	LRH	PDG	RABBIT	SPACK	TKS	VGI
AI	BPP	EA	IFS	M	PDJ	RATCH	SPALI	TKT	VIH
AIE	BROOK	EASTW	III	MAJOR	PG	RML	SPC	TMD	WACOAL
AIRA	BRR	ECF	ILINK	MALEE	PHOL	RS	SPI	TMILL	WHA
AJ	BSBM	EGCO	ILM	MATCH	PIMO	RWI	SPRC	TMT	WHAUP
AKP	BTS	EP	INET	MBAX	PK	S&J	SRICHA	TNITY	WICE
AMA	BWG	EPG	INOX	MBK	PL	SAAM	SSF	TNL	WIKI
AMANAHA	CEN	ERW	INSURE	MC	PLANB	SABINA	SSP	TNP	XO
AMATA	CENDEL	ESTAR	INTUCH	MCOT	PLANET	SAK	SSSC	TNR	YUASA
AMATAV	CFRESH	ETC	IRPC	META	PLAT	SAPPE	SST	TOG	ZIGA
AP	CGH	ETE	ITEL	MFC	PM	SAT	STA	TOP	
APCS	CHEWA	FNS	IVL	MFEC	PPP	SC	STGT	TOPP	
AS	CHOTI	FPI	JAS	MILL	PPPM	SCB	STOWER	TPA	
ASIAN	CHOW	FPT	JKN	MINT	PPS	SCC	SUSCO	TPCS	
ASK	CIMBT	FSMART	JR	MONO	PR9	SCCC	SVI	TRT	
ASP	CM	FTE	JTS	MOONG	PREB	SCG	SYMC	TRU	
AWC	CMC	GBX	KASET	MSC	PRG	SCGP	SYNTEC	TRUE	
AYUD	CMCF	GC	KBANK	MST	PRINC	SCM	TAE	TSC	
B	COM7	GCAP	KBS	MTC	PRM	SCN	TAKUNI	TSI	
BAFS	COTTO	GEL	KCAR	MTI	PROS	SEA OIL	TASCO	TSTE	
BAM	CPALL	GFPT	KCC	NATION	PSH	SE-ED	TCAP	TSTH	
BANPU	CPAXT	GGC	KCE	NCAP	PSL	SELIC	TFG	TTB	
BAY	CPF	GJS	KGEN	NEP	PSTC	SENA	TFI	TTCL	
BBGI	CPI	GPI	KGI	NKI	PT	SGC	TFMAMA	TU	
BBL	CPL	GPSC	KKP	NOBLE	PTECH	SGP	TGE	TVDH	
BCH	CPN	GSTEEL	KSL	NRF	PTG	SIRI	TGH	TVO	
BCP	CPW	GULF	KTB	OCC	PTT	SITHAI	THANI	TWPC	
BCPG	CRC	GUNKUL	KTC	OGC	PTTEP	SKR	THCOM	U	
BE8	CSC	HANA	L&E	OR	PTTGC	SMIT	THIP	UBIS	

N/A

3K-BAT	BDMS	CPNCG	GL	KTIS	MPIC	PRIN	SHR	TCCC	TTT
A	BEAUTY	CPNREIT	GLAND	KWC	M-STOR	PRO	SHREIT	TCJ	TTW
AAV	BEM	CPT	GLOCON	KYE	NC	PROSPECT	SIAM	TCOAT	TU-PF
ACC	BH	CPTGF	GRAMMY	LALIN	NCH	PTL	SIRIP	TEAM	TWP
ACG	BIG	CRANE	GRAND	LEE	NEW	QHHR	SISB	TEAMG	TWZ
AEONTS	BIOTEC	CSP	GROREIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AFC	BIZ	CSR	GVREIT	LHPF	NNLV	QHPF	SKY	TFIF	UAC
AGE	BJC	CSS	GYT	LHSC	NOVA	RAM	SLP	TFM	UMI
AHC	BJCHI	CTARAF	HFT	LOXLEY	NSL	RCL	SM	TGPRO	UNIQ
AIMCG	BKD	CTW	HPF	LPF	NTV	RICHY	SMT	TH	UP
AIMIRT	BKKCP	CWT	HTECH	LPH	NUSA	RJH	SNNP	THAI	UPOIC
AIT	BLISS	DCON	HUMAN	LST	NV	ROCK	SO	THE	URBNPF
AJA	BOFFICE	DDD	HYDROGEN	LUXF	NVD	ROH	SOLAR	THG	UTP
AKR	BR	DIF	IFEC	MACO	NYT	ROJNA	SPCG	THL	UVAN
ALLA	BROCK	DREIT	IMPACT	MANRIN	OHTL	RPC	SPG	TIF1	VARO
ALLY	BRRGIF	DTCENT	INREIT	MATI	OISHI	RPH	SPRIME	TK	VNG
ALUCON	BTNC	DTCI	INGRS	MAX	ONEE	RSP	SQ	TKC	VPO
AMARIN	BTSGIF	EASON	INSET	M-CHAI	PACE	S	SRIPANWA	TLHPF	VRANDA
AMATAR	BUI	EE	IT	MCS	PAF	S11	SSC	TLI	WAVE
AMR	B-WORK	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WFX
ANAN	CCET	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTRT	TNPF	WGE
AOT	CCP	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHABT
APCO	CGD	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STEC	TPBI	WHAIR
APEX	CH	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TPIPL	WHART
APURE	CHARAN	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TPIPP	WIN
AQ	CHAYO	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	WORK
ASAP	CHG	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	WORLD
ASEFA	CITY	FN	KC	MJLF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	WP
ASIA	CIVIL	FORTH	KDH	MK	POPF	SCAP	SUN	TRC	
ASIMAR	CK	FTI	KEX	ML	PORT	SCI	SUPER	TRITN	
AURA	CKP	FTREIT	KIAT	MNIT	POST	SCP	SUPEREIF	TRUBB	
B52	CMAN	FUTUREPF	KISS	MNIT2	PPF	SDC	SUTHA	TSE	
BA	CMR	GAHREIT	KKC	MNRF	PRAKIT	SEAFKO	SYNEX	TSR	
BAREIT	CNT	GENCO	KPNPF	MOSHI	PRECHA	SFP	TC	TTI	
BCT	CPH	GIFT	KTBSTMR	M-PAT	PRIME	SHANG	TCC	TTLPF	

Source : Thai Institute of Directors

คำชี้แจง ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2566 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC