

GULF (GULF TB)

บมจ. กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเมนท์

Current	Previous	Close	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
BUY	-	168.00	192.00	+14.3%	N/A	4

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Normalized earnings	3,510	4,680	6,003	8,414
Net profit	4,887	4,680	6,003	8,414
EPS (Bt)- Normalized	1.65	2.19	2.81	3.94
EPS (Bt)	2.29	2.19	2.81	3.94
% norm EPS growth Y-Y	26.6	33.3	28.3	40.2
Dividend (Bt)	1.30	1.32	1.69	2.37
BV/share (Bt)	18.01	18.89	20.02	21.59
EV/EBITDA (x)	51.8	36.5	29.4	22.4
Normalized PER (x)	102.1	76.6	59.7	42.6
PER (x)	73.3	76.6	59.7	42.6
PBV (x)	9.3	8.9	8.4	7.8
Dividend yield (%)	0.8	0.8	1.0	1.4
ROE (%)	7.2	8.9	10.5	13.0
YE No. of shares (million)	2,133	2,133	2,133	2,133
Par (Bt)	5	5	5	5

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Sector	Energy & Utilities
Close (08/04/2020)	168.00
SET Index	1,205.77
Foreign limit/actual (%)	49.00/38.82
Paid up shares (million)	2,133.30
Free float (%)	26.86
Market cap (Bt m)	358,394.40
Avg daily T/O (Bt m) (2020 YTD)	2,228.07
hi, lo, avg (Bt) (2020 YTD)	203.00, 113.00, 166.91

Source: Setsmarts

แนวโน้มระยะยาวเติบโตสดใสจากโครงการใหม่

เรามีมมมองเชิงบวกต่อ GULF จากแนวโน้มกำไรปกติปีนี้ที่คาดโต 33% และ 5-10 ปีข้างหน้าโตโดดเด่นต่อเนื่องจากโรงไฟฟ้าใหม่ๆ ททยอย COD โดยมีสัญญา PPA รองรับ ขณะที่มีความกายภาพขยายกำลังผลิตได้อีกจาก Potential Projects ต่างๆ โดยเชื่อว่าฐานะการเงินยังอยู่ในระดับจัดการได้ แม้มีการลงทุนสูงใน 5 ปีข้างหน้า โดยคาดว่าจะความเสี่ยงจาก Covid-19 จำกัด จากสัดส่วนรายได้ลูกค้าอุตสาหกรรมที่เพียง 11% ต่ำกว่า BGRIM (ที่ 25%) และ GPSC (ที่ 55%) ประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 ที่ 192 บาท (SOTP) และแนะนำ ซื้อสะสม ทั้งนี้ ผู้ถือหุ้นอนุมัติการแตกพาร์ จากปัจจุบันที่ 5 บาท เป็น 1 บาท (คาดมีผลอย่างเร็วสัปดาห์หน้า) แม้ไม่มีผลกระทบต่อปัจจัยพื้นฐาน แต่จะทำให้สภาพคล่องในการซื้อขายเพิ่มขึ้น

กำลังผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนร่วมทุนที่มี PPA รองรับ จะเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 18.8% CAGR ในช่วงปี 2020-2025

ปัจจุบันบริษัทมีกำลังผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น (Equity MW) ของโครงการที่ดำเนินการแล้วและมีสัญญาขายไฟระยะยาว (PPA) รองรับ ที่ 2,701 MW และภายในปี 2027 คาดว่าจะเพิ่มเป็น 7,781 MW หรือเพิ่มเฉลี่ย 18.8% ในช่วงปี 2020-2025 โดยมีโครงการโรงไฟฟ้าที่จะทยอย COD หลักๆ ในช่วงดังกล่าว คือ โรงไฟฟ้าชีวมวล GGC 25 MW ในปี 2020, โครงการ Wind Mekong 310 MW ช่วงปลายปี 2020-2021, โรงไฟฟ้าก๊าซ DIPWP ในโอมาน (ถือหุ้น 45%) ขนาด 326 MW ในปี 2021-2022, โรงไฟฟ้า IPP "GSRC" (ถือหุ้น 70%) 2,650 MW ในปี 2021-2022, โรงไฟฟ้า IPP "IPD" (ถือหุ้น 70%) 2,650 MW ในปี 2023-2024, โรงไฟฟ้า IPP "HKP" (ถือหุ้น 49%) 1400 MW ในปี 2024-2025, และโรงไฟฟ้า "BRP" (ถือหุ้น 35%) 540 MW ในปี 2027 ตามลำดับ

หนุนการเติบโตของกำไรปกติโตโดดเด่นใน 5-10 ปีข้างหน้า

จากแผน COD ของโครงการโรงไฟฟ้างดังกล่าว จะหนุนให้รายได้และกำไรเติบโตโดดเด่น โดยปี 2020 คาดรายได้ขายไฟโต 12% และกำไรปกติปี 2020 โต 33% จากผลเต็มปีของการ COD ของ 4 โรง SPP และ 2 โรงไฟฟ้าโซลาร์ในเวียดนามซึ่งสัดส่วนการถือหุ้นเพิ่มขึ้นด้วย จาก 49% เป็น 90% กอปรกับการ COD ของโรงไฟฟ้าชีวมวล GGC และกำไรจะเร่งตัวขึ้นอีกโดยเฉพาะหลังปี 2021 ที่มีโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ทยอย COD โดยรวม ใน 5 ปีข้างหน้า (2020-2024) คาดกำไรปกติโตเฉลี่ยต่อปี 39% CAGR ขณะที่ใน 10 ปีข้างหน้า (2020-2029) โตเฉลี่ยต่อปี 19% CAGR

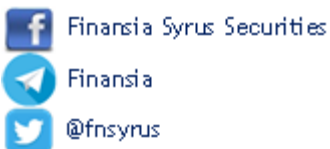
สัดส่วนรายได้ 89% จาก กฟผ. ที่เหลือ 11% จากลูกค้าอุตสาหกรรม ความเสี่ยงจาก Covid-19 น้อยกว่า BGRIM และ GPSC

ในปี 2019 รายได้ของบริษัทส่วนใหญ่ราว 89% มาจาก กฟผ.ตามสัญญา PPA 20-25 ปี ทั้งจากโครงการโรงไฟฟ้าแบบ IPP และ SPP ที่เหลือ 11% จากรายได้ขายไฟแก่ลูกค้าอุตสาหกรรม (IU) ซึ่งกระจายในหลายกลุ่มธุรกิจ เช่น ธุรกิจ Auto, ผลิตชิ้นส่วนก่อสร้าง, อาหารและเครื่องดื่ม, อิเล็กทรอนิกส์, Packaging, กระดาษและส่วนประกอบฐานพิมพ์, บีโตร์เคมี เป็นต้น ในขณะที่สัดส่วนรายได้จากลูกค้า IU ของ BGRIM อยู่ที่ราว 25% และของ GPSC มากสุด ราว 55% ทั้งนี้ ภายในปี 2027 ซึ่งโครงการโรงไฟฟ้า IPP ใหม่ ๆ ของ GULF มีการ COD ตามแผน คาดว่าสัดส่วนรายได้จาก กฟผ. จะเพิ่มเป็น 95% ที่เหลือเพียง 5% มาจากลูกค้า IU ซึ่งจะยิ่งทำให้มีความแน่นอนของกระแสเงินสดมากขึ้นไปอีก

มีแผนเพิ่มกำลังผลิตไฟอีก และขยายการลงทุนไปด้าน Infrastructure

บริษัทมีเป้าหมายเพิ่มกำลังผลิตไฟฟ้าทั้งในและต่างประเทศ รวมทั้งเพิ่มสัดส่วนโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนจากปัจจุบันที่เพียง 6% ทั้งนี้ ที่อยู่ระหว่างการศึกษาคโครงการร่วมทุนต่างๆ เช่น โครงการ LNG-to-Power ในเวียดนาม กำลังผลิตสูงสุด 6,000 MW, โครงการสร้างโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน (Oman Replacement) ขนาด 2,000 MW, 3 โครงการสร้างโรงไฟฟ้า Hydropower ในลาว รวม 2,366 MW เป็นต้น นอกจากนี้ ยังมีการลงทุนด้าน Infrastructure ต่างๆ เช่น (1) โครงการมาบตาพุดเฟส 3 (MTP3)

Analyst: Pornsook Amonvadeekul
 Register No.: 004973
 Tel.: +662 646 9964
 email: pornsook.a@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



(มีรายละเอียดต่อหน้า 2)

ซึ่งจะเป็นงานถมทะเลและสร้าง LNG Terminal สัมปทาน 30 ปี มูลค่าโครงการราว 4.3 หมื่นล้านบาท โดยร่วมทุนกับกลุ่ม PTT สัดส่วน 70:30 โดยเซ็นสัญญา PPP กับการนิคมอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (IEAT) แล้ว คาดการก่อสร้างเฟส 1 ในช่วงปี 2020-2023 และเฟส 2 ในปี 2023-2027 (2) โครงการสร้างท่าเทียบเรือแหลมฉบังเฟส 3 (LCB3) สัมปทาน 35 ปี มูลค่าโครงการราว 3 หมื่นล้านบาท GULF ร่วมทุนกับกลุ่ม PTT และ China Harbour Engineering สัดส่วน 40:30:30 คาดการก่อสร้างในช่วงปี 2022-2028 ปัจจุบันอยู่ระหว่างการเจรจาต่อรองก่อนจะเซ็นสัญญา PPP (3) โครงการ M6 & และโครงการ M81 Intercity Motorway สัมปทาน 30 ปี มูลค่าโครงการ 2.1 หมื่นล้านบาท และ 1.8 หมื่นล้านบาท ตามลำดับ โดย GULF จะถือหุ้น 40% ที่เหลือเป็นกลุ่ม BTS (40%) STECON (10%) และ RATCH (10%) รายได้จะมาจากงานออกแบบ สร้างระบบ จัดเก็บเงิน บริหารจัดการและงานซ่อมบำรุง คาดการก่อสร้างในปี 2020-2024 คาดเซ็นสัญญา PPP ใน 2Q20 และ (4) การขาย ไฟและนำเย็นในโครงการ One Bangkok อายุสัญญา 30 ปี มูลค่าโครงการ 3.6 พันล้านบาท โดย GULF จะถือหุ้น 33% Mitsui & Co. และ Tokyo Gas engineering แห่งละ 33% ทั้งนี้คาดการณ์ก่อสร้างจะเริ่มใน 2Q20

แม้มีการลงทุนหนัก แต่เชื่อว่าฐานะการเงินยังอยู่ในระดับจัดการได้

คาดงบลงทุนรวมถึง 1.4 แสนล้านบาทใน 5 ปีข้างหน้า สำหรับใช้ในโครงการโรงไฟฟ้าใหม่ที่มี PPA แล้ว และจะทยอย COD โดยคาดปี 2020 ที่ราว 3.1 หมื่นล้านบาท ทั้งนี้ ณ สิ้นปี 2019 D/E ที่ 1.7 เท่า คาดว่าปี 2020-2021 จะเพิ่มขึ้นเป็น 2.1-2.5 เท่า และปี 2022-2023 จะขึ้นไปสูงสุดที่ 2.6-2.7 เท่า ยังต่ำกว่า Debt Covenants ที่ 3.5 เท่า หลังจากนั้น D/E จะทยอยลดลง

แนวโน้มกำไรปกติ 1Q20 เพิ่ม Q-Q, Y-Y แม้กำไรสุทธิถูกระทบจาก FX Loss ทางบัญชี

แนวโน้มกำไรปกติ 1Q20 กลับมาเพิ่ม Q-Q ส่วนใหญ่จากการซ่อมบำรุงของโรงไฟฟ้าในกลุ่มบริษัทร่วม (GJP) น้อยลง และเป็นกำไรเพิ่มเติมเนื่อง Y-Y จากการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม กำไรสุทธิอาจถูกระทบจาก FX Loss ทางบัญชี จากค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลง

แนะนำ ซื้อสะสม ราคาเป้าหมายปี 2020 ที่ 192 บาท (Sum-of-the-part)

จากมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มกำไรปกติปีนี้ที่คาดโต 33% และใน 5-10 ปีข้างหน้า โตโดดเด่น จากโรงไฟฟ้าใหม่ๆ ทยอย COD โดยมีสัญญา PPA รองรับ ขณะที่ มี Potential Projects ต่างๆ ที่ยังไม่รวมในประมาณการ เช่น โครงการ LNG-to-Power ในเวียดนาม โครงการ Oman Replacement และโครงการ Hydropower ในลาว ดังกล่าวข้างต้น เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 ที่ 192 บาท (SOTP) และแนะนำ ซื้อสะสม

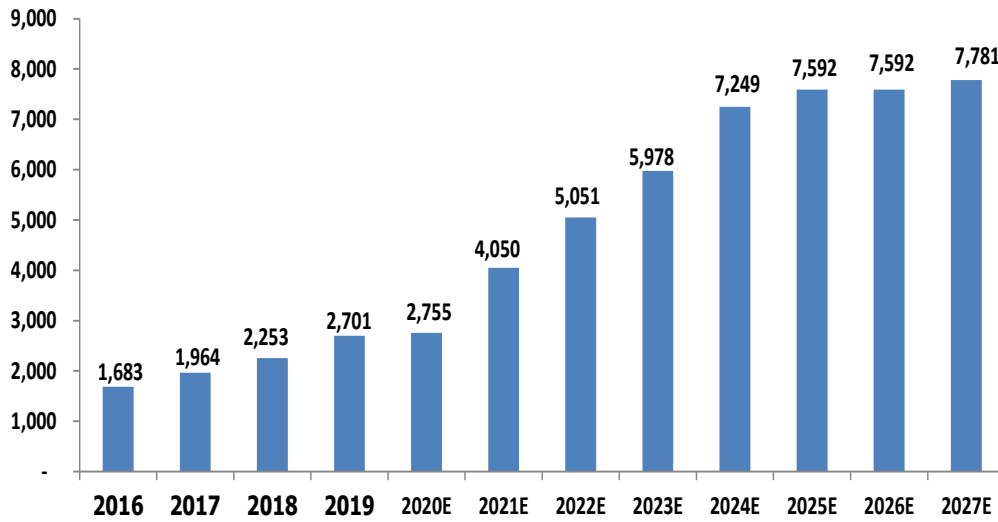
ความเสี่ยง ความล่าช้าของโครงการใหม่ แผนการลงทุนจำนวนมาก ความต้องการใช้ไฟลูกค้าอุตสาหกรรม ลดลง

โครงการโรงไฟฟ้าใหม่ที่ได้ PPA แล้ว (2019-2027)

Project	Country	Type	Installed Capacity (MW)	%Stake	Status	Note	COD
4 โรงไฟฟ้า SPP	Thailand	Gas-fired	519	70.0	Operating	Having PPA	2019
2 Solar Vietnam	Vietnam	Solar	119	90.0	Operating	Having PPA	มี.ค.-เม.ย.2019
Mekong Solar	Vietnam	Solar	30	95.0	Waiting for approval	-	2020
Mekong Wind	Vietnam	Wind	310	95.0	Ph.1 30 MW Under construction	30 MW PPA signed	End 2020-2021
DIPWP	Oman	Gas-fired	326	45.0	Under Construction	Having PPA	2021-2022
GSRC (IPP)	Thailand	Gas-fired	2,650	70.0	Under Construction	Having PPA	2021-2022
GPD (IPP)	Thailand	Gas-fired	2,650	70.0	Construction will start in Mid-2020	Having PPA	2023-2024
หิโนกอง (IPP)	Thailand	Gas-fired	1,400	49.0	Doing EIA	Having PPA	2024-2025
บุรพา (IPP)	Thailand	Gas-fired	540	35.0	Doing EIA	Having PPA	2027

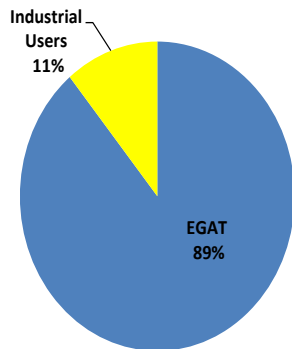
Source: Company, FSS Estimates

Equity Installed Capacities 2016-2027E (MW)

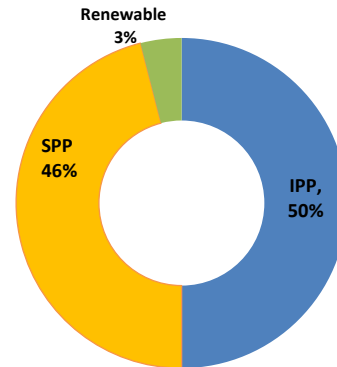


Source: Company

Power sold to EGAT & Industrial Users 2019 (%)



Equity MW by Plant type: Feb 2020 (%)



Source: Company

Potential Power Projects

Project	Country	Type	Installed Capacity (MW)	%Stake	Status
LNG-to-Power	Vietnam	Gas-fired	Up to 6,000	na	รอบบรรจุใน PDP ของเวียดนาม
Oman Replacement	Oman	Renewable	2,000	na	เซ็น MOU เพื่อศึกษาความเป็นไปได้
3 Hydropower projects	Laos	Hydro	2,366	คาด 30-35%	อยู่ระหว่างศึกษาความเป็นไปได้

Source: Company, compiled by FSS Research

Infrastructure Projects

Project	Investment cost (Btmn)	%Stake	Status	Authority	Construction period	Concession period (yr)
MTP3	42,900	70.0	PPA contract signed	IEAT	Ph. 1 2020-2023 Ph. 2 2023-2027	30
LCP3	30,000	40.0	PPP Contract under negotiation	PAT	F1 2022-2024 F2 2026-2028	35
M6 Intercity Motorway	21,300	40.0	PPP contract signing expected in 2Q20	DOH	2022-2023	30
M81 Intercity Motorway	17,800	40.0	PPP contract signing expected in 2Q20	DOH	2022-2023	30
One BKK	3,600	33.0	Construction expected to start in 2Q20	-	2022-2024	30

Source: Company,

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	17,182	30,040	33,667	48,645	73,304
Cost of sales	12,681	22,791	24,603	35,743	54,278
Gross profit	4,501	7,249	9,064	12,902	19,026
SG&A	1,490	1,713	2,020	2,919	4,178
Operating profit	3,011	5,536	7,042	9,980	14,844
Other income	298	304	250	250	250
EBIT	5,804	8,205	9,893	12,589	17,540
EBITDA	4,701	8,274	12,490	16,729	23,093
Interest charge	1,936	2,896	3,340	4,335	5,322
Tax on income	-21	-14	0	0	0
Minority interest	1,116	1,813	1,874	2,250	3,803
Normalized earnings	2,773	3,510	4,680	6,003	8,414
Extraordinary items	255	1,377	0	0	0
Net profit	3,028	4,887	4,680	6,003	8,414

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	3,028	4,887	4,680	6,003	8,414
Deprec. & amortization	1,392	2,434	3,650	5,196	6,496
Change in working capital	8,288	3,678	3,193	2,204	-1,298
Other adjustments	-2,750	-3,742	-2,602	-2,358	-2,446
Cash flow from operations	9,958	7,257	8,922	11,044	11,166
Capital expenditure	-18,509	-15,730	-30,400	-38,646	-32,499
Others	-4,978	-761	-2,899	-2,808	-740
Cash flow from investing	-23,487	-16,492	-33,299	-41,454	-33,239
Net borrowings	9,598	17,887	21,686	29,996	25,812
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-877	-2,571	-2,808	-3,602	-5,049
Others	3,289	-10,064	1,874	2,250	3,803
Cash flow from financing	12,010	5,252	20,752	28,644	24,567
Net change in cash	-1,519	-3,983	-3,626	-1,765	2,494

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	18,794	14,810	11,184	9,419	11,914
Accounts receivable	3,512	5,199	5,995	8,663	13,054
Inventory	50	157	169	245	372
Other current asset	3,510	2,251	2,525	3,648	5,498
Total current assets	25,866	22,417	19,873	21,975	30,837
Investment	29,350	29,075	31,677	34,035	34,035
PPE	67,664	80,961	107,711	141,161	167,164
Total Assets	123,669	134,278	161,383	19,9743	235,348
Short-term loans	1,205	393	393	393	393
Account payable	1,178	1,689	1,820	2,644	4,015
Current maturities	8,444	2,821	6,821	9,821	9,821
Other current liabilities	7,581	4,906	5,050	7,297	10,996
Total current liabilities	18,408	9,809	14,084	20,155	25,225
Long-term debt	59,883	74,356	93,335	120,448	142,951
Other LT liabilities	590	1,073	1,178	1,703	2,566
Registered capital	10,667	10,667	10,667	10,667	10,667
Paid-up capital	10,667	10,667	10,667	10,667	10,667
Share Premium	20,889	20,889	20,889	20,889	20,889
Legal reserve	249	404	404	404	404
Retained earnings	4,732	6,468	8,340	10,741	14,107
Minority Interest	8,251	10,613	12,486	14,737	18,540
Shareholders' equity	44,788	49,040	52,786	57,437	64,606

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	294.9	74.8	12.1	44.5	50.7
EBITDA	597.2	76.0	51.0	33.9	38.0
Net profit	-12.3	61.4	-4.2	28.3	40.2
Normalized earnings	77.8	26.6	33.3	28.3	40.2
Profitability (%)					
Gross profit margin	26.2	24.1	26.9	26.5	26.0
EBITDA margin	27.4	27.5	37.1	34.4	31.5
EBIT margin	33.8	27.3	29.4	25.9	23.9
Normalized profit margin	16.1	11.7	13.9	12.3	11.5
Net profit margin	17.6	16.3	13.9	12.3	11.5
Normalized ROA	2.2	2.6	2.9	3.0	3.6
Normalize ROE	6.2	7.2	8.9	10.5	13.0
Normalized ROCE	5.5	6.6	6.7	7.0	8.3
Risk (x)					
D/E	1.8	1.7	2.1	2.5	2.6
Net D/E	1.3	1.4	1.8	2.3	2.5
Net debt/EBITDA	12.8	8.5	7.8	7.9	6.9
Per share data (Bt)					
Reported EPS	1.42	2.29	2.19	2.81	3.94
Normalized EPS	1.30	1.65	2.19	2.81	3.94
EBITDA	2.20	3.88	5.85	7.84	10.83
Book value	17.13	18.01	18.89	20.02	21.59
Dividend	1.20	1.30	1.32	1.69	2.37
Par	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
Valuations (x)					
P/E	118.4	73.3	76.6	59.7	42.6
Norm P/E	129.2	102.1	76.6	59.7	42.6
P/BV	9.8	9.3	8.9	8.4	7.8
EV/EBITDA	89.0	51.8	36.5	29.4	22.4
Dividend yield (%)	0.7	0.8	0.8	1.0	1.4

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดิ ออฟฟิศ แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	สำนักงานเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ ชั้น 15 อาคารเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ เลขที่ 444 ถนนพญาไท แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700, 02-680-0777	สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000	สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545	สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100	สาขา ลินธอร์ 1 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (ลินธอร์ 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193
สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130	สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180	สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300		
สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-224-504	สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ 053-204-711	สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-909
สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารเมลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ 053-805-388	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599	สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกอบ อ.เมือง ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499
สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595	สาขา บัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4	

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่ผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LIH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASSO, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2019

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2562 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC