

Gulf Energy Development (GULF)

คัมค่าที่จะถือ

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ GULF ด้วยคำแนะนำ ถือ ราคาเป้าหมาย 150 บาท บนวิธีคำนวณปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discount cash flow) เรายังแนะนำให้ให้นักลงทุน ถือ หุ้น GULF จากการเติบโตที่โดดเด่นและมั่นคงที่สุดในกลุ่มโรงไฟฟ้า พร้อมทั้งยังเห็น upside ของโอกาสที่จะได้งานสัมปทานโครงสร้างพื้นฐานและโครงการโรงไฟฟ้าทั้งในและต่างประเทศในอนาคตเพิ่มมากขึ้นซึ่งจะช่วยผลักดันราคาหุ้นให้มี upside ในอนาคต

ประเด็นการลงทุน

การเติบโตที่โดดเด่นของกำลังการผลิตและกำไร GULF เป็นผู้ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าภาคเอกชนรายใหญ่ที่สุดของไทยและยังมีการเติบโตโดดเด่นมั่นคงที่สุดในกลุ่ม ปัจจุบัน GULF มีกำลังการผลิตตามสัดส่วนที่ 2,673MWe (Equity MW) และจะเติบโตเพิ่มขึ้นกว่า 2 เท่าเป็น 6,878MWe ในปี 2567 หรือคิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) สูงถึง 20.8% ในช่วงปี 2563-67 ทั้งหมดนี้จะผลักดันให้ GULF มีกำไรจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นโดดเด่นเฉลี่ยถึง 21%/ปีในช่วงดังกล่าว ส่วนระยะสั้น เราคาดว่ากำไรจากการดำเนินงานปี 62 จะเติบโตสูงถึง 54% ซึ่งสูงที่สุดในกลุ่มโรงไฟฟ้า

รุกโรงไฟฟ้าต่างประเทศต่อยอดการเติบโต หลังเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ของโรงไฟฟ้า SPP ในไทยครบในปี 62 GULF ได้ไปลงทุนขยายกำลังการผลิตในต่างประเทศเพื่อต่อยอดการเติบโต ปัจจุบัน GULF ไปร่วมลงทุนโรงไฟฟ้าในเวียดนามและโรงไฟฟ้าก๊าซในโอมานกำลังการผลิตรวม 575MWe เราเชื่อว่า GULF จะประกาศแผนขยายการลงทุนในต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง ในอนาคตโดย GULF มีโอกาสได้โครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำที่ลาวกำลังการผลิต 2500MW และโครงการโรงไฟฟ้าก๊าซที่เวียดนามกำลังการผลิต 6000MW ซึ่งทั้งสองโครงการคาดว่าจะสร้างมูลค่าได้ถึง 46 บาท/หุ้น

ก้าวไปสู่ฐานโครงสร้างพื้นฐาน นอกจากโครงการโรงไฟฟ้าแล้ว GULF ยังได้เข้าไปร่วมลงทุนในงานโครงสร้างพื้นฐานที่มีสัญญาระยะยาว โดยปัจจุบัน GULF ลงทุนในโครงการพัฒนาท่าเรืออุตสาหกรรมมาบตาพุดระยะ 3 เพื่อสร้าง LNG Terminal รองรับปริมาณขนถ่ายก๊าซมากถึง 10.8 ล้านตัน/ปี อีกทั้งยังร่วมลงทุนในงานดำเนินงานและบำรุงรักษา (O&M) โครงการทางหลวงพิเศษระหว่างเมืองอีก 2 สายเป็นระยะเวลา 30 ปี ซึ่งเราประเมินว่าจะสร้างมูลค่าเพิ่มได้ถึง 16 บาท/หุ้น รวมทั้ง GULF ยังมีศักยภาพที่จะได้งานโครงการเพิ่มขึ้นอีกในอนาคต

ต้นทุนทางการเงินลดลง สร้างผลตอบแทนเพิ่มขึ้น นอกจากโครงการทั้งหมดที่กล่าวไปแล้ว GULF ยังได้ประโยชน์จากต้นทุนเงินทุนที่ลดลงหลังอัตราดอกเบี้ยยังมีทิศทางอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง

แม้ว่าราคาหุ้นจะแพง แต่เราแนะนำ ถือ ราคาเป้าหมายปี 63F ที่ 150บาท ด้วยวิธี Discount cash flow (สมมติฐาน Rf 2.0%/ market risk premium 7% /cost of Debt 3.5%) ของ 1) โครงการโรงไฟฟ้าที่ดำเนินงานปัจจุบัน 2) โครงการโรงไฟฟ้าในอนาคตที่มีสัญญา PPA เป็นที่เรียบร้อยแล้ว 2) งานโครงสร้างพื้นฐาน 3) โครงการในอนาคต 2 โครงการคือ โรงไฟฟ้าก๊าซกำลังการผลิต 6,000MW ที่เวียดนาม และ IPP ในเมืองไทย 1,400MW ซึ่งทั้งหมดนี้จะได้มูลค่ารวม 150 บาท/หุ้น อย่างไรก็ตามเรามองว่า GULF ยังมีโครงการโรงไฟฟ้าที่รอการเจรจาอีกไม่ต่ำกว่า 900-1,000MW และโอกาสที่จะได้งานโครงสร้างพื้นฐานในประเทศ ซึ่งเป็นแรงผลักดันให้มี upside อีกในอนาคตรวมอีก 39 บาท/หุ้น ยังไม่รวมโครงการที่จะออกมาในปีหน้าซึ่งช่วยให้ GULF ยังสามารถรักษาการเติบโตที่ประมาณ 20%-25% ต่อปีได้หลังปี 2567 ซึ่งคัมค่าที่จะถือต่อ

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Net turnover	4,350	17,181	27,438	30,495	41,542
EBITDA	3,759	7,249	10,571	11,559	14,779
Net profit (rep./act.)	3,451	3,028	4,365	4,670	6,140
Net profit (adj.)	1,559	2,826	4,365	4,670	6,140
EPS (Bt)	1.73	1.52	2.05	2.19	2.88
PE (x)	116.9	145.1	83.1	77.7	59.1
P/B (x)	9.8	9.9	9.7	9.0	8.3
Dividend yield (%)	0.2	0.7	1.1	1.3	1.5
ROE (%)	18.7	8.5	11.8	12.2	15.3

Source: GULF, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลจากที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มิได้มุ่งประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักนำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ถือ (Initiated)

ราคาปัจจุบัน	175.50 บาท
ราคาเป้าหมายปี'63	150.00 บาท
Upside	-14 %

รายละเอียดบริษัท

GULF เป็นหนึ่งในบริษัทผู้ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าภาคเอกชนรายใหญ่ที่สุดของไทยและยังมีการเติบโตโดดเด่นมั่นคงโดย GULF เข้าร่วมลงทุนและถือหุ้นในโรงพลังงานไฟฟ้าทั้งโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ (IPP) โรงไฟฟ้า Small Power Producer (SPP) และโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน รวมทั้งมีการลงทุนไปยังโรงไฟฟ้าในต่างประเทศ ปัจจุบัน GULF ได้เข้าไปดำเนินการกิจการโรงไฟฟ้ารวม 33 แห่งใน 3 ประเทศ มีกำลังการผลิตรวม 5,919MW

Stock Data

GICS sector	Utilities
Bloomberg ticker:	GULF TB
Shares issued (m):	2,133.3
Market cap (Btm):	364,794.3
Market cap (US\$m):	11,843

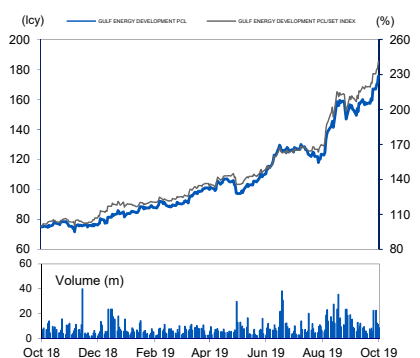
Price Performance

52-week high/low	Bt176.00/Bt171.50
------------------	-------------------

Major Shareholders

	%
นาย สารัช รัตนาวดี	35.4
GULF GROUP	22.6
UBS AG SINGAPORE BRANCH	12.0

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

อาคิส ภมรนนท์

02-659-8317

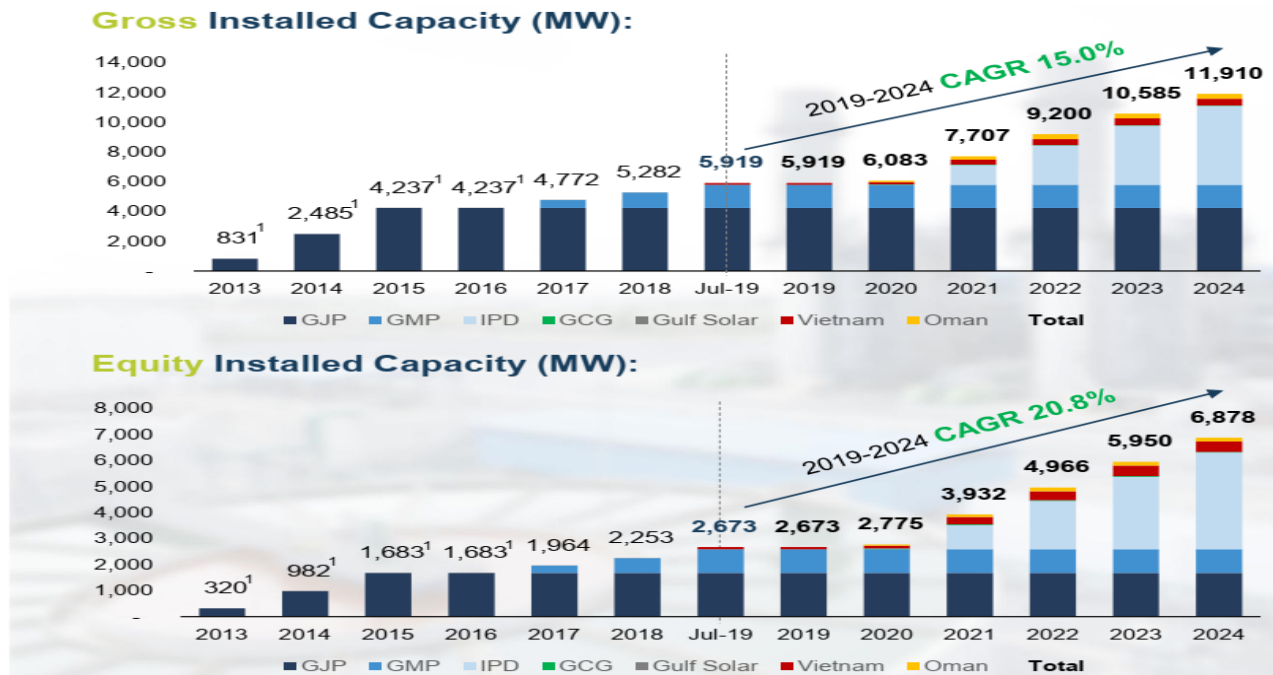
arsit@uobkayhian.co.th

ประเด็นการลงทุน

การเติบโตที่โดดเด่นของกำลังการผลิต

GULF เป็นหนึ่งในผู้ประกอบการผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าภาคเอกชนรายใหญ่ของไทยดำเนินการโรงไฟฟ้าทั้ง IPP (Independent Power Producer), SPP (Small Power Producer) และ พลังงานหมุนเวียนภายใต้สัญญา VSP (Very Small Power Producer) ปัจจุบันโครงการโรงไฟฟ้าที่เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในประเทศและต่างประเทศทั้งสิ้น 27 โครงการ รวมกำลังผลิตทั้งหมด 5,919MW (คิดตามสัดส่วนการถือที่ 2,673MWe (Equity MW)) และอยู่ระหว่างการก่อสร้างอีก 6 โครงการกำลังการผลิตรวม 5,991MW (คิดตามสัดส่วนการถือ 4,205MWe) ซึ่งเมื่อรวมกำลังการผลิตของโครงการโรงไฟฟ้าในแผนงานทั้งหมด ทั้งโครงการที่เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) โครงการโรงไฟฟ้าที่อยู่ระหว่างก่อสร้างและโครงการที่อยู่ระหว่างพัฒนาที่มีสัญญาซื้อขายไฟแล้ว GULF ถือเป็นผู้ผลิตไฟฟ้าภาคเอกชนรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยมีส่วนแบ่งการตลาดของกำลังการผลิตไฟฟ้าทั้งหมดกว่า 12 % (ถ้าไม่รวมกำลังการผลิตของ EGAT GULF จะมีสัดส่วนกำลังการผลิตไฟฟ้าประมาณ 25% ของผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนในไทย)

รูปที่ 1 กำลังการผลิตไฟฟ้าและการเติบโต



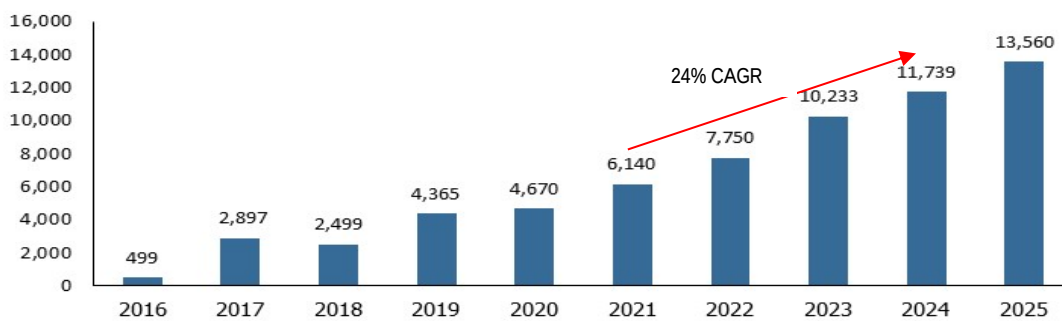
Source: GULF

เมื่อเทียบกับกลุ่มแล้ว GULF มีกำลังการผลิตไฟฟ้าเติบโตเฉลี่ย 20.8% ในอีก 5 ปีข้างหน้า โดยเฉพาะช่วงปี 2564-2567 จะมีการเติบโตเฉลี่ยสูงถึง 25% ซึ่งเป็นตัวเลขที่เป็นการเติบโตที่สูงที่สุดในอุตสาหกรรม (ผู้ผลิตรายอื่นๆ มีการเติบโตเพียง 7-10% เท่านั้น) เพราะมีแรงหนุนจากการทยอย COD ของโครงการ IPP ใหม่จำนวน 2 โครงการที่ ชลบุรี (โครงการ Gulf SRC) และที่ระยอง (โครงการ GPD) ขนาดกำลังการผลิตรวม 5,000MW (คิดตามสัดส่วน 3,500MWe) ที่จะทยอยเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในช่วงปี 2564-2567 รวมทั้งยังมีโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวลขนาด 25MW ที่จะเปิดในเดือน มี.ค. 63 นี้ ทั้งนี้ GULF มีจุดเด่นในเรื่องอายุสัญญาของโรงไฟฟ้าเฉลี่ยเกือบ 25 ปีซึ่งดีที่สุดในกลุ่มโรงไฟฟ้าในไทย

การเติบโตของกำไรที่โดดเด่นและมีคุณภาพ

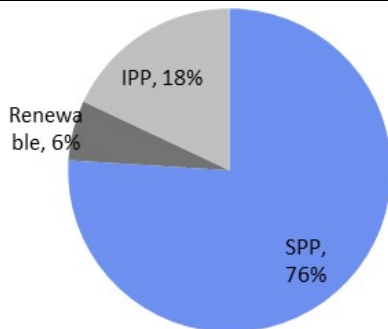
เมื่ออิงกับการเติบโตของกำลังการผลิต เราประเมินว่า GULF มีกำไรจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นโดดเด่นเฉลี่ยถึง 21% ในช่วงระหว่างปี 62-68 โดยมีกำไรที่เร่งตัวขึ้นอย่างชัดเจนในปี 2564-2567 (โตเฉลี่ย 24%) หลังจากทยอย COD โครงการโรงไฟฟ้า IPP สองโรง นอกจากนี้เรามองว่าโอกาสที่จะกำไรแยกกว่าที่ประเมินเป็นไปได้น้อยเพราะโรงไฟฟ้าของ GULF ทั้งหมดมี PPA รองรับและมีการกำหนด COD ชัดเจนและการก่อสร้างยังดำเนินได้ตามแผน (ในอดีตมีบางโครงการเสร็จเร็วกว่ากำหนด) นอกจากนี้ 90% ของยอดขายของ GULF ทั้ง IPP และ SPP ส่งให้กับลูกค้าหลักคือไฟฟ้าฝ่ายผลิต (EGAT) ภายใต้สัญญาระยะยาวตลอดอายุ ในขณะที่ 10% ที่เหลือส่งให้กับลูกค้าอุตสาหกรรมในภาคตะวันออก ซึ่งเป็นภูมิภาคที่มีการเติบโตสูงจากการลงทุนตามพื้นที่ EEC ส่งผลให้กระแสเงินสดของ GULF มีความแข็งแกร่งในระยะยาว

รูปที่ 2 การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน



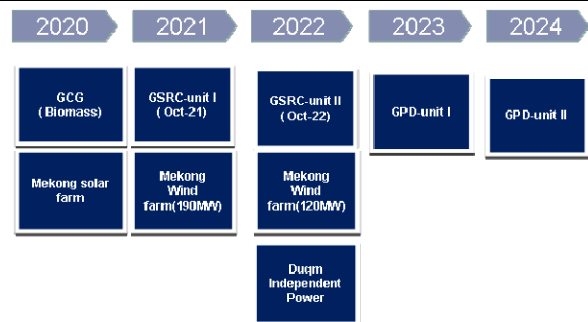
Source: GULF, UOB Kay Hian

รูปที่ 3 สัดส่วนการขายแบ่งตามลูกค้า



Source: GULF

รูปที่ 4 แผนการ COD ของโรงไฟฟ้า



Source: GULF

ในระยะสั้น เราคาดว่ากำไรจากการดำเนินงานปี 62 จะเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มโรงไฟฟ้าถึง 54% ซึ่งเกิดจากการ COD ของโรงไฟฟ้า SPP จำนวน 4 โครงการ (GNLL2, GNPM, GNRV1, GNRV2) 313MWe และโครงการโรงไฟฟ้าที่เวียดนาม 2 โครงการกำลังการผลิตรวม 107MWe ในปี 2562 รวมถึงการรับรู้รายได้เต็มปีของโรงไฟฟ้า SPP 4 โรง (GTS4, GNC, GBL, GBP) กำลังการผลิตรวม 289MWe หลังจากเปิดดำเนินงานในปี 61 ซึ่งทำให้กำลังการผลิตรวมทั้งสิ้นสูงถึง 2,673MWe ในส่วนปี 2563 จะเป็นการรับรู้รายได้ของโครงการ SPP และโครงการ Solar farm ที่เวียดนาม (TTCIZ-O1 และ TTCIZ-O2) เต็มปี รวมทั้งมีโครงการ Biomass เพิ่มขึ้นอีก 25MW

ธุรกิจไฟฟ้าต่างประเทศต่อยอดการเติบโต

หลังเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ของโรงไฟฟ้า SPP ในไทยครบทั้ง 19 โรงในปี 62 และอยู่ระหว่างรอการ COD ของโรงไฟฟ้า IPP ใหม่ 2 โรง (GSRC และ GPD) ที่จะทยอยเริ่มปี 2564 GULF ได้เข้าไปลงทุนในต่างประเทศที่มีความต้องการไฟฟ้าเพิ่มขึ้นเพื่อสร้างกำไรของ GULF ให้แข็งแกร่งต่อเนื่อง

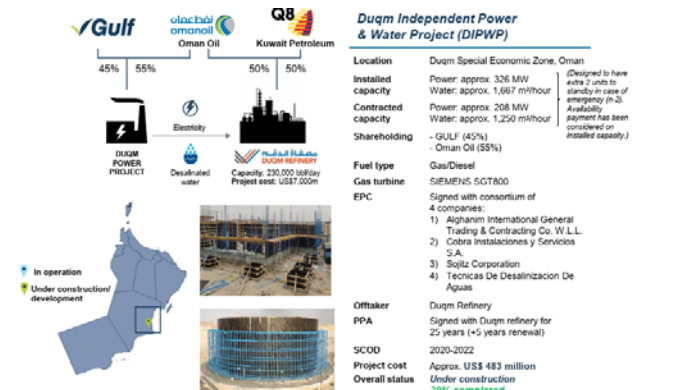
GULF ได้เข้าไปลงทุนสัดส่วน 90-95% ในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมที่เวียดนาม 4 โครงการกำลังการผลิตรวม 459MW (กำลังการผลิตตามสัดส่วน 429MWe) โดยมีมูลค่าการลงทุนประมาณ 766 ล้านดอลลาร์ ปัจจุบันเปิดดำเนินการไป 2 โครงการคือ TTCIZ-01 และ TTCIZ-02 ในเดือน มี.ค. และ เม.ย. 62 ตามลำดับ และอยู่ระหว่างการก่อสร้างอีก 2 โครงการ คือ Mekong solar farm ขนาด 30MW (COD ปี 63) และ Mekong Wind farm ขนาด 310MW (COD ปี 64-66) ซึ่งนอกจากการลงทุนในเวียดนามแล้ว GULF ยังได้งานโรงไฟฟ้าก๊าซ SPP ขนาด 300MW (COD ปี 66) ในประเทศโอมาน (GULF ถือหุ้น 45%) เพื่อขายไฟฟ้าในพื้นที่อุตสาหกรรมโรงกลั่นและปิโตรเคมี AI-Duqm ซึ่งเป็นโครงการร่วมทุน 50:50 ระหว่าง Oman Oil Co และ Kuwait Petroleum International

รูปที่ 5 โครงการโรงไฟฟ้าในเวียดนาม

Project	Province	Fuel type	Equity interest	Gross installed capacity (MW)	Equity installed capacity (MW)	Approx. project cost (US\$m)	COD/SCOD
TTCIZ-01	Tay Ninh	Solar	90%*	69	34	65	6 Mar 2019
TTCIZ-02	Tay Ninh	Solar	90%	50	45	50	19 Apr 2019
Mekong Solar Farm	Ben Tre	Solar	95%	30	28	33	[2019-2020]
Mekong Wind Farm	Ben Tre	Offshore wind	95%	310	295	618	2021-2023
Total				460	402	766	

Source: GULF

รูปที่ 6 โครงการโรงไฟฟ้าในโอมาน

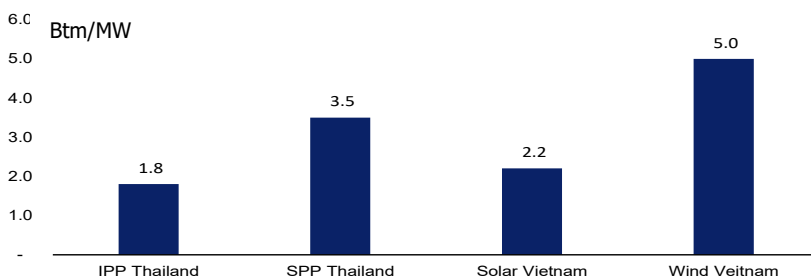


Source: GULF

นอกจากนี้ GULF ยังได้เจรจากับพันธมิตรจีนเพื่อร่วมลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำที่ ลาว ขนาดกำลังการผลิตประมาณ 2,500MW เบื้องต้นคาดว่าจะถือหุ้นสัดส่วน 30-35% และได้ซื้อสรุปในปี 63 และยังมีแผนลงทุนก่อสร้างโครงการโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซในเวียดนามขนาดกำลังการผลิต 6,000MW

เราเชื่อว่าการลงทุนของ GULF ในต่างประเทศเป็นโครงการที่ดี โดยการลงทุนในเวียดนามสามารถสร้างกำไรได้ประมาณ 2.0-5.4 ล้านบาท/MW ซึ่งมากกว่ากำไร/MW ของการลงทุนใน IPP หรือ SPP ในไทย

รูปที่ 7 กำไร/MW ของโครงการโรงไฟฟ้าในต่างประเทศ



Source: GULF, UOB Kay Hian

ก้าวไปสู่งานโครงสร้างพื้นฐาน

นอกจากโครงการโรงไฟฟ้าแล้ว GULF ยังได้เข้าไปร่วมลงทุนในงานโครงสร้างพื้นฐานที่มีสัญญาระยะยาว ซึ่งมีแนวโน้มที่ภาครัฐจะเร่งการลงทุนในงานโครงสร้างพื้นฐานมากขึ้น เพื่อกระตุ้นการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจในประเทศ โดยเฉพาะในเขตภาคตะวันออก เพื่อรองรับแผนพัฒนา EEC

ปัจจุบันกลุ่ม BGSR ซึ่งประกอบด้วย GULF (40%), BTS (40%), STEC (10%) และ RATCH (10%) ชนะการประมูลในงานดำเนินงานและบำรุงรักษา (Operation and Maintenance: O&M) ของมอเตอร์เวย์สายบางปะอิน-นครราชสีมา (M6) และสายบางใหญ่-กาญจนบุรี (M81) ซึ่งทั้งสองโครงการมีระยะเวลาสัมปทาน 30 ปี โดยทางกลุ่มจะได้รับค่าตอบแทนเป็นเงินค่าก่อสร้าง งานระบบ ค่าบำรุงรักษาและค่าบริหารจัดการเก็บค่าธรรมเนียม (รัฐเป็นผู้ที่รับรายได้ค่าผ่านทาง) นอกจากนี้ GULF (GULF 70%, PTT 30%) ยังชนะงานโครงการท่าเรือมาบตาพุดระยะที่ 3 และท่าเรือแหลมฉบังระยะที่ 3 ระยะเวลาสัญญา 30 ปี คาดเริ่มก่อสร้างปี 64 โดยโครงการท่าเรือมาบตาพุดระยะที่ 3 นี้จะมีการสร้างคลังเก็บก๊าซธรรมชาติ (LNG Terminal) รองรับปริมาณขนถ่ายมากถึง 14 ล้านตัน/ปี เป็นไปตามแผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานภายในพื้นที่ EEC

รูปที่ 8 งานโครงสร้างพื้นฐานของ GULF

Projects		% of GULF Hold	COD
- Motor way	M6+M81	40%	2022-2023
- BSE	District Cooling System for One BKK	33%	
- Natural gas distribution services in WHA Eastern Seaboard Industrial Estate 2	NGV	35%	2019
- Map Tha Phut -III	Port + LNG terminal	70%	2025
- laem Chabang Phase-3	Port	40%	2023

Source: UOB Kay Hian

โครงการงาน O&M ของมอเตอร์เวย์ M6 และ M81 นั้น กลุ่ม BGSR ได้ชนะประมูลในเดือน ก.ย. 62 ที่ผ่านมา โดยโครงการ M6 นั้นทาง BGSR ยื่นข้อเสนอรับค่าตอบแทน 21,329 ล้านบาท และโครงการ M81 ได้ยื่นข้อเสนอรับค่าตอบแทน 17,809 ล้านบาทต่ำกว่าราคากลางของทั้งสองโครงการประมาณ 30%

สำหรับลักษณะงานจะต้องทำการก่อสร้างระบบเก็บค่าผ่านทางและทางระบบควบคุมการจัดการจราจร รวมทั้งโครงสร้างพื้นฐานที่เกี่ยวข้อง หลังจากนั้น BGSR จะให้บริการและจัดเก็บค่าผ่านทางมอเตอร์เวย์เป็นเวลา 30 ปี โดยโครงการเหล่านี้จะเป็นรูปแบบ PPP Gross Cost ซึ่งผู้ให้บริการจะไม่ต้องแบกรับความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับจำนวนปริมาณรถยนต์ (รัฐเป็นผู้ที่รับรายได้ค่าผ่านทาง) เราคาดว่าโครงการจะให้ผลตอบแทน EIRR ประมาณ 12% ซึ่งจะเพิ่มมูลค่าให้กับ GULF ได้ประมาณ 2.5/หุ้น

รูปที่ 9 สรุปการประมูลของโครงการ M6 และ M81

	M6: Bang Pa In – Nakhon Ratchasima	M81: Bang Yai – Kanchanaburi
Contract Type:	PPP Gross Cost	PPP Gross Cost
Authority	Department of Highways	Department of Highways
Distance:	196km	96km
Contract Term:	2 phases 3Y	30Y
	Design & Construction	Operating & Maintenance (O&M)
Max PV of Availability Payment (AP)* per Cabinet:	THB 33.2bn	THB 27.8bn
BGSR proposed AP	THB 21.3bn	THB 17.8bn
D/E for CAPEX	Not exceed 3x during contract period	Not exceed 3x during contract period
Equity requirement		
- Before contract signing	THB 1.0bn	THB 0.85bn
- Before operation	THB 2.0bn	THB 1.7bn

*comprises of (i) construction reimbursement and (ii) O&M revenue

Source: BTS

รูปที่ 10 ลักษณะงาน

Phase 1: Design and Construction

1.1 Toll Collection System



1.2 Traffic Management Control System



1.3 Other infrastructure



Phase 2: Operation and Maintenance



Source: BTS

สำหรับโครงการท่าเรือมาตาบุตรระยะที่ 3 นั้น กรม.อนุมัติร่างสัญญาร่วมลงทุน ระหว่างกลุ่ม GULF (GULF 70%, PTT tank 30%) และการนิคมอุตสาหกรรมเมื่อ ก.ย. 62 มีงบประมาณลงทุนทั้งหมด 55,400 ล้านบาทแบ่งเป็น 1) 12,900 ล้านบาทสำหรับการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน คือการขุดลอกและถมทะเลเป็นระยะเวลา 3 ปี 2) การลงทุนท่าเทียบเรือก๊าซ 35,000 ล้านบาท ท่าเทียบเรือสินค้าเหลว 4,300 ล้านบาท และคลังสินค้าและธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับก๊าซธรรมชาติ 3,200 ล้านบาท

รูปที่ 11 สรุปโครงการมาตาบุตรระยะที่ 3



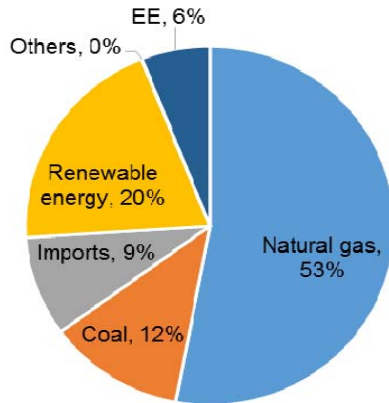
Consortium		
70%		& 30%
	Infrastructure (2020 – 2023)	Superstructure (2023 – 2027)
Investment Type:	PPP	Private sector runs its own business
Scope:	Land reclamation (1,000 rai)	Right to use land: Plot B (200 rai) • LNG terminal (phase 1) 5 MTPA • LNG terminal (phase 2) 5 MTPA
Ownership:	Build – Transfer	Build – Operate – Transfer
Construction Period:	3 years (2020 – 2023)	4 years (2023 – 2027)
Operation Period:	Operated by IEAT	30 years
Investment Cost:	12,900 MB	35,000 MB
Return on Investment:	Annual fixed payment made by IEAT to private sector for 30 years	Tolling service fees by off-takers

Source: UOB Kay Hian

การลงทุนในโครงการท่าเรือมาตาบุตรระยะที่ 3 สำหรับ GULF ถือเป็นกลยุทธ์ที่จะ backward integration ไปสู่ธุรกิจก๊าซ LNG ซึ่งมีแนวโน้มเติบโตอย่างมากในอนาคต สอดคล้องกับแผนบริหารจัดการก๊าซธรรมชาติปี 2561 (Gas plan 2018) ระยะเวลาตั้งแต่ 2561-2576 ที่รัฐบาลได้อนุมัติไปเมื่อ 30 เม.ย. 62 ตามแนวทางของแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าปี 2561 (PDP 2018)

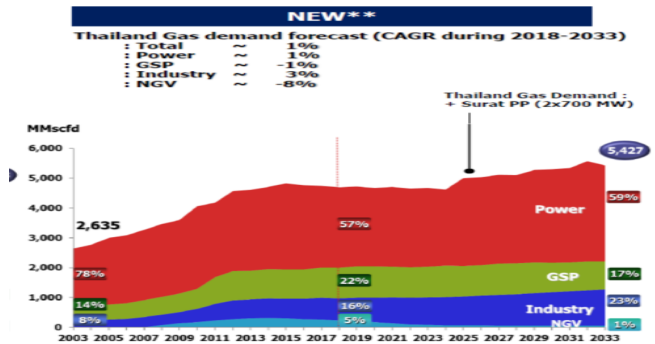
เนื่องจากอุปสรรคในการสร้างโรงไฟฟ้าพลังถ่านหินและโรงไฟฟ้าพลังงานนิวเคลียร์ ทำให้แนวทางของ PDP 2018 จะมีสัดส่วนของกำลังการผลิตไฟฟ้าจากก๊าซธรรมชาติเพิ่มขึ้นเป็น 53% เมื่อสิ้นสุดแผน (จาก 37% ในแผนก่อน) และคาดการณ์ว่า ความต้องการก๊าซธรรมชาติของประเทศไทยจะเพิ่มขึ้น 1% CAGR ในอีก 15 ปีข้างหน้า (เทียบกับ 0.1% CAGR ภายใต้นโยบายเดิม) ในขณะที่ฝั่ง supply ภายใต้นโยบายนี้ รัฐบาลไทยมีแผนจัดสรรปริมาณก๊าซธรรมชาติสำรองในอ่าวไทยไว้สำหรับโรงแยกก๊าซธรรมชาติของ PTT โดยเฉพาะ โดยมีวัตถุประสงค์หลักคือ เพื่อใช้ในการแปรรูปวัตถุดิบสำหรับโรงงานปิโตรเคมีของ PTTGC ดังนั้น กระแสพลังงานจำเป็นต้องนำเข้า LNG มากขึ้นเพื่อรองรับการใช้ก๊าซธรรมชาติในอนาคต ซึ่งคาดว่าจะมีความต้องการ LNG เพิ่มขึ้นถึง 28 ล้านตันในปลายแผน

รูปที่ 12 สัดส่วนโรงไฟฟ้าก๊าซตามแผน PDP 2018



Source: UOB Kay Hian

รูปที่ 13 Gas Demand



Source: GPSC, UOB Kay Hian

ทั้งนี้จากโครงการมาบตาพุดระยะที่ 3 (MTP3) บนสมมติฐานของการก่อสร้าง LNG terminals สำหรับ 5 ล้านตันแรกในปี 2567 และอีก 5 ล้านตันในปี 2573 (รวม capacity 10.8 ล้านตัน) เราประเมินว่าจะสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับ GULF อย่างมีนัยสำคัญถึง 13.0 บาท/หุ้น (บน EIRR ที่ประมาณ 11%, WACC 3.7%)

นอกจากงานที่กลุ่ม JV ของ GULF ชะนะประมูลไปแล้ว เรายังมองถึงโอกาสในอนาคตที่ กลุ่ม JV ที่มี GULF ร่วมลงทุนยังมีโอกาสได้งานที่เปิดประมูลในอนาคต ซึ่งเรามองว่าในปีหน้า จะมีโครงการที่ GULF จะสามารถเข้าร่วมประมูลได้ถึง 500,000 ล้านบาท ซึ่งเป็น potential upside ของราคาหุ้นอีกในอนาคต

รูปที่ 14 งานโครงสร้างพื้นฐานที่จะประมูลในอนาคตที่คาดว่าจะกลุ่ม JV ของ GULF จะเข้าร่วมประมูล

Projects	Value (Bt b)	Bid	Results
Mortorway			
Bangkhunthien-Bangpaew (P2)	48.3	1H20	2H20
Nakhonprathom-Chaam	79.0	1H20	2H20
Tollway: Rangsit-Bangpailin	40.0	2H20	1H21
	167.3		
Mass Transit			
Purple: Taopoon-Ratburana	101.1	2H20	2H20
Orange: Cultural Center-Bangkhunnong	142.6	1H20	2H20
Phuket: Thanoon-Chalong	39.4	1H20	2H20
Red: Hualumpung-Bangsue-Huamark	44.2	1H20	2H20
Red: Rangsit-Thammasat	6.6	1H20	2H20
Red: Talingchan-Siriraj	6.6	1H20	2H20
Red: Talingchan-Salaya	10.2	1H20	2H20
	311.3		
Total	478.6		

Source: UOB Kay Hian

Initial Coverage

Friday, 18 October 2019

ต้นทุนการเงินลงสร้างผลตอบแทนเพิ่มขึ้น

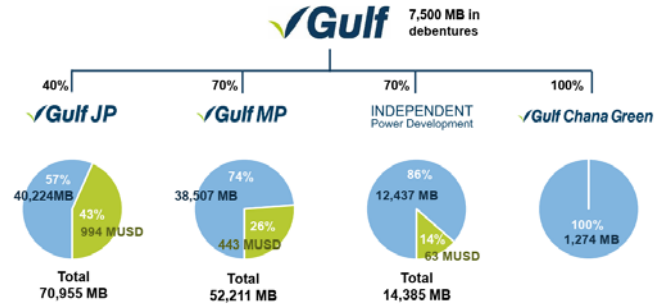
นอกจากโครงการทั้งหมดที่กล่าวไปแล้ว GULF ยังได้ประโยชน์จากต้นทุนเงินทุนที่ลดลงอย่างมากในปัจจุบัน หลังที่สหราชอาณาจักรออกเบียร์ยังอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง ซึ่งปัจจุบัน GULF อยู่ระหว่างการเจรจาเงินจากสถาบันทางการเงินทั้งในประเทศและต่างประเทศของโครงการโรงไฟฟ้า IPP GPD นอกจากนี้ GULF ยังใช้ interest rate swap เพื่อปรับโครงสร้างลดต้นทุนทางดอกเบี้ยและ fix อัตราดอกเบี้ยระยะยาว ให้มีต้นทุนทางการเงินลดลงอีกประมาณ 1-1.5%

รูปที่ 15 Bond Yield ปรับตัวลดลง



รูปที่ 16 GULF's Debt

As of June 30, 2019



การประเมินมูลค่า

แม้ว่าราคาหุ้นจะแพง แต่เราแนะนำ ถือ ราคาเป้าหมายปี 63F ที่ 150 บาท ด้วยวิธี Discount cash flow (สมมุติฐาน Rf 2.0% / market risk premium 7% /cost of Debt 3.5%) ของ

- 1) โครงการโรงไฟฟ้าที่ดำเนินงานปัจจุบัน ซึ่งมี IPP 2 จำนวนโรง (GNS, GUT) และ SPP จำนวน 19 แห่ง รวมถึงโครงการ Solar farm ในไทย คิดเป็นมูลค่าทั้งหมด 50 บาท/หุ้น
- 2) โครงการโรงไฟฟ้าในอนาคตที่มีสัญญา PPA เป็นที่เรียบร้อยแล้วประกอบด้วยโครงการ IPP ในไทย 2 โครงการคือ GPD (GULF ถือ 70%) และ GSRC (GULF ถือ 70%) คิดเป็น 100 บาท/หุ้น โครงการ Bio mass ในไทย, โรงไฟฟ้า solar farm และ wind farm ในเวียดนาม และ โรงไฟฟ้าที่โอมาน (Duqm) คิดเป็นมูลค่า 50 บาท/หุ้น
- 3) งานโครงสร้างพื้นฐานรวม 16 บาท/หุ้น
- 4) งานในอนาคตที่อยู่ระหว่างการเจรจาและมีแนวโน้มประสบความสำเร็จ คือ โครงการร่วมลงทุนโรงไฟฟ้า IPP กับทาง RATCH ขนาด 1,400MW เพื่อทดแทนโรงไฟฟ้า Tri energy และโครงการโรงไฟฟ้าขนาด 6000MW ที่เวียดนาม (คาด GULF ถือ 30%) คิดเป็นมูลค่า 33 บาท/หุ้น

รูปที่ 17 ประเมินมูลค่าธุรกิจโรงไฟฟ้า

Power plants	Type	Holding	2020		
			100%	Equity value	Bt/share
Operating projects					
Thailand					
GNS	IPP (Thailand)	40%	21,139	8,455	4.0
GUT	IPP (Thailand)	40%	30,713	12,285	5.8
GKP1	SPP(Thailand)	40%	5,697	2,279	1.1
GKP2	SPP(Thailand)	40%	6,119	2,448	1.1
GTLC	SPP(Thailand)	40%	7,160	2,864	1.3
GNNK	SPP(Thailand)	40%	5,928	2,371	1.1
GNLL	SPP(Thailand)	30%	8,939	2,682	1.3
GCRN	SPP(Thailand)	40%	8,719	3,488	1.6
GNK2	SPP(Thailand)	40%	11,514	4,606	2.2
GVTP	SPP(Thailand)	52%	11,811	6,200	2.9
GTS1	SPP(Thailand)	52%	12,388	6,503	3.0
GTS2	SPP(Thailand)	52%	12,624	6,626	3.1
GTS3	SPP(Thailand)	52%	11,878	6,235	2.9
GTS4	SPP(Thailand)	52%	10,401	5,460	2.6
GNC	SPP(Thailand)	70%	5,756	4,029	1.9
GBL	SPP(Thailand)	53%	8,249	4,330	2.0
GBP	SPP(Thailand)	53%	7,995	4,197	2.0
GNLL2	SPP(Thailand)	52%	7,425	3,897	1.8
GNPM	SPP(Thailand)	70%	5,877	4,114	1.9
GNRV1	SPP(Thailand)	70%	7,711	5,398	2.5
GNRV2	SPP(Thailand)	70%	6,144	4,301	2.0
SPCG	Holding	10%	23,000	2300	1.0
Gulf solar	VSP(Thailand)	75%	34	25	0.012
Overseas					
TTCIZ1-2	Renewable (Vietnam)	90%	2,557	2,301	1.1
Ongoing projects					
Thailand					
GSRC	IPP (Thailand)	70%	55,461	38,823	19
GPD	IPP (Thailand)	70%	54167	37,917	18
GCG	Biomass (Thailand)	100%	3,333	3,333	1.6
Overseas					
Solar VN3	Renewable (Vietnam)	49%	587	288	0.1
Wind VN #1	Renewable (Vietnam)	95%	1,461	1,388	0.7
Wind VN #2	Renewable (Vietnam)	95%	12,662	12,029	5.6
Duqm	IPP (Oman)	45%	15,751	7,088	3.3
Net Cash- YE2020				4179	2.0
					100.0

Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลจากที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ไฮเอน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณใด ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักนำ นักลงทุนให้ลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

รูปที่ 18 โครงสร้างพื้นฐานที่รวมอยู่ในประมาณการ

Infrastructure Projects	Details	%Holding	COD	Est. value	Value/share
- Motor way	M6+M81	40%	2022-2023	5,500	3.0
- BSE	District Cooling System for One One Bangkok	33%	2025	200	0.1
- Natural gas distribution services in WHA Eastern Seaboard Industrial Estate 2	NGV	35%	2019	158	0.1
- Map Tha Phut -III	Port + LNG terminal	70%	2025	26,853	13.0
					16
Upcoming projects under negotiate	MW	Hold	COD	Fair value	
Gas-fired power plant in Vietnam	6,000	30%	2025	54,000	25
New IPP with RATCH	1,400	50%	2023-2024	16,000	8
					33

Source: UOB Kay Hian

Potential upside 39 บาท/หุ้น

การประเมินมูลค่าของเราซึ่งไม่รวมโครงการที่ยังไม่มีความชัดเจน 2 โครงการคือ โครงการแหลมฉบังระยะ 3 ซึ่งอยู่ระหว่างการตัดสินใจของศาลปกครองกลาง และ โครงการ Hydro power plant ที่ลาวขนาด 2500MW ที่ยังไม่มีความชัดเจน และโอกาสส่วนต่อขยายของโครงการ มาบตาพุดระยะที่ 3 ที่อาจจะมีการขยาย LNG เพิ่มอีก 4-10 ล้านตัน/ปี ซึ่งรวมเป็นมูลค่าเพิ่มอีกประมาณ 39 บาท/หุ้น

รูปที่ 19 งานที่รวม ไม่/ รวมอยู่ในประมาณการ

Infrastructure Projects	Details	%Holding	COD	Est. value	Value/share	Note
Laem Chabang Port Phase III	Port	40%	2023	14,000	6.5	* มีความเสี่ยงจากการฟ้องร้องของผู้ร่วมประมูลอีกราย ซึ่งอาจทำให้ขั้นตอนพิจารณาถูกระงับลง ยังไม่ชัดเจน
Hydro power projects in Lao	2500MW	35%	2026-2030	43,750	20.5	
MTP- III	LNG Expansion	70%		25,000	12	
					39	

Source: UOB Kay Hian / * assume EIRR 10%

รูปที่ 20 Valuation table เทียบกับกลุ่ม

Company	Rec.	Last Price (Bt)	Target Price (Bt)	Upside Downside (%)	Market Cap (US\$ m)	2018A (x)	2019F (x)	2020F (x)	PEG 2019F (x)	P/B 2019F (x)	Yield 2019F (%)	ROE 2019F (%)	Source
BCPG	BUY	18.80	22.0	17.0	1,230	16.9	20.2	17.9	-1.2	2.3	3.5	11.9	UOBKH
BGRIM		49.25	40.1	-18.5	4,219	69.4	45.4	38.1	0.9	5.0	1.1	12.6	Bloomberg
BPP	BUY	18.90	25.0	32.3	1,888	15.1	11.5	8.9	0.4	1.3	3.4	11.8	UOBKH
CKP		6.15	5.8	-5.5	1,643	76.9	65.4	30.0	3.7	2.0	1.6	3.2	Bloomberg
EA		51.00	67.9	33.1	6,252	38.3	29.7	24.5	1.0	8.0	1.1	29.2	Bloomberg
EGCO	HOLD	369.00	278.0	-24.7	6,359	9.2	18.1	16.7	-0.4	1.8	2.0	10.3	UOBKH
GLOW		90.00	89.5	-0.6	4,327	15.7	17.0	16.9	-2.2	2.6	4.6	15.6	Bloomberg
GPSC	BUY	84.50	78.0	-7.7	4,144	37.0	30.5	21.5	1.4	3.0	1.8	9.5	UOBKH
GULF		169.50	118.9	-29.9	11,884	119.4	85.0	81.5	2.1	9.5	0.6	10.7	Bloomberg
GUNKUL		3.02	3.4	13.1	882	24.2	14.7	13.1	0.2	2.5	3.2	18.4	Bloomberg
PSTC		0.75	0.8	6.0	292	57.3	24.2	17.4	0.2	1.3	0.0	5.9	Bloomberg
RATCH	HOLD	76.00	75.0	-1.3	3,607	19.7	15.2	14.3	0.5	1.7	3.3	11.7	UOBKH
SPCG		21.40	18.7	-12.6	685	7.9	8.4	8.2	-1.6	1.7	4.9	20.3	Bloomberg
SSP		8.00	11.0	37.0	242	15.4	11.8	8.2	0.4	1.7	4.8	15.7	Bloomberg
TPCH		13.10	15.3	16.8	173	14.9	13.7	9.2	1.7	1.9	1.7	14.7	Bloomberg
WHAUP		6.80	8.1	19.4	849	11.5	12.0	11.1	-2.8	1.7	4.2	14.7	Bloomberg
sector					48,675	52.1	40.1	35.5		4.9	1.9	13.8	

Source: UOB Kay Hian

ปัจจัยความเสี่ยง

ความเสี่ยงจากความล่าช้าในการพัฒนาโครงการ – ปัจจุบัน GULF อยู่ระหว่างการก่อสร้างโรงไฟฟ้า IPP ขนาดใหญ่ 2 โรง คือ GSRC และ GPD กำลังการผลิตรวม 5000MW (GULF ถือหุ้น 70%) ซึ่งจะทยอยเปิดดำเนินการในปี 2564-2567 รวมทั้งมีโครงการโรงไฟฟ้าในต่างประเทศที่อยู่ระหว่างการพัฒนาอีก 3 โครงการ (เวียดนามและโอมาน) ซึ่งกรณีที่เกิดความล่าช้าในการพัฒนาจะส่งผลกระทบต่อกำไร กระแสเงินสด และการประเมินมูลค่าของเรา

ความเสี่ยงของการจัดการก๊าซธรรมชาติ –เนื่องจากโรงไฟฟ้าของ GULF เกือบทั้งหมดใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิง(ทั้งIPPและSPP) ซึ่งมีความเสี่ยงในการพึ่งพาวัตถุดิบดังกล่าว แม้ว่าจะมีสัญญาการจัดการก๊าซในระยะยาวกับPTT อย่างไรก็ตามใน ระยะยาวประเทศไทยมีแนวโน้มจำเป็นต้องนำเข้า LNG เพิ่มขึ้น ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงกรณีจัดหาก๊าซธรรมชาติไม่ได้

ความเสี่ยงจากความต้องการในกลุ่มลูกค้าอุตสาหกรรม ปัจจุบัน GULF มีสัดส่วนการขายให้กับกลุ่มลูกค้าอุตสาหกรรมประมาณ 10% ซึ่งกลุ่มนี้มีความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของรายได้ ตามภาวะจะผันผวนตามสถานะเศรษฐกิจและทิศทางอุตสาหกรรมของลูกค้า

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากมีเงินกู้ส่วนหนึ่งอยู่ในรูปเงินสกุลดอลลาร์ ดังนั้นความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนจึงมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน

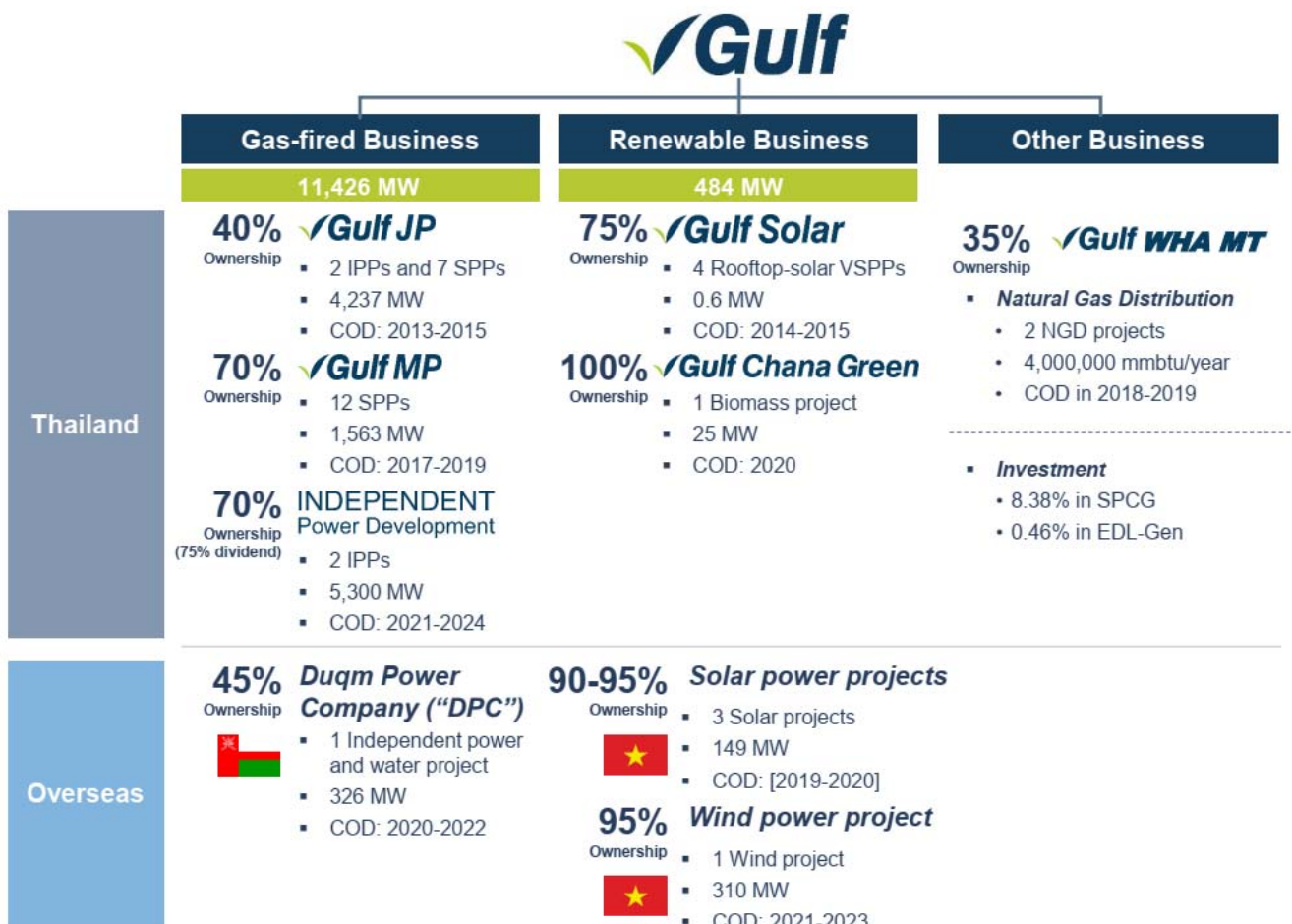
ความเสี่ยงจากการปรับตัวขึ้นของอัตราดอกเบี้ย ส่งผลให้ต้นทุนการเงินปรับตัวเพิ่มขึ้นและส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของ GULF

ภาพรวมธุรกิจ

บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) หรือ กัลฟ์ (GULF) เป็นหนึ่งในบริษัทผู้ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าภาคเอกชนรายใหญ่ที่สุดของไทยและยังมีการเติบโตโดดเด่นมั่นคง โดย GULF เข้าร่วมลงทุนและถือหุ้นในโรงพลังงานไฟฟ้าทั้งโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ (IPP) โรงไฟฟ้า Small Power Producer (SPP) และโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน รวมทั้งมีการลงทุนไปยังโรงไฟฟ้าในต่างประเทศ ปัจจุบัน GULF ได้เข้าไปดำเนินการกิจการโรงไฟฟ้ารวม 33 แห่ง ใน 3 ประเทศ มีกำลังการผลิตรวม 5,919MW (คิดตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 2,673MW) และมีโครงการโรงไฟฟ้าที่อยู่ระหว่างการพัฒนาอีก 5,991MW (สัดส่วนการถือหุ้นที่ 4,205MW) ซึ่งในปี 2567 GULF จะเป็นผู้ผลิตไฟฟ้าภาคเอกชนที่มีส่วนทางการตลาดมากที่สุดในประเทศ

นอกจากโครงการโรงไฟฟ้าแล้ว GULF ยังขยายธุรกิจไปสู่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน โดยมีมือกับทั้ง BTS, STEC และ RATCH ในงานดำเนินงานและบำรุงรักษา (Operation and Maintenance: O&M) ของมอเตอร์เวย์สองสาย คือ สายบางปะอิน-นครราชสีมา และสายบางใหญ่-กาญจนบุรี และโครงการพัฒนาท่าเรือ มาบตาพุดและแหลมฉบัง เพื่รองรับการเติบโตของประเทศ

รูปที่ 22 GULF's portfolio



Source: GULF

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักนำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IDO) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2018



ADVANC	AKP	AMATA	AMATAV	ANAN	AOT	AP	BAFS	BANPU	BAY
BCP	BCPG	BRR	BTS	BWG	CFRESH	CHO	CK	CKP	CM
CNT	COL	CPF	CPI	CPN	CSL	CSS	DELTA	DEMCO	DRT
DTAC	DTC	EA	EASTW	EGCO	GC	GEL	GFPT	GGC	GOLD
GPSC	GRAMMY	GUNKUL	HANA	HMPRO	ICC	ICHI	INTUCH	IRPC	IVL
JSP	KBANK	KCE	KKP	KSL	KTB	KTC	LHFG	LIT	LPN
MAKRO	MBK	MCT	MINT	MONO	MTC	NCL	NKI	NVD	NYT
OISHI	OTO	PCSGH	PDJ	PG	PHOL	PLANB	PLANET	PPS	PRG
PSH	PSL	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	PYLON	Q-CON	QH	QTC
RATCH	ROBINS	S & J	SABINA	SAMART	SAMTEL	SAT	SC	SCB	SCC
SCCC	SDC	SE-ED	SIS	SITHAI	SNC	SPALI	SPRC	SSSC	STEC
SVI	SYNTEC	TASCO	TCAP	THAI	THANA	THANI	THCOM	THIP	THREL
TIP	TISCO	TKT	TMB	TNDT	TOP	TRC	TRU	TRUE	TSC
TSTH	TTCL	TU	TVD	UAC	UV	VGI	VIH	WACOAL	WAVE
WHA	WINNER								



