

บีซีพี

บริษัท บีซีพี
จำกัด (มหาชน)

BCPG

Bloomberg BCPG TB
Reuters BCPG.BKinnovest^x
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

ถูกที่ถูกเวลา

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์ BCPG ด้วยคำแนะนำ OUTPERFORM โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2568 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 7.8 บาท เราคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 32% ในปี 2568 และ 24% ในปี 2569 โดยได้แรงหนุนจาก: 1) การปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากของค่า capacity payment ในสหรัฐ ซึ่งจะช่วยหนุนให้ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนของบริษัทปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ; และ 2) การเริ่มดำเนินการโครงการใหม่หลายโครงการในแผนงานใน 2H68 ได้แก่ โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมแห่งใหม่ในลาว (COD: 3Q68) และโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมในเวียดนาม (COD: 2H68) นอกจากนี้ valuation ของ BCPG ยังน่าสนใจ โดยซื้อขายที่ PE ปี 2568 เพียง 10.9 เท่า และ PBV ปี 2568 เพียง 0.5 เท่า พร้อมกับการให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงถึง 4.5%

BCPG เป็นผู้นำด้านพลังงานสะอาดที่มีศักยภาพเติบโตสูง โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วมที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิง (CCGT) ในฐานะบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนชั้นนำในประเทศไทยภายใต้กลุ่มบางจาก BCPG จึงมุ่งเน้นไปที่โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานสะอาด ได้แก่ พลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม พลังน้ำ พลังงานความร้อนใต้พิภพ และระบบกักเก็บพลังงานในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกและสหรัฐ ณ เดือนพ.ค. 2568 BCPG เป็นเจ้าของและดำเนินการผลิตไฟฟ้าด้วยกำลังการผลิตกว่า 2,054 MW และมีกำลังการผลิตไฟฟ้าเพิ่มเติมอีก 870.5 MW ที่อยู่ระหว่างการพัฒนาในประเทศไทย ได้แก่ ลาว เวียดนาม และฟิลิปปินส์ บริษัทวางตำแหน่งตนเองเป็นผู้นำในการเปลี่ยนผ่านด้านพลังงาน โดยมุ่งเน้นการทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ระยะยาว การกระจายการลงทุน และการพัฒนาวัฏจักรสมในแพลตฟอร์มพลังงานดิจิทัล

คาดการณ์กำไร 2568-2569 เติบโตแข็งแกร่ง เราคาดว่ากำไรปกติของ BCPG จะเติบโต 32% ในปี 2568 และ 24% ในปี 2569 หลักๆ ได้แรงหนุนจากการดำเนินการเชิงพาณิชย์ของโครงการใหม่ที่สำคัญ ได้แก่ โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม Monsoon กำลังการผลิต 290 MW ในลาว (COD: 3Q68) โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม กำลังการผลิต 99 MW ในเวียดนาม (COD: 2H68) และโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ กำลังการผลิต 108 MW ในไต้หวัน (COD: 2H69) นอกจากนี้ เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากค่า capacity payment ที่เพิ่มขึ้นในสหรัฐ ทำให้ BCPG อยู่ในตำแหน่งเชิงยุทธศาสตร์ที่จะได้รับประโยชน์จากแรงผลักดันด้านพลังงานสีเขียวและเสถียรภาพของกำไรจากโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงแบบดั้งเดิม

คาดส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนของ BCPG จะเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยได้รับแรงหนุนจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นของโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วมที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิง (CCGT) ในสหรัฐ ซึ่งมีกำลังการผลิตรวม 857 MW ในรัฐโอไฮโอ และรัฐเพนซิลเวเนีย สันถัพย์เหล่านี้จะมีบทบาทสำคัญตั้งแต่มิ.ย. 2568 เป็นต้นไป เนื่องจากจะได้รับประโยชน์จากการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญของค่า capacity payment ในสหรัฐ ซึ่งคาดว่าจะเพิ่มขึ้นจากระดับเฉลี่ย US\$31/MW-วันในปี 2567 มาอยู่ที่ระดับเฉลี่ย US\$170 ในปี 2568 และมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นเป็น US\$215 ในปี 2569 โดยคาดว่าค่า capacity revenue ที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจะช่วยเพิ่มความชัดเจนด้านกำไรของ BCPG ตั้งแต่ 2H68 ถึงปี 2569 ซึ่งจะทำให้โครงการโรงไฟฟ้า CCGT ในสหรัฐเป็นแรงขับเคลื่อนหลักในการปรับมูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นในระยะสั้น

Valuation และคำแนะนำ เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์ BCPG ด้วยคำแนะนำ OUTPERFORM โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2568 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 7.8 บาท (WACC ที่ 7.3% และ terminal growth rate ที่ 0.5%) ซึ่งคิดเป็น PE ปี 2568 ที่ 15.6 เท่า เรามีมุมมองเชิงบวกต่อ BCPG โดยได้รับการสนับสนุนจากแผนเพิ่มกำลังการผลิตของบริษัทและการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากของค่า capacity payment valuation ของ BCPG ยังน่าสนใจ โดยซื้อขายที่ PE ปี 2568 เพียง 10.9 เท่า และ PBV ปี 2568 เพียง 0.5 เท่า พร้อมกับการให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงถึง 4.5% สำหรับปี 2568

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ: ผลตอบแทนจากการลงทุนในโครงการใหม่ต่ำกว่าคาด และการเปลี่ยนแปลงด้านกฎระเบียบ ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการใช้เชื้อเพลิงฟอสซิล

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	5,031	4,323	3,582	4,482	5,867
EBITDA	(Btmn)	3,940	4,610	4,638	5,342	5,497
Core profit	(Btmn)	873	1,123	1,485	1,842	1,879
Reported profit	(Btmn)	1,104	1,819	1,462	1,842	1,879
Core EPS	(Bt)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
DPS	(Bt)	0.25	0.25	0.24	0.31	0.31
P/E, core	(x)	18.5	14.4	10.9	8.8	8.6
EPS growth, core	(%)	57.7	28.6	32.3	24.1	2.0
P/BV, core	(x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	(%)	3.0	3.7	4.7	5.7	5.7
Dividend yield	(%)	4.7	4.6	4.5	5.7	5.8
EBITDA growth	(%)	(11.1)	17.0	0.6	15.2	2.9

Source: InnovestX Research

Tactical: OUTPERFORM
(3-month)

Stock data

Last close (Jun 23) (Bt)	5.40
Target price (Bt)	7.80
Mkt cap (Btmn)	16.18

12-m high / low (Bt)	7.8 / 5.1
Avg. daily 6m (US\$m)	1.90
Foreign limit / actual (%)	49 / 11
Free float (%)	36.5
Outstanding Short Position (%)	0.26

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(19.4)	(23.4)	(11.5)
Relative to SET	(10.8)	(14.5)	8.8

INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2025F	2026F
Consensus (Bt mn)	1,434	1,934
INVX vs Consensus (%)	3.5	(4.7)

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 2Q25F core earnings	Up	Down

2024 Sustainability/2023 ESG Score

SET ESG Ratings	AAA
-----------------	-----

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector

ESG Score and Rank	5.52	5/62
Environmental Score and Rank	7.72	3/62
Social Score and Rank	2.78	16/62
Governance Score and Rank	4.25	17/62

Source: SET, InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

นักวิเคราะห์

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2793-9005
chaiwat.a@innovestx.co.th

จุดเด่น

BCPG เป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนภายใต้บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น โดยดำเนินการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โรงไฟฟ้าพลังงานลม โรงไฟฟ้าพลังน้ำ และโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วมที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิง (CCGT) ทั่วประเทศไทยและต่างประเทศ บริษัทมุ่งเน้นการผลิตไฟฟ้าอย่างยั่งยืน โดยทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ระยะยาวเพื่อให้แน่ใจว่ากระแสเงินสดจะมีเสถียรภาพและคาดการณ์ได้ BCPG ยังคงขยายพอร์ตไปสู่ตลาดและเทคโนโลยีใหม่ๆ อย่างต่อเนื่อง เช่น พลังงานอัจฉริยะ ระบบกักเก็บพลังงานด้วยแบตเตอรี่ และการแลกเปลี่ยนซื้อขายไฟฟ้าระหว่างกันผ่านดิจิทัลแพลตฟอร์ม บริษัทได้รับประโยชน์จากการสนับสนุนอย่างแข็งแกร่งและประสบการณ์ของกลุ่มบางจาก

แนวโน้มธุรกิจ

เราคาดว่า BCPG จะมีแนวโน้มในระยะสั้นและระยะกลางที่สดใสจากการเพิ่มกำลังการผลิตตามแผนอย่างมีนัยสำคัญ และส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเนื่องจากค่า capacity payment ที่เพิ่มขึ้นอย่างมากจะส่งผลดีต่อส่วนแบ่งกำไรของโครงการโรงไฟฟ้า CCGT ในสหรัฐฯ ณ เดือนพ.ค. 2568 BCPG มีพอร์ตกำลังการผลิตไฟฟ้ารวม 2,054.7MWe โดยมีกำลังการผลิตไฟฟ้าที่ดำเนินการประมาณ 1,184.3MWe และอีก 870.5MWe อยู่ระหว่างการพัฒนา BCPG มีโครงการโรงไฟฟ้าหลากหลายประเภท ครอบคลุมพลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม พลังน้ำ และก๊าซธรรมชาติ โดยมีการลงทุนและดำเนินงานในหลายประเทศ บริษัทมุ่งเน้นการพัฒนา ดำเนินการ และลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน โดยเฉพาะพลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม พลังน้ำ และพลังงานความร้อนใต้พิภพ ทั้งในประเทศไทยและทั่วภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก BCPG เน้นการเติบโตผ่านการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ (M&A) โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในภูมิภาค รวมถึงโซลูชันพลังงานอัจฉริยะ เช่น การแลกเปลี่ยนซื้อขายไฟฟ้าระหว่างกัน (P2P) และโครงข่ายไฟฟ้าชุมชนอัจฉริยะ (smart microgrid) การลงทุนในระบบกักเก็บพลังงานและแพลตฟอร์มดิจิทัลสีเขียวเพื่อสนับสนุนเป้าหมายเมืองอัจฉริยะและพลังงานสะอาดของบริษัท

Bullish views	Bearish views
1. การปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากของค่า capacity payment จะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของโรงไฟฟ้า CCGT	1. ความล่าช้าในการอนุมัติโครงการใหม่หรือต้นทุนโครงการที่เพิ่มสูงขึ้นอาจส่งผลกระทบต่อเป้าหมายการเติบโต
2. สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ระยะยาว พร้อมกับกระแสเงินสดที่มีเสถียรภาพ และมีโครงการใน pipeline จำนวนมากในตลาดเอเชียแปซิฟิก	2. ความเข้มงวด (สำหรับโซลาร์ฟาร์ม) หรือความเร็วลมที่ต่ำกว่าคาดจะส่งผลกระทบต่อผลผลิตไฟฟ้าและกำไร
3. แรงผลักดันทั่วโลกเพื่อการลดการปล่อยคาร์บอนและการลงทุนด้าน ESG จะช่วยกระตุ้นให้ความต้องการไฟฟ้าจากบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนอย่าง BCPG ปรับตัวเพิ่มขึ้น	

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
พัฒนาการล่าสุด	การเข้าซื้อโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในเวียดนาม และการ COD โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในไต้หวันและโรงไฟฟ้าพลังงานลมในลาวใน 2H65 ตามแผน	บวก	การขยายกำลังการผลิตใหม่ไปยังเวียดนาม/ไต้หวัน/ลาว จะช่วยเพิ่มขนาดของธุรกิจและกระจายความเสี่ยง
แนวโน้มกำไรระยะสั้น	กำไร 2Q68	ลดลง QoQ แต่เพิ่มขึ้น YoY	การปิดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้า CCGT แห่งหนึ่งตามแผนใน 2Q68 แต่จะได้รับการชดเชยบางส่วนจากการเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่นของโรงไฟฟ้าพลังน้ำ จะส่งผลทำให้กำไรลดลง QoQ แต่จะเพิ่มขึ้น YoY เนื่องจากไม่มีการปิดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้าพลังน้ำเหมือนปีก่อน
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี 2568	ประเด็นกฎระเบียบจากการทบทวนนโยบาย adder/FIT เพื่อลดอัตราค่าไฟฟ้า	ลบ	โครงสร้างการถือหุ้นใหม่ของ GULF จะทำให้มีความคล่องตัวในการดำเนินธุรกิจมากขึ้น และทำ synergy ภายในกลุ่มได้ง่ายขึ้น รวมถึงสถานะทางการเงินจะแข็งแกร่งขึ้น และค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยมีแนวโน้มลดลง
รัฐบาลจะลดค่าไฟฟ้า	รัฐบาลจะลดค่าไฟฟ้าลงเหลือ 3.70 บาท/หน่วย จาก 4.15 บาท/หน่วย สำหรับงวดเดือนม.ค.-เม.ย. 2568 และ 3.98 บาท/หน่วย สำหรับงวดเดือนพ.ค.-ส.ค. 2568	ลบ	รัฐบาลวางแผนเจรจาเพื่อลดค่า adder/FIT ลงซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลกำไรของ BCPG

การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การลดค่า adder ลง 0.1 บาท/kWh	2.1%	0.11 บาท/หุ้น
การเพิ่มขึ้น US\$10/MW/วัน ของค่า capacity payment ในสหรัฐฯ	2.9%	0.16 บาท/หุ้น

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

BCPG ให้ความสำคัญอย่างมากต่อความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม พร้อมทั้งคงไว้ซึ่งหลักธรรมาภิบาลที่เข้มแข็ง บริษัทยึดมั่นในกรอบการพัฒนาที่ยั่งยืนระดับสากล ส่งเสริมพลังงานสะอาด และให้ความสำคัญกับความโปร่งใส ยุติธรรม และซื่อสัตย์ในการดำเนินงานทุกด้าน บริษัทมุ่งมั่นที่จะผลักดันการสร้างมูลค่าระยะยาวให้กับผู้มีส่วนได้เสียผ่านความพยายามในด้านนวัตกรรมพลังงานหมุนเวียน การมีส่วนร่วมกับชุมชน และการดำเนินธุรกิจอย่างมีจริยธรรม

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score	5.52 (2023)	CG Rating				DJSI	SETESG	SET ESG Ratings
Rank in Sector	5/62	BCPG	5	No	Yes	AAA		

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- BCPG ผลิตไฟฟ้าจากแหล่งพลังงานหมุนเวียน เช่น พลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม พลังน้ำ และพลังงานความร้อนใต้พิภพ ซึ่งช่วยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก
- ดำเนินการโครงการชดเชยคาร์บอนและตั้งเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ในทุกโครงการของบริษัท
- นำระบบโซลูชันพลังงานอัจฉริยะมาใช้ รวมถึงการแลกเปลี่ยนซื้อขายไฟฟ้าระหว่างกัน และระบบการจัดการพลังงาน
- เข้าร่วมโครงการลดก๊าซเรือนกระจกภาคสมัครใจตามมาตรฐานของประเทศไทย (T-VER) และโครงการจัดหาเงินทุนที่เชื่อมโยงกับ ESG

