

**BUY** (Unchanged)

**TP: Bt 75.00** (From: Bt 65.00)

**Change in Numbers**
**Upside : 19.0%**

# Gulf Development Pcl (GULF TB)

## โอกาสการเติบโตจาก PDP 2026


**NUTTAPOP PRASITSUKSANT**

662-779-9119

nuttapop.pra@ttbwealth.co.th

เราปรับราคาเป้าหมาย **GULF** ขึ้นเป็น 75 บาท หลังรวมโอกาสการเติบโตจากแผน PDP ใหม่ และแผนการลงทุนธุรกิจดาต้าเซ็นเตอร์ในเชิงรุกมากขึ้นของบริษัท เราปรับกำไร **GULF** ขึ้น 3-5% ในปี 2026-28F จากธุรกิจโทรคมนาคมและอัตรากำไรจากโรงไฟฟ้า IPP ที่ดีกว่าคาด เราคงคำแนะนำ “ซื้อ”

### รวมมูลค่าจากโอกาสการเติบโตใหม่; คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” **GULF** และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) ขึ้นเป็น 75 บาท จากเดิมที่ 65 บาท ซึ่งสะท้อนเฉพาะธุรกิจที่ดำเนินการแล้วและสัญญาที่อยู่ในมือ โดย 1) ด้วยเราคาดแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้า (PDP) ฉบับใหม่จะประกาศออกมาในปีนี้ เราจึงรวมมูลค่าจากสมมติฐานของเราว่า **GULF** จะได้ส่วนแบ่ง 30% ของสัญญาซื้อขายไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน และสัญญา IPP ใหม่ที่จะทยอยประมูลในช่วง 10 ปีข้างหน้า ซึ่งทำให้กำลังการผลิตไฟฟ้าของบริษัทเพิ่มจาก 8.9GW ในปี 2025 เป็น 33GW ในปี 2045F อิงจากที่ **GULF** ได้สัญญาการผลิตไฟฟ้าพลังงานทดแทนราว 30% ของกำลังการผลิตรวมที่เปิดประมูลเมื่อปี 2023 2) เรารวมมูลค่าจากสมมติฐานว่า **GULF** จะพัฒนาโครงการดาต้าเซ็นเตอร์ได้ครึ่งหนึ่งจากเป้าหมายของบริษัทที่ 2.0GW ภายในปี 2030F 3) เราปรับกำไร **GULF** ในปี 2026-28F ขึ้น 3-5% จากกำไรของธุรกิจโทรคมนาคมและอัตรากำไรของโครงการ IPP ที่ดีกว่าคาด และ 4) เราคาด **GULF** จะมี EPS เติบโตเฉลี่ย 15% ต่อปี ในช่วงปี 2026-28F

### มูลค่าเพิ่ม 5.7 บาทต่อหุ้น จากแผน PDP ใหม่

เพื่อให้ประเทศไทยบรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ และการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนเป็น 70% ภายในปี 2050 เราคาดว่าแผน PDP ใหม่จะปลดล็อกสัญญาผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 45GW ลม 15GW และก๊าซซอกอีก 10GW ใน 10 ปีหน้า และให้สมมติฐานว่า **GULF** จะได้สัญญาพลังงานแสงอาทิตย์ 15GW ลม 5GW และก๊าซซอก 3GW จากโควตาดังกล่าวซึ่งเริ่มดำเนินงานตามแสดงใน Exhibit 4 และมองว่า **GULF** สามารถจัดสรรเงินลงทุนราว 7.30 แสนลบ. สำหรับโครงการดังกล่าวได้ จากข้อกำหนดอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อหุ้นที่ 3.0 เท่า เทียบกับปัจจุบันอยู่ที่ 0.8 เท่า โดยมีฐานทุน 3.60 แสนลบ. และ EBITDA 2.8 หมื่นลบ. ในปี 2026F โดยหาก **GULF** ได้สัญญาพลังงานทดแทนและก๊าซซอกมาก/น้อยกว่าที่เราคาดทุก 1GW ราคาเป้าหมายจะเพิ่ม/ลด 0.20 บาท และ 0.35 บาท ต่อหุ้นตามลำดับ

### มูลค่าเพิ่ม 4.7 บาทต่อหุ้น จากการพัฒนาโครงการดาต้าเซ็นเตอร์

นอกจากโครงการที่กำลังพัฒนารวม 164MW ผ่านบริษัทร่วมทุน **GULF** ตั้งเป้าจะพัฒนาโครงการดาต้าเซ็นเตอร์ในไทยด้วยตนเองอีก 2GW ภายในปี 2035F ซึ่งได้แรงหนุนจากโอกาสการย้ายที่ตั้งของผู้ให้บริการคลาวด์ขนาดใหญ่ และการย้ายถิ่นฐานของผู้เชี่ยวชาญด้านเทคโนโลยี จากพื้นที่ความขัดแย้งในตะวันออกกลางมายังประเทศไทยซึ่งอาจเป็นหนึ่งในศูนย์กลางดิจิทัลใหม่ของเอเชีย เรามองว่า **GULF** มีจุดแข็ง คือ ความสามารถในการหาที่ดินที่เหมาะสมและการจัดหาพลังงานไฟฟ้าได้ทั้งไฟฟ้าหลักจากเชื้อเพลิงฟอสซิลและไฟฟ้าสีเขียว เราใช้สมมติฐานว่า **GULF** จะบรรลุครึ่งหนึ่งของเป้าหมายซึ่งเพิ่มมูลค่าราคาเป้าหมายของเราขึ้น 4.7 บาท โดยการเพิ่มขึ้น/ลดลงทุก 100MW จะทำให้ราคาเป้าหมายของเราเปลี่ยนไป 0.5 บาท

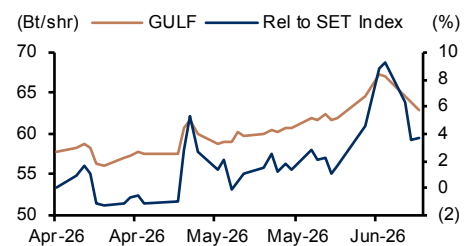
### EPS เติบโตเฉลี่ย 15% ต่อปีในช่วงปี 2026-28F จากธุรกิจใหม่

เราคงกำไรต่อหุ้น (EPS) ของ **GULF** เติบโต 22/13/11% ในปี 2026-28F ซึ่งมาจากธุรกิจปัจจุบันทั้งหมด เนื่องจากเราคงกำไรจากโอกาสธุรกิจใหม่ข้างต้นจะยังไม่ถูกรับรู้จนกว่าจะปี 2031F ทั้งนี้ปัจจัยหนุนการเติบโตกำไรระยะสั้นมาจาก กำไรจากธุรกิจโทรคมนาคมที่เพิ่มขึ้น และการเริ่ม COD โรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนที่ได้จากการประมูลในปี 2023 เรามองมูลค่าพื้นฐานที่ PE 27 เท่าในปี 2026F ยังไม่แพงเมื่อเทียบกับประมาณการ EPS เติบโต 12% ต่อปีในช่วง 10 ปีข้างหน้า (2026-35F)

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	129,667	138,500	141,857	145,891
Net profit	86,562	35,025	39,722	44,121
Consensus NP	—	34,506	38,178	43,127
Diff frm cons (%)	—	1.5	4.0	2.3
Norm profit	28,777	35,025	39,722	44,121
Prev. Norm profit	—	33,489	37,728	42,897
Chg frm prev (%)	—	4.6	5.3	2.9
Norm EPS (Bt)	1.93	2.34	2.66	2.95
Norm EPS grw (%)	30.5	21.7	13.4	11.1
Norm PE (x)	32.7	26.9	23.7	21.3
EV/EBITDA (x)	47.3	43.9	39.5	34.9
P/BV (x)	2.8	2.6	2.5	2.4
Div yield (%)	0.0	2.2	2.5	2.8
ROE (%)	8.6	10.1	10.8	11.4
Net D/E (%)	84.7	78.2	79.0	78.7

### PRICE PERFORMANCE



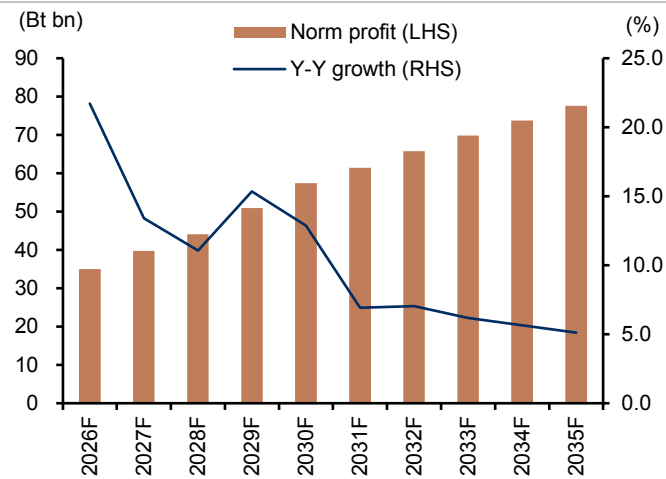
### COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Jun-26 (Bt)	63.00
Market Cap (US\$ m)	28,619.5
Listed Shares (m shares)	14,939.8
Free Float (%)	32.1
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	80.2
12M Price H/L (Bt)	67.25/38.75
Sector	Utilities
Major Shareholder	Mr. Sarath Rattanawadi 29.28%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

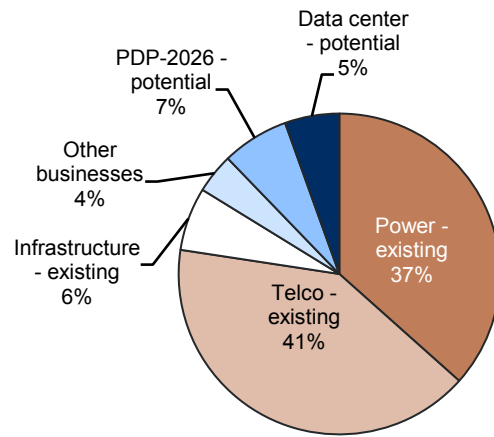
ESG Summary Report ..... P8

**Ex 1: Steady Earnings Growth Over The Next Decade**



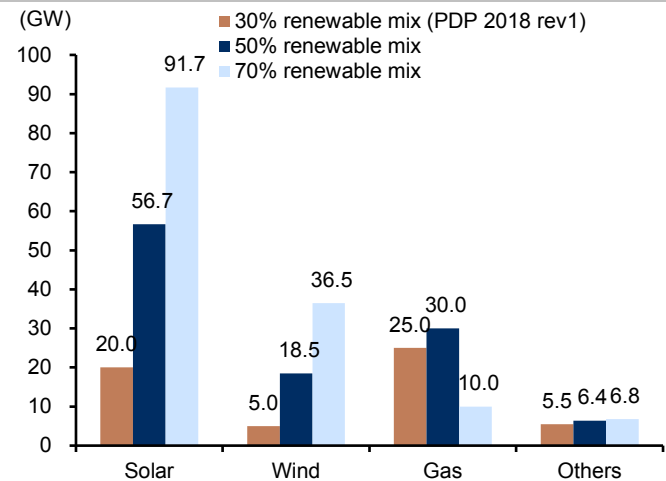
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 2: We Factor In Business Opportunities In Our New TP**



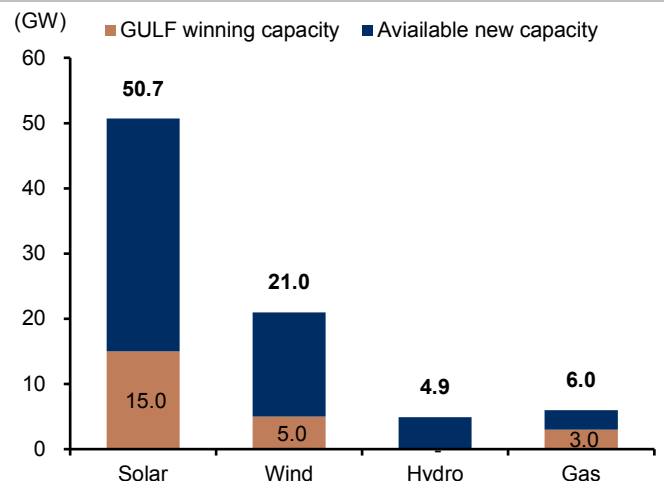
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 3: Capacity Required In 2050F Per RE Generation Mix**



Source: ttb wealth estimates

**Ex 4: We Expect GULF To Win 30% Of 10-Year New PPAs**



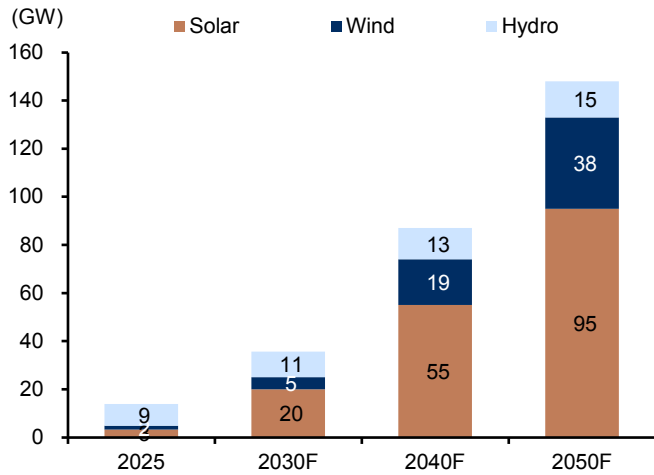
Source: ttb wealth estimates

**Ex 5: Our Projection Of Thailand's 2050F Generating Capacity To Reach 70% RE Target**

	Installed capacity (GW)	Capacity factor (hours/day)	Annual generation (TWh)	% mix
Solar	95.0	4.1	141.5	34.9%
Wind	38.0	6.5	90.7	22.4%
Hydro	15.0	8.4	46.0	11.3%
SMR	2.4	21.6	18.9	4.7%
<b>Total renewable</b>	<b>150.4</b>		<b>297.1</b>	<b>73.2%</b>
Natural gas	38.0	6.7	93.2	23.0%
Coal	-	6.7	-	0.0%
Others	7.0	8.0	15.5	3.8%
<b>Total conventional</b>	<b>45.0</b>		<b>108.7</b>	<b>26.8%</b>
<b>Grand total</b>	<b>195.4</b>		<b>405.8</b>	<b>100.0%</b>

