

สารานุกรม

SET ENER index Close: 3/7/2026 19,749.19 +366.32 / +1.89% Bt16,619mn
Bloomberg ticker: SETENERG

innovest^x
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

เริ่มวัฏจักรขาขึ้นของกลุ่มสารานุกรม

กลุ่มสารานุกรมไทยกำลังก้าวเข้าสู่ยุคฐานกำไรที่สูงขึ้นเชิงโครงสร้าง โดยได้รับแรงหนุนจากการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน AI data center ที่แข็งแกร่ง ซึ่งจะส่งผลให้ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าที่มีการจับมือเป็นพันธมิตรกับผู้พัฒนา data center และการขายไฟฟ้าผ่าน Direct PPA ที่น่าจะสร้าง sentiment เชิงบวกใน 3Q69 แม้ว่าผลกระทบต่อกำไรจริงจะเกิดขึ้นภายใน 1.5-2 ปีข้างหน้า และยังไม่ได้ถูกรวมอยู่ในประมาณการปัจจุบัน นอกจากนี้ยังจะมีการเพิ่มกำลังการผลิตใหม่จำนวนมากภายใต้แผน PDP2026 (ซึ่งยังไม่ได้รวมอยู่ในประมาณการเช่นกัน) ภาวะอุปทานก๊าซ LNG ล้นตลาดทั่วโลกบ่งชี้ถึงต้นทุนก๊าซที่ลดลงในระยะกลางถึงระยะยาว ส่งผลให้เราปรับประมาณการกำไรปี 2569-2570 เพิ่มขึ้น โดย GULF ยังคงเป็นหุ้นเด่นของกลุ่มสารานุกรมไทย ขณะที่ GUNKUL เป็น wildcard play เราคาดว่าราคาหุ้นจะยังคงปรับตัวขึ้นได้อย่างต่อเนื่องโดยได้รับแรงหนุนจาก upside ของ data center แผน PDP2026 และต้นทุนก๊าซที่ลดลงซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้กำไรปรับตัวขึ้น

กลุ่มสารานุกรมไทยกำลังก้าวเข้าสู่ยุคฐานกำไรที่สูงขึ้นเชิงโครงสร้าง โดยได้รับแรงหนุนจาก: 1) การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน AI data center ที่แข็งแกร่ง ซึ่งจะส่งผลให้ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าที่พัฒนาโครงการในรูปแบบการร่วมทุนกับผู้พัฒนา data center และการขายไฟฟ้าผ่าน Direct PPA 2) การเพิ่มกำลังการผลิตภายในประเทศจำนวนมากภายใต้แผน PDP2026 ที่กำลังจะประกาศ และ 3) ภาวะอุปทาน LNG ล้นตลาดทั่วโลกซึ่งบ่งชี้ถึงต้นทุนก๊าซที่ลดลงในระยะกลางถึงระยะยาว (เป็นบวกต่อผู้ประกอบการ SPP)

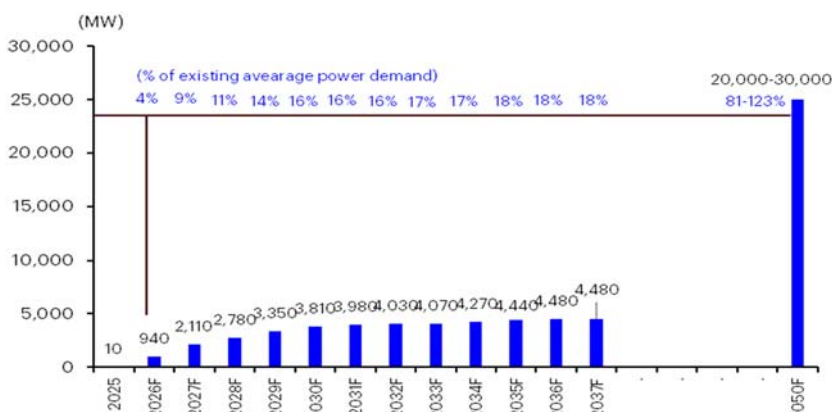
การพัฒนา data center จะช่วยลดอุปสงค์ upside ของกำไรได้ถึง 4-76% ของประมาณการกำไรปี 2570 สำหรับผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าที่เกี่ยวข้องกับ data center การลงทุนใน data center ที่เพิ่มขึ้นอย่างมากจะส่งผลต่อหุ้นกลุ่มสารานุกรมไทยในระยะกลางถึงระยะยาว ได้แก่ GULF (+38-76% ของประมาณการกำไรปี 2570), GPSC (+24% ของประมาณการกำไรปี 2570) และ BGRIM (+12-39% ของประมาณการกำไรปี 2570) สำหรับกรอบ Direct PPA โครงการนำร่องขนาด 2,000MW ของไทย จะช่วยเพิ่ม upside ให้กับกำไรปกติของผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าที่มีการจับมือเป็นพันธมิตรกับผู้พัฒนา data center ได้ปีละ 4-23% โดยใช้สมมติฐานมาร์จิ้นที่ 1.0 ลบ./MW/ปี สำหรับ GULF/GPSC และ 0.8 ลบ./MW/ปี สำหรับ BGRIM โดยผลกระทบต่อกำไรจริงน่าจะเกิดขึ้นภายใน 1.5-2 ปี

ต้นทุนก๊าซที่ลดลงจากภาวะอุปทานล้นตลาดหนุนให้เราปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2569-2570 สำหรับผู้ประกอบการ SPP ได้แก่ BGRIM GPSC และ GULF เพิ่มขึ้น 4-23% เพื่อสะท้อนสมมติฐานต้นทุนก๊าซที่ลดลง นอกจากนี้ เรายังปรับสมมติฐานราคา pool gas ลดลงมาอยู่ที่ 320 บาท/mmBTU (จาก 350 บาท) ในปี 2569 และ 290 บาท/mmBTU (จาก 300 บาท) ในปี 2570 เพื่อให้สอดคล้องกับมุมมองของ INVTX ที่ปรับประมาณการราคาน้ำมันดิบ Brent ลดลงมาอยู่ที่ US\$82/บาร์เรลในปี 2569 (ราคาเฉลี่ยตั้งแต่ต้นปี 2569 ถึงปัจจุบัน = US\$89.5/บาร์เรล) ท่ามกลางสถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างสหรัฐฯ และอิหร่านที่มีแนวโน้มดีขึ้น

กลยุทธ์และคำแนะนำ แนวโน้มระยะสั้นเป็นบวก เนื่องจากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่คลี่คลายลงส่งผลให้ราคา LNG ปรับตัวลดลง ซึ่งจะช่วยหนุนให้มาร์จิ้นของกลุ่ม SPP ขยายตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่เราคงมุมมองเชิงบวกทางโครงสร้างในระยะยาว โดยได้รับการสนับสนุนจากความต้องการโครงสร้างพื้นฐาน AI data center กรอบ Direct PPA และการเร่งเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนภายใต้แผน PDP ฉบับใหม่ **GULF** (OUTPERFORM, ราคาเป้าหมาย 77 บาท) ยังคงเป็นหุ้นเด่นของเรา โดยมีการเติบโตที่มีความทนทานต่อความผันผวนของต้นทุนเชื้อเพลิง ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากพอร์ตโรงไฟฟ้าในสหรัฐฯ การ COD โครงการโซลาร์ และส่วนแบ่งกำไรที่แข็งแกร่งจาก ADVANC และปันผลจาก KBANK เราเลือก **GUNKUL** (OUTPERFORM, ราคาเป้าหมาย 5.2 บาท) เข้ามาเป็นหุ้น wildcard pick (มี upside สูง) เพื่อสะท้อนโอกาสในการรับรู้รายได้จากงาน EPC ที่มีความชัดเจนสูงจากโครงการพัฒนาโครงข่ายระบบส่งไฟฟ้าของประเทศและการเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียน

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ ต้นทุนก๊าซสูงกว่าคาด ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการใช้เชื้อเพลิงฟอสซิล การบริหารจัดการพลังงาน การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสูง และผลกระทบต่อชุมชนใกล้เคียง

รัฐบาลคาดการณ์ว่าจะมีความต้องการใช้ไฟฟ้าจำนวนมากจาก data center



Source: ERC, MoE, and InnovestX Investment Strategy & Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 26F	P/E (x) 27F	P/BV (x) 26F	P/BV (x) 27F
BCPG	Outperform	7.15	8.3	21.3	9.5	14.3	0.7	0.7
BGRIM	Outperform	17.3	21.0	23.8	20.1	17.9	1.0	1.0
CKP	Neutral	2.48	2.5	5.0	12.6	11.9	0.5	0.4
GPSC	Outperform	46.8	56.0	22.9	23.4	20.7	1.2	1.2
GULF	Outperform	63.50	77.0	23.8	27.1	25.8	2.9	2.8
GUNKUL	Outperform	4.3	5.2	23.2	19.0	17.1	2.5	2.4
Average					18.6	17.9	1.5	1.4

Source: Investment Strategy & Research, Bloomberg

Price performance

Absolute	Relative to SET		
	1M	3M	12M
BCPG	7.5	7.5	11.7
BGRIM	23.6	50.4	54.5
CKP	5.1	8.8	6.9
GPSC	13.3	39.6	54.5
GULF	(1.6)	7.2	56.8
GUNKUL	9.1	83.1	176.9

Source: SET, Investment Strategy & Research, Bloomberg

นักวิเคราะห์

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2793-9005

chaiwat.a@innovestx.co.th

เราคาดว่าจะมีปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญหลายประการที่จะเกิดขึ้นกับกลุ่มสาธารณูปโภคไทย