ประเด็นด้านสังคม (S)

- สนับสนุนการพัฒนาชุมชนท้องถิ่นรอบพื้นที่โครงการผ่านการศึกษา การสร้างงาน และการสนับสนุนโครงสร้างพื้นฐาน
- นำมาตรฐานอาชีพอนามัยและความปลอดภัย (OHS) ที่เข้มงวดมาใช้สำหรับพนักงานและผู้รับเหมาทุกคน
- ส่งเสริมความหลากหลายและการมีส่วนร่วม รวมถึงการให้โอกาสที่เท่าเทียมกันแก่ผู้หญิงในบทบาทผู้นำ
- ร่วมมือกับมหาวิทยาลัยและหน่วยงานภาครัฐเพื่อพัฒนางานวิจัยด้านพลังงานสะอาด

ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (G)

- ดำเนินธุรกิจภายใต้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมีกรรมการอิสระและคณะกรรมการตรวจสอบที่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ
- รักษาการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส และปฏิบัติตามมาตรฐานต่อต้านการทุจริตสากล
- ดำเนินการประเมินความเสี่ยงด้าน ESG และบูรณาการเข้ากับการบริหารจัดการความเสี่ยงองค์กร (ERM)
- เปิดเผยผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนผ่าน GRI TCFD และ One Report เป็นประจำทุกปี

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2022	2023
ESG Financial Materiality Score	5.46	5.52
Environment Financial Materiality Score	7.72	7.72
GHG Scope 1	0.3	0.3
GHG Scope 2 Location-Based	1.4	1.4
GHG Scope 3	0.2	0.1
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Total Energy Consumption	4.1	4.0
Waste Reduction Policy	Yes	Yes
Environmental Supply Chain Management	Yes	Yes
Total Water Withdrawal	31.9	31.9
Social Financial Materiality Score	2.78	2.78
Human Rights Policy	Yes	Yes
Pct Women in Workforce	48	50
Health and Safety Policy	Yes	Yes
Employee Turnover Pct	22	16
Employee Training Cost	3.76	3.18
Total Hours Spent by Firm - Employee Training	5,100.00	4,590.00
Governance Financial Materiality Score	4.08	4.25
Audit Committee Meeting Attendance Percentage	97	100
Board Size (persons)	12	12
Board Meeting Attendance (%)	98	99
Number of Women on Board (persons)	1	2

Source: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

การให้คะแนน ESG ของ Bloomberg จะประเมินบริษัทตามระดับการจัดการ ESG ที่สำคัญทางการเงินเฉพาะอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนที่สำคัญทางการเงิน 4 ด้าน คือ คะแนนรวม ESG คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล โดยอาศัยอยู่ในช่วง 0 ถึง 10 โดย 10 คือดีที่สุด หากต้องการดูวิธีการเพิ่มเติมดูได้ที่หัวข้อ ESG ใน Bloomberg

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total revenue	(Btmn)	4,231	4,669	5,405	5,031	4,323	3,582	4,482	5,867
Cost of goods sold	(Btmn)	(1,436)	(1,608)	(1,978)	(2,558)	(2,491)	(2,236)	(2,808)	(3,948)
Gross profit	(Btmn)	2,794	3,061	3,427	2,473	1,832	1,346	1,674	1,919
SG&A	(Btmn)	(532)	(655)	(840)	(588)	(672)	(570)	(717)	(880)
Other income	(Btmn)	11	23	15	64	2,577	2	80	80
Interest expense	(Btmn)	(820)	(895)	(882)	(1,268)	(1,529)	(1,356)	(1,520)	(1,500)
Pre-tax profit	(Btmn)	1,944	2,075	3,604	1,442	2,253	1,891	2,302	2,349
Corporate tax	(Btmn)	(33)	(64)	(577)	(336)	(433)	(429)	(460)	(470)
Equity a/c profits	(Btmn)	270	600	130	252	1,014	2,047	2,282	2,227
Minority interests	(Btmn)	(1)	(0)	2	2	0	(0)	0	0
Core profit	(Btmn)	1,697	2,066	553	873	1,123	1,485	1,842	1,879
Extra-ordinary items	(Btmn)	215	(56)	2,077	231	697	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	1,912	2,011	2,630	1,104	1,819	1,462	1,842	1,879
EBITDA	(Btmn)	3,849	4,253	4,435	3,940	4,610	4,638	5,342	5,497
Core EPS	(Btmn)	0.57	0.69	0.18	0.29	0.37	0.50	0.61	0.63
Net EPS	(Bt)	0.92	0.74	0.91	0.38	0.61	0.49	0.61	0.63
DPS	(Bt)	0.21	0.29	0.36	0.25	0.25	0.24	0.31	0.31

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total current assets	(Btmn)	12,493	13,933	22,878	12,335	9,727	3,244	3,721	3,957
Total fixed assets	(Btmn)	38,727	44,788	33,282	61,905	52,264	59,140	62,865	66,600
Total assets	(Btmn)	51,220	58,721	56,160	74,240	61,992	62,384	66,585	70,557
Total loans	(Btmn)	25,807	30,412	25,898	40,233	30,057	29,810	32,338	34,895
Total current liabilities	(Btmn)	4,046	4,678	3,462	11,812	3,153	2,110	2,138	2,195
Total long-term liabilities	(Btmn)	24,625	26,815	23,422	32,816	27,912	28,612	31,858	34,827
Total liabilities	(Btmn)	28,671	31,493	26,884	44,628	31,066	30,722	33,996	37,022
Paid-up capital	(Btmn)	13,202	14,470	14,538	14,979	14,979	14,979	14,979	14,979
Total equity	(Btmn)	22,549	27,228	29,276	29,612	30,926	31,662	32,589	33,535
BVPS	(Bt)	7.5	9.1	9.8	9.9	10.3	10.6	10.9	11.2

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Core Profit	(Btmn)	1,697	2,066	553	873	1,123	1,485	1,842	1,879
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,078	1,180	1,504	1,808	1,764	1,892	2,020	2,148
Operating cash flow	(Btmn)	2,532	3,006	2,717	2,137	2,174	2,823	3,239	3,266
Investing cash flow	(Btmn)	(5,309)	(4,117)	12,290	(29,294)	6,082	(7,773)	(3,724)	(3,735)
Financing cash flow	(Btmn)	12,068	1,622	(6,223)	15,451	(10,628)	(1,547)	59	60
Net cash flow	(Btmn)	9,838	(68)	9,102	(10,613)	(2,393)	(5,968)	7	(499)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Gross margin	(%)	66.1	65.6	63.4	49.2	42.4	37.6	37.3	32.7
Operating margin	(%)	53.5	51.5	47.9	37.5	26.8	21.7	21.3	17.7
EBITDA margin	(%)	91.0	91.1	82.0	78.3	106.6	129.5	119.2	93.7
EBIT margin	(%)	53.7	52.0	48.1	38.7	86.4	21.7	23.1	19.1
Net profit margin	(%)	45.2	43.1	48.7	21.9	42.1	40.8	41.1	32.0
ROE	(%)	15.1	8.3	2.0	3.0	3.7	4.7	5.7	5.7
ROA	(%)	6.6	3.8	1.0	1.3	1.6	2.4	2.9	2.7
Net D/E	(x)	1.1	1.1	0.8	1.3	0.9	0.9	1.0	1.0
Interest coverage	(x)	3.4	3.3	5.1	2.1	2.5	2.4	2.5	2.6
Debt service coverage	(x)	(4.7)	5.4	1.7	3.1	0.8	7.5	11.1	11.0
Payout Ratio	(%)	23.2	39.8	39.4	66.9	41.2	50.0	50.0	50.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total equity capacity	(MW)	474	501	391	1,250	1,181	1,378	1,820	2,120
Total electricity sale volume	(GW-Hr)	773	875	948	810	940	854	965	1,248
Share of profit	(Btmn)	508	600	130	252	1,570	2,014	2,132	1,927
- Wind power in Laos (Monsoon)	(Btmn)	-	-	-	-	-	38	150	300
- CCGT - USA	(Btmn)	-	-	-	396	1,555	1,956	2,072	1,867
Capacity payment for CCGT USA	US\$/MW-day	-	-	-	50	31	170	215	175
FX	(THB/US\$)	31.3	32.0	35.1	34.8	35.3	34.4	34.5	34.5

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Total revenue	(Btmn)	1,093	1,564	1,318	1,194	1,084	1,125	921	731
Cost of goods sold	(Btmn)	(567)	(703)	(768)	(693)	(712)	(538)	(548)	(537)
Gross profit	(Btmn)	525	861	550	501	372	586	373	194
SG&A	(Btmn)	(168)	(139)	(127)	(122)	(244)	(149)	(157)	(114)
Other income	(Btmn)	4	11	48	21	2,542	2	12	0
Interest expense	(Btmn)	(248)	(370)	(421)	(419)	(411)	(370)	(330)	(305)
Pre-tax profit	(Btmn)	272	696	(134)	558	1,356	94	245	255
Corporate tax	(Btmn)	(248)	(370)	(421)	(419)	(411)	(370)	(330)	(305)
Equity a/c profits	(Btmn)	(31)	183	59	446	(182)	412	339	444
Minority interests	(Btmn)	1	0	(0)	1	1	(0)	(0)	(0)
Core profit	(Btmn)	183	492	39	343	99	453	228	198
Extra-ordinary items	(Btmn)	19	74	(213)	98	1,145	(482)	(64)	(45)
Net Profit	(Btmn)	202	565	(174)	441	1,244	(29)	163	153
EBITDA	(Btmn)	756	1,408	967	1,331	1,084	1,253	941	928
Core EPS	(Btmn)	0.06	0.16	0.01	0.11	0.03	0.15	0.08	0.07
Net EPS	(Bt)	0.07	0.19	(0.06)	0.15	0.42	(0.01)	0.05	0.05

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Total current assets	(Btmn)	20,022	12,697	12,335	11,131	15,965	10,860	9,727	10,006
Total fixed assets	(Btmn)	47,287	57,957	61,905	64,489	54,619	50,250	52,264	51,092
Total assets	(Btmn)	67,309	70,654	74,240	75,620	70,584	61,110	61,992	61,098
Total loans	(Btmn)	35,457	37,161	41,069	41,273	35,700	30,238	29,142	29,003
Total current liabilities	(Btmn)	3,605	6,072	11,812	11,176	10,020	5,266	3,153	3,283
Total long-term liabilities	(Btmn)	33,697	33,889	32,816	33,021	27,861	26,850	27,912	27,477
Total liabilities	(Btmn)	37,301	39,961	44,628	44,197	37,881	32,116	31,066	30,760
Paid-up capital	(Btmn)	14,541	14,545	14,979	14,979	14,979	14,979	14,979	14,979
Total equity	(Btmn)	30,008	30,694	29,612	31,423	32,703	28,994	30,926	30,338
BVPS	(Bt)	10.0	10.2	9.9	10.5	10.9	9.7	10.3	10.1

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Core Profit	(Btmn)	183	492	39	343	99	453	228	198
Depreciation and amortization	(Btmn)	422	502	501	495	498	387	383	377
Operating cash flow	(Btmn)	587	1,272	1,028	924	448	201	770	457
Investing cash flow	(Btmn)	(8,633)	(9,297)	(6,039)	(1,450)	6,714	373	445	226
Financing cash flow	(Btmn)	(8,690)	(899)	(5,043)	686	2,779	5,429	1,734	356
Net cash flow	(Btmn)	550	(7,745)	(100)	(1,142)	4,422	(5,329)	(344)	494

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Gross margin	(%)	48.1	55.0	41.7	42.0	34.3	52.1	40.5	26.6
Operating margin	(%)	32.7	46.2	32.0	31.7	11.8	38.9	23.4	11.0
EBITDA margin	(%)	69.2	90.1	73.4	111.5	100.0	111.5	102.2	126.9
EBIT margin	(%)	33.1	46.8	35.7	33.5	246.4	39.1	24.7	11.1
Net profit margin	(%)	18.5	36.1	(13.2)	36.9	114.8	(2.6)	17.7	20.9
ROE	(%)	0.7	1.8	(0.6)	1.4	3.8	(0.1)	0.5	0.5
ROA	(%)	0.3	0.8	(0.2)	0.6	1.8	(0.0)	0.3	0.2
Net D/E	(x)	0.6	0.9	1.1	1.0	0.7	0.8	0.7	0.7
Interest coverage	(x)	2.1	2.9	0.7	2.3	4.3	1.3	1.7	1.8
Debt service coverage	(x)	0.6	0.7	0.2	0.6	1.3	0.6	0.7	0.7

Key Statistics

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Total equity capacity	(MW)	543	970	1,250	1,250	1,178	1,181	1,181	1,184
Total electricity sale volume	(GW-Hr)	113	146	301	251	177	200	318	244
Share of profit	(Btmn)	(31)	183	59	446	(182)	412	339	444
- Wind power - Philippines	(Btmn)	(14)	7	6	33	8	(3)	22	33
- CCGT - USA	(Btmn)	-	261	87	442	362	428	323	417
Capacity payment for CCGT USA	US\$/MW-day	44.7	34.1	34.1	34.1	32.4	28.9	28.9	28.9
FX	(THB/US\$)	34.5	35.2	35.7	35.7	36.7	34.8	34.0	34.0

ประวัติความเป็นมาของ BCPG

บริษัท บีซีพีจี จำกัด (มหาชน) (BCPG) เป็นบริษัทพลังงานหมุนเวียนชั้นนำในประเทศไทย ดำเนินธุรกิจภายใต้บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (BCP) BCPG ก่อตั้งขึ้นในปี 2558 ในฐานะส่วนหนึ่งของกลยุทธ์ของบางจาก ในการขยายพอร์ตพลังงานไปสู่แหล่งพลังงานสะอาดและยั่งยืน BCPG เป็นบริษัทผู้ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้าจาก พลังงานหมุนเวียนระดับแนวหน้าในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ผู้ดำเนินการและลงทุนในโครงการผลิตไฟฟ้าจาก พลังงานแสงอาทิตย์ พลังน้ำ พลังงานลม และก๊าซธรรมชาติ ในประเทศไทย ลาว เวียดนาม ฟิลิปปินส์ ไต้หวัน และ สหรัฐอเมริกา นอกจากนี้ธุรกิจผลิตไฟฟ้าด้วยเทคโนโลยีพลังงานสะอาดชนิดต่างๆ แล้ว บริษัทยังให้ความสำคัญกับ การนำนวัตกรรมมาพัฒนาผลิตภัณฑ์และบริการเพื่อตอบสนองต่อความต้องการการใช้พลังงานของผู้บริโภคและ ลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม เพื่อบริษัทที่ยั่งยืน

เป้าหมายเชิงกลยุทธ์ BCPG มุ่งเน้นการพัฒนา ดำเนินการ และลงทุนในสินทรัพย์พลังงานหมุนเวียน โดยเฉพาะ พลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม และพลังงานน้ำ ทั้งในประเทศไทยและทั่วภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก BCPG เน้นการเติบโต ผ่านการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ (M&A) ของโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในภูมิภาค รวมถึงโซลูชัน พลังงานอัจฉริยะ เช่น การแลกเปลี่ยนซื้อขายไฟฟ้าระหว่างกัน (P2P) และโครงข่ายไฟฟ้าชุมชนอัจฉริยะ (smart microgrid) การลงทุนในระบบกักเก็บพลังงานและแพลตฟอร์มดิจิทัลสีเขียวเพื่อสนับสนุนเป้าหมายเมืองอัจฉริยะ และพลังงานสะอาดของบริษัท

โครงสร้างพอร์ตโฟลิโอปัจจุบัน ณ เดือนพ.ค. 2568 BCPG มีพอร์ตกำลังการผลิตไฟฟ้ารวม 2,054.7 MWe โดยมีกำลังการผลิตไฟฟ้าที่ดำเนินการแล้วประมาณ 1,184.3 MWe และอีก 870.5 MWe ที่อยู่ระหว่างการพัฒนา สินทรัพย์โรงไฟฟ้าหลากหลายประเภทของบริษัทครอบคลุมทั้งพลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม พลังน้ำ และก๊าซ ธรรมชาติ ในหลายๆ ประเทศ

โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ - ประเทศไทย: BCPG ดำเนินการโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ 21 โครงการ ใน 12 จังหวัด โดยมีกำลังการผลิตรวม 200.6MW (ดำเนินการอยู่: 196.2MW, กำลังพัฒนา: 9.8MW)

โรงไฟฟ้าพลังงานลม - ฟิลิปปินส์: BCPG ดำเนินการโครงการฟาร์มกังหันลมขนาด 17.1 MW และกำลังพัฒนา โครงการฟาร์มกังหันลมเพิ่มอีก 2.7 MW บนเกาะวิซายัส โดยตั้งเป้าเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ใน 2H68

โรงไฟฟ้าพลังน้ำ - ลาว: บริษัทดำเนินการโรงไฟฟ้าพลังน้ำ 2 แห่ง ได้แก่ Nam San และ Nam San 3B โดยมีกำลัง การผลิตรวม 114 MW

โรงไฟฟ้า CCGT - สหรัฐอเมริกา: BCPG เป็นเจ้าของโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วมที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิง (CCGT) จำนวน 4 แห่งในรัฐโอไฮโอและรัฐเพนซิลเวเนีย โดยมีกำลังการผลิตรวม 857 MW

โรงไฟฟ้า 1: Carroll County Energy (CCE) ในรัฐโอไฮโอ กำลังการผลิตติดตั้ง 700 MW BCPG ถือหุ้นสุทธิ 48.7% หรือ 341 MWe

โรงไฟฟ้า 2: South Field Energy (SFE) ในรัฐโอไฮโอ กำลังการผลิตติดตั้ง 1,182 MW BCPG ถือหุ้นสุทธิ 7.6% หรือ 90 MWe

โรงไฟฟ้า 3: Liberty ในรัฐเพนซิลเวเนีย กำลังการผลิตติดตั้ง 848 MW BCPG ถือหุ้นสุทธิ 25% หรือ 212 MWe

โรงไฟฟ้า 4: Patriot Pennsylvania กำลังการผลิตติดตั้ง 857 MW BCPG ถือหุ้นสุทธิ 25% หรือ 214 MWe

นอกจากนี้ BCPG ยังมีโครงการใน pipeline อีก 3 โครงการ ได้แก่:

โรงไฟฟ้าพลังงานลม - ลาว: โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม Monsoon ขนาด 600 MW (290 MWe) ซึ่งเป็น โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมที่ใหญ่ที่สุดในอาเซียน อยู่ระหว่างการก่อสร้าง และคาดว่าจะเริ่มดำเนินการใน 3Q68

โรงไฟฟ้าพลังงานลม - เวียดนาม: BCPG กำลังจะเข้าซื้อโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม 2 โครงการในจังหวัด Gia Lai กำลังการผลิตรวม 99 MW คาดว่าจะแล้วเสร็จภายใน 2H68

โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ - ไต้หวัน: บริษัทกำลังพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์รวม 469 MW โดยเฟสแรกขนาด 108 MW คาดว่าจะเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ใน 2H69

Figure 1: ดำเนินธุรกิจใน 7 ประเทศทั่วโลก



Source: BCPG and InnovestX Research

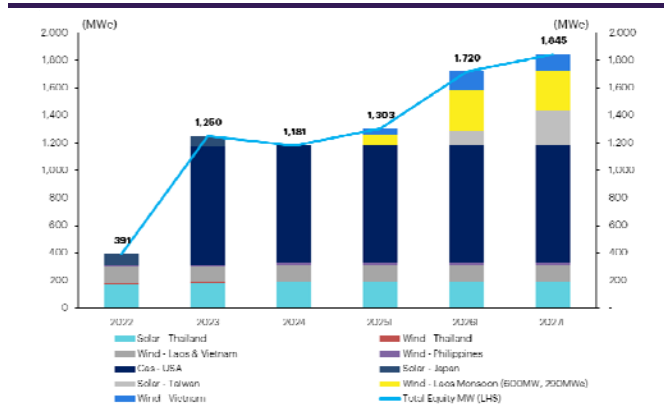
ประเด็นการลงทุนที่สำคัญ

โมเมนต์กำไรปี 2568-2569 แข็งแกร่ง

เราคาดว่ากำไรปกติของ BCPG จะเติบโต 32% ในปี 2568 และ 24% ในปี 2569 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก:

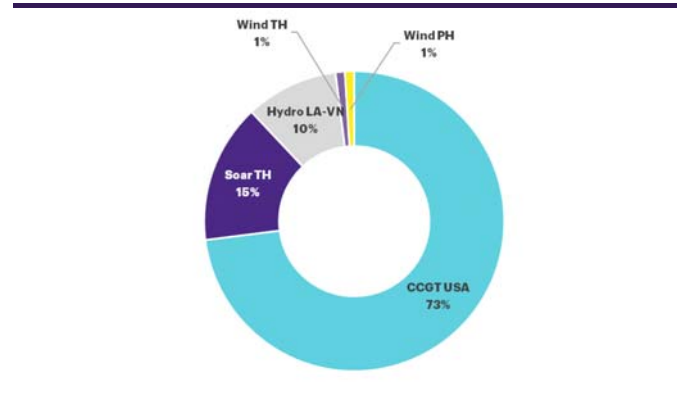
- 1) การเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) ของโครงการใหม่ใน 2H68 ได้แก่: ก) โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม Monsoon ในลาว (290 MWe) ซึ่งจะ COD โซน 1 และ 2 ในเดือนมี.ย. 2568 และโซน 3 และ 4 ในเดือนก.ค. 2568 ข) โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม 2 แห่งในเวียดนาม กำลังการผลิตรวม 99 MW คาดว่าจะ COD ใน 4Q68 สำหรับแผนพัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในไต้หวัน บริษัทได้จัดหาที่ดินเพื่อสร้างโซลาร์ฟาร์ม ขนาด 250 MW ไว้แล้ว อย่างไรก็ตาม BCPG วางแผนพัฒนาเฟสแรกขนาด 108 MW หลังจากลงนามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ทั้งหมดใน 2H68 โดยคาดว่าเฟสแรก ขนาด 108 MW นี้จะ COD ได้ใน 2H69
- 2) คาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วมที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิง (CCGT) ในสหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากการเริ่มรับรู้ capacity payment อัตราใหม่ที่ US\$270 ดอลลาร์สหรัฐ/MW-วัน ในระหว่างเดือนมี.ย. 2568 ถึงเดือนพ.ค. 2569 และมีแนวโน้มที่จะปรับขึ้นอีกจากการขาดแคลนอุปทานและความต้องการไฟฟ้าที่สูงในสหรัฐฯ สมมติฐาน capacity payment โดยเฉลี่ยของเราอยู่ที่ US\$170/MW-วัน ในปี 2568 (1Q68: US\$30/MW-วัน, 2Q68: US\$110, 3Q68: US\$270, 4Q68: US\$270) และ US\$215/MW-วัน ในปี 2569 (1Q69: US\$270/MW-วัน, 2Q69: US\$238, 3Q69: US\$175, 4Q69: US\$175)

Figure 2: กำลังการผลิตไฟฟ้า (MWe) ของ BCPG มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น



Source: BCPG and InnovestX Research

Figure 3: สัดส่วนกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นจำแนกตามประเภทโครงการ



Source: BCPG and InnovestX Research

โครงการโรงไฟฟ้า CCGT ในสหรัฐฯ จะมีบทบาทสำคัญต่อ BCPG ตั้งแต่เดือนมี.ย. 2568 เป็นต้นไป

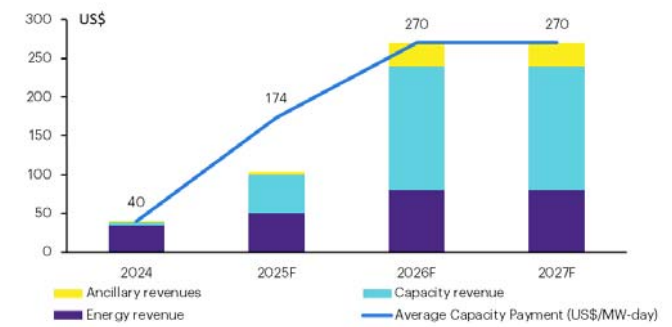
เราคาดว่าผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า CCGT จะได้รับประโยชน์จากการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของค่า capacity payment โดยเฉลี่ยจาก US\$31/MW-วัน ในปี 2567 เป็น US\$170/MW-วัน ในปี 2568 จากนั้นจะเพิ่มขึ้นเป็น US\$215/MW-วัน ในปี 2569 และลดลงมาอยู่ที่ US\$175/MW-วัน ในปี 2570 BCPG คาดการณ์ว่า capacity revenue จากโรงไฟฟ้า CCGT จะคิดเป็นสัดส่วนมากขึ้นเมื่อเทียบกับกำไรทั้งหมดตั้งแต่ปี 2569 ซึ่งถือเป็นสัญญาณของการเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่ในพลวัตของตลาด ผู้ผลิตไฟฟ้าจะได้รับค่าตอบแทนเพิ่มขึ้น โดยไม่ได้มีแค่ค่าตอบแทนจากการผลิตไฟฟ้าเท่านั้น แต่ยังรวมถึงความพร้อมจ่ายไฟฟ้าเมื่อจำเป็นด้วย BCPG มีโรงไฟฟ้า CCG 4 แห่งในรัฐโอไฮโอและรัฐเพนซิลเวเนีย กำลังการผลิตรวม 857 MWe เราประเมินว่าส่วนแบ่งกำไรที่ BCPG ได้รับจากโรงไฟฟ้า CCGT จะเพิ่มขึ้นจาก 300-400 ลบ./ไตรมาส ในช่วงหลายไตรมาสที่ผ่านมา เป็นประมาณ 500-600 ลบ./ไตรมาส ในช่วง 2H68-1H69 หลังจากใช้ capacity payment อัตราใหม่ที่ US\$270/MW-วัน ในเดือนมี.ย. 2568 ถึงเดือนพ.ค. 2569

Figure 4: Capacity payment ที่เพิ่มขึ้นอย่างมากจะส่งผลดีต่อการดำเนินงานของโรงไฟฟ้า CCGT



Source: Mantis Innovation and InnovestX Research

Figure 5: ประมาณการรายได้จากโรงไฟฟ้า CCGT ของ BCPG

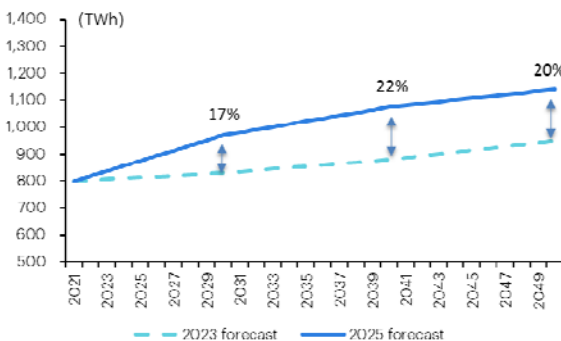


Source: BCPG and InnovestX Research *BCPG ใช้สมมติฐานค่า capacity payment ที่ US\$270/MW-วัน ในระหว่างปี 2569-2570

แนวโน้มความต้องการไฟฟ้าในสหรัฐฯ ยังคงสดใส แม้ว่ากำลังการผลิตเพิ่มเติมจะเข้ามา ความต้องการไฟฟ้าในสหรัฐฯ คาดว่าจะเพิ่มขึ้นจาก 171 GW ในปี 2565 เป็น 185 GW ในปี 2573 ซึ่งบ่งชี้ถึงปริมาณการใช้ไฟฟ้าที่คาดว่าจะสูงขึ้น PJM คาดการณ์ว่าความต้องการไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้น 5 GW ระหว่างปี 2568 และปี 2569 หลักๆ ได้แรงหนุนจากการขยายตัวของ data center การเติบโตทางเศรษฐกิจ และการเพิ่มขึ้นของรถยนต์ไฟฟ้า (EVs) ในระยะยาว ความต้องการไฟฟ้าคาดว่าจะเติบโตที่ CAGR 2% ในระยะ 25 ปีข้างหน้า เพิ่มขึ้นจากประมาณการเดิมที่ 1%

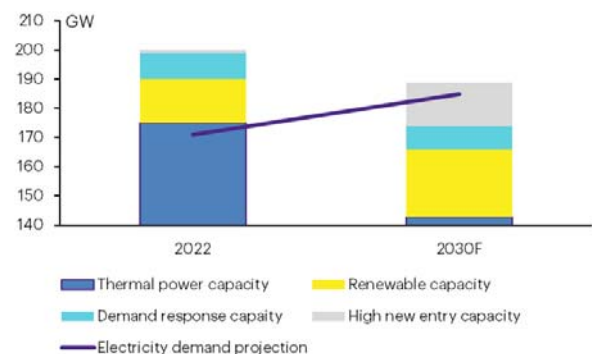
ในขณะเดียวกัน อุปทานก็ตึงตัวขึ้น เนื่องจากกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานความร้อนประมาณ 40 GW ซึ่งส่วนใหญ่เป็นถ่านหิน (30 GW) และก๊าซ (10 GW) คาดว่าจะถูกปลดออกจากระบบภายในปี 2573 กำลังการผลิตโรงไฟฟ้า CCGT ได้รับการจัดโครงสร้างมาเพื่อให้แน่ใจว่าจะมีปริมาณไฟฟ้าเพียงพอรองรับความต้องการใช้ไฟฟ้าในอนาคต ผ่านโครงสร้าง capacity payment ตลาดเหล่านี้ดำเนินการบนพื้นฐานการคาดการณ์สภาวะการณ์ในอนาคต โดยการประเมินกำลังการผลิตจะจัดขึ้นล่วงหน้าก่อนถึงช่วงเวลาส่งมอบ กำหนดเวลาการประมูลและประสิทธิภาพของ capacity payment อาจแตกต่างกันไปในแต่ละภูมิภาค และขึ้นอยู่กับการณ์จากหน่วยงานกำกับดูแลและสภาวะตลาด

Figure 6: ประมาณการอัตราการเติบโตของความต้องการไฟฟ้าในระยะยาว



Source: GPSC and InnovestX Research

Figure 7: อุปสงค์/อุปทานไฟฟ้าในสหรัฐฯ มีความสมดุลมากขึ้น



Source: PJM and InnovestX Research

มูลค่า BCPG มีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้น จากข้อมูลของ Bloomberg เราพบว่าบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้าจดทะเบียนในตลาดสหรัฐฯ เกือบทุกบริษัทที่มีโรงไฟฟ้า CCGT ในพอร์ตมีมูลค่าเพิ่มขึ้น พร้อมกับราคาหุ้นที่ปรับตัวสูงขึ้น แนวโน้มเช่นนี้สนับสนุนการคาดการณ์ของเราว่า BCPG จะมีโมเมนตัมค่าที่แข็งแกร่ง หลักๆ ได้แรงหนุนจากรายได้ capacity payment ที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก นอกจากนี้ เรายังคาดว่า 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 ด้วยต้นทุนการลงทุนประมาณ US\$600/MW ในขณะที่มูลค่าสินทรัพย์โรงไฟฟ้า CCGT ในปัจจุบันอยู่ที่ US\$1,000-1,100/MW เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างรายได้ อันเป็นผลมาจาก capacity payment ที่สูงขึ้น

Figure 8: สรุป valuation ของผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า CCGT จดทะเบียนในตลาดสหรัฐฯ (ราคา ณ วันที่ 23 มิ.ย. 2568)

Company name	Country	Mkt. Cap (US\$mn)	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	98,513	33.3	27.5	25.5	(21.1)	20.7	7.9	6.8	6.4	6.2	0.5	0.6	0.6	21.5	22.0	23.2	20.9	16.5	15.8
Vistra Corp	United States	63,034	31.4	22.3	21.1	(17.3)	40.4	5.7	19.3	13.3	10.2	0.5	0.5	0.6	45.1	51.6	44.6	13.6	11.8	11.8
NRG Energy Inc	United States	29,927	20.0	17.3	15.3	49.2	15.3	13.3	9.9	8.3	6.9	1.2	1.2	1.3	69.5	96.2	110.6	10.2	8.1	7.6
NextEra Energy Inc	United States	147,974	19.6	18.3	16.8	8.4	7.2	8.7	2.6	2.5	2.3	3.2	3.5	3.8	13.0	13.4	13.7	14.7	12.9	11.6
Southern Co/The	United States	99,413	21.1	19.7	18.5	6.5	6.9	7.0	2.8	2.7	2.5	3.3	3.4	3.5	12.6	12.5	12.5	13.6	12.8	12.1
Duke Energy Corp	United States	90,884	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	493	11.4	8.4	7.3	(22.6)	36.0	14.6	0.5	0.5	0.5	4.9	5.3	4.9	4.6	6.0	6.5	14.0	10.5	8.2
Banpu Power PCL	Thailand	590	5.4	4.9	5.4	106.5	9.3	(8.4)	0.4	0.3	0.3	9.4	9.8	9.4	6.9	7.0	6.5	8.1	8.0	7.0
Gulf Development PCL	Thailand	17,749	22.3	19.6	18.1	22.3	13.6	8.4	1.7	1.6	1.6	2.7	3.0	3.2	8.3	8.7	9.3	24.4	25.2	24.5
Average			20.3	17.3	16.0	15.9	17.3	7.1	5.1	4.1	3.6	3.3	3.4	3.5	21.2	25.2	26.3	14.6	13.0	12.1

Source: InnovestX Research

คาดการณ์กำไร 2Q68 เพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ เราประเมินกำไรปกติ 2Q68 ของ BCPG ในเบื้องต้นได้ที่ 152 ลบ. เพิ่มขึ้น 53.1% YoY แต่ลดลง 23.2% QoQ โดยกำไรปกติที่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้น YoY อย่างมีนัยสำคัญเป็นเพราะไม่มีการหยุดเดินเครื่องโรงไฟฟ้าพลังน้ำเหมือนใน 2Q67 ที่มีการหยุดเดินเครื่อง เนื่องจากการปรับเปลี่ยนสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) จาก EDL เป็น EVN นอกจากนี้ การเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) กำลังการผลิตใหม่ของโครงการ Solar Rooftop AIT (2Q68: 1,184 MW, 2Q67: 1,178 MW) ก็มีส่วนช่วยสนับสนุนให้กำไรปกติเติบโตด้วยเช่นกัน ในขณะที่กำไรปกติที่คาดว่าจะลดลง QoQ หลักๆ เกิดจากส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้า CCGT ที่คาดว่าจะลดลง เนื่องจากโรงไฟฟ้าแห่งหนึ่งในสหรัฐฯ จะหยุดเดินเครื่องตามแผนเพื่ออัพเกรดโรเตอร์ อย่างไรก็ตาม การปรับตัวลดลงของกำไรปกติจะถูกชดเชยบางส่วนโดยการเริ่มเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่นของโรงไฟฟ้าพลังน้ำในลาว ซึ่งโดยปกติจะผลิตไฟฟ้าได้เพิ่มขึ้นในไตรมาสที่ 2 และสูงสุดในไตรมาสที่ 3 ของทุกปี

Figure 9: คาดกำไรปกติ 2Q68 เพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ

P & L (Btmn)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	% Chg YoY	% Chg QoQ
Total revenue	1,084	1,125	921	731	763	(29.6)	4.3
Gross profit	372	586	373	194	226	(39.2)	16.3
SG&A expense	(244)	(149)	(157)	(114)	(122)	(49.9)	7.3
Net other income/expense	2,577	83	90	58	35	(98.7)	(40.5)
Interest expense	(411)	(370)	(330)	(305)	(350)	(14.7)	14.8
Pre-tax profit	1,739	581	96	1,063	-	(100.0)	(100.0)
Corporate tax	(112)	(122)	(82)	(102)	(38)	(66.1)	(62.8)
Equity a/c profits	(182)	412	339	444	367	(301.4)	(17.4)
Minority interests	1	(0)	(0)	(0)	-	n.a.	n.a.
EBITDA	1,084	1,253	941	928	917	(15.4)	(1.2)
Core profit	99	453	228	198	152	53.1	(23.2)
Extra. Gain (Loss)	1,145	(482)	(64)	(45)	-	(100.0)	(100.0)
Net Profit	1,244	(29)	163	153	152	(87.8)	(0.5)
EPS	0.03	0.15	0.08	0.07	0.05	53.1	(23.2)
Financial ratio (%)							
Gross margin	34.3	52.1	40.5	26.6	29.7	(15.4)	(13.9)
EBITDA margin	100.0	111.5	102.2	126.9	120.2	15.4	24.7
Net profit margin	114.8	(2.6)	17.7	20.9	19.9	(16.1)	3.1
SG&A expense/Revenue	22.5	13.3	17.1	15.6	16.0	5.3	(1.5)

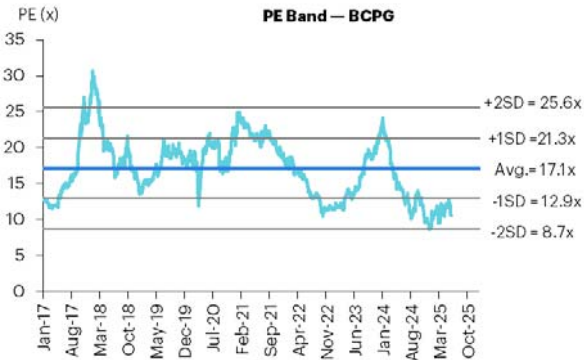
Source: Company data and InnovestX Research

คาดการณ์กำไรไม่มีแนวโน้มปรับตัวขึ้นแรงใน 2H68 เราประเมินในเบื้องต้นว่ากำไรปกติของ BCPG จะอยู่ที่ 598 ลบ. (+294% QoQ และ +32% YoY) ใน 3Q68 ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งนี้เป็นผลมาจากการรับรู้ capacity payment ระดับสูง (US\$270/MW-วัน) เต็มไตรมาส ซึ่งจะหนุนให้ส่วนแบ่งกำไรจากการดำเนินงานโรงไฟฟ้า CCGT ปรับตัวเพิ่มขึ้น รวมถึงส่วนแบ่งกำไรที่แข็งแกร่งจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำในลาว ซึ่งจะอยู่ในช่วงไฮซีซั่นที่มีปริมาณน้ำสูง นอกจากนี้ เรายังคาดว่ากำไรปกติ 4Q68 ของ BCPG จะยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 559 ลบ. (+146% YoY, -7% QoQ) เนื่องจากส่วนแบ่งกำไรจากการดำเนินงานโรงไฟฟ้า CCGT ยังสูงต่อเนื่อง แต่จะถูกลดทอนบางส่วนโดยการหยุดเดินเครื่องตามแผนของโรงไฟฟ้า CCGT แห่งหนึ่งเพื่ออัพเกรดโรเตอร์

Valuation และคำแนะนำ

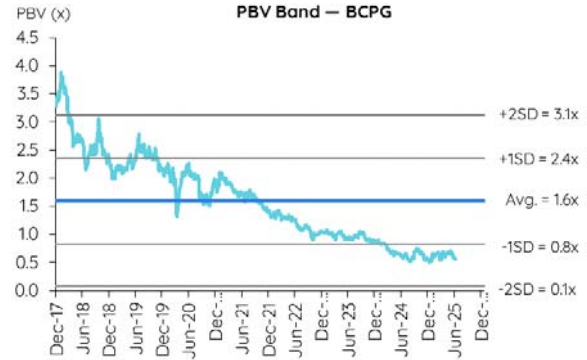
เราประเมินมูลค่า ณ สิ้นปี 2568 ของ BCPG ได้ที่ 7.8 บาท โดยใช้วิธี DCF (WACC 7.3%, terminal growth 0.5%) ซึ่งคิดเป็นอัตราส่วน PE ปี 2568 ที่ประมาณ 15.6 เท่า เราคาดว่าค่าไถ่จะมีแนวโน้มแข็งแกร่งต่อเนื่อง โดยได้รับแรงหนุนจากการขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้เรายังคาดว่า capacity payment ที่เพิ่มขึ้นอย่างมากจะทำให้ BCPG ได้รับประโยชน์อย่างมีนัยสำคัญในระยะ 1-2 ปีข้างหน้า valuation ยังน่าสนใจ โดยหุ้น BCPG ซื้อขายที่ PE ปี 2568 ระดับ 10.9 เท่า และ PBV ปี 2568 ระดับ 0.5 เท่า ประกอบกับให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงที่ 4.5% ในปี 2568 ดังนั้นเราจึงเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์ BCPG ด้วยคำแนะนำ **OUTPERFORM**

Figure 10: PE Band ของ BCPG



Source: Bloomberg and InnovestX Research

Figure 11: PBV Band ของ BCPG



Source: Bloomberg and InnovestX Research

ความเสี่ยง

ความเสี่ยงด้านนโยบายและกฎระเบียบ

ธุรกิจโรงไฟฟ้าของ BCPG ขึ้นอยู่กับนโยบายพลังงานภาครัฐของแต่ละประเทศที่บริษัทดำเนินการเป็นหลัก การเปลี่ยนแปลงนโยบายอันได้แก่ ข้อกำหนดในการลงทุน สัญญาซื้อขายไฟฟ้า หรือโครงสร้างค่าไฟฟ้า (เช่น การหมดอายุของสัญญาซื้อขายไฟฟ้าแบบ adder สำหรับโครงการโซลาร์ฟาร์มในประเทศไทย) อาจส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อแผนธุรกิจและผลการดำเนินงานในอนาคต ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการแทรกแซงของรัฐบาล เช่น การอุดหนุนค่าไฟฟ้าหรือการเปลี่ยนแปลงกลไกการกำหนดราคา อาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร

BCPG อาจได้รับผลกระทบจากแนวโน้มที่รัฐบาลจะปรับลดค่า adder/Fit ลง แม้ว่าสัญญาซื้อขายไฟฟ้าทั้งหมดจะได้รับการคุ้มครอง การเจรจาคาดว่าจะส่งผลทำให้อัตราค่าไฟฟ้าลดลง แต่สัญญาจะมีระยะเวลาที่นานขึ้น การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่า ค่า adder ที่ลดลงทุกๆ 0.1 บาท/kWh จะทำให้ประมาณการกำไรของเราปรับลดลง 30 ลบ./ปี หรือ 2.1% ของประมาณการกำไรปกติปี 2568 ของเรา

ความเสี่ยงจากคู่สัญญา

BCPG มีลูกหนี้การค้า (AR) คงค้างจำนวน US\$27 ล้าน จาก Electricite du Laos (EDL) ซึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจของลาว โดยที่ BCPG ยังไม่ได้รับชำระหนี้ดังกล่าว เนื่องจาก EDL ซึ่งเป็นผู้ซื้อไฟฟ้ารายเดิมจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำในลาวของ BCPG ประสบปัญหาทางการเงิน ทั้งนี้ นอกเหนือจากลูกหนี้การค้าคงค้างจาก EDL จำนวน US\$ 27 ล้านแล้ว BCPG ยังได้ตั้งสำรองสำหรับหนี้ดังกล่าวจำนวน 182 ลบ. ใน 4Q67 ด้วย โดยในอนาคต BCPG วางแผนที่จะแปลงลูกหนี้การค้าคงค้างดังกล่าวเป็นทุนในโครงการลงทุนอื่นๆ ของ EDL ในลาวแทน

Figure 12: Valuation summary (price as of Jun 23, 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	5.40	7.80	49.0	14.4	10.9	8.8	29	32	24	0.5	0.5	0.5	4	5	6	4.6	4.5	5.7	7.6	9.0	8.3
BGRIM	Neutral	9.20	12.40	39.7	14.1	14.3	11.0	(18)	(1)	30	0.7	0.5	0.5	3	3	4	4.7	4.9	4.9	14.8	11.9	10.2
GPSC	Neutral	27.75	31.00	15.3	18.1	17.4	15.7	26	4	11	0.7	0.7	0.7	4	4	4	3.2	3.6	4.0	8.8	9.0	8.6
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					18.2	16.5	14.4	14	12	18	0.9	0.9	0.9	4	5	5	3.8	4.0	4.4	12.7	9.8	11.3

Source: InnovestX Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น 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) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการธนาคารฯ 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 กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกฎหมาย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ได้รับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อ้างอิงข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาจากข้อมูลของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย 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 ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ 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, 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, SMP, SNC, SNPN, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSP, SSSC, STA, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUTHA, SVI, SYMC, SYNEX, SYNTec, TASCO, TBN, TCAP, 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, 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, WIIL, 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 publicized.

*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การทบทวนเกี่ยวกับหลักธรรมาภิบาล การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังถึงข้อจำกัดข้อมูลประกอบด้วย

**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, SMP, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTec, TAE, TAKUNI, TASCO, 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, WIIL, WPH, XO, YUASA, ZEN

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

ACE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, ASP, 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, SNPN, 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, 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, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, 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, DTCL, 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, PMC, PMTA, PORT, PPM, 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, TNPC, 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 categorized into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.