Source: ttb wealth estimates

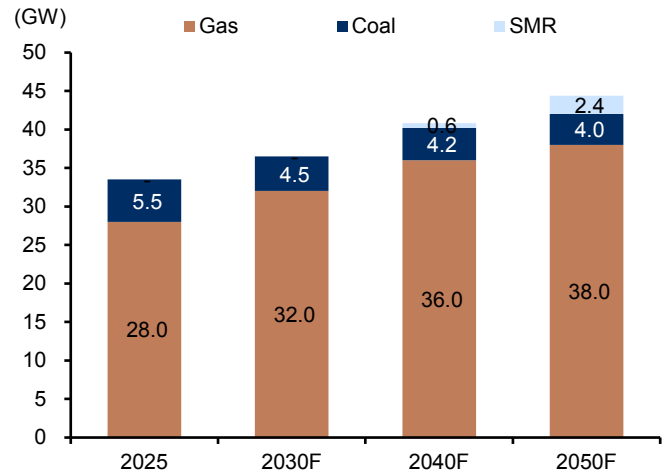
**Ex 6: Accelerating Renewable Expansion**



Source: ttb wealth estimates

Note: Progress in renewable capacity development in Thailand to achieve the target of a 70% renewable mix by 2050.

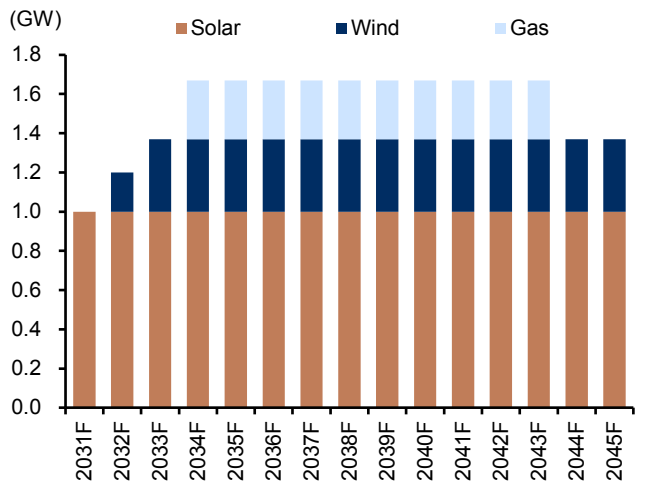
**Ex 7: Conventional Growing Slightly As The Baseload**



Source: ttb wealth estimates

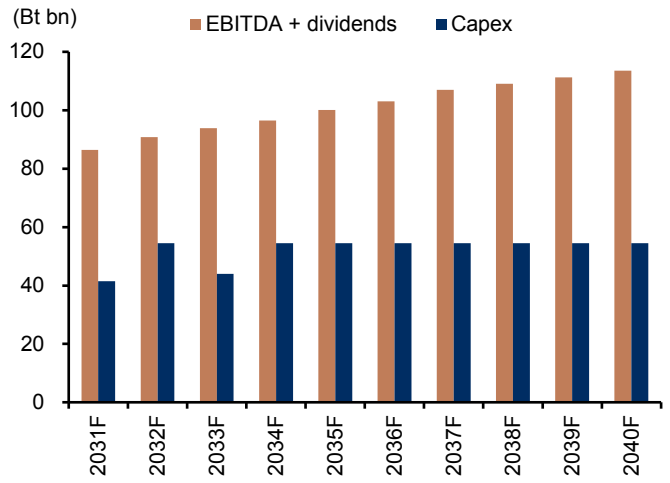
Note: Progress in conventional capacity as the baseload to support an increasing renewable generation mix

**Ex 8: Assumed COD Schedule For GULF's Winning PPAs**



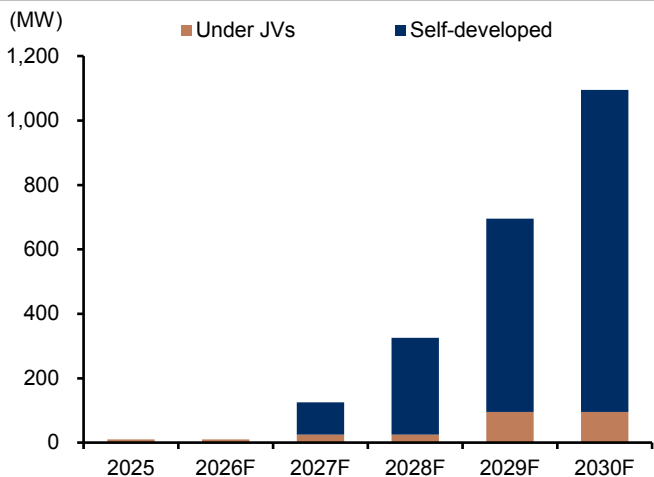
Source: ttb wealth estimates

**Ex 9: Operating Cash Flow Comfortably Funds The Capex**



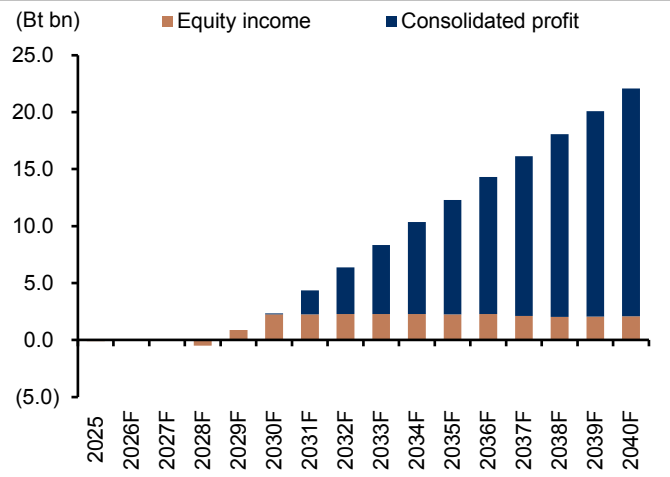
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 10: More Aggressive Data Center Expansion**



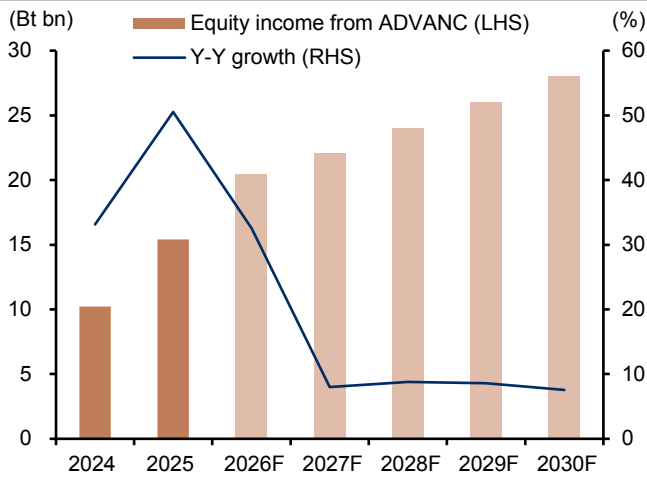
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 11: We Expect Meaningful Profits From 2030F**



Sources: Company data, ttb wealth estimates

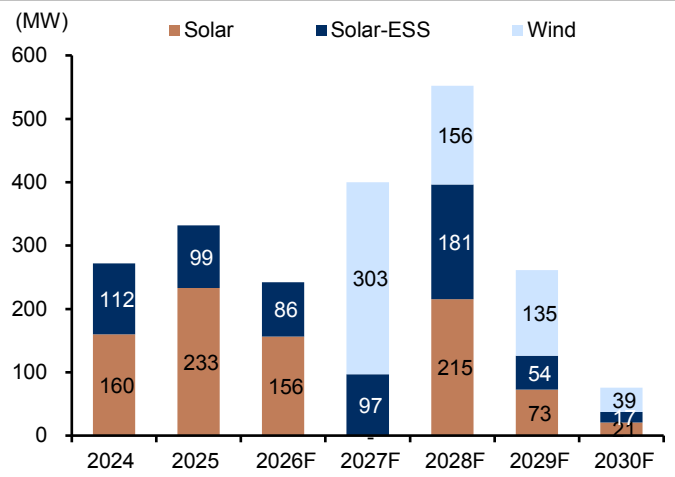
**Ex 12: Growing Equity Income From ADVANC**



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Note: Amalgamation between Gulf Energy Development Pcl and Intouch Holdings Pcl in April 2025 raised GULF's stake in ADVANC from 23.3% to 40.4%.

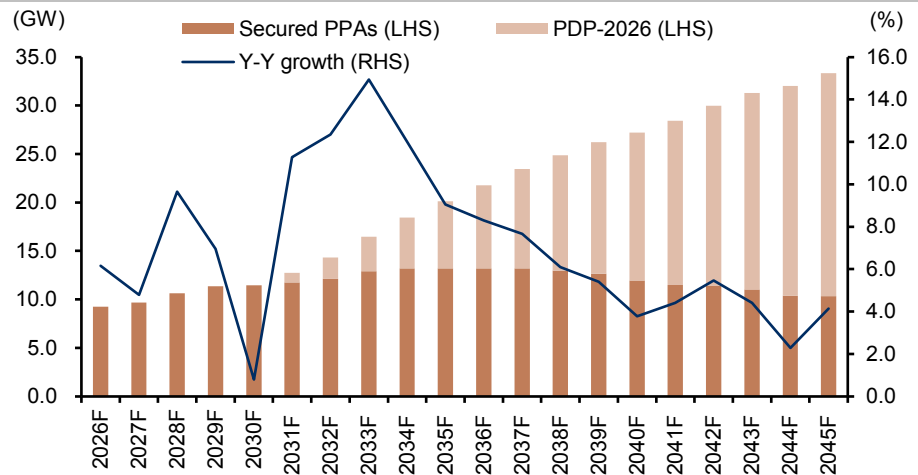
**Ex 13: Scheduled COD Of Renewable PPAs From 2023 Bid**



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Note: Based on GULF's secured PPAs, including those under JVs

**Ex 14: Our Projections For GULF's Long-Term Power Generation Capacity**



Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 15: Sum-of-the-Parts Valuation

SOTP valuation	Equity value (Bt m)	Valuation method	WACC	Value (Bt/share)
<b>1. Power generation business</b>	<b>467,136</b>			<b>31.3</b>
<b>1.1 IPP power plants</b>				<b>11.1</b>
- GRSC	66,507	DCF	4.4%	4.5
- GPD	58,951	DCF	4.8%	3.9
- GJP (IPP)	8,088	DCF	5.3%	0.5
- HKP	26,047	DCF	5.2%	1.7
- BPP	5,579	DCF	6.0%	0.4
<b>1.2 SPP power plants</b>				<b>3.7</b>
- GMP	46,236	DCF	7.2%	3.1
- GJP (SPP)	9,168	DCF	9.3%	0.6
<b>1.3 Domestic renewable projects</b>				<b>10.7</b>
- Gulf Gunkul	9,971	DCF	6.3%	0.7
- RE Biglot 2023	112,511	DCF	5.2%	7.5
- GULF 1	13,764	DCF	6.4%	0.9
- Hydropower	17,566	DCF	7.7%	1.2
- Others	6,160	DCF	8.0%	0.4
<b>1.4 Overseas power plants</b>				<b>5.8</b>
- Duqm	5,591	DCF	8.0%	0.4
- Jackson	58,212	DCF	8.0%	3.9
- Borkum	6,969	DCF	8.0%	0.5
- Vietnam renewables	4,570	DCF	7.5%	0.3
- UK offshore wind	11,246	DCF	8.0%	0.8
<b>2. Digital business</b>	<b>520,776</b>			<b>34.9</b>
- ADVANC	505,139	DCF	7.2%	33.8
- THCOM	5,650	DCF	11.5%	0.4
- GSA Datacenter	9,988	DCF	4.9%	0.7
<b>3. Infrastructure business</b>	<b>81,379</b>			<b>5.4</b>
- Natural gas trading and distribution	12,727	DCF	7.0%	0.9
- LNG terminal & trading	42,663	DCF	8.0%	2.9
- Industrial deep-sea port	17,236	DCF	8.0%	1.2
- Intercity motorway	8,753	DCF	7.0%	0.6
<b>4. Other investments</b>	<b>51,150</b>			<b>3.4</b>
- KBANK	51,150	DDM	10.5%	3.4
<b>5. Potential new capacity</b>	<b>85,850</b>			<b>10.4</b>
- 15GW solar projects (PDP-2026)	36,000	DCF	7.0%	2.4
- 5GW wind projects (PDP-2026)	35,000	DCF	7.5%	2.3
- 3GW gas projects (PDP-2026)	14,850	DCF	8.0%	1.0
- 1GW data center projects	69,914	DCF	6.9%	4.7
<b>6. Net debt &amp; HQ</b>	<b>(155,296)</b>			<b>(10.4)</b>
<b>Total (1 + 2 + 3 + 4 + 5 - 6)</b>	<b>1,050,996</b>			<b>75.0</b>

Source: ttb wealth estimates estimates

## Valuation Comparison

### Ex 16: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	11.4	(7.0)	14.8	16.0	1.0	1.0	na	55.6	4.6	4.7
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	(23.9)	9.5	14.0	12.8	0.8	0.7	11.5	10.9	4.5	5.0
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	(8.2)	2.7	8.0	7.8	0.8	0.8	8.1	7.7	5.0	5.2
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	4.0	2.6	15.7	15.3	1.7	1.6	9.7	9.4	4.4	4.5
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	3.7	3.2	18.1	17.5	1.3	1.3	56.5	62.4	5.0	5.0
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(12.2)	1.0	9.8	9.7	1.2	1.1	10.3	10.1	4.8	5.0
Tata Power	TPWR IN	India	1.3	13.7	30.1	26.5	3.2	2.9	13.7	11.9	0.6	0.7
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	12.9	5.2	17.1	16.2	1.5	1.5	7.5	7.1	3.8	4.0
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(21.2)	na	15.2	na	1.4	1.4	8.6	7.8	2.5	2.5
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	(23.2)	12.2	17.3	15.4	1.5	1.4	11.3	10.2	2.0	2.2
Manila Electric	MER PM	Philippines	8.7	10.1	12.0	10.9	3.4	3.2	10.6	9.3	4.9	5.3
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	17.6	21.3	9.0	7.4	0.6	0.6	19.1	15.4	4.6	4.6
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(33.3)	126.9	44.5	19.6	1.1	1.1	11.6	10.8	3.1	3.6
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	34.3	4.0	7.8	7.5	0.6	0.6	11.9	9.7	5.3	5.3
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	(0.5)	2.2	8.1	7.9	0.6	0.6	8.8	8.7	3.9	3.9
Energy Absolute Pcl*	EA TB	Thailand	41.3	(52.2)	5.9	12.3	0.3	0.3	6.3	6.6	0.0	0.0
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	46.5	(1.5)	6.5	6.6	0.5	0.5	25.7	25.7	5.7	5.7
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	5.2	25.0	21.2	16.9	1.1	1.0	11.7	10.4	3.8	3.8
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	21.7	13.4	26.9	23.7	2.6	2.5	43.9	39.5	2.2	2.5
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	8.0	8.2	17.7	16.4	2.3	2.1	15.5	15.4	3.2	3.2
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	8.9	14.2	9.5	8.3	0.7	0.6	14.5	13.3	5.4	5.4
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	(5.5)	35.9	19.7	14.5	1.7	1.6	23.2	20.7	4.2	4.2
<b>Average</b>			<b>4.4</b>	<b>11.9</b>	<b>15.9</b>	<b>13.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>16.2</b>	<b>17.2</b>	<b>3.8</b>	<b>3.9</b>

Sources: Bloomberg, \* Thanachart estimates

Based on 10 June 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท กัลฟ์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) หรือ GULF ก่อตั้งขึ้นจากการควบรวมกิจการระหว่างบริษัท กัลฟ์ เอนเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) และบริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) ในเดือนเมษายน 2025 ปัจจุบันบริษัทดำเนินธุรกิจหลัก 4 กลุ่ม ได้แก่ 1) ผลิตไฟฟ้า โดยมีกำลังการผลิตที่ได้รับการรับรองรวม 13.1GW ทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยกำลังการผลิตดำเนินการแล้ว ณ ปี 2025 อยู่ที่ 9.0GW 2) ธุรกิจดิจิทัล ซึ่งประกอบด้วยบริการโทรคมนาคมผ่านบริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (ADVANC) รวมถึงธุรกิจเกิดใหม่อย่าง ดาต้าเซ็นเตอร์ และบริการคลาวด์ 3) ธุรกิจพลังงานที่เน้นการค้าก๊าซธรรมชาติและโครงสร้างพื้นฐานต้นน้ำ เช่น ท่าเรือ LNG และระบบโลจิสติกส์ 4) โครงสร้างพื้นฐานสาธารณะ ได้แก่ ทางด่วนและท่าเรือคอนเทนเนอร์น้ำลึก

Source: ttb wealth

## TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- ธุรกิจหลักมีขนาดใหญ่ในอุตสาหกรรมซึ่งเป็นโครงสร้างพื้นฐานรากฐานที่สำคัญของประเทศไทย
- การดำเนินงานที่สำคัญอยู่ภายใต้สัญญาระยะยาวกับหน่วยงานที่ได้รับการสนับสนุนจากภาครัฐ

## O — Opportunity

- จะมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าเพิ่มขึ้นทั้งจากแหล่งพลังงานแบบดั้งเดิมและพลังงานทดแทน ตามแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าใหม่
- GULF เป็นผู้บุกเบิกธุรกิจศูนย์ข้อมูล (data center) และบริการคลาวด์ ที่กำลังเกิดขึ้นในประเทศไทย

## CONSENSUS COMPARISON

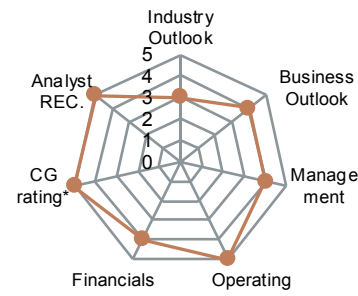
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	72.51	75.00	3%
Net profit 26F (Bt m)	34,506	35,025	2%
Net profit 27F (Bt m)	38,178	39,722	4%
Consensus REC	BUY: 24	HOLD: 0	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรปี 2026-27F ของเราสูงกว่าตัวเลขที่นักวิเคราะห์ในตลาด 2-4% ซึ่งอาจเป็นเพราะเราคาดว่าผลกระทบจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นในระยะสั้นจะมีน้อยกว่า
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 3% ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นผลมาจากสมมติฐานที่มองในแง่ดีมากขึ้นของเราต่อศักยภาพของ GULF ในการขยายกำลังการผลิตไฟฟ้าและดาต้าเซ็นเตอร์ในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

## COMPANY RATING



Source: ttb wealth; \*CG Rating

## Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

## W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนในงบดุลค่อนข้างสูง แม้จะเป็นไปตามแผนที่วางไว้ เนื่องจากบริษัทยังคงมีการก่อหนี้ทั้งจากเงินกู้ธนาคารและหุ้นกู้ในประเทศ เพื่อสนับสนุนรอบการลงทุน (Capex)
- ยังคงพึ่งพาพันธมิตรระดับโลกในการขยายธุรกิจใหม่

## T — Threat

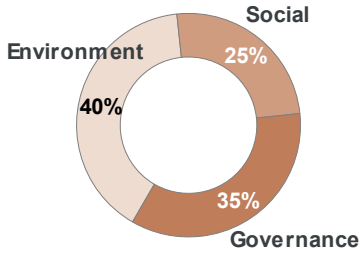
- ธุรกิจมีการกระจุกตัวสูงในอุตสาหกรรมที่ถูกควบคุมในประเทศไทย จึงเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงด้านกฎระเบียบ
- การเข้ามาของผู้เล่นชั้นนำระดับโลกในธุรกิจดิจิทัลในประเทศไทย อาจทำให้ความสามารถในการแข่งขันของ GULF ลดลง

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

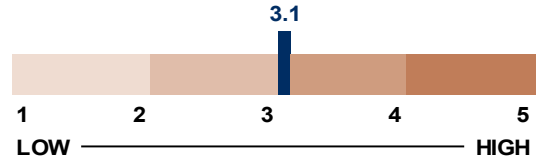
- ผลกระทบจากความเสี่ยงด้านนโยบายที่รุนแรงกว่าที่คาดต่ออัตราค่าไฟของ SPP ถือเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อกำไรระยะสั้นของ GULF
- ระยะเวลาการพัฒนาที่นานกว่าคาด หรือผลกำไรที่ต่ำกว่าคาดจากโครงการใหม่ จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อคาดการณ์กำไรและมูลค่าหุ้นในระยะยาวของเรา
- การดำเนินการที่เข้มงวดของรัฐบาลไทยในการยกเลิกหรือแก้ไขสัญญาซื้อขายไฟฟ้า จะเป็นความเสี่ยงสำคัญที่อาจทำลายมุมมองเชิงบวกต่อ GULF ของเรา
- กำไรที่ต่ำกว่าคาดจากธุรกิจเกิดใหม่ เช่น ดาต้าเซ็นเตอร์ บริการคลาวด์ และโครงสร้างพื้นฐานก๊าซธรรมชาติ ถือเป็นความเสี่ยงต่อมูลค่าหุ้นของเรา

Source: ttb wealth

**ESG Weighting**



**ESG Rating**



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
<b>GULF</b>	<b>YES</b>	<b>AA</b>	-	<b>3.11</b>	<b>BBB</b>	-	<b>5.0</b>

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



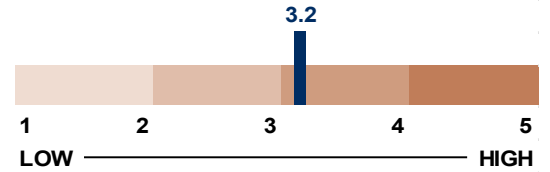
**ESG Summary**

- บมจ. กัลฟ์ ดีเวลลอปเม้นท์ (GULF) เป็นผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนรายใหญ่ที่สุดของประเทศไทย โดยมีพอร์ตโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการอยู่แล้ว ประกอบด้วยโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติขนาด 7.8GW และโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน 1.3GW นอกจากนี้ บริษัทยังลงทุนในสินทรัพย์โครงสร้างพื้นฐานด้านโลจิสติกส์ ได้แก่ ท่าเรือคอนเทนเนอร์น้ำลึก และสถานีรับ-จ่ายก๊าซ LNG พร้อมทั้งได้รับใบอนุญาตนำเข้า LNG เข้าประเทศ GULF ยังรุกเข้าสู่ธุรกิจเศรษฐกิจใหม่ (New Economy) อย่าง ดาต้าเซ็นเตอร์และบริการคลาวด์ เพื่อสานต่อการเติบโตของธุรกิจในระยะยาว
- เราให้คะแนน ESG แก่ GULF สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ระดับ 3.2 หนุนโดยด้านสิ่งแวดล้อม (E) ที่แข็งแกร่ง จากการดำเนินงานปรับเปลี่ยนสู่พลังงานทดแทนอย่างต่อเนื่อง และด้านสังคม (S) ที่โดดเด่น จากความเป็นเลิศในการดำเนินงานในฐานะผู้ให้บริการโครงสร้างพื้นฐานสำคัญของประเทศ ควบคู่กับการสนับสนุนกิจกรรมเพื่อสังคมในหลากหลายด้าน อย่างไรก็ตาม จุดแข็งดังกล่าวถูกหักล้างบางส่วนด้วยคะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ที่อยู่ในระดับปานกลาง ซึ่งสะท้อนถึงมุมมองของเราเกี่ยวกับโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท
- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ที่อยู่ในระดับดีที่ 3.2 สะท้อนถึงพอร์ตการผลิตไฟฟ้าของบริษัทที่สอดคล้องกับแนวทางการเปลี่ยนผ่านด้านสภาพภูมิอากาศของโลก แม้ว่าโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติยังคงเป็นแหล่งสร้างกระแสเงินสดหลัก แต่สัดส่วนพลังงานทดแทนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจาก 11% ในปี 2025 เป็น 38% ในปี 2035 ตามสัญญาที่บริษัทได้แล้ว
- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) แก่ GULF ในระดับดีที่ 3.4 หนุนโดยการดำเนินงานที่มีความน่าเชื่อถือ มาตรฐานด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยที่เข้มแข็งในโรงไฟฟ้า ตลอดจนโครงการพัฒนาบุคลากรและผู้บริหารที่มีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ บริษัทยังมีส่วนร่วมในโครงการระดับประเทศและกิจกรรมเพื่อชุมชนอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสอดคล้องกับบทบาทของการเป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ชั้นนำของไทย
- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) แก่ GULF ในระดับปานกลางที่ 2.9 เรามีความประทับใจต่อความยั่งยืนทางธุรกิจในระยะยาวของบริษัท จากการลงทุนเชิงรุกในพลังงานทดแทนและบริการดิจิทัล อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันยังคงกล่าวถูกหักล้างบางส่วนจากโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่เรามองว่ายังไม่สอดคล้องกับแนวปฏิบัติที่ดีที่สุด



We assign GULF a decent 3.2 E score, backed by a strong alignment of its power generation portfolio with the global energy transition pathway. In addition to the company's efficient gas-fired power assets, GULF's renewable mix is expanding with accelerating renewable bidding in Thailand.

Environment (E) Rating



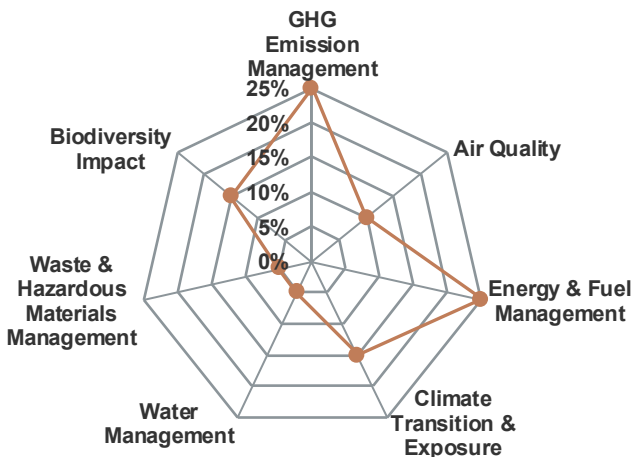
**ENVIRONMENT**

**Our Comments**

- Air Quality
- Biodiversity Impact
- Climate Transition & Exposure
- Energy & Fuel Management
- GHG Emission Management
- Waste & Hazardous Materials Management
- Water Management

- We assign a decent E score of 3.2 to GULF, mainly since we see its electricity generation portfolio as already aligned with national standards, while its expanding renewable mix from more renewable contracts to be bid out in Thailand is driving GULF's generation portfolio closer to global climate transition pathways.
- GULF's power generation portfolio, which remains its core business pillar, comprises 89% natural gas and 11% solar and wind projects, with no coal exposure as of 2025. Despite a smaller renewable portion than the national grid with a 15% mix, GULF delivers a carbon emission intensity of 0.44 tCO<sub>2</sub>e/MWh, outperforming the national grid's average of 0.50 in 2024, likely due to stronger generation efficiency.
- GULF is progressing in line with global climate transition trends by having gas-fired power as its baseload generation, while its renewable mix is targeted to rise to 38% by 2035F, based on its secured contracts with further upside to its renewable share, as we believe GULF will be one of the major contenders in future domestic renewable bids.
- Backed by its scale advantages and procurement strengths, GULF has been able to deploy modern combined-cycle gas turbine technology, enabling its power plants to operate at good efficiency and high availability factors. This results in its emissions intensity being below the overall national grid's.
- GULF has always incorporated biodiversity considerations at the project development stage, including environmental impact assessments and mitigation measures. However, we see the approach remaining at the risk-management aspect rather than outcome-driven improvement initiatives.
- Water usage is critical for power generation, particularly for cooling systems. Having said that, GULF has been delivering strong compliance and operational discipline in water sourcing, treatment, and discharge. We believe that GULF's above-average water management performance is backed by more modernized generation technology at its relatively newer projects than the industry's.

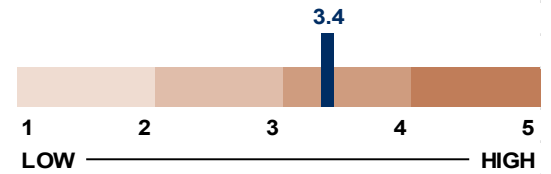
**SCALE WEIGHTING**



Sources: ttb wealth, Company data

We assign a decent S score of 3.4 to GULF, supported by its strong operational risk management and reliability as a critical electricity and infrastructure provider for the country. Health and safety practices and workforce development support for its staff appear to meet best-practice standards, in our view.

Social (S) Rating



SOCIAL

Our Comments

- Health, Safety & Well-being
- Human Rights & Community Relations
- Operational Risk Management

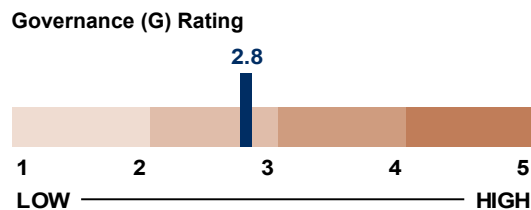
- We assign a decent S score of 3.4 to GULF, primarily reflecting strong operational excellence at its power plants and a solid project development track record. The company also contributes meaningfully to society, consistent with its role as one of Thailand’s major conglomerates.
- As one of the country’s major electricity generators, GULF places strong emphasis on operational reliability, system stability, and uninterrupted production, which we view as its most important social responsibility. This proven ability to consistently deliver baseload generation to support national economic activity and public services underpins its strong performance in social responsibility and operational risk management in our view.
- GULF operates health-sensitive power generation assets and construction-intensive environment, making workforce safety and health protection a critical aspect. In this regard, we are satisfied with the company’s health and safety compensation systems, safety training programs for employees, and strict contractor oversight across its project sites.
- GULF supports employee development through structured training programs in strengthening engineering, technical, and management capabilities at both plant and headquarters levels. This continuous development is increasingly important as GULF expands from its long-standing expertise in gas-fired power generation business into renewables and infrastructure segments, which require broader skill sets.
- Community engagement is well embedded in GULF’s project development process, particularly for large-scale power and infrastructure assets that interact directly with local communities. As one of Thailand’s largest corporates, GULF also provides sizable support for sports and cultural initiatives that promote tourism, and health-related assistance for low-income communities.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign a moderate 2.8 G score to GULF. While the company demonstrates strong strategic execution and business sustainability through investments aligned with global megatrends, its governance performance remains constrained by a weak board structure in relation to global best practices.



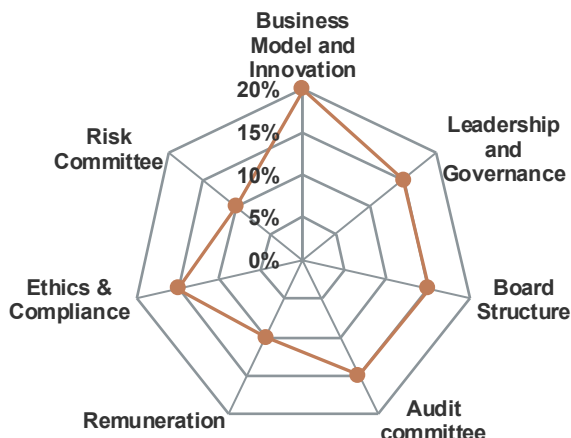
GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

- Business Model and Innovation
- Leadership and Governance
- Board Structure
- Audit committee
- Remuneration
- Ethics & Compliance
- Risk Committee

- We assign a G score of 2.8 to GULF, reflecting a mix of the company’s strong strategic investment decision-making to support long-term business sustainability, but a weak board composition compared with global best practices.
- We are impressed by GULF’s business sustainability and innovation strategy, particularly its proactive investments at scale in global megatrends, including renewable energy, digital infrastructure, and new economy-related businesses such as datacenter facilities and cloud-related services. We view this forward-looking capital allocation approach as supportive of GULF’s long-term business resilience.
- Amid its aggressive investment strategy, we see GULF’s risk management frameworks as adequate, covering key areas such as regulatory risk, project execution, fuel price volatility, and operational reliability. However, the faster pace and larger scale of expansion into new sectors and overseas markets are heightening the importance of disciplined governance oversight and transparent decision-making.
- That said, we note positively GULF’s audit committee, which is largely composed of independent directors. The company is also early among big corporates in establishing a sustainability committee that we believe could partially offset the risks associated with its aggressive growth strategy.
- Having said that, the absence of dedicated remuneration and nomination committees remains its weakness and may dilute alignment with global governance standards.
- GULF’s board chairman is an independent director. However, having only five independent directors out of a total of 12 board members falls short of the best practice 2/3 independent director ratio.
- Overall, we believe GULF is delivering sufficient governance disclosure, compliance practices, including board committees and internal control mechanisms, in line with expectations for a large listed Thai corporate. However, we continue to see room for improvement in transparency and effectiveness around board composition, succession planning, and linkage between executive remuneration and the long-term performance of the company.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	120,888	129,667	138,500	141,857	145,891
Cost of sales	97,143	103,708	111,902	111,819	112,244
<b>Gross profit</b>	<b>23,746</b>	<b>25,959</b>	<b>26,598</b>	<b>30,038</b>	<b>33,647</b>
% gross margin	19.6%	20.0%	19.2%	21.2%	23.1%
Selling & administration expenses	4,207	4,727	4,254	4,339	4,426
<b>Operating profit</b>	<b>19,539</b>	<b>21,233</b>	<b>22,344</b>	<b>25,698</b>	<b>29,221</b>
% operating margin	16.2%	16.4%	16.1%	18.1%	20.0%
Depreciation & amortization	0	5,231	6,125	6,508	7,787
<b>EBITDA</b>	<b>19,539</b>	<b>26,463</b>	<b>28,469</b>	<b>32,206</b>	<b>37,008</b>
% EBITDA margin	16.2%	20.4%	20.6%	22.7%	25.4%
Non-operating income	3,733	5,928	7,674	7,956	8,001
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(11,213)	(13,213)	(13,532)	(13,668)	(14,040)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>12,059</b>	<b>13,948</b>	<b>16,486</b>	<b>19,986</b>	<b>23,182</b>
Income tax	682	1,634	1,978	2,398	3,014
<b>After-tax profit</b>	<b>11,377</b>	<b>12,313</b>	<b>14,508</b>	<b>17,587</b>	<b>20,168</b>
% net margin	9.4%	9.5%	10.5%	12.4%	13.8%
Shares in affiliates' Earnings	15,891	21,474	25,732	27,923	30,405
Minority interests	(5,210)	(5,010)	(5,214)	(5,788)	(6,452)
Extraordinary items	(676)	57,786	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>21,383</b>	<b>86,562</b>	<b>35,025</b>	<b>39,722</b>	<b>44,121</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>22,058</b>	<b>28,777</b>	<b>35,025</b>	<b>39,722</b>	<b>44,121</b>
EPS (Bt)	1.43	5.79	2.34	2.66	2.95
Normalized EPS (Bt)	1.48	1.93	2.34	2.66	2.95

*Strong and sustainable earnings growth outlook*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	65,178	98,764	97,061	87,892	78,907
Cash & cash equivalent	33,937	52,162	56,416	46,416	36,416
Account receivables	18,778	29,375	22,767	23,319	23,982
Inventories	3,180	3,768	3,679	3,676	3,690
Others	9,284	13,459	14,199	14,481	14,819
Investments & loans	398,368	392,596	395,367	400,625	405,758
Net fixed assets	90,658	104,245	128,538	167,057	203,082
Other assets	150,066	178,205	179,920	181,652	183,400
<b>Total assets</b>	<b>704,271</b>	<b>773,810</b>	<b>800,887</b>	<b>837,225</b>	<b>871,147</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	71,781	95,874	84,423	87,776	88,617
Account payables	6,072	14,644	9,197	9,191	9,226
Bank overdraft & ST loans	11,392	22,708	7,314	7,542	7,715
Current LT debt	44,482	42,713	53,760	55,437	56,706
Others current liabilities	9,836	15,809	14,151	15,606	14,970
<b>Total LT debt</b>	<b>259,230</b>	<b>296,739</b>	<b>304,640</b>	<b>314,144</b>	<b>321,336</b>
Others LT liabilities	11,577	15,298	16,192	16,589	17,057
<b>Total liabilities</b>	<b>342,587</b>	<b>407,911</b>	<b>405,255</b>	<b>418,508</b>	<b>427,010</b>
Minority interest	29,689	30,226	35,441	41,228	47,681
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	14,940	14,940	14,940	14,940	14,940
Share premium	185,620	179,271	179,271	179,271	179,271
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	1,918	2,288	2,288	2,288	2,288
<b>Retained earnings</b>	<b>129,516</b>	<b>139,174</b>	<b>163,691</b>	<b>180,989</b>	<b>199,957</b>
Shareholders' equity	331,995	335,673	360,191	377,489	396,456
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>704,271</b>	<b>773,810</b>	<b>800,887</b>	<b>837,225</b>	<b>871,147</b>

*Still more debt headroom to support its capex cycle*

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	12,059	13,948	16,486	19,986	23,182
Tax paid	(671)	(535)	(2,484)	(2,083)	(3,140)
Depreciation & amortization	0	5,231	6,125	6,508	7,787
Chg In working capital	(1,154)	(2,613)	1,250	(556)	(642)
Chg In other CA & CL / minorities	6,241	17,918	23,839	28,781	29,558
<b>Cash flow from operations</b>	<b>16,476</b>	<b>33,947</b>	<b>45,216</b>	<b>52,635</b>	<b>56,744</b>
Capex	(423)	(18,817)	(30,418)	(45,027)	(43,811)
Right of use	(20)	159	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(701)	(211)	0	0	0
LT loans & investments	(1,597)	5,772	(2,771)	(5,258)	(5,134)
Adj for asset revaluation	0	17	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(31,252)	32,506	(771)	(1,285)	(1,230)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(33,992)</b>	<b>19,426</b>	<b>(34,009)</b>	<b>(51,620)</b>	<b>(50,225)</b>
Debt financing	31,413	47,753	3,555	11,408	8,635
Capital increase	0	(6,349)	(0)	0	0
Dividends paid	0	(4,212)	(10,508)	(22,424)	(25,153)
Warrants & other surplus	(16,891)	(72,340)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>14,522</b>	<b>(35,148)</b>	<b>(6,953)</b>	<b>(11,016)</b>	<b>(16,518)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(17,517)</b>	<b>53,373</b>	<b>11,207</b>	<b>1,016</b>	<b>6,518</b>

*Hefty cash flow from core businesses comfortably funds new investments*

## VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	42.7	32.7	26.9	23.7	21.3
Normalized PE - at target price (x)	50.8	38.9	32.0	28.2	25.4
PE (x)	44.0	10.9	26.9	23.7	21.3
PE - at target price (x)	52.4	12.9	32.0	28.2	25.4
EV/EBITDA (x)	62.6	47.3	43.9	39.5	34.9
EV/EBITDA - at target price (x)	71.7	54.1	50.2	45.1	39.7
P/BV (x)	2.8	2.8	2.6	2.5	2.4
P/BV - at target price (x)	3.4	3.3	3.1	3.0	2.8
P/CFO (x)	57.1	27.7	20.8	17.9	16.6
Price/sales (x)	7.8	7.3	6.8	6.6	6.5
Dividend yield (%)	0.0	0.0	2.2	2.5	2.8
FCF Yield (%)	(1.9)	5.7	1.2	0.1	0.7
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	1.48	1.93	2.34	2.66	2.95
EPS	1.43	5.79	2.34	2.66	2.95
DPS	0.00	0.00	1.41	1.60	1.77
BV/share	22.22	22.47	24.11	25.27	26.54
CFO/share	1.10	2.27	3.03	3.52	3.80
FCF/share	(1.17)	3.57	0.75	0.07	0.44

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	6.0	7.3	6.8	2.4	2.8
Net profit (%)	19.3	304.8	(59.5)	13.4	11.1
EPS (%)	19.3	304.8	(59.5)	13.4	11.1
Normalized profit (%)	39.3	30.5	21.7	13.4	11.1
Normalized EPS (%)	39.3	30.5	21.7	13.4	11.1
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	60.0	60.0	60.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	19.6	20.0	19.2	21.2	23.1
Operating margin (%)	16.2	16.4	16.1	18.1	20.0
EBITDA margin (%)	16.2	20.4	20.6	22.7	25.4
Net margin (%)	9.4	9.5	10.5	12.4	13.8
D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	1.7	1.6	1.7	1.9	2.1
Interest coverage - EBITDA (x)	1.7	2.0	2.1	2.4	2.6
ROA - using norm profit (%)	3.2	3.9	4.4	4.8	5.2
ROE - using norm profit (%)	6.7	8.6	10.1	10.8	11.4
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	3.5	3.7	4.2	4.8	5.2
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	19.3	20.9	21.7	23.7	25.5
- leverage (x)	2.1	2.2	2.3	2.2	2.2
- interest burden (%)	51.8	51.4	54.9	59.4	62.3
- tax burden (%)	94.3	88.3	88.0	88.0	87.0
WACC (%)	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1
ROIC (%)	3.2	3.1	3.0	3.4	3.6
NOPAT (Bt m)	18,433	18,745	19,663	22,614	25,422
invested capital (Bt m)	613,161	645,671	669,490	708,196	745,798

*One of the high-ROE companies within the Thai utilities sector*

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

**SETTRADE:** You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. SET ESG Rating (BBB-AAA)

### SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ( "SET" ) (collectively called "SET Index Series" ) are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

### SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. Sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

### ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

### MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"







"Although information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

**CG Report :** by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100		Excellent
80-89		Very Good
70-79		Good
60-69		Satisfactory
50-59		Pass
Below		N/A

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ทำทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth securities public company limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since ttb wealth securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (“บล.ทีทีบี เบลู”) โดยใช้ข้อมูลจาก แอนโวนัมธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

**WARNING:** DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

ttb wealth analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เบร็ท ซีพีเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (CPFTH) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แอสเสอรี่ จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## ttb wealth research team

---

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจการณ, CFA  
pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

วิสิษฐา สุวรรณอำไพ  
rawisara.suw@ttbwealth.co.th

### พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
yupapan.pol@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA  
nariporn.kla@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์  
sittichet.run@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA  
adisak.phu@ttbwealth.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค้าปลีก

พัทธดนย์ บุณนาค  
pattadol.bun@ttbwealth.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
saksid.pha@ttbwealth.co.th

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์, CFA  
chod.rea@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล  
thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

### ยานยนต์, นิตมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ  
rata.lim@ttbwealth.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย  
siriporn.aru@ttbwealth.co.th

### นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล  
lapinee.dib@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชรัตน์ ธรรมบำรุง  
witchanan.tam@ttbwealth.co.th

## Data Support Team

---

### มลฤดี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@ttbwealth.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

### วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@ttbwealth.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@ttbwealth.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

### สุจินตนา สภาพร

sujintana.sth@ttbwealth.co.th

## ttb wealth securities public co. ltd.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email:research@ttbwealth.co.th