

สารานุกรม

SET ENER index Close: 30/6/2025 14,541.35 +20.60 / +0.14% Bt4,789mn
Bloomberg ticker: SETENERG



เลือกซื้อหุ้นที่มีปัจจัยบวกเฉพาะตัวท่ามกลางปีที่ไม่แน่นอน

เรามองว่ามีปัจจัย overhang หลายประการที่ต้องจับตาในกลุ่มสารานุกรม ได้แก่ ความเป็นไปได้ที่จะมีการคงหรือปรับลดค่าไฟฟ้าฐานลงอีก (ตามนโยบายรัฐบาล) ซึ่งจะกดดันอัตรากำไรสุทธิของโรงไฟฟ้า SPP ความล่าช้าในการประมูลกำลังการผลิตใหม่ในประเทศไทย และคาดว่าจะมีการเปลี่ยนระบบจาก Fixed Feed-in-Tariff (FiT) มาเป็นระบบประมูล อย่างไรก็ตาม เรามีมุมมองเชิงบวกต่อผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า CCGT ในสหรัฐฯ (BCPG, GULF) ที่จะได้รับประโยชน์จากค่า capacity payment ที่ปรับตัวขึ้นมาก เราแนะนำให้เลือกซื้อหุ้นที่มีปัจจัยบวกเฉพาะตัวอย่าง GULF (หุ้นเด่นของกลุ่ม) และ BCPG จากพัฒนาการเชิงบวก ในขณะที่ยังคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ GPSC และ BGRIM

เรามองว่ามี overhang หลายอย่างที่จับตาในกลุ่มสารานุกรม ได้แก่ 1) ความเป็นไปได้ที่จะมีการคงหรือปรับลดค่าไฟฟ้าฐานลงอีกตามเป้าหมายของรัฐบาลที่ต้องการลดค่าไฟฟ้าเพื่อลดภาระค่าครองชีพประชาชน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อรายได้ของผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า SPP 2) ความขัดแย้งในตะวันออกกลางที่ทวีความรุนแรงมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนก๊าซธรรมชาติสูงขึ้น และ 3) ความล่าช้าของแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศไทยฉบับใหม่ อันได้แก่ การรับซื้อไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน เฟส 2 และแผน PDP2024 อย่างไรก็ตาม เราคาดการณ์ถึงส่วนแบ่งกำไรที่เป็นบวกจากผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า CCGT ในสหรัฐฯ (BCPG, GULF) ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากค่า capacity payment ที่ปรับตัวขึ้นมาก

โครงการโรงไฟฟ้า CCGT ในสหรัฐฯ จะมีบทบาทสำคัญสำหรับ GULF และ BCPG ตั้งแต่เดือนมิ.ย. 2568 เป็นต้นไป เราคาดว่าผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า CCGT จะได้รับประโยชน์จากการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญของค่า capacity payment ในสหรัฐฯ จากระดับ US\$31/MW-วันในปี 2567 สู่สมมติฐานที่เราวางไว้ที่ US\$170/MW-วัน ในปี 2568 จากนั้นจะเพิ่มขึ้นเป็น US\$215/MW-วัน ในปี 2569 เราพบว่าบริษัทผู้ผลิตไฟฟ้าจะจดทะเบียนในตลาดสหรัฐฯ ส่วนใหญ่ที่มีโรงไฟฟ้า CCGT ในพอร์ตมีมูลค่าที่สูงขึ้น ซึ่งหนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลทำให้มูลค่าของ GULF และ BCPG ปรับเพิ่มขึ้น

เราคาดว่ากลุ่มสารานุกรมจะมีกำไรปกติที่แข็งแกร่งใน 2Q68 นำโดย GULF เราคาดว่าบริษัทในกลุ่มสารานุกรมภายใต้การวิเคราะห์ของเราจะรายงานกำไรปกติรวม 7.7 พันลบ. ใน 2Q68 เพิ่มขึ้น 8.7% YoY และ 4.9% QoQ หลักๆ ได้แรงหนุนจากรายได้เงินปันผลจำนวนมากจาก KBANK ของ GULF

เลือกซื้อหุ้นที่มีปัจจัยบวกเฉพาะตัวในกลุ่มสารานุกรม หุ้นเด่นของเรายังคงเป็น GULF ในขณะที่เรายังคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ BCPG และคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ GPSC และ BGRIM

เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ **GULF** โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 70 บาท อ้างอิงวิธี DCF (WACC ที่ 4.5% และ terminal growth ที่ 1.6%) เราคาดว่าโมเมนตัมกำไรปกติของ GULF จะยังคงแข็งแกร่งใน 2Q68 และ 2H68 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้เงินปันผลสูงสุดเป็นประวัติการณ์จาก KBANK ประโยชน์จากค่า capacity payment ที่ปรับตัวขึ้นมาก และกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น

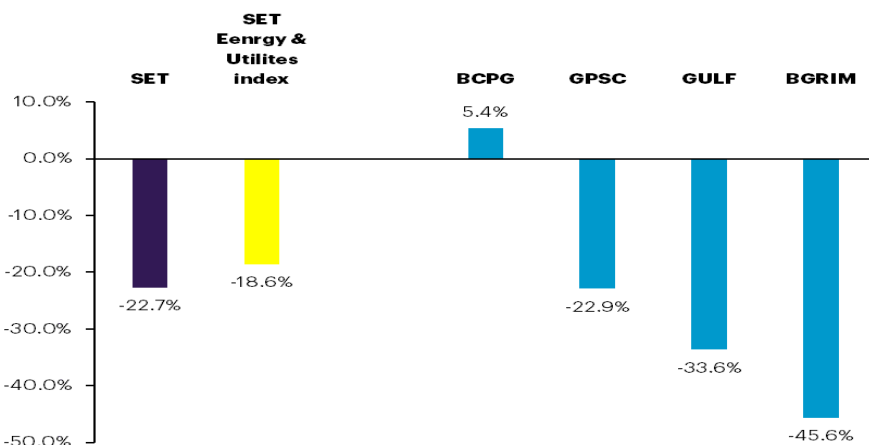
เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ **BCPG** โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 7.8 บาท อ้างอิงวิธี DCF (WACC ที่ 7.4% และ terminal growth ที่ 0.5%) ปัจจัยกระตุ้นจากค่า capacity payment ในสหรัฐฯ ที่ปรับตัวขึ้นมากจะผลักดันให้กำไรปกติของ BCPG ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 3 ปี ใน 2H68

เราคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ **BGRIM** เนื่องจากเราคาดว่ากำไร 2H68 จะได้รับผลกระทบจากค่า Ft ที่ลดลง และต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น แต่จะได้รับการชดเชยบางส่วนจากการ COD โรงไฟฟ้าใหม่ เช่น โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่ง Nakwoi 1, IBS และ ARECO ที่คาดว่าจะ COD ใน 2H68

เราคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ **GPSC** เนื่องจากเราคาดว่าจะได้รับผลกระทบจากค่า Ft ที่ลดลงและต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นใน 2H68 แต่จะได้รับการชดเชยบางส่วนจากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นอย่างมากจาก Avaada Energy

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ ต้นทุนก๊าซสูงกว่าคาด ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการใช้เชื้อเพลิงฟอสซิล การบริหารจัดการพลังงาน การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสูง และผลกระทบต่อชุมชนใกล้เคียง

Price performance หุ้นกลุ่มสารานุกรมเทียบกับ SET และ SET Energy ในปี 2568 ถึงปัจจุบัน



Source: Company data, and InnovestX Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)	25F	26F
BCPG	Outperform	5.7	7.8	41.1	11.5	9.3	0.5	0.5
BGRIM	Neutral	10.4	12.4	23.6	16.2	12.5	0.6	0.6
GPSC	Neutral	29.3	31.0	9.4	18.4	16.6	0.8	0.7
GULF	Outperform	38.8	70.0	83.6	23.5	22.1	1.7	1.7
Average					17.4	15.1	0.9	0.9

Source: InnovestX Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCPG	(7.3)	(16.2)	(9.5)	(2.2)	(9.6)	8.0
BGRIM	6.7	0.0	(51.9)	12.5	7.9	(42.5)
GPSC	(10.0)	7.3	(26.4)	(5.1)	15.8	(12.1)
GULF	(13.9)	(19.7)	(2.8)	(9.2)	(13.4)	16.0

Source: SET, InnovestX Research

นักวิเคราะห์

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2793-9005

chaiwat.a@innovestx.co.th

เรามองว่ามี overhang หลายอย่างที่อาจต้องจับตาในกลุ่มสาธารณูปโภค ได้แก่: 1) ความเป็นไปได้ที่จะมีการคงหรือปรับลดค่าไฟฟ้าฐานลงอีกตามเป้าหมายของรัฐบาลที่ต้องการลดค่าไฟฟ้าเพื่อลดภาระค่าครองชีพประชาชน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อรายได้ของผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า SPP 2) ความขัดแย้งในวันออกกลางที่ทวีความรุนแรงมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้ต้นทุนก๊าซธรรมชาติสูงขึ้น และ 3) ความล่าช้าของแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศไทยฉบับใหม่ อันได้แก่ การประมูลรับซื้อไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน เฟส 2 และแผน PDP2024 อย่างไรก็ตาม เรามีมุมมองเชิงบวกต่อผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วมที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิง (CCGT) ในสหรัฐฯ (BCPG, GULF) ที่จะได้รับประโยชน์จากค่า capacity payment ที่ปรับตัวขึ้นแรง

1) ความเป็นไปได้ที่จะมีการคงหรือปรับลดค่าไฟฟ้าฐานสำหรับงวดเดือนก.ย.-ธ.ค. 2568 ลงอีก อ้างอิงข้อมูลตามการปลดกระทรวงพลังงานเคยกล่าวไว้ว่าเพื่อรักษาระดับค่าไฟในงวดสุดท้ายของปีนี้ (เดือนก.ย.-ธ.ค. 2568) ไม่ให้เกิน 3.99 บาท/หน่วย แม้ว่าราคา LNG จะสูงขึ้น กระทรวงพลังงานได้หารือร่วมกับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) บริษัท ปตท.จำกัด (มหาชน) และสำนักงานคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (สำนักงาน กกพ.) วางมาตรการดูแลไว้ 4-5 แนวทาง ซึ่งรวมถึงการซื้อไฟฟ้าเพิ่มจากผู้ผลิตต้นทุนต่ำ เช่น โรงไฟฟ้าพลังน้ำ และโรงไฟฟ้าถ่านหินที่แม่เมาะ เพื่อลดต้นทุนไฟฟ้าโดยรวมลงอีก นอกจากนี้ นายกรัฐมนตรียังมีแผนที่จะปรับโครงสร้างค่าไฟฟ้าฐานลงมาอยู่ที่ 3.70 บาท/หน่วย โดยปัจจุบันอยู่ระหว่างการดำเนินการ เนื่องจากค่าไฟฟ้าปัจจุบันอยู่ที่ 3.98 บาท/หน่วย สำหรับงวดเดือนพ.ค.-ส.ค. 2568 ลดลงจาก 4.15 บาท/หน่วย สำหรับงวดเดือนก.ค.-เม.ย. 2568 ในกรณีฐานของเรา เราใช้สมมติฐานว่าค่าไฟฟ้าฐานจะอยู่ที่ 4.05 บาท/หน่วย สำหรับปี 2568-69 นอกจากนี้เรายังทำ sensitivity analysis ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงค่าไฟฟ้าต่อกำไรปกติของบริษัทในกลุ่มสาธารณูปโภคด้วย

Figure 1: Sensitivity analysis ผลกระทบของค่าไฟฟ้าที่ตลาด

	ค่าไฟฟ้าปี 2568 (บาท/หน่วย)	ผลกระทบต่อกำไรปกติปี 2568 (%)			
		BCPG	BGRIM	GPSC	GULF
สมมติฐานปัจจุบัน	4.05				
Scenario 1	4.15	2.1%	13.6%	13.4%	0.9%
กรณีฐาน	4.05	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Scenario 2	3.95	-2.1%	-13.6%	-13.4%	-0.9%
Scenario 3	3.80	-4.2%	-20.4%	-20.0%	-1.2%

Source: Company data, InnovestX Research

คณะกรรมการการพลังงานแถลงผลการศึกษาค่าไฟฟ้าแพง โดยเสนอ 8 มาตรการเพื่อลดค่าไฟฟ้าพื้นฐาน ได้แก่:

- 1) มาตรการยกเว้นภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) สำหรับผู้ใช้ไฟฟ้าทุกประเภท เนื่องจากการชำระค่าไฟฟ้าของผู้ใช้ไฟฟ้าทุกประเภทต้องเสียภาษี VAT อยู่ที่ 7% โดยให้ลดเก็บเหลือ 0% ซึ่งจะช่วยลดค่าไฟฟ้าได้ 0.3224 บาท/หน่วย
- 2) การทบทวนและปรับปรุงเงื่อนไขการสนับสนุนการรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในรูปแบบ Adder และ Feed in Tariff (FIT) เพื่อสะท้อนต้นทุนการผลิตที่แท้จริงและไม่เป็นภาระกับประชาชน ซึ่งจะช่วยลดค่าไฟฟ้าได้ 0.17 บาท/หน่วย
- 3) การนำรายได้จากภาคหลวงและส่วนแบ่งกำไรของรัฐในส่วนกลางของภาคไฟฟ้า มาลดต้นทุนค่าเชื้อเพลิงในการผลิตไฟฟ้าให้แก่ประชาชนแทนการจ่ายให้แก่รัฐโดยตรง ซึ่งจะช่วยลดค่าไฟฟ้าลงได้ 0.1255 บาท/หน่วย
- 4) การกำหนดให้หน่วยงานที่ใช้ไฟฟ้าสาธารณะเป็นผู้รับผิดชอบจัดหางบประมาณมาจ่ายค่าไฟฟ้าเอง เพื่อลดภาระที่ประชาชนต้องแบกรับในปัจจุบัน ซึ่งมาตรการนี้จะช่วยลดค่าไฟฟ้าได้ 0.1032 บาท/หน่วย
- 5) การปรับลดเงินนำส่งคืนรัฐของการไฟฟ้าทั้งสามแห่งจาก 50% ลดลงเหลือ 20% เพื่อนำส่วนต่างมาปรับลดค่าไฟฟ้าให้แก่ประชาชน ซึ่งคาดว่าจะช่วยลดค่าไฟฟ้าได้ 0.0848 บาท/หน่วย
- 6) การทบทวนสัดส่วนของการนำเข้าก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG) แบบสัญญาระยะยาว (Long-term) ต่อสัญญาแบบราคาตลาดจริง (Spot LNG) ให้เหมาะสมเพื่อลดต้นทุนค่าก๊าซธรรมชาติ จากการศึกษาพบว่าหากเพิ่มสัดส่วนการนำเข้า LNG แบบสัญญา Long-term เป็น 85% ของการนำเข้า LNG ทั้งหมด จะช่วยลดค่าไฟฟ้าได้ 0.0626 บาท/หน่วย
- 7) การปรับลดเกณฑ์อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่ใช้ในการคำนวณรายได้ที่พึงได้รับของการไฟฟ้าให้เป็นไปตามประมวลรัษฎากรจาก 30% ลดลงเหลือ 20% ให้สอดคล้องกับการจัดเก็บภาษีเงินได้นิติบุคคลตามกฎหมายปัจจุบัน ซึ่งคาดว่าจะช่วยลดค่าไฟฟ้าได้ 0.0174 บาท/หน่วย
- 8) การจัดตั้งคลังกักเก็บ LNG เป็นเขตปลอดอากร เพื่อให้การนำเข้า LNG เกิดการใช้ประโยชน์สูงสุด ลดการนำเข้าก๊าซธรรมชาติแบบเร่งด่วน ในลักษณะ Spot LNG ที่มีราคาสูง และสามารถให้สิทธิในการยืม-คืน ระหว่าง Shipper แต่ละรายได้โดยไม่ต้องเสียภาษี ซึ่งในระยะยาวจะช่วยลดต้นทุนการนำเข้า LNG ซึ่งเป็นเชื้อเพลิงในการผลิตไฟฟ้า และจะช่วยลดค่าไฟฟ้าลงได้ 0.0048 บาท/หน่วย

มาตรการที่อาจส่งผลกระทบต่อกำไรของกลุ่มสาธารณูปโภคไทย ได้แก่ การทบทวนและปรับปรุงเงื่อนไขการสนับสนุนการรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในรูปแบบ Adder และ Feed in Tariff (FiT) ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อรายได้ค่าไฟฟ้าลดลง นอกจากนี้ คณะกรรมการการพลังงานยังได้เสนอให้ทบทวนสัดส่วนของการนำเข้า LNG แบบสัญญาระยะยาวต่อสัญญาแบบราคาตลาดจริงเพื่อปรับต้นทุนให้เหมาะสม รวมถึงปรับโครงสร้างการจัดสรรต้นทุนก๊าซเพื่อลดต้นทุนก๊าซสำหรับกลุ่มสาธารณูปโภค อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าดำเนินการดังกล่าวจะต้องอาศัยความร่วมมือกับหน่วยงานภาครัฐอื่นๆ และต้องได้รับการอนุมัติจากกรม. ซึ่งจะต้องใช้เวลาพอสมควร

Figure 2: คณะกรรมการพลังงานเสนอ 8 มาตรการแก้ไขปัญหาค่าไฟฟ้าแพง

คณะกรรมการพลังงานเสนอ 8 มาตรการแก้ไขปัญหาค่าไฟฟ้าแพง	ลดค่าไฟฟ้า (บาท/หน่วย)
1) ยกเว้นภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) 7% สำหรับผู้ใช้ไฟฟ้าทุกประเภท	0.3224
2) ทบทวนและปรับปรุงเงื่อนไขการสนับสนุนการรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในรูปแบบ Adder/FIT	0.1700
3) นำรายได้ค่าภาคหลวงและส่วนแบ่งกำไรของรัฐมาลดต้นทุนค่าเชื้อเพลิงในการผลิตไฟฟ้า	0.1255
4) กำหนดให้หน่วยงานที่ใช้ไฟฟ้าสาธารณะเป็นผู้รับผิดชอบจัดหางบประมาณมาจ่ายค่าไฟฟ้าเอง	0.1032
5) ปรับลดเงินนำส่งคืนรัฐของการไฟฟ้าทั้งสามแห่ง	0.0848
6) ทบทวนสัดส่วนของการนำเข้า LNG แบบสัญญาระยะยาวต่อสัญญาแบบราคาตลาดจริงที่เหมาะสม	0.0626
7) ปรับลดเกณฑ์อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่ใช้ในการคำนวณรายได้ที่พึงได้รับของการไฟฟ้า	0.0174
8) จัดตั้งคลังเก็บ LNG เป็นเขตปลอดอากร เพื่อให้การนำเข้า LNG เกิดการใช้ประโยชน์สูงสุด	0.0048
รวม	0.9081

Source: Energy News Center, InnovestX Research

2) ความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ทวีความรุนแรงขึ้นจะผลักดันให้ต้นทุนก๊าซธรรมชาติสูงขึ้น ความขัดแย้งระหว่างอิสราเอลและอิหร่านรอบใหม่ส่งผลทำให้ราคาตลาดของก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG) ในตลาดญี่ปุ่น/เกาหลี (JKM) ปรับตัวเพิ่มขึ้น 18% มาอยู่ที่ US\$13.2/ล้านบีทียู ณ วันที่ 27 มี.ย. 2568 เพิ่มขึ้นจาก US\$11.2/ล้านบีทียู ในเดือนพ.ค. 2568 ราคา LNG ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นครั้งนี้คาดว่าจะทำให้ราคา pool gas ในประเทศไทยสูงขึ้น เนื่องจากประเทศไทยนำเข้า LNG ประมาณ 20-30% ของปริมาณการใช้ก๊าซทั้งหมด โดยทั่วไปแล้วราคา LNG จะแพงกว่าแหล่งก๊าซธรรมชาติอื่น เช่น ก๊าซในประเทศจากอ่าวไทยและก๊าซธรรมชาติที่นำเข้าจากเมียนมา ดังนั้นราคา LNG ที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่ออัตราค่าไฟของผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า SPP/VSP ซึ่งไม่สามารถส่งผ่านต้นทุนพลังงานได้ทั้งหมดเหมือนกับผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า IPP

จากการตรวจสอบของเรา PTT คาดการณ์ราคาก๊าซในประเทศไทยในช่วง 325-335 บาท/ล้านบีทียูใน 2H68 เทียบกับ 330 บาท/ล้านบีทียูใน 1H68 เราคาดว่ามีโอกาสที่ราคา pool gas จะสูงขึ้นใน 2H68 หากราคา LNG ยังคงสูงขึ้น สมมติฐานต้นทุนก๊าซสำหรับปี 2568 ของเราอยู่ที่ 340 บาท/ล้านบีทียู สำหรับ BGRIM GPSC และ GULF

นอกจากนี้เรายังได้ทำ sensitivity analysis ต่อค่าไรของบริษัทผู้ผลิตไฟฟ้า 4 บริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเรา: BCPG BGRIM GPSC และ GULF สำหรับ GPSC เราประเมินได้ว่าต้นทุนก๊าซที่เพิ่มขึ้นทุกๆ 1 บาท/ล้านบีทียู จะทำให้กำไรลดลง 25 ลบ. ซึ่งคิดเป็น 0.6% ของประมาณการกำไรปี 2568 ของเรา สำหรับ BGRIM เราประเมินได้ว่าต้นทุนก๊าซที่เพิ่มขึ้นทุกๆ 1 บาท/ล้านบีทียู จะทำให้กำไรลดลง 14 ลบ. ซึ่งคิดเป็น 0.8% ของประมาณการกำไรปี 2568 ของเรา สำหรับ GULF เราประเมินได้ว่าต้นทุนก๊าซที่เพิ่มขึ้นทุกๆ 1 บาท/ล้านบีทียู จะทำให้กำไรลดลง 12 ลบ. ซึ่งคิดเป็น 0.06% ของประมาณการกำไรปี 2568 ของเรา

Figure 3: Sensitivity analysis ผลกระทบของต้นทุนก๊าซที่เพิ่มขึ้น

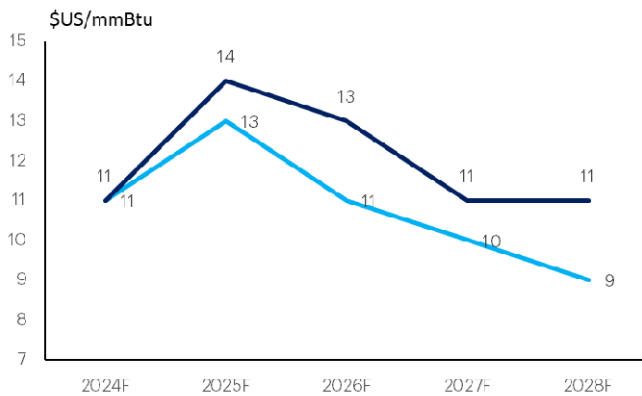
	ต้นทุนก๊าซปี 2568 (บาท/ล้านบีทียู)	ผลกระทบต่อกำไรปกติปี 2568 (%)			
		BCPG	BGRIM	GPSC	GULF
Scenario 1	320	0.0%	15.8%	11.1%	1.1%
Scenario 2	330	0.0%	7.9%	5.6%	0.6%
กรณีฐาน	340	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Scenario 3	350	0.0%	-7.9%	-5.6%	-0.6%
Scenario 4	360	0.0%	-15.8%	-11.1%	-1.1%

Source: Company data, InnovestX Research

แม้ว่าจะมีแรงกดดันในระยะสั้นจากต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น แต่ราคา LNG ในตลาดน่าจะลดลงในระยะกลางถึงระยะยาว เราคาดว่าราคา LNG ในตลาด JKM จะลดลงในระยะกลางถึงระยะยาวจากการมีคลังเก็บ LNG แห่งใหม่และที่มืออยู่ในสหรัฐฯ (ผู้ผลิตก๊าซธรรมชาติรายใหญ่) EIA คาดการณ์ว่ากำลังการผลิต LNG ของอเมริกาเหนือจะเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าภายในปี 2571 ซึ่งช่วยยืนยันถึงบทบาทสำคัญของ LNG ในตลาดพลังงานโลก กำลังการผลิต LNG ซึ่งประเมินได้ที่ 14.2 พันล้านลูกบาศก์ฟุต/วัน ในปี 2568 (ประมาณการในเดือนมี.ค. 2568 ของ EIA) ซึ่งเทียบเท่ากับประมาณ 108 ล้านตัน/ปี คาดว่าจะปรับขึ้นมาอยู่ที่ 24.3 พันล้านลูกบาศก์ฟุต/วัน หรือประมาณ 181.00 ล้านตัน/ปีในอีกหลายปีข้างหน้า การเติบโตดังกล่าวได้รับแรงหนุนจากการขยายคลังเก็บ LNG ที่มีอยู่เดิม โครงการใหม่ และความต้องการ LNG ของอเมริกาเหนือที่เพิ่มขึ้นทั่วโลก โดยเฉพาะในยุโรปและเอเชีย โครงการสำคัญที่มีส่วนช่วยสนับสนุนให้กำลังการผลิต LNG ปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2568 ได้แก่ โครงการ Plaquemines LNG เฟส 1 (กำลังการผลิต 13.33 ล้านตัน/ปี): เริ่มส่งออก LNG ในเดือนธ.ค. 2567 และคาดว่าจะส่งออกได้อย่างเต็มที่ภายในเดือนเม.ย. 2568 โครงการ Corpus Christi Stage 3 (กำลังการผลิต 10 ล้านตัน/ปี): ผลิต LNG ล็อตแรกในเดือนก.พ. 2568 โดยคาดว่าจะารถไฟขนาดกลางทั้ง 7 ขบวนจะเปิดให้บริการภายในสิ้นปี 2569 ซึ่งจะส่งผลทำให้ปริมาณการขนส่งเพิ่มขึ้นในปี 2568 โครงการ Golden Pass LNG (กำลังการผลิต 15.6 ล้านตัน/ปี): คาดว่ารถไฟขบวนแรก (T1) จะเปิดดำเนินการภายในเดือนธ.ค. 2568

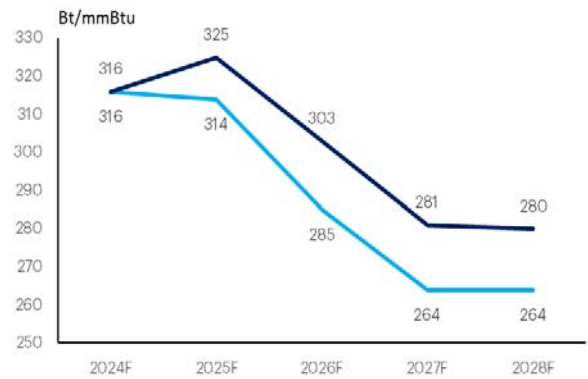
สาธารณูปโภค

Figure 4: ประมาณการราคา LNG ในตลาด (JKM) ในปี 2567-2571



Source: SCB EIC, ERC, EPPO, EGAT, Bloomberg, EIC macroeconomics' team and InnovestX Research

Figure 5: ประมาณการราคา pool gas ในปี 2567-2571



Source: SCB EIC, ERC, EPPO, EGAT, Bloomberg, EIC macroeconomics' team and InnovestX Research

3) ความล่าช้าในการประมูลกำลังการผลิตใหม่ในประเทศไทย โดยไม่มีกรอบเวลาที่ชัดเจน เราคาดการณ์ว่าจะมีความล่าช้าในการประมูลกำลังการผลิตใหม่ในประเทศไทย หลังจากคณะกรรมการนโยบายพลังงานแห่งชาติ (กพช.) ได้มอบหมายให้สำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน (สนพ.) ศึกษาและทบทวนอัตราซื้อไฟฟ้าให้สอดคล้องกับต้นทุนปัจจุบันและแนวโน้มในอนาคต โดยจะไม่มีกรอบการรับซื้อไฟฟ้าจนกว่าแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าฉบับใหม่ได้รับความเห็นชอบจาก กพช. เราเชื่อว่า สนพ. จะทบทวนรูปแบบการประมูลใหม่ โดยเปลี่ยนจากเปลี่ยนระบบจาก Fixed Feed-in-Tariff (FIT) มาเป็นระบบประมูล การเปลี่ยนไปสู่การประมูลแข่งขันมีเป้าหมายเพื่อลดต้นทุนการผลิตไฟฟ้าจากแหล่งพลังงานหมุนเวียน ทำให้สามารถแข่งขันกับการผลิตไฟฟ้าแบบดั้งเดิมได้มากขึ้น ซึ่งสะท้อนถึงแนวโน้มทั่วโลกที่เทคโนโลยีพลังงานหมุนเวียนได้มีการพัฒนาและมีประสิทธิภาพด้านต้นทุนมากขึ้น แผน PDP ฉบับใหม่คาดว่าจะกำหนดเส้นทางการเปลี่ยนผ่านด้านพลังงานของประเทศไทยไว้อย่างชัดเจน โดยจะมุ่งเน้นการเพิ่มสัดส่วนการใช้พลังงานหมุนเวียนให้สูงขึ้น (เป้าหมาย 51% ของทั้งหมดภายในปี 2580 เพิ่มขึ้นจาก 20% ในปี 2566) ดังนั้นเราคาดว่ากรอบการรับซื้อไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน เฟส 2 (3.6 GW) และแผน PDP ฉบับใหม่จะเดินหน้าต่อไปภายใต้ระบบประมูล

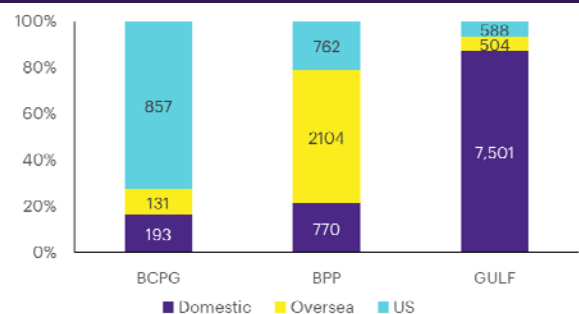
โครงการโรงไฟฟ้า CCGT ในสหรัฐฯ จะมีบทบาทสำคัญสำหรับ GULF และ BCPG ตั้งแต่เดือนมี.ย. 2568 เป็นต้นไป เราคาดว่าผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า CCGT จะได้รับประโยชน์จากการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญของค่า capacity payment ในสหรัฐฯ จากราคาเฉลี่ย US\$31/MW-วันในปี 2567 สู่สมมติฐานที่เราวางไว้ที่ US\$170/MW-วัน ในปี 2568 จากนั้นจะเพิ่มขึ้นเป็น US\$215/MW-วัน ในปี 2569 ก่อนที่จะลดลงสู่ US\$175/MW-วัน ในปี 25670 BCPG มีกำลังการผลิตโรงไฟฟ้า CCGT คิดเป็น 72% ของกำลังการผลิตทั้งหมด ขณะที่ GULF และ BPP มีกำลังการผลิตโรงไฟฟ้า CCGT คิดเป็น 7% และ 21% ของกำลังการผลิตทั้งหมด ตามลำดับ เราประเมินว่าส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้า CCGT ของ BCPG จะเพิ่มขึ้นจาก 300-400 ลบ./ไตรมาส ในช่วงหลายไตรมาสที่ผ่านมา มาอยู่ที่ราว 500-600 ลบ./ไตรมาส ในช่วง 2H68-1H69 หลังจากใช้ capacity payment อัตราใหม่ที่ US\$270/MW-วัน ในเดือนมี.ย. 2568-พ.ค. 2569 นอกจากนี้ GULF ยังคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้า CCGT จะอยู่ที่ US\$20 ล้าน ใน 2H68 เพิ่มขึ้นมากเมื่อเทียบกับที่ผ่านมา เนื่องจากค่า capacity payment เพิ่มขึ้นอย่างมาก

Figure 6: การปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญของค่า capacity payment จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของโรงไฟฟ้า CCGT



Source: Mantis Innovation, BCPG and InnovestX Research, BCPG assume capacity payment of US\$270/MW-day during 2026-27F

Figure 7: สัดส่วนกำลังการผลิตโรงไฟฟ้า CCGT ในสหรัฐฯ (MWE ในปี 2567)

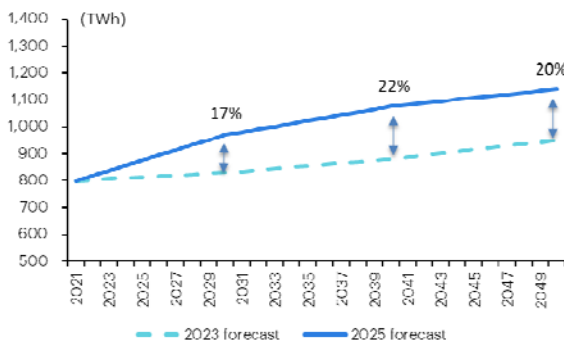


Source: Company data, and InnovestX Research

แนวโน้มความต้องการไฟฟ้าในสหรัฐฯ ยังคงสดใส แม้ว่ากำลังการผลิตใหม่จะเข้ามาล่าช้า แต่ความต้องการไฟฟ้าในสหรัฐฯ คาดว่าจะเพิ่มขึ้นจาก 171 GW ในปี 2568 เป็น 185 GW ในปี 2573 ซึ่งบ่งชี้ถึงปริมาณการใช้ไฟฟ้าที่คาดว่าจะสูงขึ้น PJM คาดการณ์ว่าปริมาณการใช้ไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้น 5 GW ในระหว่างปี 2568 ถึงปี 2569 หลักๆ ได้แรงหนุนจากการขยายตัวของ data center การเติบโตทางเศรษฐกิจ และการเพิ่มขึ้นของรถยนต์ไฟฟ้า (EVs) ในระยะยาว ความต้องการไฟฟ้าคาดว่าจะเติบโตที่ CAGR 2% ในระยะ 25 ปีข้างหน้า เพิ่มขึ้นจากประมาณการเดิมที่ 1%

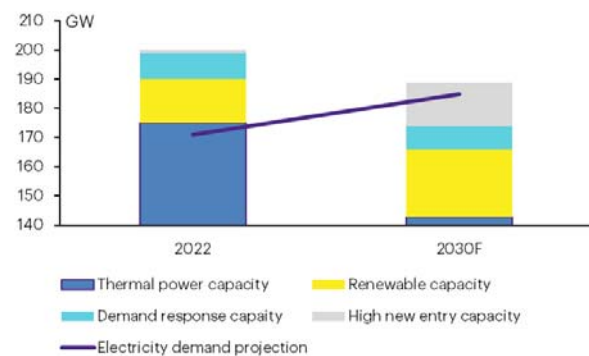
ในขณะเดียวกัน อุปทานก็ตึงตัวขึ้น เนื่องจากกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานความร้อนประมาณ 40 GW ซึ่งส่วนใหญ่เป็นถ่านหิน (30 GW) และก๊าซ (10 GW) คาดว่าจะถูกปลดออกจากระบบภายในปี 2573 กำลังการผลิตโรงไฟฟ้า CCGT ได้รับการจัดโครงสร้างมาเพื่อให้แน่ใจว่าจะมีปริมาณไฟฟ้าเพียงพอรองรับความต้องการใช้ไฟฟ้าในอนาคตผ่านโครงสร้าง capacity payment ตลาดเหล่านี้ดำเนินการบนพื้นฐานการคาดการณ์สภาวะการณ์ในอนาคต โดยการประมูลกำลังการผลิตจะจัดขึ้นล่วงหน้าก่อนถึงช่วงเวลาส่งมอบ กำหนดเวลาการประมูลและประสิทธิภาพของ capacity payment อาจแตกต่างกันไปในแต่ละภูมิภาค และขึ้นอยู่กับกรอบอนุวัติจากหน่วยงานกำกับดูแลและสภาวะตลาด

Figure 8: ประมาณการอัตราการเติบโตของความต้องการไฟฟ้าในระยะยาว



Source: BCPG and InnovestX Research

Figure 9: อุปสงค์/อุปทานไฟฟ้าในสหรัฐฯ มีความสมดุลมากขึ้น



Source: PJM, BCPG, and InnovestX Research

มูลค่ามีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้น จากข้อมูลของ Bloomberg เราพบว่าบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้าจดทะเบียนในตลาดสหรัฐฯ ส่วนใหญ่ที่มีโรงไฟฟ้า CCGT ในพอร์ตมีมูลค่าเพิ่มขึ้น ซึ่งหนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น แนวโน้มเช่นนี้สนับสนุนให้เราคาดการณ์ว่ากำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยได้แรงหนุนจากรายได้ capacity payment ที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก เราคาดว่า EPS ของ BCPG จะเติบโตแข็งแกร่งที่สุดเมื่อเทียบกับผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า CCGT รายอื่นๆ เนื่องจากบริษัทมีสัดส่วนกำลังการผลิตของโรงไฟฟ้า CCGT สูงเมื่อเทียบกับกำลังการผลิตทั้งหมด และมีฐานกำไรที่ต่ำ นอกจากนี้ valuation ของ BCPG ยังน่าสนใจ โดยซื้อขายที่ PBV ปี 2568 ระดับ 0.5 เท่า และให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงถึง 4.8% ในปี 2568 อีกทั้ง BCPG ยังได้เข้าซื้อโรงไฟฟ้า CCGT ในปี 2566 ด้วยเงินลงทุน -US\$600/MW GULF ได้เข้าลงทุนในโรงไฟฟ้า Jackson Generation ในปี 2565 ด้วยเงินลงทุน US\$700/MW และ BPP ได้เข้าลงทุนในโรงไฟฟ้า Temple I&II ด้วยเงินลงทุนเฉลี่ย US\$584/MW ในขณะที่มูลค่าสินทรัพย์โรงไฟฟ้า CCGT ในปัจจุบันอยู่ที่ US\$1,000-1,100/MW (อิงกับดิลชี้อกิจการเมื่อไม่นานนี้ใน 1H68) เนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างรายได้อันเป็นผลมาจาก capacity payment ที่สูงขึ้น

Figure 10: สรุป valuation ของผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า CCGT จดทะเบียนในตลาดสหรัฐฯ (ราคา ณ วันที่ 30 มิ.ย. 2568)

Company name	Country	Mkt. Cap (US\$m)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F
Constellation Energy Corp	United States	101,523	34.2	28.3	26.0	(20.9)	21.1	8.8	7.0	6.5	6.3	0.5	0.5	0.6	21.5	22.0	23.2	21.5	17.0	15.4
Vistra Corp	United States	65,718	33.5	23.2	21.9	(19.3)	44.3	6.1	20.1	13.8	10.6	0.5	0.5	0.6	45.1	51.6	44.6	14.1	12.2	12.1
NRG Energy Inc	United States	31,498	21.0	18.1	15.9	49.4	15.6	13.8	10.4	8.7	7.3	1.1	1.2	1.3	69.5	96.2	110.6	10.6	8.4	7.9
NextEra Energy Inc	United States	139,647	18.5	17.3	15.9	8.4	7.2	8.9	2.5	2.3	2.2	3.3	3.7	4.0	13.0	13.4	13.7	14.2	12.5	11.2
Southern Co/The	United States	100,371	21.3	19.9	18.6	6.5	6.9	7.0	2.9	2.7	2.5	3.2	3.3	3.4	12.6	12.5	12.5	13.7	12.9	12.2
Duke Energy Corp	United States	90,873	18.5	17.4	16.3	10.7	6.2	6.7	1.7	1.7	1.6	3.7	3.8	3.9	9.4	9.6	9.8	11.8	11.0	10.3
BCPG PCL	Thailand	526	11.8	8.8	7.6	(21.0)	34.9	14.8	0.5	0.5	0.5	4.7	5.1	4.7	4.7	6.0	6.5	14.9	11.2	8.6
Banpu Power PCL	Thailand	633	5.7	5.2	5.7	106.5	9.3	(8.4)	0.4	0.4	0.4	8.9	9.2	8.9	6.9	7.0	6.5	8.2	8.2	7.2
Gulf Development PCL	Thailand	17,821	22.2	19.5	18.0	22.3	13.6	8.4	1.6	1.6	1.6	2.8	3.0	3.3	8.8	9.4	9.9	24.2	24.7	24.4
Average			20.7	17.5	16.2	15.8	17.7	7.3	5.2	4.2	3.7	3.2	3.4	3.4	21.3	25.3	26.4	14.8	13.1	12.1

Source: InnovestX Research

การลงทุนใน data center เป็นอีกหนึ่ง upside ที่สำคัญในระยะกลางถึงระยะยาว บริษัทสาธารณูปโภคของไทยมีการกระจายธุรกิจและนำกลยุทธ์การบูรณาการแนวตั้งมาใช้ด้วยการเข้าลงทุนในธุรกิจ data center data center ใช้ไฟฟ้าจำนวนมากในการดำเนินงานตลอด 24 ชั่วโมงทุกวัน และยังเป็นส่วนหนึ่งของแนวโน้มการลงทุนขนาดใหญ่ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอีกหลายปีข้างหน้า ตามข้อมูลของ BOI โครงการลงทุนใน data center ที่ได้รับอนุมัติแล้วหลายโครงการมีมูลค่าสูงถึง 6.08 แสนลบ. ตัวเลขนี้ยังไม่รวมการลงทุนใน data center ของ Microsoft ซึ่งยังไม่ได้ประกาศมูลค่าการลงทุนในประเทศไทย

GULF: GULF กำลังขยายการลงทุนในธุรกิจ data center โดยเฟสแรก (25MW) ได้รับการจองเต็มแล้ว และคาดว่าจะเริ่มสร้างรายได้ตั้งแต่เดือนส.ค. 2568 เป็นต้นไป เราประเมินว่าธุรกิจ data center เฟสแรกจะสร้างกำไรได้ 75-100 ลบ. (ถือหุ้น 40%) นอกจากนี้ GULF ยังมีแผนลงทุนในเฟสที่สอง (ประมาณ 25MW) ในพื้นที่ EEC โดยคาดว่าจะขยายเป็น 100MW ภายใน 3 ปี

BGRIM: BGRIM ประกาศร่วมลงทุนในสัดส่วน 40:60 กับ Digital Edge ผู้ให้บริการแพลตฟอร์มดาต้าเซ็นเตอร์ชั้นนำของสิงคโปร์ โดยมีแผนลงทุนมูลค่า 2.45 หมื่นลบ. เริ่มด้วยโครงการเรือธงขนาด 100 MW ในเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) โดยเฟสแรกขนาด 50 MW คาดว่าจะเริ่มทยอยเปิดดำเนินงานได้ทีละ 6 MW เริ่มตั้งแต่ 4Q69 และเปิดดำเนินงานครบ 50 MW ภายในสิ้นปี 2571 เรามองว่าการลงทุนครั้งนี้จะส่งผลบวกในระยะยาว แต่ในระยะสั้น เราคาดว่าจะมีผลการดำเนินงานที่ขาดทุนก่อนช่วงปีแรกๆ จนถึงวันที่เปิดดำเนินงานครบ 50 MW ในต้นปี 2571 ซึ่งเมื่อถึงตอนนั้น คาดว่าจะมีกำไรประมาณ 200 ลบ./ปี (ส่วนแบ่งกำไรของ BGRIM อยู่ที่ 80 ลบ.) โดยใช้สมมติฐานรายได้ค่าเช่า US\$100/kW/เดือน อัตราค่าไถ่คืน 50% อัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A/ยอดขาย 2% และต้นทุนทางการเงิน 4%

Figure 11: การประกาศลงทุนใน Data Center ในประเทศไทย

ชื่อ	มูลค่าการลงทุน (ลบ.)	สถานที่ตั้ง
Amazon	200,000	กรุงเทพฯ, ชลบุรี
Google	32,800	ชลบุรี
TikTok	126,790	กรุงเทพฯ, สมุทรปราการ, ฉะเชิงเทรา
Beijing Haoyang	72,700	ระยอง
Digitalland	28,000	ชลบุรี
Digital Edge DC (BGRIM hold 40%)	24,522	ชลบุรี
Galaxy Peak	23,553	ระยอง
Galaxy Data Center	22,313	ระยอง
Bridge Data Center III	14,452	ชลบุรี
NextDC	13,700	กรุงเทพฯ
GSA Data Center (GULF hold 40%, AIS hold 25%)	13,500	ชลบุรี
Vistas Tech	6,854	ชลบุรี
CtrlS	5,040	ชลบุรี
Empyrion Digital	4,720	กรุงเทพฯ
STT GDC	4,500	น.อ.
Evolution	4,000	น.อ.
Siam AI (Partner with NVIDIA)	3,300	น.อ.
Supernap	3,000	น.อ.
Telehouse	2,700	น.อ.
One Asia	2,000	น.อ.
รวม	608,444	

Source: BOI InnovestX Research

ผลกระทบจากการปรับลดนโยบายอัตราซื้อไฟฟ้า (FIT) ของรัฐบาลเวียดนาม การไฟฟ้าเวียดนาม (EVN) ซึ่งเป็นบริษัทไฟฟ้าของรัฐบาลเวียดนาม กำลังพิจารณาปรับลดอัตราค่าไฟฟ้าจาก 9.35 เซนต์/หน่วย เหลือ 7.09 เซนต์/หน่วย สำหรับโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมที่ไม่ได้ปฏิบัติตามกฎระเบียบของรัฐบาลเวียดนามอย่างครบถ้วน BGRIM ยืนยันว่าโรงไฟฟ้าของบริษัทในเวียดนามซึ่งมีกำลังการผลิตรวม 446MWe ได้ปฏิบัติตามเงื่อนไขทั้งหมดแล้ว ในกรณีเลวร้าย หากมีการร้องขอความร่วมมือจากรัฐบาลเพื่อสนับสนุนฐานทางการเงินของ EVN ซึ่งอาจจำเป็นต้องปรับลดอัตราค่าไฟฟ้าลงเหลือ 7.09 เซนต์/กิโลวัตต์-ชั่วโมง อาจมีการเจรจาต่อรอง เช่น การขยายระยะเวลาของสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) BGRIM ได้ทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวเกี่ยวกับผลกระทบหากอัตราค่าไฟฟ้าสำหรับสองโครงการในเวียดนามถูกปรับลดลง การลดลงทุก 1 เซนต์/กิโลวัตต์-ชั่วโมง จะส่งผลกระทบต่อกำไรของ BGRIM ประมาณ 180-200 ลบ.ต่อปี

ศักยภาพการเติบโตของกำลังการผลิตไฟฟ้า: เน้นการลงทุนในต่างประเทศและธุรกิจใหม่ หากตัดการประมูลซื้อไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน เฟส 2 กำลังการผลิต 3.6 GW และแผน PDP2024 ฉบับใหม่ที่คาดว่าจะล่าช้ากว่ากำหนดออกไป BCPG BGRIM GPSC และ GULF มีโครงการหลายโครงการใน pipeline ซึ่งจะช่วยเพิ่มกำลังการผลิตใหม่ โดยส่วนใหญ่มาจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ก่อนหน้านี้ในตลาดในประเทศและต่างประเทศ (ดูตารางด้านล่าง) เราเชื่อว่ากลุ่มผู้ประกอบการโรงไฟฟ้ามีทรัพยากรเพียงพอที่จะสนับสนุนการลงทุนที่สำคัญตามแผนที่วางไว้ อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ BCPG ณ เดือนมี.ค. 2568 อยู่ที่ 1.01 เท่า ต่ำกว่า debt covenant ของบริษัทที่ <3 เท่าค่อนข้างมาก อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ GPSC อยู่ที่เพียง 0.84 เท่า ณ เดือนมี.ค. 2568 ต่ำกว่า debt covenant ของบริษัทที่ <2.5 เท่าอย่างมาก อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ GULF อยู่ที่ 0.95 เท่าหลังจากควบรวมกิจการกับ INTUCH เสร็จสิ้น ซึ่งก็ต่ำกว่า debt covenant ของบริษัทที่ <3.5 เท่าพอสมควร และอัตราส่วนหนี้สินที่มีการดอกเบี้ยสุทธิต่อทุนของ BGRIM อยู่ที่ 1.85 เท่า ณ เดือนมี.ค. 2568 ต่ำกว่า debt covenant ของบริษัทที่ <3.0 เท่าอย่างมาก

Figure 12: โครงการขยายกำลังการผลิตใน pipeline ของ BCPG BGRIM GPSC และ GULF

กำลังการผลิต ติดตั้งตามสัดส่วน การถือหุ้น (MW) พ.ศ. 68		ปี 2568	ปี 2569	ปี 2570	ปี 2571 เป็นต้นไป	เป้าหมาย MWe ระยะยาว
BCPG 2,055		- โรงไฟฟ้าพลังงานลมในลาว (600MW, ถือหุ้น 48.3%, COD: พ.ศ.-ก.พ. 2568) - โรงไฟฟ้าพลังงานลมในเวียดนาม (99MW, COD: 3Q68)	- โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ เฟส 1 ในใต้หวัน (108MW, COD: 2H69) - โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ เฟส 2 ในใต้หวัน (142MW, COD: ปี 2569)	โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ เฟส 2 ในใต้หวัน (142MW, COD: 1H70)	- โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ เฟส 3 ในใต้หวัน (219MW, COD: ปี 2571) - โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ภายใต้รูปแบบ Fit (12MW, COD: ปี 2573)	3,000 MW (ปี 2573) (+7.9% CAGR)
BGRIM 2,673		- โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ อู่ตะเภา, 18MW, COD 2H68) - โรงไฟฟ้าพลังงานลม KOPOS (20MW, ถือหุ้น 49.9%, COD: 3Q68) - โรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่ง Nakwol 1 (365MW, ถือหุ้น 49%, COD: 4Q68) - โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ IBS (76.2MW, ถือหุ้น 25%, COD: 2H68) - โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนหลังคา "386" (27.5MW, ถือหุ้น 40%, COD: 2H68) - โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนหลังคา Zhogce Rubber (35MW, ถือหุ้น 49%, COD: 2H68) - โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ARECO (65MW, COD: 2H68)	- โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในรูปแบบ Fit (323.3MW, ถือหุ้น 44.9%, COD: ปี 2569-2573) - โรงไฟฟ้าพลังงานลม Huon Hoa 1 (48MW, ถือหุ้น 80%, COD: ปี 2569) - โรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่ง Nakwol 2 (375MW, ถือหุ้น 49%, COD: 4Q69) - Data Center เฟส 1 (50MW, ถือหุ้น 40%, COD: 4Q69-ปี 2571)	- โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในรูปแบบ Fit (323.3MW, ถือหุ้น 44.9%, COD: ปี 2569-2573) - อู่ตะเภา เฟส 2 (80MW + 50MWh, COD: ปี 2570) - Data Center เฟส 1 (50MW, ถือหุ้น 40%, COD: 4Q69-ปี 2571)	- โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในรูปแบบ Fit (323.3MW, ถือหุ้น 44.9%, COD: ปี 2569-2573) - โรงไฟฟ้าพลังงาน Tadsakha (30MW, ถือหุ้น 70%, COD: ปี 2573-2576) - โรงไฟฟ้าพลังงาน Nam Khao 1-5 (67.5MW, ถือหุ้น 72%, COD: ปี 2573-2576) - โรงไฟฟ้าพลังงาน Xekong 4 (355MW, ถือหุ้น 20% stake, COD: ปี 2576)	10,000 MW (ปี 2573) (+13.9% CAGR)
GPSC 7,240		- AEPL (+2,083MW อยู่ระหว่างการก่อสร้างระหว่างปี 2568-2569) - NNEG เฟส 3 (9MW, COD: ปี 2568)	- AEPL มีเป้าหมายเพิ่มกำลังการผลิตเป็น 11GW ในปี 2569 (+3,797MW) โดย 13,355MW อยู่ใน pipeline) - Helios 1-2 (55MW, COD: ปี 2569)	- AEPL มีเป้าหมายเพิ่มกำลังการผลิตเป็น 30GW ในปี 2573 - โครงการระบบกักเก็บความเย็น (15,000 RT, ถือหุ้น 50%, COD: ปี 2570)	- AEPL มีเป้าหมายเพิ่มกำลังการผลิตเป็น 30GW ในปี 2573 - Helios 4.2 & IRPC CP (42.2MW COD: ปี 2571) - Energy Recovery Unit - ERU (250MW + ไอน้ำ 175 ตัน/ชม., เลื่อน COD เป็นปี 2572)	14,144MW (ปี 2573) (+14.3% CAGR)
GULF 8,972*		- โรงไฟฟ้า IPP ฟันทอง หน่วยที่ 2 (700MW, ถือหุ้น 49%, COD: พ.ศ. 2568) - โครงการโซลาร์ฟาร์มในรูปแบบ FiT จำนวน 5 โครงการ (+308MW, COD: 4Q68) - โครงการ Solar + BESS ในรูปแบบ FiT 2 โครงการ (+289MW, COD: 4Q68) - GULF1 (โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนหลังคา, +110MW) - Data Center เฟส 1 (25MW, ถือหุ้น 40%, COD: พ.ศ. 2568) - M81 Motorways (SCOD: ปี 2568-2569)	- โครงการโซลาร์ฟาร์มในรูปแบบ FiT (870MW, COD: ปี 2567-2571) - โครงการ Solar + BESS ในรูปแบบ FiT (1,668MW, COD: ปี 2567-2572) - โครงการ Waste-to-energy ในรูปแบบ FiT (119MW, ถือหุ้น 51%, COD: ปี 2569) - โครงการ CM Waste-to-energy (>9.5MW, COD: ปี 2569)	- โรงไฟฟ้า IPP Burapa Power (540MW, ถือหุ้น 35%, COD: ปี 2570) - โครงการโซลาร์ฟาร์มในรูปแบบ FiT (870MW, COD: ปี 2567-2571) - โครงการ Solar + BESS ในรูปแบบ FiT (1,668MW, COD: ปี 2567-2572) - ท่าเรือแหลมฉบัง เฟส 3 ท่าเรือคอนเทนเนอร์ (ท่าเทียบเรือ F1) SCOD: ปี 2570 (F1) และ ปี 2574 (F2)	- โครงการโซลาร์ฟาร์มในรูปแบบ FiT (870MW, COD: 2024-28) - โครงการ Solar + BESS ในรูปแบบ FiT (1,668MW, COD: ปี 2567-2572) - โรงไฟฟ้าพลังงานหลวงพระบาง (1,460MW, ถือหุ้น 20%, COD: ปี 2573) - โรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่ง Outer Dowsing (1,500MW, ถือหุ้น 24.99% COD: ปี 2574) - โรงไฟฟ้าพลังงาน Pak Lay (77MW, ถือหุ้น 40%, COD: พ.ศ. 2576) - โรงไฟฟ้าพลังงาน Pak Beng (912MW, ถือหุ้น 49%, COD: พ.ศ. 2576)	12,034MWe (ปี 2573), +6.1% CAGR

Source: Company data, and InnovestX Research, *GULF capacity as of April 2025

การเริ่มเข้าสู่วงจรอัตราดอกเบี้ยขาลงเป็นบวกต่อกลุ่มสารานุกรม เราพบว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปีปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 2.09% ในปัจจุบัน จาก 2.4% ในช่วงต้นปี 2568, 2.5% ในปี 2567 และจากระดับสูงสุดที่ 3.4% ในช่วงปลายปี 2566 นักเศรษฐศาสตร์ของเรามองว่า ธปท.จะลดดอกเบี้ยอีกอย่างน้อย 2 ครั้งใน 2H68 การวิเคราะห์ของเราแสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรและอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงจะส่งผลดีต่อกลุ่มสารานุกรม เนื่องจากธุรกิจสารานุกรมต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก ทำให้ต้องใช้แหล่งเงินทุนจากเงินกู้ยืมในสัดส่วนสูง (โดยทั่วไปแล้วสัดส่วนหนี้สินต่อทุนจะอยู่ที่ 3:1) การวิเคราะห์ความอ่อนไหวชี้ให้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงทุกๆ 0.5% จะช่วยหนุนให้กำไรของ GPSC เพิ่มขึ้นได้ 4.8%, กำไรของ BGRIM เพิ่มขึ้นได้ 3.2% และกำไรของ GULF เพิ่มขึ้นได้ 0.5%

Figure 13: GPSC จะได้รับประโยชน์จากวัฏจักรอัตราดอกเบี้ยขาลงมากที่สุด

(Bt mn)	ประมาณการกำไรปกติปี 2568	หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยคงค้าง	% หนี้สินที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว	% ผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงต่อกำไรปกติ			
				-50 bps	% ผลกระทบ	-1.0 pp	% ผลกระทบ
BCPG	1,485	29,021	35%	51	3.4%	102	6.9%
BGRIM	1,676	116,139	10%	58	3.5%	116	7.0%
GPSC	4,487	121,737	45%	274	6.1%	548	12.2%
GULF	24,685	189,500	<10%	95	0.4%	190	0.8%
Total	32,333	456,397	20.9%	478	1.5%	956	3.0%

Source: Company data, and InnovestX Research

คาดการณ์กำไรปกติ 2Q68 ยังคงแข็งแกร่ง นำโดย GULF เราคาดว่าบริษัทในกลุ่มสารานุกรมภายใต้การวิเคราะห์ของเราจะรายงานกำไรปกติรวม 7.7 พันลบ. ใน 2Q68 เพิ่มขึ้น 8.7% YoY และ 4.9% QoQ หลักๆ ได้แรงหนุนจาก GULF

เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ **GULF** จะยังคงแข็งแกร่ง โดยคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 17.9% YoY และ 12.7% QoQ ใน 2Q68 โดยได้แรงหนุนจาก: 1) รายได้เงินปันผลจำนวนมากจาก KBANK ซึ่งคาดว่าจะอยู่ที่ราว 920 ลบ. ใน 2Q68 2) กำไรที่เพิ่มขึ้นจาก ADVANC (GULF ถือหุ้น 40.4%) ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากรายได้เฉลี่ยต่อผู้ใช้บริการ (ARPU) ที่เพิ่มขึ้น 3) โรงไฟฟ้า Jackson (กำลังการผลิต 1,200 MW) ในสหรัฐฯ (GULF ถือหุ้น 49%) ซึ่งคาดว่าจะได้รับประโยชน์อย่างมากจากค่า capacity payment ที่สูงขึ้นแต่ต้นที่ 1 มิ.ย. 2568 และ 4) การรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าหินกอง (HKP) หน่วยที่ 2 (กำลังการผลิต 770 MW, ถือหุ้น 49%) ซึ่งเริ่มเดินเครื่องผลิตในเดือนม.ค. 2568 เดิมไตรมาส เราประเมินว่ากำไรสุทธิของ GULF จะเพิ่มขึ้นมากถึง 973% YoY และ 843% QoQ หลักๆ ได้แรงหนุนจากกำไรจากการต่อรองราคาซื้อที่เกิดขึ้นครั้งเดียวราว 4.5 หมื่นลบ. ใน 2Q68 หลังจากควมรวม GULF กับ INTUCH เสร็จสิ้น

สำหรับ **BCPG** เราคาดว่ากำไรปกติจะเพิ่มขึ้น 53.1% YoY แต่ลดลง 23.2% QoQ โดยกำไรปกติที่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้น YoY อย่างมีนัยสำคัญเป็นเพราะไม่มีการหยุดเดินเครื่องโรงไฟฟ้าพลังน้ำเหมือนใน 2Q67 ที่มีการหยุดเดินเครื่อง เนื่องจากมีการปรับเปลี่ยนสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) จาก EDL เป็น EVN นอกจากนี้ การเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) กำลังการผลิตใหม่ของโครงการ Solar Rooftop AIT ก็มีช่วยสนับสนุนให้กำไรปกติเติบโตด้วยเช่นกัน เราคาดว่ากำลังการผลิตไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้นจาก 1,178 MW ใน 2Q67 เป็น 1,184 MW ใน 2Q68 ขณะที่กำไรปกติที่คาดว่าจะลดลง QoQ หลักๆ เกิดจากส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้า CCGT ที่คาดว่าจะลดลง เนื่องจากโรงไฟฟ้าแห่งหนึ่งในสหรัฐฯ จะหยุดเดินเครื่องตามแผนเพื่ออัปเดตโรเตอร์ อย่างไรก็ตาม การปรับตัวลดลงของกำไรปกติจะถูกชดเชยบางส่วนโดยการเริ่มเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่นของโรงไฟฟ้าพลังน้ำในลาว ซึ่งโดยปกติจะผลิตไฟฟ้าได้เพิ่มขึ้นในไตรมาสที่ 2 และสูงสุดในไตรมาสที่ 3 ของทุกปี

สำหรับ **GPSC** เราคาดว่ากำไรปกติจะลดลง 24.1% YoY และ 9.8% QoQ เพราะได้รับแรงกดดันจากอัตรากำไรที่ลดลงของโรงไฟฟ้า SPP ซึ่งเป็นผลมาจากค่า Ft ที่ปรับลดลงมาอยู่ที่ 0.1972 บาท/หน่วย มีผลตั้งแต่วันที่ 1 พ.ค. 2568 (ลดลงจาก 0.3672 บาท/หน่วย สำหรับงวดเดือนม.ค.-เม.ย. 2568) ในขณะที่ต้นทุนก๊าซยังคงอยู่ในระดับสูง นอกจากนี้เรายังคาดการณ์การหยุดซ่อมบำรุงตามแผนหลายครั้งจะส่งผลทำให้ปริมาณการผลิตลดลงใน 2Q68

สำหรับ **BGRIM** เราคาดว่ากำไรปกติจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยที่ 2.2% YoY หลักๆ เกิดจากต้นทุนก๊าซที่ลดลง YoY อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรปกติจะลดลง 18.6% QoQ จากค่า Ft ที่ลดลง การปรับตัวลดลงเป็นผลมาจากค่า Ft ใหม่ที่ 0.1972/หน่วย มีผลตั้งแต่วันที่ 1 พ.ค. 2568 (ลดลงจาก 0.3672 บาท/หน่วย ในงวดเดือนม.ค.-เม.ย. 2568) และปริมาณการขายที่ลดลงจากการมีวันหยุดราชการมากขึ้นใน 2Q68

Figure 14: โหมเมนต์กำไรของบริษัทในกลุ่มสารานุกรม

FY December 31	(Unit)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	%YoY	%QoQ
Utilities Sector											
Net profit	(Btmn)	6,059	5,518	5,182	7,642	6,934	5,851	7,342	52,562	587.8%	615.9%
Core profit	(Btmn)	7,076	5,058	5,690	7,097	7,365	6,364	7,353	7,712	8.7%	4.9%
BCPG											
Net profit	(Btmn)	565	-174	441	1,244	-29	163	153	152	-87.8%	-0.5%
Core profit	(Btmn)	492	39	343	99	453	228	198	152	53.1%	-23.2%
BGRIM											
Net profit	(Btmn)	344	465	379	229	163	787	654	710	210.7%	8.6%
Core profit	(Btmn)	609	428	494	597	808	328	749	610	2.2%	-18.6%
GPSC											
Net profit	(Btmn)	1,790	478	864	1,429	770	1,000	1,141	830	-41.9%	-27.2%
Core profit	(Btmn)	1,724	375	860	1,422	1,028	1,010	1,197	1,080	-24.1%	-9.8%
GULF											
Net profit	(Btmn)	3,360	4,749	3,499	4,741	6,030	3,901	5,395	50,870	972.9%	843.0%
Core profit	(Btmn)	4,252	4,217	3,993	4,978	5,077	4,798	5,209	5,870	17.9%	12.7%

Source: Company data, InnovestX Research

Figure 15: แนวโน้มกำไรใน 2Q67-3Q68

กำไรสุทธิ (au.)	2Q67	3Q67	4Q67	1Q68	2Q68F		3Q68F	
					YoY	QoQ	YoY	QoQ
BCPG	99	453	228	198	+	-	+	+
					ปรับขึ้น YoY โดยได้แรงหนุนจากปริมาณการผลิตที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำ และการ COD โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนหลังคาเพิ่มขึ้น ขณะที่การปรับตัวลดลง QoQ เกิดจากส่วนแบ่งกำไรที่ลดลงหลังจากปิดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้า CCGT 1 แห่ง			
BGRIM	597	808	328	749	+	-	-	-
					เพิ่มขึ้นเล็กน้อยที่ 2.2% YoY หลักๆ เป็นผลมาจากต้นทุนก๊าซที่ลดลง YoY อย่างไรก็ดี เราคาดว่ากำไรสุทธิจะลดลง 18.6% QoQ จากค่า Ft ที่ลดลง ในขณะที่ต้นทุนก๊าซยังอยู่ในระดับสูง			
GPSC	1,422	1,028	1,010	1,080	-	-	-	-
					คาดการณ์กำไรสุทธิลดลง 24.1% YoY และ 9.8% QoQ เพราะได้รับแรงกดดันจากอัตราค่า Ft ที่ลดลงของโรงไฟฟ้า SPP จากค่า Ft ที่ลดลง ในขณะที่ต้นทุนก๊าซยังอยู่ในระดับสูงและมีการปิดซ่อมบำรุงตามแผนหลายครั้ง			
GULF	4,978	5,077	4,798	5,209	+	+	+	-
					คาดการณ์กำไรสุทธิเติบโตแข็งแกร่งที่ 17.9% YoY และ 12.7% QoQ ใน 2Q68 โดยได้แรงหนุนจากรายได้เงินปันผลจำนวนมากจาก KBANK และกำไรที่เพิ่มขึ้นจาก ADVANC (GULF ถือหุ้น 40.4%) ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจาก ARPU ที่สูงขึ้น			

Source: InnovestX Research

เลือกซื้อหุ้นที่มีปัจจัยบวกเฉพาะตัวในกลุ่มสารานุกรม: หุ่นยนต์ของเรายังคงเป็น GULF ในขณะที่เรายังคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ BCPG และคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ GPSC และ BGRIM

เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ **GULF** โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 70 บาท อ้างอิงวิธี DCF (WACC ที่ 4.5% และ terminal growth ที่ 1.6%) เราคาดว่าโมเมนต์กำไรสุทธิของ GULF จะยังคงแข็งแกร่งใน 2Q68 และ 2H68 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้เงินปันผลสูงสุดเป็นประวัติการณ์จาก KBANK ประโยชน์จากค่า capacity payment ที่ปรับตัวขึ้นมาก และกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น

เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ **BCPG** โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 7.8 บาท อ้างอิงวิธี DCF (WACC ที่ 7.4% และ terminal growth ที่ 0.5%) ปัจจัยกระตุ้นจากค่า capacity payment ในสหรัฐที่ปรับตัวขึ้นมากจะผลักดันให้กำไรสุทธิของ BCPG ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 3 ปี ใน 2H68

เราคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ **BGRIM** เนื่องจากเราคาดว่ากำไร 2H68 จะได้รับผลกระทบจากค่า Ft ที่ลดลง และต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น แต่จะได้รับการชดเชยบางส่วนจากการ COD โรงไฟฟ้าใหม่ เช่น โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่ง Nakwol 1, IBS และ ARECO ที่คาดว่าจะ COD ใน 2H68

เราคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ **GPSC** เนื่องจากเราคาดว่าจะได้รับผลกระทบจากค่า Ft ที่ลดลงและต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นใน 2H68 แต่จะได้รับการชดเชยบางส่วนจากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นอย่างมากจาก Avaada Energy

Figure 16: GULF เป็นหุ้นเด่นของเรา; คงคำแนะนำ **OUTPERFORM** สำหรับ **BCPG** และ **NEUTRAL** สำหรับ **BGRIM** และ **GPSC**

	คำแนะนำ	ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2568	รายการลงทุน	Valuation	SET ESG ratings
GULF	หุ้นเด่น Outperform	70 บาท/หุ้น DCF (WACC ที่ 4.5%, terminal growth ที่ 1.6%)	คาดการณ์กำไรยังคงแข็งแกร่งใน 2Q68 และ 2H68 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้เงินปันผลสูงสุดเป็นประวัติการณ์จาก KBANK ประโยชน์จากค่า capacity payment ที่ปรับตัวขึ้นมาก และกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น	GULF ซื้อขายที่ PE ปี 2568 ระดับ 14.6 เท่า ใกล้เคียง -2SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต	AAA
BCPG	Outperform	7.8 บาท/หุ้น DCF (WACC ที่ 7.4%, terminal growth ที่ 0.5%)	ปัจจัยกระตุ้นจากค่า capacity payment ในสหรัฐฯ ที่ปรับตัวขึ้นมากจะผลักดันให้กำไรปกติของ BCPG ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 3 ปี ใน 2H68	BCPG ซื้อขายที่ PE ปี 2568 ระดับ 8.7 เท่า ใกล้เคียง -2SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต	AAA
BGRIM	Neutral	12.4 บาท/หุ้น DCF (WACC ที่ 4.6%, Terminal growth ที่ 0.9%)	คาดว่ากำไร 2H68 จะได้รับผลกระทบจากค่า Ft ที่ลดลง และต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น แต่จะได้รับการชดเชยบางส่วนจากการ COD โรงไฟฟ้าใหม่ เช่น โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมบนชายฝั่ง Nakwol 1, IBS และ ARECO ที่คาดว่าจะ COD ใน 2H68	BGRIM ซื้อขายที่ PE ปี 2568 ระดับ 16.7 เท่า ใกล้เคียง -2SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต	AAA
GPSC	Neutral	31.0 บาท/หุ้น DCF (WACC ที่ 6.5%, Terminal growth ที่ 0.5%)	คาดว่ากำไร 2H68 จะได้รับผลกระทบจากค่า Ft ที่ลดลงและต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นใน 2H68 แต่จะได้รับการชดเชยบางส่วนจากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นอย่างมากจาก Avaada Energy	GPSC ซื้อขายที่ PE ปี 2568 ระดับ 18.4 เท่า ต่ำกว่า -0.5SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต	AAA

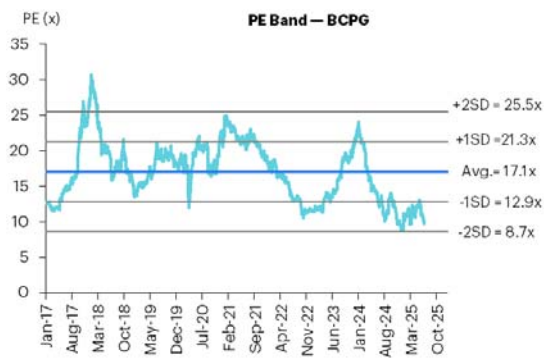
Source: InnovestX Research

Figure 17: ESG summary

	BCPG	BGRIM	GPSC	GULF
SET ESG ratings	AAA	AAA	AAA	AAA
Bloomberg ESG Financial Materiality Score (2023)	5.52	3.47	4.64 (2022)	n.a.
Rank in Sector	5/62	14/62	13/62	n.a.
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม	- BCPG ผลิตไฟฟ้าจากแหล่งพลังงานหมุนเวียน เช่น พลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม พลังน้ำ และพลังงานความร้อนใต้พิภพ ซึ่งช่วยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก - ดำเนินการโครงการช่วยเหลือคาร์บอนและตั้งเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ในทุกโครงการของบริษัท - นำระบบโซลาร์พลังงานอัจฉริยะมาใช้ในการจัดการแลกเปลี่ยนซื้อขายไฟฟ้าระหว่างกัน และระบบการจัดการพลังงาน - เข้าร่วมโครงการลดก๊าซเรือนกระจกภาคสมัครใจตามมาตรฐานของประเทศไทย (T-VER) และโครงการจัดหาเงินทุนที่เชื่อมโยงกับ ESG	- BGRIM มุ่งหาเทคโนโลยีเพื่อช่วยให้บริษัทบรรลุเป้าหมายการปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 โดยไม่กระทบต่อความน่าเชื่อถือของไฟฟ้าและสารานุกรมโคอินซ์ ของบริษัท - ในปี 2565 BGRIM สามารถลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อหน่วยการผลิตได้ 0.38 ตันก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า/เมกะวัตต์-ชั่วโมง โดยกำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนเพิ่มขึ้น BGRIM จะลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนอย่างต่อเนื่อง โดยตั้งเป้าหมายกำลังการผลิตจากพลังงานทดแทนในอีก 5 ปีข้างหน้า 50% ของกำลังการผลิตติดตั้งทั้งหมดภายในปี 2573 หรือ 5GW - โครงการ SPP Replacement 5 โครงการ จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงาน โดยคาดว่าจะช่วยลดอัตราการใช้ก๊าซธรรมชาติต่อหน่วยลงได้ 10-15% - นอกจากนี้ BGRIM ยังสามารถลดการพึ่งพาการใช้ถ่านหินได้ 11% ในปี 2565 บริษัทสามารถนำของเสียไปใช้ซ้ำหรือรีไซเคิลได้ คิดเป็น 84.8% ของปริมาณขยะทั้งหมด อย่างไรก็ตาม ปริมาณของเสียที่ถูกกำจัดทั้งหมดเพิ่มขึ้น 28% YoY - เราคาดว่าประเด็นสิ่งแวดล้อมจะเป็นประเด็นที่มีนัยสำคัญสำหรับการดำเนินงานในอนาคตอันเป็นผลมาจากการใช้เชื้อเพลิงฟอสซิล และผลกระทบต่อชุมชนใกล้เคียง	- GPSC มีความมุ่งมั่นที่จะลดความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ลง 35% ภายในปี 2573 เพื่อให้เกิดความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2593 และเพื่อให้บรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2603 นอกจากนี้บริษัทยังมุ่งมั่นที่จะเพิ่มสัดส่วนของพลังงานหมุนเวียนเป็น 50% ภายในปี 2573 ซึ่งอาจทำได้เร็วกว่าแผน โดยมีส่วนปัจจุบันอยู่ที่ 35% - GPSC เข้าร่วมโครงการลดก๊าซเรือนกระจกภาคสมัครใจตามมาตรฐานของประเทศไทย (T-VER) โดยพัฒนาโครงการโซลาร์ฟาร์มในพื้นที่จังหวัดฉะเชิงเทรา และโครงการ RFD ในจังหวัดระยอง ซึ่งคาดว่าจะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้รวม 20,993 tCO₂e และมีการปล่อยน้ำทิ้งสู่แหล่งน้ำสาธารณะ - GPSC ได้เข้าลงทุนในธุรกิจแบตเตอรี่และนวัตกรรมอื่นๆ เพื่อสนับสนุนการเปลี่ยนผ่านพลังงานจากเชื้อเพลิงฟอสซิลเป็นพลังงานหมุนเวียนเพื่อรองรับระบบกักเก็บพลังงาน - แบตเตอรี่สำหรับรถยนต์ไฟฟ้า ธุรกิจ S-curve ใหม่อื่นๆ ที่ช่วยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก ได้แก่ ธุรกิจพลังงานไฮโดรเจน และการดักจับ การใช้ประโยชน์ และการกักเก็บคาร์บอน - เรามองว่า GPSC อยู่ในตำแหน่งผู้นำเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในด้านคุณภาพอากาศและผลิตภัณฑ์ที่ยั่งยืน	- GULF ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนกำลังการผลิตไฟฟ้าที่ผลิตจากพลังงานหมุนเวียนเป็น 10% ภายในปี 2573 ของกำลังการผลิตไฟฟ้าที่ผลิตทั้งหมดภายในปี 2578 ปัจจุบันบริษัทกำลังการผลิตที่ผลิตจากพลังงานหมุนเวียนมากกว่า 800 เมกะวัตต์ - บริษัทตั้งเป้าหมายลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อหน่วยหน่วยผลิต 25% ภายในปี 2573 เมื่อเทียบกับปีฐาน ให้สอดคล้องกับเป้าหมายที่บริษัทจะยกระดับการดำเนินการเพื่อมุ่งสู่เป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนและการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ตามนโยบายของรัฐบาลไทย - GULF ส่งเสริมการนำนวัตกรรมมาใช้ในการปฏิบัติงาน อีกทั้งสนับสนุนโครงการพัฒนาประสิทธิภาพในการดำเนินงานหลายโครงการ ซึ่งทำให้สามารถลดต้นทุนในการดำเนินงานกว่า 300 ล้านบาท - บริษัทสามารถรักษาเป้าหมายระยะฝั่งกลุ่มเป็นศูนย์ตั้งแต่ปี 2563 นอกจากนี้ในปี 2565 บริษัทสามารถบรรลุเป้าหมายระยะฝั่งเป็นศูนย์ - เรามองว่าประเด็นสิ่งแวดล้อมจะเป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญสำหรับ GULF และ GULF อยู่ในตำแหน่งผู้นำเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในเรื่องการเปลี่ยนผ่านพลังงานจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ การบริหารจัดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และผลิตภัณฑ์ที่ยั่งยืน
ประเด็นด้านสังคม	- สนับสนุนการพัฒนาชุมชนท้องถิ่นรอบพื้นที่โครงการผ่านการศึกษา การสร้างงาน และการสนับสนุนโครงสร้างพื้นฐาน - นำมาตรฐานอาชีพของอาเซียนและความปลอดภัย (OHS) ที่เข้มงวดมาใช้สำหรับพนักงานและผู้รับเหมาทุกคน - ส่งเสริมความหลากหลายและการมีส่วนร่วม รวมถึงการให้โอกาสที่เท่าเทียมกันแก่ผู้หญิงในบทบาทผู้นำ - ร่วมมือกับมหาวิทยาลัยและหน่วยงานภาครัฐเพื่อพัฒนาทางวิจัยด้านพลังงานสะอาด	- BGRIM ได้เข้าสู่เป้าหมาย “ไม่มีการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงานและเสียชีวิต” ซึ่งสามารถทำได้สำเร็จในปี 2565 - โครงการพัฒนาสังคมและชุมชนของ BGRIM ดำเนินการภายใต้ 6 แนวคิดหลัก ได้แก่ การศึกษา การพัฒนาสังคมและคุณภาพชีวิต - ศิลปวัฒนธรรม ศาสนา การกีฬา และสิ่งแวดล้อม บริษัทยังคงให้การสนับสนุนโครงการด้านการศึกษาและนันทนาการหลายโครงการของชุมชนท้องถิ่น ในขณะเดียวกันก็ลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในพื้นที่โดยรอบของโรงไฟฟ้าเพื่อคุณภาพชีวิตที่ดี - BGRIM ให้ความสำคัญกับโครงการปลูกป่าและการอนุรักษ์ป่า โดยร่วมมือกับสมาชิกในชุมชนและนักเรียน นักศึกษาในท้องถิ่นที่ได้รับเลือกและดำเนินการอย่างต่อเนื่องกว่า 12 ปี ในหลายพื้นที่	- GPSC มุ่งเน้นส่งเสริมอาชีพอาชีวอนามัยและความปลอดภัยในสถานที่ทำงาน เพื่อให้พนักงานมีความเป็นอยู่ที่ดี โดยยึดตามความถี่ของการบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงาน (LTIFR) เป็นศูนย์ในปี 2565 - ความพึงพอใจของชุมชนเพิ่มขึ้น YoY สู่ 78% ในปี 2566 เทียบกับเป้าหมายที่ >75% โดยไม่มีรายงานการร้องเรียนการละเมิดสิทธิมนุษยชน - GPSC จัดการกลยุทธ์การวางแผนกำลังคนและปรับปรุงโครงสร้างองค์กรและกระบวนการที่เกิดจากการควบรวมกิจการเพื่อรองรับการเติบโตอย่างรวดเร็ว ในปี 2565 ระดับความพึงพอใจของพนักงานต่อองค์กรอยู่ที่ 69% และอัตราการลาออกอยู่ที่ 5.76% เพิ่มขึ้นจาก 3.16% ในปี 2564 - GPSC ใช้กลยุทธ์ “Shift to Customer-Centric Solutions” ที่ยึดความต้องการของลูกค้าเป็นสำคัญ ผ่านการปรับปรุงบริการให้กับสมาชิก เช่น การเปลี่ยนระบบผลิตไฟฟ้าที่ใช้เชื้อเพลิงฟอสซิลเป็นระบบผลิตไฟฟ้าขนาดเล็กที่ใช้พลังงานหมุนเวียนซึ่งสะอาดกว่าแทน อัตราความพึงพอใจของลูกค้าอยู่ที่ 95% ในปี 2565 - GPSC อยู่ในตำแหน่งผู้นำเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในด้านการจัดการอาชีพอาชีวอนามัยและความปลอดภัย	- GULF จัดเตรียมสถานที่ทำงานให้ปลอดภัยและปลอดภัยและถูกหลักสุขอนามัยแก่พนักงาน บริษัทบรรลุเป้าหมาย Zero Accident โดยมีอัตราการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน (LTIFR) เป็นศูนย์สำหรับพนักงานและผู้รับเหมา - คะแนนความผูกพันของพนักงานอยู่ที่ 77% และคะแนนความพึงพอใจอยู่ที่ 88% GULF รายงานว่าบริษัทไม่ได้รับข้อร้องเรียนใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับการละเมิดสิทธิมนุษยชน ซึ่งการประเมินของบริษัทได้แสดงให้เห็นว่า การควบคุมภายในและแผนการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสิทธิมนุษยชนมีความเพียงพอและเหมาะสมในทุกพื้นที่ - GULF กำหนดกลยุทธ์ในการสนับสนุนชุมชนท้องถิ่นทั่วประเทศภายใต้กรอบ “IMPACT” เพื่อสร้างผลกระทบเชิงบวกและยกระดับคุณภาพชีวิตเพื่อการเติบโตและการพัฒนาที่ยั่งยืน - GULF อยู่ในตำแหน่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในประเด็นสังคมเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในเรื่องของการบริหารความเสี่ยงด้านปฏิบัติการ การเข้าถึง วัฒนธรรม และการปฏิบัติตามกฎระเบียบ
ประเด็นด้านธรรมาภิบาล	- ดำเนินธุรกิจภายใต้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมีกรรมการอิสระและคณะกรรมการตรวจสอบที่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ - รักษาการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสและปฏิบัติตามมาตรฐานต่อต้านการทุจริตสากล - ดำเนินการประเมินความเสี่ยงด้าน ESG และบูรณาการเข้ากับการบริหารจัดการความเสี่ยงองค์กร (ERM) - เปิดเผยผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนผ่าน GRI TCFD และ One Report เป็นประจำทุกปี	- คณะกรรมการ BGRIM ประกอบด้วยกรรมการ 10 คน เป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 9 คน (90% ของกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 6 คน (60% ของกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 5 คน (50% ของกรรมการทั้งหมด) มากที่สุดในบริษัทกลุ่มพลังงานในประเทศไทย - BGRIM ได้รับผลการจัดอันดับระดับ 5 ดาว (ดีเลิศ) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปี 2565 - เรามองว่าแนวทางปฏิบัติทางสังคมและการกำกับดูแลกิจการของบริษัทเป็นไปตามมาตรฐานอุตสาหกรรมทั่วไป	- คณะกรรมการ GPSC ประกอบด้วยกรรมการ 14 คน แบ่งเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 13 คน (92.86% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 6 คน (42.86% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 3 คน (21.43% ของคณะกรรมการทั้งหมด) - GPSC ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจากนักวิจัยไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปีที่ 6 ติดต่อกันในปี 2564 - เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ GPSC เป็นที่น่าพอใจในส่วนหนึ่งสะท้อนถึงความสามารถของผู้บริหารในการวางแผนและดำเนินการโครงการขนาดใหญ่ ประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของบริษัท ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท คะแนนด้านธรรมาภิบาลของ GPSC ยังนำหน้าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน	- คณะกรรมการ GULF ประกอบด้วยกรรมการ 12 คน ได้แก่ กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร 8 คน (66.67% ของกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 7 คน (58.33% ของกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการเพศหญิง 4 คน (33.33% ของกรรมการทั้งหมด) - GULF ได้รับผลการจัดอันดับระดับ 5 ดาว (ดีเลิศ) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปี 2565 - เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ GULF เป็นที่น่าพอใจสะท้อนถึงความสำเร็จของฝ่ายและประสบการณ์ของผู้บริหารในธุรกิจอิสระ แต่คะแนนการกำกับดูแลกิจการยังตามหลังบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในแง่ของค่าตอบแทนผู้บริหารและสิทธิของผู้ถือหุ้น

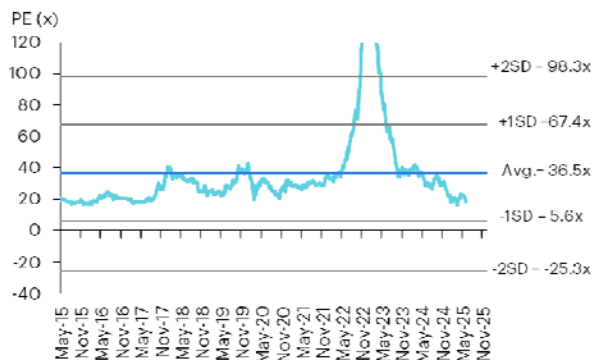
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 18: BCPG PE Band



Source: InnovestX Research

Figure 20: GPSC PE Band



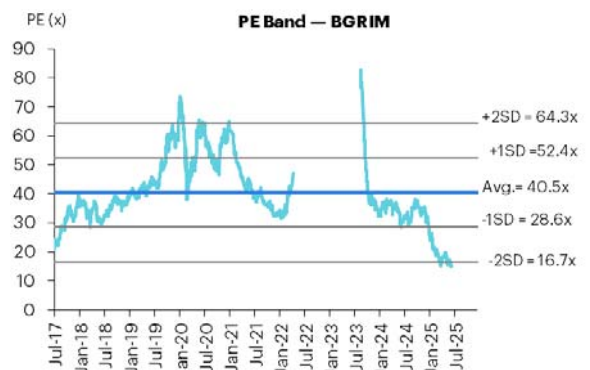
Source: InnovestX Research

Figure 22: Valuation summary (price as of Jun 30, 2025)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F
BCPG	Outperform	5.70	7.80	41.1	15.2	11.5	9.3	29	32	24	0.6	0.5	0.5	4	5	6	4.4	4.3	5.4	7.8	9.2	8.4
BGRIM	Neutral	10.40	12.40	23.6	16.0	16.2	12.5	(18)	(1)	30	0.8	0.6	0.6	3	3	4	4.1	4.3	4.3	15.1	12.1	10.4
GPSC	Neutral	29.25	31.00	9.4	19.1	18.4	16.6	26	4	11	0.8	0.8	0.7	4	4	4	3.1	3.4	3.8	9.0	9.2	8.8
GULF	Outperform	38.75	70.00	83.6	26.2	23.5	22.1	18	12	6	1.7	1.7	1.7	7	7	8	2.6	3.0	3.2	19.7	9.4	18.1
Average					19.1	17.4	15.1	14	12	18	1.0	0.9	0.9	4	5	5	3.6	3.8	4.2	12.9	10.0	11.4

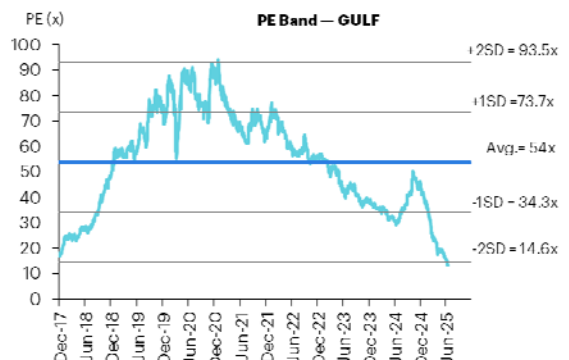
Source: InnovestX Research

Figure 19: BGRIM PE Band



Source: InnovestX Research

Figure 21: GULF PE Band



Source: InnovestX Research

สารบัญปก

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกระณ ดั้งนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวีจัย บกวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้อข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดงหรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

CG Rating 2024 Companies with CG Rating

Companies with Excellent CG Scoring

AAV, ABM, ACE, ACG, ADVANC, AE, AF, AGE, AH, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BJC, BKIH, BLA, BPP, BR, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BTW, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CREDIT, CSC, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FVC, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, IIL, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITCL, ITTHI, IVL, JAS, JTS, K, KBANK, KCC, KCE, KCG, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, MVP, NCH, NER, NKI, NOBLE, NRF, NSL, NTSC, NVD, NWR, NYT, OCC, OR, ORI, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PEER, PG, PHOL, PIMO, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRIME, PRM, PRTR, PSH, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPC, RPH, RS, RT, RWI, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKE, SKR, SM, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSP, SSSC, STA, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUTHA, SVI, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASCOC, TBN, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG*, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TK, TKS, TKT, TLI, TM, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRP, TRUBB, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TV, TVDH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UPF, UPOIC, UV, VARO, VGI, VIH, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, AAI, ADB, AEONTS, AHC, AIRA, APCO, APCS, APURE, ARIP, ARROW, ASIAN, ATP30, AUCT, AYUD, BA, BBIK, BC, BE8, BH, BIZ, BOL, BSBM, BTC, CH, CI, CIG, CM, COCOCO, COMAN, CPI, CSS, DTCENT, EVER, FE, FORTH, FSMART, FSX, FTI, GEL, GIFT, GPI, HUMAN, IFS, INSURE, JCK, JDF, JMART, KGI, KJL, KTIS, KUN, L&E, LHK, MATCH, MBAX, MEGA, METCO, MICRO, NC, NCAP, NCL, NDR, ONEE, PATO, PDG, PJW, POLY, PQS, PREB, PROUD, PSG, PSP, PSTC, PT, PTECH, PYLON, QLT, RABBIT, RCL, SAPPE, SECURE, SFLEX, SFT, SINO, SMT, SPCG, SPVI, STANLY, STPI, SUPER, SUSCO, SVOA, SVT, TACC, TAE, TCC, TEKA, TFM, TITLE, TKN, TMD, TNR, TPA, TPCH, TPCS, TPLAS, TPOLY, TRT, TURTLE, TVH, UBA, UP, UREKA, VCOM, VIBHA, VRANDA, WARRIX, WIN, WP

Companies with Good CG Scoring

A5, ADD, AIE, ALUCON, AMC, AMR, ARIN, ASEFA, ASIA, ASN, BIG, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLC, BVG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHOTI, CITY, CMC, CPANEL, CSP, DEXON, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, ESTAR, ETL, FNS, GBX, GENCO, GTB, GYT, ICN, IIG, IMH, IRCP, J, JCKH, JMT, JPARK, JR, JSP, JUBILE, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KWC, LDC, LEO, MCA, META, MGC, MITSIB, MK, NAM, NOVA, NTV, NV, OGC, PACO, PANEL, PHG, PIN, PRAPAT, PRI, PRIN, PROEN, PROS, PTC, READY, ROCTEC, SABUY, SALEE, SAMCO, SANKO, SCI, SE, SE-ED, SINGER, SISB, SKN, SKY, SMD100, SMIT, SORKON, SPG, SST, STC, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIJK, XO, XPG, YUASA, ZAA

Corporate Governance Report

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining “Good”, “Very Good” and “Excellent” levels of recognition (Not including listed companies qualified in the “no announcement of the results” clause from 1 January 2023 to 28 October 2024) is published.

*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนดำเนินการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังถึงข้อจำกัดว่าประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับรับรอง)

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

Declared (ประกาศเจตนา)

ACE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, ASAP, B52, BLAND, BYD, CFARM, CHASE, CHG, DEXON, DITTO, EAST, EVER, FLOYD, GREEN, HL, HUMAN, ICN, IHL, IP, ITC, JDF, JMART, K, KJL, LDC, LIT, MITSIB, MJD, MOSHI, NEX, NTSC, PLE, PLUS, POLY, PQS, PRI, PRIME, PROEN, PROUD, PTC, RT, S, SAWAD, SCAP, SCGD, SFT, SHR, SINGER, SINO, SJWD, SKE, SNNP, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TMI, TPAC, TPP, TQM, UOBKH, UREKA, VNG, WELL, WIN, XPG

N/A

24CS, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AURA, BA, BBIK, BG, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKG, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCI, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, EMC, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GTB, GTV, GYT, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, IT, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, J, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEDEZE, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MOTHER, MPJ, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NSL, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PCE, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMS, PMCA, PORT, PMV, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLP, SMART, SMD100, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCMC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMAN, TMC, TMW, TNDT, TNH, TPCH, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTA, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UBE, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, VS, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WP, XBIO, XYZ, YGG, YONG, ZAA, ZIGA

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of January 15, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.