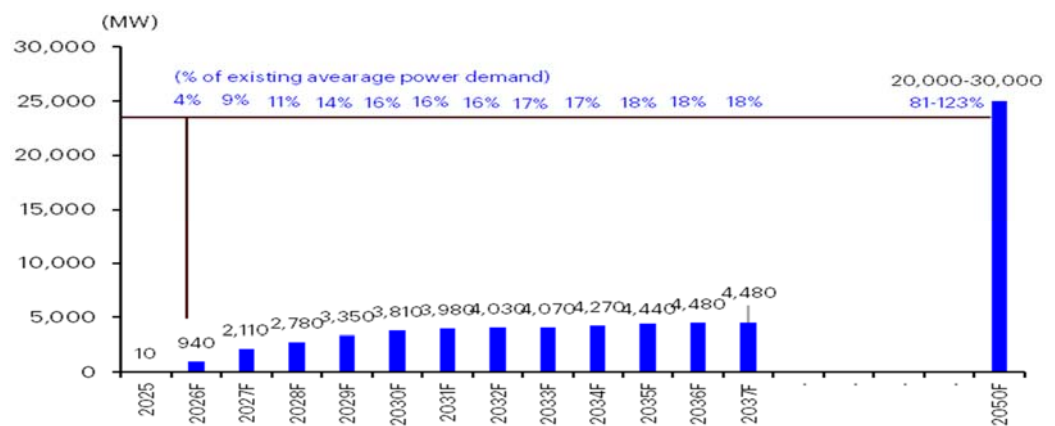
เราคาดว่ากลุ่มสาธารณูปโภคไทยกำลังอยู่ในจุดเปลี่ยนผ่าน และกำลังก้าวเข้าสู่ยุคฐานกำไรที่สูงขึ้นในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า โดยมีปัจจัยหนุนจาก: 1) การลงทุนที่แข็งแกร่งในโครงสร้างพื้นฐาน AI data center ซึ่งเปิดโอกาสให้บริษัทสาธารณูปโภคไทย จัดตั้งบริษัทร่วมทุน (JV) เพื่อพัฒนา data center ของตนเองร่วมกับ hyperscaler หรือผู้เชี่ยวชาญด้าน data center จาก ต่างประเทศ และช่วยกระตุ้นความต้องการใช้ไฟฟ้าผ่าน Direct PPA 2) ร่างแผน PDP2026 ที่กำลังจะประกาศ ซึ่งจะมีความ ชัดเจนของ timeline การเปิดประมูลเพื่อเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าในประเทศ โดยเฉพาะพลังงานหมุนเวียน (พลังงาน แสงอาทิตย์และพลังงานลม) รวมถึงการต่ออายุสัญญา PPA ของโรงไฟฟ้าก๊าซที่กำลังจะหมดอายุ (เป็นบวกต่อ GPSC) และ 3) เราคาดว่าต้นทุนก๊าซจะปรับตัวลดลงในระยะกลางถึงระยะยาวจากภาวะอุปทานล้นตลาด ซึ่งน่าจะช่วยสนับสนุนมาร์จิ้นของ กลุ่มผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) ให้ปรับตัวดีขึ้นในระยะต่อไป

1) Growth driver หลักจากธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ Data Center

การไหลเข้าของเม็ดเงินลงทุนใน data center จำนวนมากผ่าน BOI ในช่วงปี 2568-2569 รวมมูลค่ากว่า 1 ล้านลบ. ส่งผลให้ PEA คาดการณ์ว่าความต้องการใช้ไฟฟ้าจริงในพื้นที่ EEC จะเพิ่มขึ้นเป็น 4,480MW ภายในปี 2580 (+18% จากความ ต้องการใช้ไฟฟ้าเฉลี่ยในระบบปัจจุบัน) ซึ่งสอดคล้องกับประมาณการของเรา

อย่างไรก็ตาม ความต้องการใช้ไฟฟ้าในพื้นที่ EEC อาจปรับเพิ่มขึ้นเป็น 20,000-30,000MW ภายในปี 2593 อ้างอิงข้อมูล จากกระทรวงพลังงาน เนื่องจากความต้องการไฟฟ้าส่วนใหญ่จะกระจุกตัวอยู่ในพื้นที่ EEC จึงทำให้เกิดคอขวดของระบบสาย ส่ง ทำให้รัฐบาลจำเป็นต้องยกระดับโครงข่ายระบบส่งไฟฟ้าเป็น 500kV และปรับเปลี่ยนเกณฑ์ความมั่นคงระบบไฟฟ้าไปสู่ กรอบ LOLE ที่ 0.7 วัน/ปี เพื่อรองรับความไม่แน่นอนของพลังงานหมุนเวียนและสร้างความมั่นใจในเสถียรภาพของพลังงาน ไฟฟ้าให้กับตลาด

Figure 1: รัฐบาลคาดการณ์ความต้องการใช้ไฟฟ้าเพิ่มเติมจากวัฏจักรการลงทุนใน data center ในพื้นที่ EEC โดย คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 18% จากความต้องการใช้ไฟฟ้าในปัจจุบันภายในปี 2580 และเพิ่มขึ้น 81% ถึง 123% จากความ ต้องการใช้ไฟฟ้าในปัจจุบันภายในปี 2593



Source: PEA, and InnovestX Investment Strategy & Research

การพัฒนา data center จะช่วยลดล็อก upside ของกำไรได้ถึง 12-76% ของประมาณการกำไรปี 2570 สำหรับ ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าที่เกี่ยวข้องกับ data center การเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างนี้ (ได้รับแรงหนุนจากการลงทุนใน data center ที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก) จะส่งผลดีอย่างมากต่อบริษัทสาธารณูปโภคไทยที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดย GULF เป็นผู้นำกลุ่มในด้านขนาดโครงการ โดยตั้งเป้าหมายเชิงรุกที่จะมีกำลังการผลิตสำหรับ data center ที่ 1,000-2,000MW ในระยะ 4-5 ปีข้างหน้า ซึ่งคาดว่าจะสร้าง upside ให้กับกำไรได้ปีละ 1.0-2.0 หมื่นลบ. หรือคิดเป็น 27-54% ของ ประมาณการกำไรปี 2570 โดยใช้สมมติฐานกำไรที่ 14 ลบ./MW/ปี (ต่ำกว่าค่า benchmark ของ AI data center ทั่วโลก เล็กน้อย และต่ำกว่าตัวเลขที่ GULF ให้ไว้ที่ 20 ลบ./MW/ปี) ทั้งนี้ GULF มีมาร์จิ้นสูงกว่าคู่แข่งในไทย เนื่องจากมุ่งเน้นการ ลงทุนในธุรกิจพัฒนา data center ที่รองรับ AI

BGRIM ตั้งเป้ากำลังการผลิตสำหรับ data center ที่ 300-500MW โดยคาดว่าจะสร้าง upside ให้กับกำไรได้ปีละ 600 ลบ. ถึง 1 พันลบ. เมื่อ COD เต็มรูปแบบ คิดเป็น 23-39% ของประมาณการกำไรปกติปี 2570 ของเรา โดยใช้สมมติฐานกำไรที่ ค่อนข้างอนุรักษ์นิยมที่ 2 ลบ./MW/ปี เพื่อสะท้อนต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นของบริษัทและรูปแบบธุรกิจ colocation ที่มีมาร์จิ้นต่ำกว่า

ในขณะเดียวกัน GPSC ตั้งเป้าการลงทุนใน colocation ไว้ที่ 300MW ภายใน 1-3 ปีข้างหน้า ซึ่งจะช่วยเพิ่ม upside ให้กับ กำไรได้ปีละ 1.5 พันลบ. (อ้างอิงสมมติฐานกำไรที่ 5 ลบ./MW/ปี) หรือคิดเป็น 24% ของประมาณการกำไรปกติปี 2570 ของ เรา ทั้งนี้ กำไรของ GPSC น่าจะอยู่ในระดับเดียวกับ YTL Power โดยใช้ประโยชน์จากการผนึกกำลังกับธุรกิจสาธารณูปโภคสี เขียว ต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ และ AI workload ที่มีมาร์จิ้นสูง

Direct PPA เป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ช่วยเพิ่ม upside ให้กับกำไรของกลุ่มสาธารณูปโภค

Direct PPA ถือเป็นปัจจัยหนุนกำไรอีกประการหนึ่งที่จะเพิ่ม upside ให้แก่กำไรปี 2570 ได้ถึง 4-23% สำหรับผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าที่จับมือเป็นพันธมิตรกับผู้พัฒนา data center อย่างชัดเจน โครงการ Direct PPA นำร่อง ขนาด 2,000MW ของประเทศไทยจะเปลี่ยนผ่านโครงสร้างกิจการไฟฟ้าไทยจากโครงสร้างที่มีผู้ซื้อรายเดียว (Enhanced Single Buyer: ESB) โดยเปิดโอกาสให้ผู้พัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนภาคเอกชนสามารถทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับลูกค้าองค์กรได้โดยตรงผ่านระบบโครงข่ายไฟฟ้าของรัฐ ปัจจุบันคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) กำลังจัดทำหลักเกณฑ์ Third-Party Access (TPA) เพื่อรองรับการเข้ามาของ hyperscale data center ที่มี IT load ขึ้นต่ำ 50MW กลไกเชิงพาณิชย์ของกรอบโครงสร้างนี้คืออัตราค่าบริการสายส่งไฟฟ้า (wheeling charge) ซึ่งปัจจุบันอ้างอิงอัตราฐานที่ราว 1.07-1.12 บาท/kWh และคาดว่าจะได้ข้อสรุปอย่างเป็นทางการภายในปีนี้ เราคาดว่าอัตราค่าบริการสายส่งไฟฟ้าจะยังคงต่ำกว่า 1.3-1.4 บาท/kWh เพื่อให้ผู้ประกอบการสาธารณูปโภคไทยยังคงมีมาร์จิ้นที่เพียงพอ โดยคาดว่า Direct PPA จะช่วยเพิ่ม upside ให้กับกำไรปกติปี 2570 ได้ราว 4-23% สำหรับ BGRIM GPSC และ GULF โดยใช้สมมติฐานมาร์จิ้นที่ราว 0.8 ลบ./MW/ปี สำหรับ BGRIM เนื่องจากมีต้นทุนทางการเงินสูงกว่าคู่แข่ง ในขณะที่คาดว่า GPSC และ GULF จะมีมาร์จิ้นที่ 1.0 ลบ./MW/ปี

Figure 2: การประเมิน upside ของกำไรทั้งจาก data center และ Direct PPA สำหรับหุ้นกลุ่มสาธารณูปโภคไทยภายใต้การวิเคราะห์ของเรา

Utility Player	On-Hand Data Center / Digital Load (MW)	Data Center Target Capacity & Timeline	Annual Upside on the data center (After fully COD)	Current operating (MWe)	Direct PPA Target Capacity (MW)	Annual Upside on the Direct PPA (after fully COD)
BGRIM	40 – 100 MW (Secured NTT Data Center contract, COD 2027)	300-500MW in the next 3-4 years	Bt600mn-Bt1bn (+12%-39% of 2027F earnings)	2,918	600-700	Bt500mn-Bt600mn (19%-23% of our 2027F earnings)
GPSC	30 – 50 MW (Supplying captive EV/Electronics in PTT ecosystem)	300 MW in the next 1-3 years (co investment)	Bt1.5bn (24% of 2027F earnings)	7,336	300-400	Bt400mn-Bt500mn (6%-8% of our 2027F earnings)
GULF	95.5MW (GSA01: full COD, GSA02: COD in 1Q27, GEDC01: COD in 4Q27)	1,000-2,000MW in the next 4-5 years	Bt14bn-Bt28bn (38%-76% of 2027F earnings)	9,607	1,000	Bt1.5bn (4% of our 2027F earnings)

Source: Company data, and InnovestX Investment Strategy & Research

โครงสร้างพื้นฐาน AI สามารถสร้างกำไรต่อ MW ได้สูงกว่า data center แบบดั้งเดิมราว 2-3 เท่า โดย data center สำหรับ AI ที่มีความหนาแน่นสูง (เช่น benchmark ระดับโลก และ YTL Power) เป็นผู้นำในอุตสาหกรรม โดยสามารถสร้าง EBITDA ต่อปีได้ที่ 38-51 ลบ.ต่อ MW ขณะที่ผู้ให้บริการ data center แบบ wholesale และ co-location (เช่น AirTrunk และ Macquarie) มีระดับกำไรที่ต่ำกว่าแต่มีเสถียรภาพมากกว่าที่ 12-17 ลบ. ต่อ MW โดยรวมแล้ว data center ที่ไปจะสร้างกำไรได้ประมาณ 5 ลบ. ต่อ MW ขณะที่โครงสร้างพื้นฐาน AI ที่อยู่ในระดับ mature จะสามารถสร้างกำไรได้ที่ 14-24 ลบ. ต่อ MW

Figure 3: การเปรียบเทียบ EBITDA และกำไรต่อ MW ของ data center ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกและทั่วโลก

Developer / Operator	Location	Core Business Model	EBITDA/MW /Year (Btmn)	Profit Before Tax/MW/Year (Btmn)	Our assumption profit/MW
YTL Power (Initial Phase: 298 MW)	Kulai, Johor (Malaysia)	AI Data Center + Green Utility	38.2	3-5 (Current Run-rate) target 18.0 - 22.0 (Full-Phase)	GPSC's profit/MW to match YTL Power, leveraging green utility synergies, low cost of debt and high-margin AI workloads.
AirTrunk (>800MW committed)	APAC Wide (Australia, Malaysia, Singapore, Japan, HK)	Pure-play Hyperscale (Wholesale)	17.1	7.0 - 8.5	
NextDC (Contracted 416.6MW)	Australia	Premium Tier IV + Interconnect	13.5 to 47.0	5.0 - 16.5	

Developer / Operator	Location	Core Business Model	EBITDA/MW /Year (Btmn)	Profit Before Tax/MW/Year (Btmn)	Our assumption profit/MW
Macquarie Data Center	Australia	Corporate & Government Colocation	12.1	4.5 - 5.5	
Global AI Benchmark (Global Standard)	Global (US, Europe, Prime APAC Hubs)	High-Density GPU Infrastructure	34 to 51	14.0 - 24.5	We assume GULF's profit contribution from the data center business will follow a premium AI model given the AI-ready data center.

Source: Company data, JLL Global Data Center Outlook, and InnovestX Investment Strategy & Research (Based on exchange rates: Bt24/AUD, Bt34/US\$, Bt8.1/MYR)

2) โรดแมปแผน PDP2026 ฉบับใหม่จะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเชิงบวกในระยะกลางถึงระยะยาว รัฐมนตรีว่าการกระทรวงพลังงานตั้งเป้าเร่งจัดทำแผน PDP2026 และขยายกรอบเวลาของแผนไปถึงปี 2593 เพื่อให้สอดคล้องกับเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอน (net zero) ของประเทศ ซึ่งประกอบด้วย: 1) การเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียน โดยตั้งเป้าให้มีสัดส่วนไม่น้อยกว่า 60% ภายในปี 2593 โดยเน้นไปที่พลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลม ควบคู่กับแผนเพิ่มโรงไฟฟ้านิวเคลียร์ขนาดเล็ก (SMR) และระบบกักเก็บพลังงานด้วยแบตเตอรี่ (BESS) เพื่อสร้างเสถียรภาพให้กับโครงข่ายไฟฟ้า ในขณะที่รองรับพลังงานสะอาด 2) การส่งเสริมการผลิตไฟฟ้าใช้เอง (self-generation) ผ่านโซลาร์รูฟท็อปและระบบ net billing โดยสนับสนุนการติดตั้งโซลาร์ภาคครัวเรือนผ่านการปรับปรุงหลักเกณฑ์การรับซื้อไฟให้เหมาะสมมากขึ้น เพื่อจูงใจให้ประชาชนผลิตไฟฟ้าใช้เองและลดการพึ่งพาโครงข่ายไฟฟ้าในช่วงเวลาที่มีความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุด; และ 3) การอนุญาตให้ทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้าโดยตรง (Direct PPA) เพื่อรองรับความต้องการใช้ไฟฟ้าของ data center ที่สูงกว่า 20,000-30,000MW โดยแผนดังกล่าวคาดว่าจะแล้วเสร็จในช่วงเดือนส.ค.-ก.ย. นี้ ซึ่งเป็นปัจจัยบวกต่อผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า

Figure 4: การประเมินศักยภาพในการจัดหาเงินลงทุนโดยพิจารณาจากระดับ Net D/E ล่าสุด

Utilities Player	Current Net D/E (x) (End-1Q26)	Debt Covenant (x)	Debt Headroom (D/E Room)	Implied CAPEX Potential (Bt mn)
GULF	0.91	3.5	Very wide (~2.59x)	> 250,000 - 300,000
GPSC	0.71	2.5	Very wide (~1.79x)	~100,000 - 120,000
GUNKUL	0.86	3	Wide (~2.14x)	~40,000 - 45,000
BGRIM	2.03	3	Fairly limited (~0.97x)	~25,000 - 30,000

Source: Company data, and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 5: การวิเคราะห์ผลตอบแทนย้อนหลังในช่วงที่มีการทำประชาพิจารณ์สำหรับแผน PDP สองรอบล่าสุด

Plan Name	Public Hearing Date (Key Date)	Main Procurement Allotment (Total Capacity)	Key Winning Utilities (The Winners)	Capacity Allocated (Awarded MW)	Allocation Share (% Share)	Share price performance before/after public hearing (%)			
						(-2 month)	(-1 month)	(+1 month)	(+2 month)
PDP 2024	12 - 23 June 2024	Renewable energy Phase 1 (Total procurement ~5,000MW)	1. GULF	~2,584MW	51.60%	-8.4	4.1	4.6	15.7
			2. GUNKUL	~832MW	16.60%	-3.4	0.0	-0.9	-16.2
			3. BGRIM	~339MW	6.70%	-14.6	-9.8	-4.1	-13.1
PDP 2018	17-Dec-18	Large gas-fired power plants (IPP) (Total procurement 8,300MW)	1. GULF	5,300MW	63.80%	2.1	2.1	8.3	13.9
			2. BGRIM	480MW	5.70%	-4.4	3.9	4.6	8.8

Source: EPPO, and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 6: กำหนดการเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าภายในประเทศตามร่าง PDP2024

Energy source	2024-2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
Solar	800	1,248	6,767	1,835	1,475	8,387	1,470	2,430
Wind		810	800	750	750	750	750	735
Biomass	249	156	120	120	141	141	95	24
Biogas		160	160	160	160	160	136	
Solar Floating	2,656	10		5	5		5	
Industrial waste		12						
Community waste		200				100		
Small hydropower	26	4	6	8	19	12	10	13
Geothermal								21
SMR (Nuclear)								600
Total	3,731	2,600	7,853	2,878	2,550	9,550	2,466	3,823

Source: EPPO, and InnovestX Investment Strategy & Research

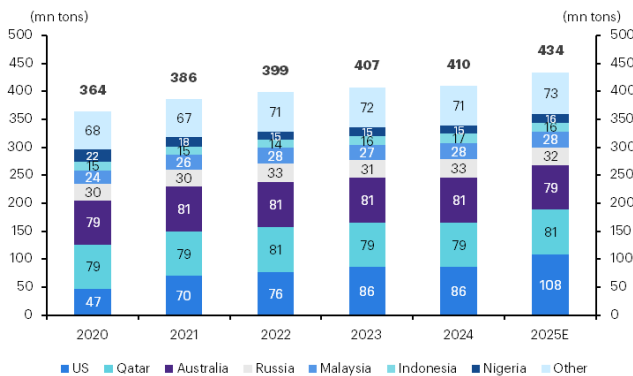
Figure 7: การเปรียบเทียบแผนการเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าระหว่างแผน PDP2024 และร่างแผน PDP2026

Fuel Type / Energy Source	Draft PDP2024 (MW)	% share of total new capacity addition	Potential PDP2026 (MW)	% share of total new capacity addition
Solar (Ground-mounted & Rooftop)	24,412	41%	29,500	41%
Solar Floating (EGAT Reservoirs)	2,681	5%	3,500	5%
Wind Power	5,345	9%	7,500	10%
SMR (Small Modular Reactor)	600	1%	2,400	3%
Biomass / Biogas	1,982	3%	2,300	3%
Waste-to-Energy (WTE)	312	1%	500	1%
Small Hydro & Geothermal	119	0%	200	0%
BESS (Battery Energy Storage)	10,400	18%	14,500	20%
Natural Gas (New IPP/SPP)	13,124	22%	11,124	16%
Total New Capacity	58,975	100%	71,524	100%

Source: EPPO, and InnovestX Investment Strategy & Research

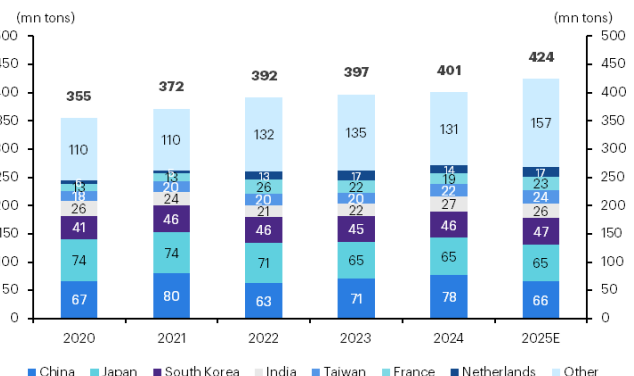
3) ปรับสมมติฐานต้นทุนก๊าซลดลงจากการคาดการณ์ว่าราคา LNG จะปรับตัวลดลง สถานการณ์บริเวณช่องแคบฮอร์มุซ ซึ่งเป็นจุดคอขวดสำคัญของการขนส่งน้ำมันและก๊าซธรรมชาติเหลวของโลก ได้เปลี่ยนจากการปิดเส้นทางโดยสิ้นเชิงมาเป็นการเปิดใช้งานอีกครั้งภายใต้ข้อจำกัดอย่างเข้มงวด แม้ความเสี่ยงของการเกิดวิกฤตพลังงานโลกอย่างรุนแรงจะลดลงจากความสำเร็จในการเจรจาทางการทูตครั้งสำคัญ แต่เส้นทางเดินเรือดังกล่าวยังคงเปิดใช้งานได้เพียงบางส่วนและยังมีความเสี่ยงด้านการดำเนินงานในระดับสูง โดยช่องแคบฮอร์มุซเป็นเส้นทางหลักในการส่งออกน้ำมันทางทะเลประมาณ 20% ของโลก และ LNG ราว 20% ของอุปทานทั่วโลก สำหรับตลาด LNG การปิดกั้นดังกล่าวทำให้กำลังการผลิตกว่า 1.1 แสนล้านลูกบาศก์เมตรต่อปีจากกาตาร์และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE) ไม่สามารถส่งออกได้ โดย LNG ของกาตาร์ประมาณ 93% และการส่งออกของ UAE ประมาณ 96% ต้องผ่านช่องแคบแห่งนี้ ซึ่งไม่มีเส้นทางอื่นที่สามารถใช้งานได้ นอกจากนี้ Ras Laffan Industrial City ในกาตาร์ ซึ่งเป็นศูนย์แปรรูปก๊าซ LNG ที่ใหญ่ที่สุดในโลก ยังคงอยู่ระหว่างการซ่อมแซม โดยการโจมตีก่อนหน้านี้สร้างความเสียหายอย่างมากต่อโครงสร้างพื้นฐานสำคัญ รวมถึงโรงงาน Pearl gas-to-liquid (GTL) และหน่วยผลิต LNG หลายแห่ง ส่งผลให้กาตาร์ต้องหยุดการผลิตทั้งหมด และประกาศเหตุสุดวิสัย (force majeure) เมื่อวันที่ 4 มี.ค. 2569

Figure 8: อุปทาน LNG ทั่วโลกจำแนกตามประเทศ



Source: Wood Mackenzie, GPSC, and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 9: อุปสงค์ LNG ทั่วโลกจำแนกตามประเทศ



Source: Wood Mackenzie, GPSC, and InnovestX Investment Strategy & Research

ระยะเวลาในการฟื้นฟูอุปทาน LNG ทั่วโลก อุปทาน LNG ทั่วโลกกำลังเคลื่อนตัวออกจากภาวะหยุดชะงักโดยสิ้นเชิงในช่วงสงคราม เข้าสู่ช่วงการฟื้นตัวที่มีความผันผวน โดยมีลักษณะของการฟื้นฟูที่ค่อยเป็นค่อยไปและข้อจำกัดด้านความปลอดภัยในการขนส่งที่เข้มงวด ขณะที่โครงสร้างพื้นฐานในอิหร่าน สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE) และอิสราเอลได้รับการซ่อมแซมและกลับมาเปิดดำเนินการแล้ว แต่ศูนย์กลางการผลิตขนาดใหญ่อย่าง Ras Laffan ในกาตาร์ยังคงต้องใช้เวลาฟื้นฟูนานถึง 3.5-5 ปีเนื่องจากได้รับความเสียหายรุนแรงจากการโจมตีด้วยขีปนาวุธ ส่วนอุบัติเหตุในการปฏิบัติงานที่เกิดขึ้นที่โรงงาน Barzan เมื่อวันที่ 21 มี.ค. 2569 นั้น ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างพื้นฐานด้านการส่งออกแต่อย่างใด

Figure 10: ผลกระทบและการกลับมาดำเนินการของโครงสร้างพื้นฐานด้าน LNG และก๊าซในตะวันออกกลาง

Production site	Country	Capacity	Global market share	Current Status	Status & Damage Severity
Ras Laffan	Qatar	77-80mn tons per year (LNG)	20-22%	Force Majeure / Severe Outage (Recovery: 3.5-5 Years)	Trains 4 & 6, wiping out 12.8 MTPA (~17% of capacity). Full restoration is delayed due to specialized component lead times. A separate, highly blast on June 21 at the Barzan gas facility killed 13 workers, but QatarEnergy confirmed this was a technical restart accident and did not damage LNG export infrastructure.
South Pars / Asaluyeh	Iran	700mn m ³ per day	5.60%	Fully Operational (Recovered)	Physically recovered. Following the June 17 US-Iran MoU, the US Treasury issued General License X (June 22), providing temporary 60-day waivers for Iranian crude and gas products. While production is normal, actual seaborne export volumes are choked by heavy sea-mining in the main shipping lanes.
Shah Gas Field	UAE	10-13 BCM/year	1-2%	Phased Restart	Following the March 16 drone strike that triggered an immediate shutdown, operators ADNOC and Occidental completed structural asset integrity repairs and reinforced localized anti-drone umbrellas. The facility is gradually ramping back toward full capacity as regional logistics stabilize under the broader June ceasefire framework.
Leviathan & Karish	Israel	21-24 BCM/year	<1%	Resume operation	Leviathan resumed operations on April 2, and Karish followed on April 9 after brief government-ordered safety stand-downs. Leviathan's new 3rd pipeline completion has successfully boosted output to a record 15.8 BCM/year.

Source: Company data, and InnovestX Investment Strategy & Research

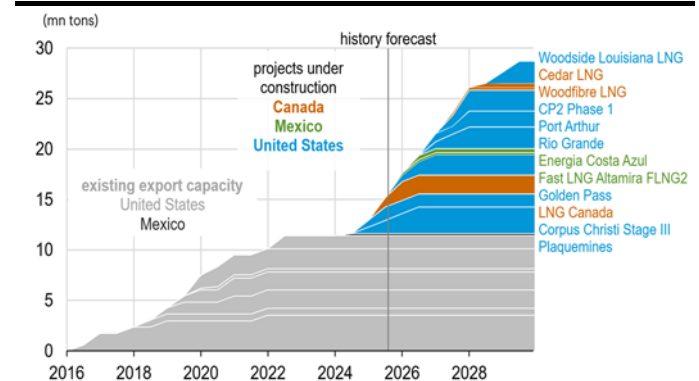
การขยายกำลังการผลิต LNG ของสหรัฐฯ และศักยภาพในปี 2569-2570 ในการชดเชยผลกระทบจากภาวะอุปทานหยุดชะงักในวันออกกลาง สหรัฐฯ ยังคงเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของการเติบโตดังกล่าว โดยมีการขยายกำลังการผลิตขนาดใหญ่กระจุกตัวอยู่บริเวณ Gulf Coast รวมทั้งสิ้น 17.5 ล้านตันต่อปี ในช่วงปี 2567-2572 ซึ่งจะช่วยชดเชยอุปทาน LNG จากตะวันออกกลางที่คาดว่าจะหายไปประมาณ 12.8 ล้านตัน จากโครงการ Ras Laffan ในกาตาร์ โครงการหลักในสหรัฐฯ เช่น Plaquemines LNG และ Corpus Christi Stage III จะเป็นผู้นำในการเพิ่มกำลังการผลิตในช่วงปี 2567-2569 ตามมาด้วยการเพิ่มกำลังการผลิตจำนวนมากจากโครงการ Golden Pass และ Port Arthur ในช่วงปี 2569-2571 รวมถึงโครงการ Rio Grande, Port Arthur, CP2 LNG และ Louisiana LNG ในช่วงปี 2570-2572 แม้ว่าจะประสบปัญหาหาคอขวดในระยะสั้น แต่สหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะสามารถผลิต LNG ได้คิดเป็นหนึ่งในสามของอุปทานโลกภายในปี 2573 โดยตารางด้านล่างแสดงโครงการสำคัญในสหรัฐฯ และบทบาทในการชดเชยอุปทาน LNG ที่หายไปในตลาดโลก

Figure 11: กำลังการส่งออก LNG สะสมของทวีปอเมริกาเหนือในช่วงปี 2567-2572 จำแนกตามโครงการ

Country	Project Name	2024	2025	2026	2027	2028	2029
USA	Plaquemines Phase 1	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
USA	Plaquemines Phase 2	-	0.7	1.3	1.3	1.3	1.3
USA	Corpus Christi Stage III	-	1.0	1.6	1.6	1.6	1.6
USA	Golden Pass (Trains 1-3)	-	-	1.4	2.1	2.1	2.1
USA	Rio Grande Phase 1	-	-	-	1.5	2.1	2.1
USA	Port Arthur Phase 1	-	-	-	0.8	1.6	1.6
USA	CP2 LNG Phase 1	-	-	-	1.0	2.0	2.0
USA	Louisiana LNG	-	-	-	-	-	2.2
Canada	LNG Canada Phase 1	-	0.9	1.8	1.8	1.8	1.8
Canada	Woodfibre LNG	-	-	-	0.3	0.3	0.3
Canada	Cedar LNG (FLNG)	-	-	-	-	0.4	0.4
Mexico	Fast LNG Altamira 1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Mexico	Energia Costa Azul (ECA)	-	-	0.4	0.4	0.4	0.4
Mexico	Fast LNG Altamira 2	-	-	-	0.2	0.2	0.2
Total		1.5	4.1	8.0	12.5	15.3	17.5

Source: EIA, and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 12: กำลังการส่งออก LNG สะสมของทวีปอเมริกาเหนือในช่วงปี 2559-2572 จำแนกตามโครงการ



Source: EIA, and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 13: โครงการ LNG ขนาดใหญ่ในสหรัฐฯ ที่จะทยอยเพิ่มการผลิตในช่วงปี 2569-2570

Project Name	Capacity (MTPA)	Current Status (June 2026)	Expected Output & Offset Timeline
Golden Pass LNG (Trains 1-3)	15.6 MTPA	Operational / Commissioning	Train 1 shipped its first cargo on April 22, 2026. Train 2 is targeted for Fall 2026, and Train 3 for Q1 2027. Paradoxically co-owned by QatarEnergy (70%), it acts as their primary portfolio hedge against their domestic Ras Laffan losses.
Corpus Christi Stage III	10.0 MTPA	Ramping Up Production	Ramping up throughout mid-2026. Trains 5-7 are actively entering service, providing immediate spot market relief.
Plaquemines LNG (Phases 1 & 2)	20.0 MTPA	Phase 1 Operating / Phase 2 Under Construction	Phase 1 is fully operational. Received fresh DOE approval to increase permitted export volumes. Phase 2 modules are being placed for late 2026/2027 commercial startup.
Port Arthur LNG (Phase 1)	13.5 MTPA	Advanced Construction	Sempra completed the 72-mile feedgas pipeline in early June 2026. Train 1 is tightly on schedule for first LNG in Q3 2027, with Train 2 following in 2028.
Rio Grande LNG	17.6 MTPA	Construction Resumed	Cleared a critical regulatory hurdle in June 2026 with FERC issuing its final supplemental Environmental Impact Statement (EIS). Targeted for first LNG in Q3 2027.
CP2 LNG (Phases 1 & 2)	28.8 MTPA	Financial Close / Site Work	Venture Global took a massive \$8.6 billion Phase 2 FID in March 2026. Full site mobilization is underway, targeting first LNG by late 2027 / early 2028.

Source: Company data, and InnovestX Investment Strategy & Research

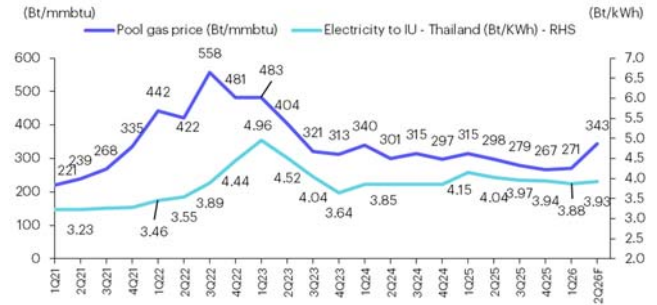
ด้วยเหตุนี้ เราจึงปรับสมมติฐานราคาก๊าซลดลงเพื่อสะท้อนการปรับประมาณการราคาน้ำมันดิบ Brent และราคา LNG สำหรับปี 2569-2570 ลดลง โดยเป็นผลจากการปรับประมาณการราคาน้ำมันดิบ Brent ภายใต้มุมมองของ INNVX ลดลงครั้งล่าสุดมาอยู่ที่ US\$82/บาร์เรล (จาก US\$90/บาร์เรล) ในปี 2569 และคาดว่าจะลดลงต่อเนื่องสู่ระดับ US\$70/บาร์เรลในปี 2570 นอกจากนี้ เรายังปรับสมมติฐานราคา pool gas ลดลงมาอยู่ที่ 320 บาท/mmBTU (จาก Bt350/mmBTU) ในปี 2569 และ 290 บาท/mmBTU (จาก Bt300/mmBTU) ในปี 2570 เราคาดว่าราคา pool gas จะทำจุดสูงสุดใน 3Q69 โดยจะเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 330-375 บาท/mmBTU จากผลกระทบของ lag time ในการปรับราคา LNG นำเข้าที่มีต้นทุนสูง ทั้งนี้ ราคา pool gas ในเดือนพ.ค. 2569 อยู่ที่ 362 บาท/mmBTU (เทียบกับราคาเฉลี่ยตั้งแต่ต้นปี 2569 ที่ 360 บาท/mmBTU) เทียบกับระดับ 271 บาท/mmBTU ใน 1Q69 และ 343 บาท/mmBTU ใน 2Q69TD

Figure 14: การปรับสมมติฐานราคาน้ำมันดิบ Brent ราคา LNG และต้นทุนก๊าซในปี 2569-2570

	Old		New	
	2026F	2027F	2026F	2027F
Brent price (US\$/bbl)	90	75	82	70
Electricity tariff (Bt/kWh)	3.88	3.88	3.90	3.88
Pool gas price (Bt/mmbtu)	350	300	320	290

Source: Company data, and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 15: คาดราคา pool gas และระดับสูงสุดในปี 2Q69 หรือ 3Q69 ก่อนที่จะปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็วจากภาวะอุปทานล้นตลาด



Source: Investing.com, ERC, and InnovestX Investment Strategy & Research

การปรับประมาณการกำไรสุทธิ เราปรับประมาณการกำไรสุทธิของ BGRIM GPSC และ GULF เพิ่มขึ้น 3-23% สำหรับปี 2569-2570 เพื่อสะท้อนต้นทุนก๊าซที่ปรับตัวลดลงตามราคา LNG ในตลาดที่อ่อนตัวลง โดยเราได้ปรับลดสมมติฐานต้นทุนก๊าซลงมาจาก 320 บาท/มมBTU (จาก Bt350/มมBTU) ในปี 2569 และ 290 บาท/มมBTU (จาก Bt300/มมBTU) ในปี 2570 เพื่อให้สอดคล้องกับสมมติฐานราคาน้ำมันดิบ Brent ใหม่ของ INVX ที่ US\$82/บาร์เรล ในปี 2569 และ US\$70/บาร์เรล ในปี 2570 นอกจากนี้ เรายังได้รวมผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งขึ้นของโครงการ Gheco-1 ของ GPSC เข้ามาไว้ในประมาณการจากประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีกว่าคาดหลังจากการปิดซ่อมบำรุงใหญ่ใน 1Q69 ซึ่งส่งผลให้การสูญเสียด้านหินในกระบวนการผลิตลดลงประมาณ 900 ลบ.ต่อปี

Figure 16: การปรับประมาณการกำไร ราคาเป้าหมาย และคำแนะนำ

Companies	Core earnings in 2026F (Bt mn)			Core earnings in 2027F (Bt mn)			Target price (End-26)		Recommendation		Valuation methodology
	Old	New	(%)	Old	New	(%)	Old	New	Old	New	
BCPG	2,306	2,306	0	2,454	2,454	0	8.3	8.3	Outperform	Outperform	DCF (WACC = 7.5%, Terminal growth 1.5%)
BGRIM	2,155	2,242	+4	2,464	2,525	+3	14.8	21	Outperform	Outperform	DCF (WACC = 6.9%, Terminal growth 2%)
CKP	1,604	1,604	0	1,689	1,689	0	2.52	2.52	Neutral	Neutral	DCF (WACC = 6.6%, Terminal growth 1.5%)
GPSC	4,605	5,641	+23	5,747	6,354	+11	45.7	56	Outperform	Outperform	DCF (WACC = 6.3%, Terminal growth 2%)
GULF	33,856	35,069	+4	35,286	36,829	+5	75	77	Outperform	Outperform	DCF (WACC = 6%, Terminal growth 3%)
GUNKUL	2,025	2,025	0	2,245	2,245	0	5.2	5.2	Outperform	Outperform	DCF (WACC = 7%, Terminal growth 3%)

Source: Company data, InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 17: ประมาณการกำไรสุทธิของ INVX เทียบกับ consensus

	INVX		Consensus		INVX vs Consensus	
	2026	2027	2026	2027	2026	2027
BCPG	2,306	2,453	2,163	1,757	7	40
BGRIM	2,242	2,525	2,120	2,451	6	3
CKP	1,604	1,689	1,760	1,879	-9	-10
GPSC	5,641	6,354	5,739	5,945	-2	7
GULF	35,069	36,829	34,298	37,261	2	-1
GUNKUL	2,025	2,245	1,944	2,245	4	0

Source: SETTRADE, and InnovestX Investment Strategy & Research

แนวโน้มกำไร

เราประเมินเบื้องต้นว่ากำไรปกติ 2Q69 จะยังคงแข็งแกร่งเมื่อเทียบกับ YoY นำโดย GULF เราคาดว่าบริษัทในกลุ่มสารานุกรมที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของเราจะมีกำไรปกติรวม 1.45 หมื่นลบ. ใน 2Q69 เติบโต 43% YoY และ 16% QoQ โดยได้แรงหนุนหลักจาก GULF ซึ่งคาดว่าจะรายงานกำไรปกติเติบโตอย่างแข็งแกร่งถึง 60% YoY และ 22% QoQ

BCPG: เราคาดการณ์กำไรปกติ 2Q69 ของ BCPG ที่ 567 ลบ. เพิ่มขึ้น 331% YoY โดยได้รับแรงหนุนจากการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญของรายได้ค่า capacity payment ของโรงไฟฟ้า CCGT ในสหรัฐฯ เทียบกับฐานที่ต่ำใน 2Q68 ควบคู่กับปริมาณน้ำไหลเข้าโรงไฟฟ้าพลังน้ำในลาวที่ยังอยู่ในระดับสูง และการรับรู้รายได้จากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม Monsoon ที่เริ่ม COD แล้ว ขณะที่กำไรปกติที่ลดลง 10% QoQ สะท้อนถึงความผันผวนตามฤดูกาลเป็นปกติหลังจากผ่านช่วงที่แข็งแกร่งใน 1Q69

BGRIM: เราคาดการณ์กำไรปกติ 2Q69 ที่ 456 ลบ. ลดลง 4% YoY และ 10% QoQ จากต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น เนื่องจากสัดส่วนก๊าซ LNG นำเข้าต้นทุนสูงที่เพิ่มขึ้นผลักดันราคาให้ปรับขึ้นเป็น 350 บาท/mmBTU (+29% YoY และ +17% QoQ) ซึ่งกดดันมาร์จิ้นของธุรกิจ SPP อย่างไรก็ตาม รายได้ก็เพิ่มขึ้นจากการพัฒนาโครงการ (โครงการฟาร์มกังหันลมนอกชายฝั่ง Nakwol 1) น่าจะช่วยชดเชยผลกระทบเชิงลบดังกล่าวได้บางส่วน

CKP: เราคาดการณ์กำไรปกติ 2Q69 ที่ 122 ลบ. ลดลง 66% YoY จากผลกระทบของต้นทุนสูงใน 2Q68 และการเปลี่ยนแปลงของช่วงเวลาการเข้าสู่ฤดูฝนที่เร็วกว่าปกติ รวมถึงคาดการณ์ปริมาณน้ำที่ลดลง นอกจากนี้ยังมีการวางแผนปิดซ่อมบำรุงบางส่วนที่โรงไฟฟ้าไซยะบุรีใน 2Q69 ซึ่งอาจส่งผลให้ปริมาณการขายไฟฟ้าลดลงเล็กน้อย อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรปกติจะเพิ่มขึ้น 5% QoQ เนื่องจากปริมาณน้ำในแม่น้ำโขงที่เริ่มเพิ่มขึ้นตามฤดูกาล

GPSC: เราคาดการณ์กำไรปกติ 2Q69 ที่ 1.5 พันลบ. ลดลง 11% YoY จากผลกระทบของต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น เนื่องจากสัดส่วนก๊าซ LNG นำเข้าต้นทุนสูงที่เพิ่มขึ้นผลักดันราคาให้ปรับขึ้นเป็น 350 บาท/mmBTU (+29% YoY และ +17% QoQ) ซึ่งกดดันมาร์จิ้นของธุรกิจ SPP อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรปกติจะเพิ่มขึ้น 2% QoQ จากประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญที่โรงไฟฟ้า Gheco-1 ซึ่งกลับมาเปิดดำเนินการเต็มรูปแบบหลังจากปิดซ่อมบำรุงเป็นเวลา 88 วันใน 1Q69

GULF: เราประเมินกำไรปกติเบื้องต้นใน 2Q69 ได้ที่ 1.14 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น 60% YoY และ 22% QoQ โดยได้รับแรงหนุนจาก heat rate margin ที่สูงขึ้น และความต้องการใช้ไฟฟ้าสำหรับกลุ่ม IPP ในช่วงฤดูร้อนของประเทศไทย ประกอบกับค่า capacity payment (CP) ที่สูงขึ้นสำหรับโรงไฟฟ้า Jackson ในสหรัฐฯ (กำลังการผลิต 1,200MW, ถือหุ้น 49%) โดยค่า CP ถูกปรับเพิ่มขึ้นจาก US\$270/ MW-day เป็น US\$329/ MW-day ตั้งแต่เดือนมี.ย. 2569 ถึงเดือนพ.ค. 2570 นอกจากนี้ การเติบโตยังได้รับการสนับสนุนจากต้นทุนทางการเงินและการหนี้ที่มีดอกเบี้ยที่ลดลง อีกทั้งเรายังคาดว่า GULF จะบันทึกกำไรพิเศษจากการขายเงินลงทุน 51% ในโครงการ Pak Lay จำนวน 1.9 พันลบ. ใน 2Q69 ส่งผลให้เราคาดว่ากำไรสุทธิ 2Q69 ของ GULF จะเพิ่มขึ้น 28% QoQ จากการดำเนินงานปกติที่แข็งแกร่ง แต่คาดว่ากำไรสุทธิจะลดลง 79% YoY เนื่องจากบริษัทบันทึกกำไรพิเศษจำนวนมากจากการต่อรองราคาซื้อใน 2Q68

GULKUL: เราประเมินกำไรปกติเบื้องต้นใน 2Q69 ได้ที่ 497 ลบ. เพิ่มขึ้น 38.1% YoY และ 12% QoQ หลักๆ เกิดจากการรับรู้รายได้ที่แข็งแกร่งจากธุรกิจ EPC ซึ่งจะผลักดันให้รายได้รวมเพิ่มขึ้น 32% YoY และ 3% QoQ ใน 2Q69 นอกจากนี้ เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจะแข็งแกร่งขึ้นในระดับ 173 ลบ. ใน 2Q69 เพิ่มขึ้น 37% YoY และ 15% QoQ จากโครงการร่วมทุนโรงไฟฟ้าพลังงานลมขนาด 170MW (ถือหุ้น 50%) ซึ่งมีระดับความเร็วลมเพิ่มขึ้นอย่างมากประมาณ 65% YoY ในช่วงเดือนเม.ย.-พ.ค. 2569 ทั้งนี้ เราได้ตัดรายการรายได้อื่นที่เป็นรายการพิเศษขนาดใหญ่ (เกี่ยวกับกำไรจากการขายเงินลงทุนบางส่วนในบริษัทย่อยและการปรับปรุงต้นทุนการก่อสร้าง) ใน 2Q68 ออกจากการคำนวณกำไรปกติของเราแล้ว

Figure 18: แนวโน้มกำไรรายไตรมาสของบริษัทในกลุ่มสารานุกรม

FY December 31	(Unit)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	%YoY	%QoQ	3Q26F YoY	4Q26F YoY	3Q26F QoQ	4Q26F QoQ
Utilities Sector													
Net profit	(Btmn)	8,949	66,341	11,891	12,863	12,915	16,439	-75.20%	27.30%	+	-	+	+
Core profit	(Btmn)	9,108	10,138	11,057	11,585	12,518	14,539	43.40%	16.20%	+	=	+	+
BCPG													
Net profit	(Btmn)	153	-651	627	728	722	567	187.00%	21.50%	+	+	-	-
Core profit	(Btmn)	198	132	712	855	630	567	330.80%	-10.00%	-	-	-	-
BGRIM													
Net profit	(Btmn)	654	7	521	494	721	456	6702.30%	-36.70%	+	=	+	+
Core profit	(Btmn)	749	475	414	505	507	456	-3.90%	-10.00%	+	=	+	+
CKP													
Net profit	(Btmn)	70	610	1,270	831	180	122	-80.10%	-32.20%	-	+	-	-
Core profit	(Btmn)	63	353	1,227	680	116	122	-65.50%	5.00%	-	+	-	-
GPSC													
Net profit	(Btmn)	1,141	2,020	1,742	1,498	1,719	1,523	-24.60%	-11.40%	-	=	+	+
Core profit	(Btmn)	1,197	1,718	967	1,274	1,494	1,523	-11.30%	2.00%	+	=	+	+
GULF													
Net profit	(Btmn)	6,564	63,871	7,274	8,852	9,117	13,274	-79.20%	45.60%	+	-	+	+
Core profit	(Btmn)	6,506	7,101	7,280	7,889	9,326	11,374	60.20%	22.00%	+	=	+	+
GULKUL													
Net profit	(Btmn)	367	484	457	460	456	497	2.60%	9.00%	+	=	+	+
Core profit	(Btmn)	395	360	456	383	445	497	38.20%	11.70%	+	=	+	+

Source: Company data, and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 19: โครงการขยายกำลังการผลิตใน pipeline ของ BCPG, BGRIM, CKP, GPSC และ GULF

Equity installed capacity (MW) March 2026	2026	2027	2028	2029 onward	Long-term MWe target
BCPG 1,961	- Solar Taiwan phase 1 (108MW, COD: 2H26) - Solar Taiwan phase 2 (142MW, COD: 26)	Solar Taiwan phase 2 (142MW, COD: 1H27)	Solar Taiwan phase 3 (219MW, COD: 2028)	Solar under Fit (12MW, COD: 2030)	3,000 MW (2030) (+11.2% CAGR)
BGRIM 2,918	- Solar under Fit (10MW, 44.9% stake, COD: 2026) - Huon Hoa 1 wind (48MW, 80% stake, COD: 2H26) - Nakwol 2 offshore wind (375MW, 49% stake, COD: 4Q26) - Data Center Phase 1 (50MW, 40% stake, COD: 4Q26-2028)	- Solar under Fit (179MW, 44.9% stake, COD: 2027) - Caronsi solar Philippines (65MW, 97% stake, COD 2027) - Data Center Phase 1 (50MW, 40% stake, COD: 4Q26-2028)	- Solar under Fit (124MW, 44.9% stake, COD: 2028) - U-Tapao Phase 2 (80MW + 50MWh, COD: 2028) - Data Center Phase 1 (50MW, 40% stake, COD: 4Q26-2028)	- Tadsakha hydro power (30MW, 70% stake, COD: 2030-33) - Nam Khao 1-5 Hydro power (67.5MW, 72% stake, COD: 2030-33) - Xekong 4 Hydro power (355MW, 20% stake, COD:2033)	10,000 MW (2030) (+36.0% CAGR)
CKP 935	COD BEM Solar projects of 8MW	COD BKC Expansion (ERC Phase 1) of 6MW	Targeted new solar projects private PPA of 8-10MW per years during 2026-29)	- Targeted new solar projects private PPA of 8-10MW per years during 2026-29) - Luang Prabang hydropower plant ((1,460MW, 50% stake, COD: early 2030)	1,665 MW (2030) (+15.5% CAGR)
GPSC 7,336	- AEPL target to reach 11GW in 2026 (+3,797MW) with 22GW under secure pipeline - Helios 1-2 (55MW, COD: 2026)	- AEPL target to reach 17GW in 2027 (+6GW) - Cooling projects (15,000 RT, 50% stake, COD: 2027)	- AEPL target to reach 30GW in 2030 - Helios 4.2 & IRPC CP (42.2MW COD: 2028)	- AEPL target to reach 30GW in 2030 - Energy Recovery Unit – ERU (250MW + steam 175t/h, delay COD to 2029)	13,666MW (2030) (+16.8% CAGR)
GULF 9,607	- Solar farm under FiT scheme (870MW, COD: 2024-28) - Solar + BESS under FiT (1,668MW, COD: 2024-29) - Waste-to-energy under FiT (119MW, 51% stake, COD: 2026) - CM waste-to-energy (>9.5MW, COD: 2026)	- Burapa Power – IPP (540MW, 35% stake, COD: 2027) - Solar farm under FiT scheme (870MW, COD: 2024-28) - Solar + BESS under FiT (1,668MW, COD: 2024-29) - Laem Chabang Port phase 3 container port (F1 terminal) SCOD: 2027 (F1) and 2031 (F2)	- Solar farm under FiT scheme (870MW, COD: 2024-28) - Solar + BESS under FiT (1,668MW, COD: 2024-29) - Laem Chabang Port phase 3 container port (F1 terminal) SCOD: 2027 (F1) and 2031 (F2)	- Solar farm under FiT scheme (870MW, COD: 2024-28) - Solar + BESS under FiT (1,668MW, COD: 2024-29) - Luang Prabang hydropower (1,460MW, 20% stake, COD: 2030) - Outer Dowsing offshore wind (1,500MW, 24.99% stake, COD: 2031) - Pak Lay hydropower (77MW, 40% stake, COD: Mar 33) - Pak Beng hydropower (912MW, 49% stake, COD: Jan 33)	13,800MW (2035), +4.1% CAGR
GUNKUL 1,295	Solar under FiT (177MW, end-2026)	Solar under FiT (27MW, 2027)	Solar under FiT (56MW, 2028)	- Solar under FiT (263MW, 2029) - Solar + BESS under FiT (18MW, 2029) - Wind under FiT (132MW, 2029) - Solar under FiT (80MW, 2030) - Solar + BESS under FiT (66MW, 2030) - Wind under FiT (332MW, 2030)	2,000MW (2027), +11.5% CAGR)

Source: Company data, and InnovestX Investment Strategy & Research

กลยุทธ์และคำแนะนำ เรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อกลุ่มโรงไฟฟ้าแบบดั้งเดิมในระยะสั้น เนื่องจากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่คลี่คลายลงจากสถานการณ์ระหว่างสหรัฐฯ และอิหร่านที่ตึงเครียด ส่งผลให้ราคา LNG ปรับตัวลดลง ซึ่งช่วยลดแรงกดดันต่อมาร์จิ้นของกลุ่ม SPP ได้ทันที สำหรับในระยะกลางถึงระยะยาว เรายังคงมีมุมมองเชิงโครงสร้าง โดยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยหนุนในระยะยาว เช่น การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน AI data center ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่ง ซึ่งสร้างโอกาสให้กับผู้ประกอบการกลุ่มสาธารณูปโภคทั้งในรูปแบบผู้พัฒนา data center เอง การขายไฟฟ้าผ่าน Direct PPA และการเพิ่มกำลังการผลิตพลังงานหมุนเวียนเชิงรุกภายใต้แผน PDP ฉบับใหม่เพื่อบรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (net zero) ควบคู่กับโครงการปรับปรุงและพัฒนาระบบสายส่งโครงข่ายไฟฟ้าของประเทศไทย

GULF (OUTPERFORM, หุ่นเด่น, ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 = 77 บาท): ยังคงเป็นหุ้นเด่นของกลุ่มสาธารณูปโภค โดย GULF มีภาพกำไรที่แข็งแกร่งมากที่สุดและมีความอ่อนไหวต่อความผันผวนของราคาเชื้อเพลิงต่ำกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน การเติบโตของกำไรปกติยังคงได้รับแรงหนุนจากพอร์ตโรงไฟฟ้าในสหรัฐฯ ที่แข็งแกร่ง การทยอยเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) ของโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และ solar+BESS ส่วนแบ่งกำไรที่แข็งแกร่งจาก ADVANC และรายได้เงินปันผลจาก KBANK

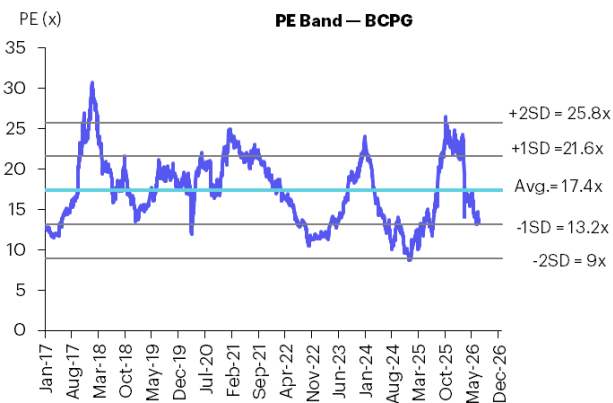
GUNKUL (OUTPERFORM, Wildcard Pick, ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 = 5.2 บาท): เราเลือก GUNKUL เข้ามาเป็นหุ้น wildcard pick (มี upside สูง) โดยบริษัทเป็นผู้ได้รับประโยชน์หลักจากแผนการลงทุนครั้งใหญ่ของภาครัฐในการพัฒนาระบบสายส่งไฟฟ้าและปรับปรุงระบบโครงข่ายไฟฟ้าของประเทศไทยให้ทันสมัย ยิ่งไปกว่านั้น GUNKUL ยังพร้อมที่จะคว้าโอกาสในการสร้างรายได้จากธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง (EPC) จำนวนมากจากการเปิดประมูลโครงการพลังงานหมุนเวียนเฟส 1 และเฟส 2

คำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ GPSC (ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 = 56 บาท) และ BGRIM (ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 = 21 บาท): ธุรกิจ SPP ของทั้งสองบริษัทจะได้อานิสงส์จากต้นทุนก๊าซที่ลดลง เนื่องจากมาร์จิ้นจะขยายตัวตามต้นทุน LNG ที่ลดลง นอกเหนือจากการฟื้นตัวของกำไรตามวัฏจักรแล้ว หุ้นสองตัวนี้ยังมี upside ของมูลค่าในระยะยาวจากการขยายตัวอย่างรวดเร็วของ data center ในประเทศและการเปลี่ยนผ่านเชิงโครงสร้างไปสู่ Direct PPA นอกจากนี้เรายังคาดว่า GPSC อาจมี upside เพิ่มเติมจากแผน IPO ของ Avaada Energy (GPSC ถือหุ้น 39.9%) ซึ่งอาจทำให้ราคาเป้าหมายปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 2-8 บาทต่อหุ้น

BCPG (OUTPERFORM, ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 = 8.3 บาท): เราคาดว่า BCPG จะบันทึกกำไรพิเศษก้อนใหญ่จากการขายสินทรัพย์และได้รับเงินสดจำนวนมากจากการขายสินทรัพย์หลักในสหรัฐฯ ภายใต้เงื่อนไขสิทธิบังคับเข้าร่วมขายหุ้น (Drag-along Rights) อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าบริษัทจะเผชิญแรงกดดันในระยะสั้นจากการหายไปของโรงไฟฟ้าก๊าซ Hamilton ในสหรัฐฯ ซึ่งเคยคิดเป็นสัดส่วนกำไรปกติราว 40% ของบริษัท

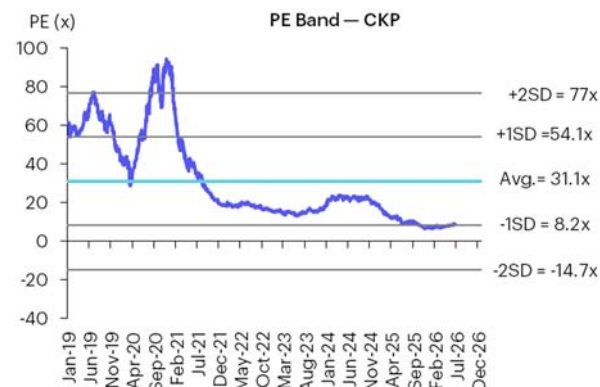
CKP (NEUTRAL, ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 = 2.52 บาท): เรายังคงแนะนำให้รอดูสถานการณ์สำหรับ CKP โดยการดำเนินงานหลักและการผลิตไฟฟ้าพลังงานยังเผชิญกับปัจจัยลบด้านสภาพอากาศที่รุนแรง โดยภัยคุกคามจากปรากฏการณ์เอลนีโญที่กำลังจะมีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบต่อปริมาณน้ำไหลเข้าเขื่อนลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และส่งผลให้ปริมาณการขายไฟฟ้าโดยรวมลดลงในปี 2569-2570

Figure 20: Historical PE Band ของ BCPG



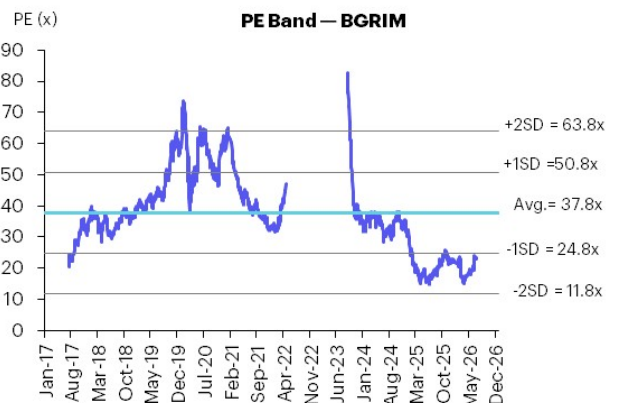
Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 22: Historical PE Band ของ CKP



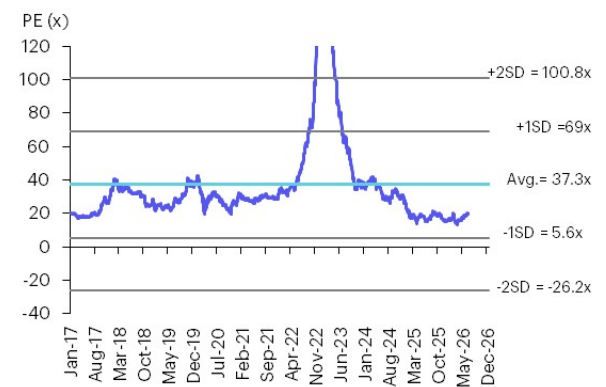
Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 21: Historical PE Band ของ BGRIM



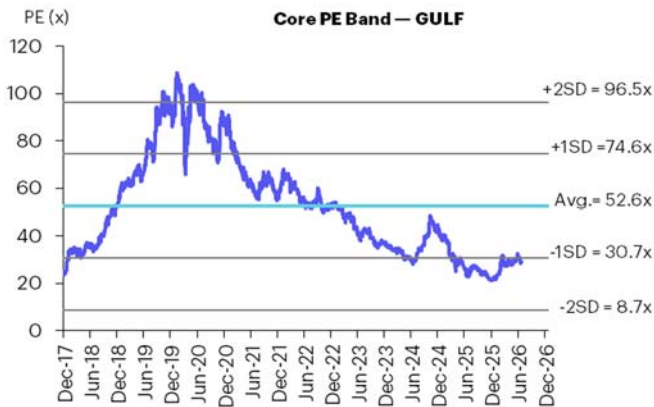
Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 23: Historical PE Band ของ GPSC



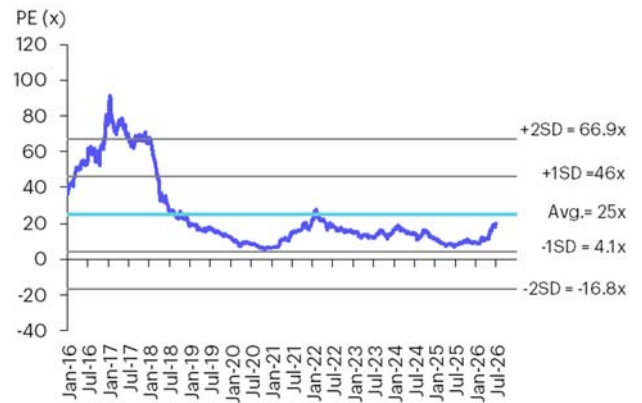
Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 24: Historical PE Band ของ GULF



Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 25: Historical PE Band ของ GUNKUL



Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 26: Valuation summary (price as of Jul 3, 2026)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F
BCPG	Outperform	7.15	8.30	21.3	11.6	9.5	14.3	64	22	(33)	0.8	0.7	0.7	6	8	5	2.0	5.2	3.5	8.5	8.0	9.4
BGRIM	Outperform	17.30	21.00	23.8	20.1	20.1	17.9	32	(0)	13	1.3	1.0	1.0	4	4	4	2.4	2.4	2.9	12.9	11.1	10.8
CKP	Neutral	2.48	2.52	5.0	8.7	12.6	11.9	80	(31)	5	0.5	0.5	0.4	6	4	4	3.4	3.4	3.4	8.3	16.4	17.2
GPSC	Outperform	46.75	56.00	22.9	23.2	23.4	20.7	31	(1)	13	1.3	1.2	1.2	5	5	5	3.1	3.1	3.1	11.7	11.0	10.4
GULF	Outperform	63.50	77.00	23.8	33.0	27.1	25.8	33	22	5	2.8	2.9	2.8	8	10	11	3.2	2.6	2.7	11.3	22.0	21.6
GUNKUL	Outperform	4.32	5.20	23.2	24.1	19.0	17.1	(0)	27	11	2.7	2.5	2.4	11	14	14	2.7	2.9	3.1	12.4	12.2	11.7
Average					20.1	18.6	17.9	40	6	2	1.6	1.5	1.4	7	7	7	2.8	3.3	3.1	10.8	13.4	13.5

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 27: Global peer comparison (price as of Jul 3, 2026)

Company name	Country	Mkt. Cap (US\$mn)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F
Constellation Energy Corp	United States	86,679	20.4	17.5	13.9	58.6	16.3	26.5	2.8	2.9	2.6	0.7	0.8	0.9	18.5	15.3	18.0	12.4	11.5	9.8
Vistra Corp	United States	50,931	16.3	13.5	12.1	316.2	21.2	11.9	9.6	7.2	6.5	0.6	0.7	0.7	64.9	53.2	49.2	9.7	8.6	8.1
NRG Energy Inc	United States	28,842	14.2	11.7	10.2	135.3	21.8	14.0	6.5	4.7	4.3	1.4	1.5	1.6	58.8	45.4	50.0	9.4	8.2	8.2
NextEra Energy Inc	United States	184,219	21.9	20.1	18.6	22.1	8.7	8.2	2.8	2.5	2.3	2.8	3.0	3.2	12.9	13.2	13.4	15.7	14.0	12.5
Southern Co/The	United States	110,553	21.4	19.9	18.2	15.9	7.8	9.1	2.8	2.6	2.4	3.1	3.2	3.3	12.3	12.3	12.4	13.5	12.4	11.2
Duke Energy Corp	United States	100,857	19.3	18.1	16.9	6.3	6.8	7.0	1.8	1.7	1.6	3.4	3.5	3.6	9.7	9.7	9.9	11.9	11.1	10.2
BCPG PCL	Thailand	646	8.6	12.7	12.2	186.6	(32.3)	4.1	0.7	0.7	0.7	5.0	3.7	4.0	8.2	5.5	5.5	13.1	10.5	10.9
B Grimm Power PCL	Thailand	1,360	23.1	19.2	16.8	16.4	20.6	14.1	1.3	1.2	1.2	2.2	2.6	3.0	5.3	6.2	6.8	12.7	12.2	12.1
CK Power PCL	Thailand	608	11.7	10.8	9.8	(38.0)	8.5	10.0	0.6	0.6	0.6	3.5	3.7	3.8	4.9	5.2	5.5	13.9	12.9	14.9
Global Power Synergy PCL	Thailand	3,974	23.5	21.4	19.7	(12.3)	9.9	8.3	1.2	1.2	1.1	2.6	2.8	2.9	5.1	5.5	5.7	12.6	12.1	12.9
Gulf Development PCL	Thailand	28,602	28.1	25.3	23.0	22.9	11.0	10.1	2.7	2.6	2.5	2.2	2.5	2.8	9.7	10.4	11.0	42.8	34.8	31.2
Gunkul Engineering PCL	Thailand	1,157	20.6	19.1	18.0	10.5	7.6	6.2	2.5	2.3	2.2	2.6	3.0	3.1	12.9	13.5	13.5	14.5	13.4	12.4
Average			19.1	17.4	15.8	61.7	9.0	10.8	2.9	2.5	2.3	2.5	2.6	2.7	18.6	16.3	16.7	15.2	13.5	12.9

Source: Bloomberg

ข้อสงวนสิทธิ์:

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

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) 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) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวีจัย กวีเคราะห์ 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 อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อ้างอิงข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พินิจซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2569 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2025 Companies with CG Rating
Companies with Excellent CG Scoring**

AAI, AAV, ACE, ADB, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AIRA, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, AOT, AP, ARIP, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AUCT, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BKIH, BLA, BLC, BOL, BPP, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CMC, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FORTH, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTI, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INSURE, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITTEL, IVL, J, JAS, JMART, JMT, JTS, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KCG, KEX, KJL, KKP, KSL, KTB, KTC, KUMWEL, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, MEGA, MFC, MFEC, MGC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF*, NV, NVD, NYT, OCC, ONEE, OR, ORI, ORN, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PL, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PMC, PORT, PPP, PPS, PQS, PR9, PRG, PRM, PRTR, PSH, PSL, PSP, PTC, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, ROCTEC, RS, RT, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SDC, SE, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SKY, SMPC, SNC, SNPN, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSF, SSP, SSSC, STA, STARM, STECON, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVOA, SYMC, SYNEX, SYNTAC, TACC, TAN, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TEKA, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TKS, TKT, TLI, TM, TMD, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TQM, TRUBB, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVH, TVO, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UP, UPF, UPOIC, UV, VGI, VIBHA, VIH, VNG, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, WP, WPH, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, A5, ABM, ACG, ADD, AE, AH*, AIT, ALUCON, AMC, ANAN, APCO, APCS, ATP30, BA, BBIK, BC, BCP, BE8, BIG, BPS, BR, BSBM, BTC, BTW, BVG, BYD*, CFARM, CH, CIG, CM, CMAN, CMO*, COCOCO, COMAN*, CPI, CRD, CSC, DEXON, DTCENT, EAST, EKH, ESTAR, EURO, EVER, FE, FVC, GEL, HUMAN, ICN, IFS, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KGI*, KTIS, KTMS, KUN, LALIN, LANNA, LEO, LHK, LPN*, MAGURO, MATCH, MBAX, M-CHAI, MCOT, METCO, MICRO, MVP*, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NL, NSL, NTSC, NTV, OKJ, PATO, PDG, PEACE, PEER, PREB, PRI, PRIME, PRIN, PRINC*, PROUD, PSG, PSTC, PT, QLT, RCL, READY, RPH, SAMCO, SANKO, SAPPE, SCI, SCN, SECURE, SFT, SINO, SKE, SMT, SPA, SPVI, SRS, SUPER, SVI*, SWC, TAE, TFM, TIDLOR*, TIPCO, TITLE, TK, TKN*, TMC, TMI, TNP, TNR, TPA, TPCS, TPIPL*, TPIPP, TPS, TQR, TRP, TRT, TURTLE, TVT, UBA, UREKA, VCOM, VRANDA, WARRIX, WAVE*, WIN, XO, XPG, XYZ, ZIGA

Companies with Good CG Scoring

AHC, AIE, AMANAH, AMR, ANI, APURE, ARIN, ARROW, ASIA, ASN, AYUD, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLAND, CAZ, CEN, CHAO, CHARAN*, CHAYO, CHIC, CHOTI, CI, CITY, CSP, CSS, CWT, DIMET*, DOD, DPAINT, DV8, EA*, EASON, ECF*, EFORL, FNS, FTE, GBX, GPI, GTB, GYT, IMH, IRCP, ITNS, IVF, JCK, KBS, KISS, KK, KWC, KWM, L&E, LDC, LEE, MCA, MEB, MEDEZE, MENA, MILL*, MITSIB, MK, MPJ, NAM, NATION, NCAP, NEX, NOVA, NPK, OGC, PACO, PANEL, PCE, PHG, PICO*, PIN, PIS, PLANET, POLY, PRAKIT, PRAPAT, PROEN, PROS, PTECH, PYLON, RAM, RJH, RML, ROCK, RPC, SAFE, SALEE, SE-ED, SIAM, SINGER, SISB, SK, SKN, SMD100, SNPS, SORKON, SPREME, SST, STANLY, STC, STPI, STX, SVR, SVT, TAKUNI, TATG, TFI, THG*, TMAN, TOPP, TPLAS, TPOLY, TRC*, TRU, TSE, TSR*, UKEM, UOBKH, VARO, VL, WFX, WIILK, WORK, 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.

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลให้ถูกลดผลสำรวจ 1 ช่วงคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข้อจำกัดดังกล่าวประกอบด้วย

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คำสั่ง บัญชี-กรรมการ หรือข้อตกลงการดำเนินงานหลักทรัพย์

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับรับรอง)

2S, AAI, ACE, 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, BPS, BRI, BRR, BSBM, BTC, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DEXON, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GLOBAL, GPI, GPSC, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, ICN, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, IRPC, ITC, ITTEL, IVL, JAS, JMART, JR, JTS, K, KASET, KBANK, KCAR, 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, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, 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, PLUS, PM, PMC, PPP, PPPM, PPS, PQS, PR9, PREB, PRG, PRIME, 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, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMT, SMPC, SNC, SNPN, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STARM, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTAC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPAC, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIILK, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

AMARIN, ANI, APCO, ASAP, ASEFA, AUCT, AURA, B52, BKIH, CHG, DITTO, EA, EAST, EMC, ESTAR, EVER, FLOYD, GABLE, GFC, GREEN, GULF, HL, HUMAN, IP, IT, J, JDF, JMT, KCC, KJL, LDC, LIT, M-CHAI, MEDEZE, MGC, MJD, MOSHI, NSL, NTSC, PCC, PCE, PLE, PROEN, PROUD, PTC, S, SANKO, SAWAD, SCAP, SFT, SHR, SINGER, SINO, SKE, SKY, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TEAMG, TMC, TMI, TPP, TQM, UOBKH, UP, UREKA, VL, VNG, WARRIX, WELL, WIN, WP

N/A

88TH, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALT, ALUCON, AMARC, AMC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASN, ATLAS, ATP30, AU, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTICI, DV8, EASON, EFORL, EKH, EMPIRE, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GJS, GLAND, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSTEEL, GTB, GTV, GYT, HANN, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IDG, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, JAK, JCK, JCT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MADAME, MAGURO, MANRIN, MASTEC, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MMM, MORE, MOTHER, MPJ, MRDIYT, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTF, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRECHA, PRI, PRIN, PSGC, PSP, PTL, QDC, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S11, SAF, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKIN, SKN, SLP, SMART, SMD100, SMO, 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, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TKC, TL, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UNIX, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, WASH, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WSOL, X BIO, XPG, XYZ, YGG, YONG, ZAA

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of May 2, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.