2S	AAV	ACAP	AGE	AH	AHC	AIRA	AIT	AKR	ALLA
ALT	AMA	AMANAHA	APCO	AQUA	ARIP	ARROW	ASIA	ASIMAR	ASK
ASN	ASP	ATP30	AU	AUCT	AYUD	BA	BBL	BDMS	BEC
BEM	BFIT	BGRIM	BIZ	BJC	BJCHI	BLA	BOL	BPP	BROOK
BTW	CBG	CEN	CENTEL	CGH	CHEWA	CHG	CHOW	CI	CIMBT
CNS	COM7	COMAN	CPALL	CSC	CSP	DCC	DCORP	DDD	EASON
ECF	ECL	EE	EPG	ERW	ETE	FN	FNS	FORTH	FPI
FSMART	FVC	GBX	GCAP	GLOBAL	GLOW	GULF	HARN	HPT	HTC
HYDRO	ICN	ILINK	INET	IRC	ITD	JAS	JCKH	JKN	JWD
K	KBS	KCAR	KGI	KKC	KOOL	KTIS	L&E	LANNA	LDC
LH	LHK	LOXLEY	LRH	LST	M	MACO	MAJOR	MALEE	MBKET
MC	MEGA	METCO	MFC	MFEC	MK	MOONG	MSC	MTI	NCH
NET	NINE	NOBLE	NOK	NSI	NTV	NWR	OCC	OGC	ORI
PAP	PATO	PB	PDI	PJW	PLAT	PM	PORT	PPP	PREB
PRECHA	PRINC	PRM	PT	PLT	RICHY	RML	RS	RWI	S
S11	SALEE	SANKO	SAWAD	SCG	SCI	SCN	SE	SEAFCO	SEAOIL
SELIC	SENA	SFP	SIAM	SINGER	SIRI	SKE	SMK	SMPC	SMT
SNP	SORKON	SPC	SPI	SPPT	SPVI	SR	SSF	SST	STA
SUC	SUSCO	SUTHA	SWC	SYMC	SYNEX	TACC	TAE	TAKUNI	TBSP
TCC	TEAM	TFG	TFMAMA	THRE	TICON	TIPCO	TK	TKN	TKS
TM	TMC	TMI	TMILL	TMT	TNITY	TNL	TNP	TNR	TOA
TOG	TPA	TPAC	TPBI	TPCORP	TRITN	TRT	TSE	TSR	TSTE
TTA	TTW	TVI	TVO	TWP	TWPC	U	UMI	UOBKH	UP
UPF	UPOIC	UT	UWC	VNT	WHAUP	WICE	WIJK	XO	YUASA
ZMICO									



7UP	ABICO	ABM	AEC	AEONTS	AF	AJ	ALUCON	AMA	AMC
AS	ASAP	ASEFA	ASIAN	BCH	BEAUTY	BGT	BH	BIG	BLAND
BM	BR	BROCK	BSBM	BTNC	CCET	CCP	CGD	CHARAN	CHAYO
CITY	CMO	CMR	COLOR	CPL	CPT	CRD	CSR	CTW	CWT
D	DCON	DIGI	DIMET	EKH	EMC	EPCO	ESSO	ESTAR	FE
FLOYD	FOCUS	FSS	FTE	GENCO	GIFT	GJS	GLAND	GPI	GREEN
GTB	GYT	HTECH	IFS	IHL	III	INOX	INSURE	IRCP	IT
ITEL	J	JCK	JMART	JMT	JTS	JUBILE	KASET	KCM	KIAT
KWC	KWG	KYE	LALIN	LEE	LPH	MATCH	MATI	MBAX	M-CHAI
MDX	META	MILL	MJD	MM	MODERN	MPG	NC	NDR	NETBAY
NNCL	NPK	OCEAN	PAF	PDG	PF	PICO	PIMO	PK	PL
PLE	PMTA	PPPM	PRIN	PSTC	PTL	RCI	RCL	RJH	ROUNA
RPC	RPH	SAMCO	SAPPE	SCP	SF	SGF	SGP	SKN	SKR
SKY	SLP	SMIT	SOLAR	SPA	SPCG	SPG	SQ	SRICHA	SSC
SSP	STANLY	STPI	SUN	SUPER	SVOA	T	TCCC	TCMC	THE
THG	THMUI	TIC	TITLE	TIW	TMD	TOPP	TPCH	TPIPP	TPOLY
TTI	TVT	TYCN	UEC	UMS	UNIQ	VCOM	VIBHA	VPO	WIN
WORK	WP	WPH	ZIGA						

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100	★★★★★	ดีเลิศ
80-89	★★★★	ดีมาก
70-79	★★★	ดี
60-69	★★	ดีพอใช้
50-59	★	ผ่าน
ต่ำกว่า 50	-	-

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และไม่ได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลการสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Anti-corruption Progress Indicator 2019

ได้รับการรับรอง

ADVANC	AIE	AKP	AMANA	AP	AQUA	ASP	ASK	BAFS	BBL
BCH	BKI	BLA	BSBM	BAY	BANPU	BWG	BJCHI	BTS	BRR
CIG	CEN	CNS	CPN	CENTEL	CPF	FPI	CIMBT	COM7	CGH
CPALL	CSC	DEMCO	TIP	DRT	DIMET	DTC	DCC	ECL	EPCO
ESTW	EGCO	FNS	FSS	GCAP	GJS	GSTEL	GEL	GFPT	GC
GGC	GPSC	GBX	GLOW	GOLD	GUNKUL	HTC	HANA	HARN	HMPRO
ICC	IFS	INSURE	IVL	INET	INTUCH	IRPC	KBANK	KCE	KSL
KBS	KKP	K	KTB	KWC	KCAR	KTC	LPN	LRH	LHFG
L & E	LHK	MALEE	MBKET	MBK	MC	MCOT	MSC	MINT	M
MONO	MOONG	MTI	MBAX	NBC	NINE	NMG	NNCL	OCC	OCEAN
NKI	PLAT	TASCO	TIPCO	TISCO	TMB	DTAC	TNITY	TTCL	TVD
OGC	PAP	PDI	PATO	PRG	PG	PHOL	PLANB	PLANET	PSTC
PPPM	PDJ	PREB	PE	PM	PPP	PT	PB	PRINC	PDG
PPS	PTG	PTTEP	PTTGC	PTT	PYLON	QTC	QLT	Q-CON	QH
RML	RATCH	THANI	SNP	SORKON	SPACK	SABINA	SPI	SPC	SCG
SCCC	SCB	MAKRO	SSSC	SGP	SINGER	SIS	SNC	SAT	AYUD
SMIT	SMPC	SSI	SIRI	SC	SCN	SE-ED	CFRESH	SELIC	SENA
STA	SRICHA	SITHAI	VIH	SPRC	SST	SSF	SUSCO	SVI	SMK
SYNTEC	TMILL	TKT	TSTH	TPCORP	TAE	TFI	KASET	TMD	TMT
THCOM	TFG	THREL	TVI	TCAP	TNP	THIP	TNL	BROOK	LANNA
TNR	TOP	TOG	TPA	TFMAMA	THRE	TSC	TU	WACOAL	TWPC
U	UBIS	UEC	UKEM	UOBKH	VGI	VNT	WHA	WICE	

ประกาศเจตนา

2S	ABICO	AIRA	AF	AMA	AMARIN	AMATA	ANAN	ARROW	AI
BM	BUI	B	CI	CHO	CHOW	CHG	CITY	COL	EFORL
ESTAR	UREKA	XO	FTE	FPI	GYT	GPI	ICHI	IRC	ILINK
JTS	JNK	CHOTI	KWG	KDC	NETA	MFEC	MPG	NEP	INOX
PSL	RWI	ROJNA	SAAM	SCI	SHANG	SKR	SPALI	SYNEX	TMC
TAKUNI	TPP	STANLY	TVO	TRITN	UWC	UV	YUASA		

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจัดทำโดยสถาบันไทยพัฒน์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผลการประเมินดังกล่าวของสถาบันไทยพัฒน์ อาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันไทยพัฒน์ซึ่งเป็นบุคคลภายนอกโดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของลงสิทธิในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน