

Thailand Utilities Sector

โอกาสการเติบโตจากแผน PDP 2026

Sector Valuation			Current price	Target price	Market	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		— Div yield —	
Company	BBG Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	Cap (US\$ m)	2026F (%)	2027F (%)	2026F (x)	2027F (x)	2026F (x)	2027F (x)	2026F (%)	2027F (%)
BCPG Pcl	BCPG TB	BUY	7.15	11.00	639	14.8	(20.8)	10.2	12.8	0.7	0.7	4.9	5.6
B.Grimm Power Pcl	BGRIM TB	BUY	19.00	25.00	1,477	(16.6)	120.3	48.6	22.1	1.5	1.5	2.3	3.2
CK Power Pcl	CKP TB	SELL	2.60	2.30	630	0.7	1.5	9.1	9.0	0.7	0.6	3.5	3.5
Energy Absolute Pcl	EA TB	SELL	3.14	1.00	696	30.7	(42.2)	6.4	11.1	0.3	0.3	0.0	0.0
Electricity Generating	EGCO TB	BUY	125.50	160.00	1,971	41.7	5.5	7.3	7.0	0.6	0.6	5.2	5.2
Global Power Synergy	GPSC TB	BUY	49.00	65.00	4,121	5.0	29.0	26.3	20.4	1.3	1.3	3.1	3.2
Gulf Energy Dev. Pcl	GULF TB	BUY	63.25	75.00	28,184	21.7	13.4	27.0	23.8	2.6	2.5	2.2	2.5
Gunkul Engineering Pcl	GUNKUL TB	BUY	4.86	5.40	1,288	12.9	3.9	21.7	20.9	2.9	2.7	2.5	2.5
Ratchaburi Electricity Pcl	RATCH TB	BUY	37.25	43.50	2,416	8.8	14.2	12.0	10.5	0.8	0.8	4.3	4.3
WHA Utilities & Power Pcl	WHAUP TB	SELL	8.25	7.20	941	(5.5)	35.9	27.3	20.1	2.3	2.2	3.1	3.1

Source: Thanachart estimates, based on 14 July 2026 closing prices

เราคาดว่าแผน PDP 2026 จะปลดล็อกการลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน และก๊าซธรรมชาติรวม 55GW และการลงทุนในโครงข่ายไฟฟ้าอีกมากในช่วง 10 ปีข้างหน้า เรา
รวมโอกาสลงทุนเหล่านี้ในราคาเป้าหมาย และ “OVERWEIGHT” กลุ่มสาธารณูปโภค โดย
มอง GULF เป็นผู้ได้ประโยชน์จาก PDP มากที่สุดเป็นหุ้น Top Pick ของเรา

โอกาสมูลค่ามหาศาลจาก PDP 2026

เราคาดแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้า (PDP) ใหม่ของไทยจะประกาศออกมาปลายปีนี้ หลังนำแผน
ฉบับร่างมารับฟังความคิดเห็นสาธารณะในเดือนสิงหาคม เราจึงมองว่าถึงเวลาการลงทุนในกลุ่ม
สาธารณูปโภคเพื่อรับประโยชน์จากโอกาสการเติบโตใหญ่นี้ จากสองสมมติฐานหลักของร่าง PDP
ว่า 1) การใช้ไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้น 70% จาก 227 TWh ในปี 2025 เป็น 386 TWh ในปี 2050 และ 2)
สัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานสะอาดจะเพิ่มเป็น 70% เราประเมินได้ว่าแผนฉบับใหม่นี้จะเพิ่ม
กำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนและก๊าซธรรมชาติออกมามากกว่า 100GW ภายในปี 2050
คิดเป็นมูลค่าลงทุนราว 4 ล้านลบ. ใน 25 ปีข้างหน้า ขณะที่การลงทุนโครงข่ายไฟฟ้าก็น่าจะมี
มูลค่าสูงเช่นกัน เพื่อรองรับกำลังการผลิตใหม่และการเปิดเสรีตลาดซื้อขายไฟฟ้าในระยะยาว

คาดมีการเปิดประมูลรวม 55GW ในช่วง 10 ปีข้างหน้า

เราคาดว่าจะมีการเปิดประมูลสัญญาซื้อขายไฟฟ้าใหม่รวม 55GW หรือราวครึ่งหนึ่งของกำลัง
การผลิตไฟฟ้าใหม่ของแผน PDP ใหม่ ออกมาภายในปี 2035 และทยอย COD โครงการดังกล่าว
ภายในปี 2040 เราคาดมูลค่าการลงทุนรวม 1.2 ล้านลบ. อิงจากสัดส่วนกำลังการผลิตที่คาดว่าจะ
ประกอบด้วยโรงไฟฟ้าโซลาร์ 35GW, ลม 15GW และก๊าซธรรมชาติ 5GW ซึ่งจะทำให้เกิดวัฏจักร
การลงทุนของกลุ่มต่อเนื่องหลายปี และผู้ประกอบการทุกรายที่เราทำบทวิเคราะห์จะได้ประโยชน์
หลังสะท้อนโอกาสเหล่านี้ในประมาณการ เราให้น้ำหนักการลงทุน “OVERWEIGHT” กลุ่มฯ

หลักการประเมินมูลค่าของเรา

ในการประเมินมูลค่าสัญญากำลังการผลิตใหม่ เรามุ่งเน้นที่โรงไฟฟ้าโซลาร์ ลม และก๊าซธรรมชาติ
โดยไม่ได้โรงไฟฟ้าพลังน้ำและโครงการ SMRs เนื่องจากมีขนาดเล็กและยังมีความไม่แน่นอนด้าน
การพัฒนา บนสมมติฐานเงินลงทุน 25/65/40 ลบ. ต่อ MW ด้วยอัตราค่าไฟฟ้าและเงื่อนไขสัญญา
เกี่ยวกับการประมูลในรอบล่าสุด เราประเมิน EIRR ได้ที่ 9.0/12.2/10.6% สำหรับทั้งสามประเภท
โครงการดังกล่าว คิดเป็นมูลค่าเพิ่มแก่ผู้ถือหุ้น 1.7/10.5/23.7 พันลบ. ต่อสัญญากำลังการผลิต
1GW โดยเราจัดสรรกำลังการผลิตที่คาดว่าจะแต่ละบริษัทจะได้รับ โดยคำนึงถึงสถานะทางการเงิน
บนปีฐาน 2035F และคำนวณเป็นมูลค่าเพิ่มบนราคาเป้าหมายของแต่ละบริษัท (ดู Exhibit 12)

เราชอบ GULF, BGRIM และ GPSC ตามลำดับ

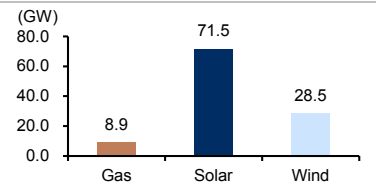
GULF ยังคงเป็น Top Pick ของเราด้วยเรามองว่าได้ประโยชน์สูงสุดจากแผน PDP ใหม่โดยคาด
จะได้สัญญาใหม่ในสัดส่วนมากที่สุด จากข้อได้เปรียบด้านขนาดและศักยภาพทางการเงิน ตามมา
ด้วย BGRIM บนแนวโน้มการเติบโต EPS โดดเด่นในระยะสั้นและยังมีโอกาสการเติบโตจากการ
ลงทุนด้าน채นเตอร์ และโครงการของ PDP ใหม่ ซึ่งเป็นเหตุผลชุดเดียวกับที่เราชอบ GPSC
RATCH เป็นหุ้นที่เรามองว่ามีโอกาสสร้างเซอร์ไพรส์จากหลังการประกาศแผน PDP ด้วยความ
พร้อมทางการเงินและมีที่ดินของโรงไฟฟ้าที่จะหมดอายุไว้อรองรับโครงการใหม่ เราปรับ WHAUP
เป็น “ขาย” แม้จะได้รับอานิสงส์จากตลาดด้านเคเตอร์ แต่ราคาหุ้นปรับขึ้นสะท้อนไปแล้ว และปรับ
CKP เป็น “ขาย” จากความกังวลต่อปรากฏการณ์เอลนีโญ



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

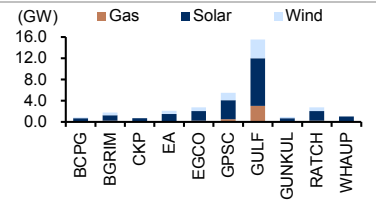
662-779-9119
nuttapop.pra@ttbwealth.co.th

Estimated Capacity From New PDP



Sources: ttb wealth estimates

Capacity Factored In Our TPs



Sources: ttb wealth estimates

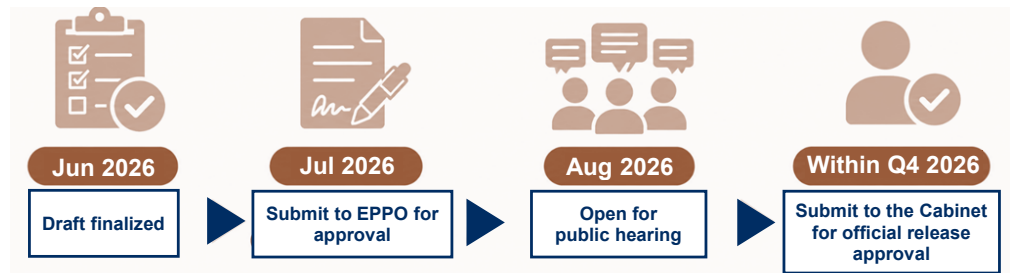
Our Revised TPs And Ratings

	REC		TP (Bt/shr)	
	New	Old	New	Old
BCPG	BUY	BUY	11.00	10.50
BGRIM	BUY	BUY	25.00	20.00
CKP	SELL	BUY	2.30	5.00
EA	SELL	SELL	1.00	1.50
EGCO	BUY	BUY	160.00	130.00
GPSC	BUY	BUY	65.00	48.00
GULF	BUY	BUY	75.00	75.00
GUNKUL	BUY	BUY	5.40	2.70
RATCH	BUY	BUY	43.50	35.00
WHAUP	SELL	BUY	7.20	6.50

Source: ttb wealth estimates

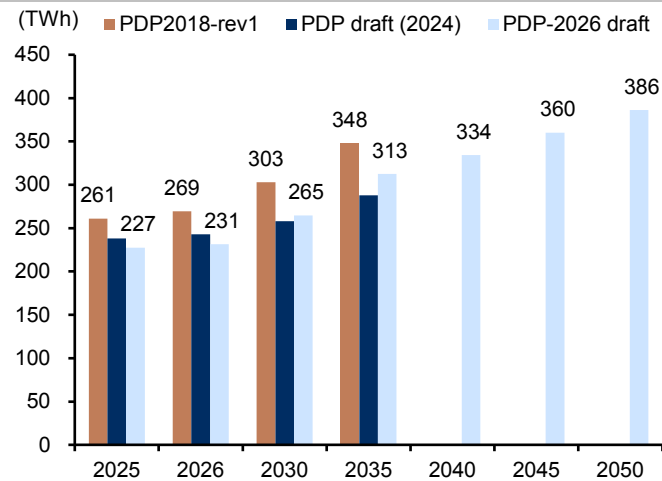
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นัก
ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง
แก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Timeline For New Power Development Plan (PDP-2026) Process



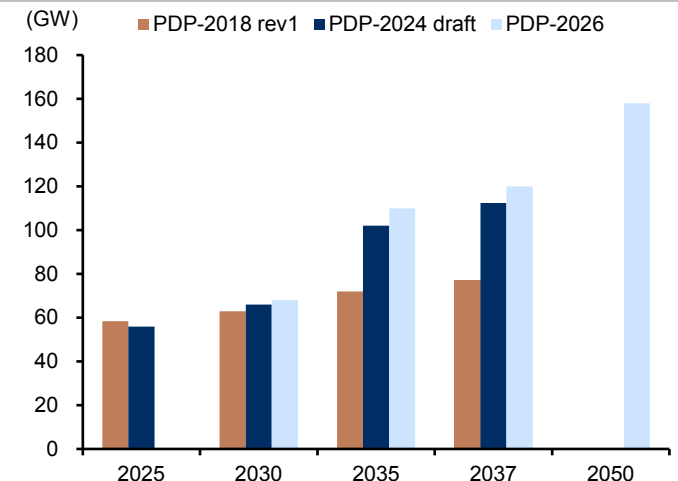
Sources: Energy Policy and Planning Office (EPPO), ttb wealth compilation

Ex 2: Comparison Of Demand Forecasts In Recent Drafts



Sources: EPPO, ttb wealth estimates

Ex 3: Likely Significant Capacity From The New PDP



Sources: EPPO, ttb wealth estimates

Ex 4: Our Capacity Projections For A 70% Renewable Mix

	Installed capacity (GW)	Capacity factor (hr/day)	Annual generation (TWh)	% mix
Solar	75.0	5.0	136.9	34.8%
Wind	30.0	8.0	87.6	22.3%
Hydro	10.0	8.5	31.0	7.9%
SMR	2.4	24.0	21.0	5.3%
Total renewables	117.4	45.5	276.5	70.3%
Natural gas	40.0	8.0	116.8	29.7%
Coal	-	8.0	-	0.0%
Total conventional	40.0	16.0	116.8	29.7%
Grand total	157.4		393.3	100.0%

Source: ttb wealth estimates

Ex 5: Estimated Capacity Additions From The New PDP

	2025 capacity (GW)	estimated 2050F capacity* (GW)	New capacity (GW)
Gas	31.1	40.0	8.9
Coal	3.2	-	(3.2)
Solar	3.5	75.0	71.5
Wind	1.5	30.0	28.5
Hydro	10.4	10.0	(0.4)
Bio / SMR / others	2.8	3.0	0.2
Total	52.4	158.0	105.6

Sources: EPPO, *ttb wealth estimates

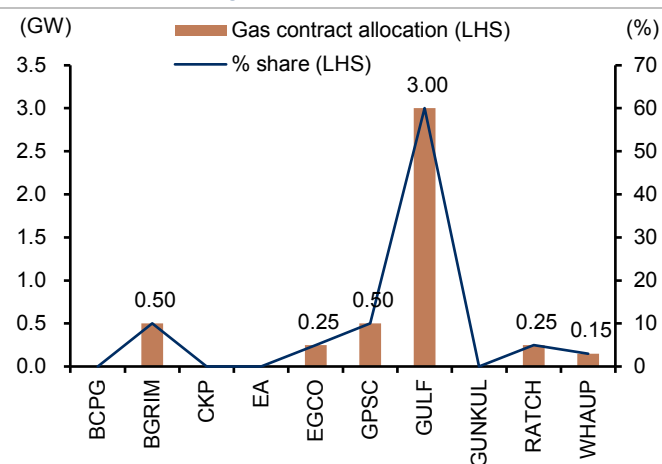
Ex 6: Estimated Value Accretion From New Power Contracts From PDP-2026

	Potential capacity from PDP-2026 (GW)	Investment cost (Bt m/MW)	Estimated EIRR	Estimated value per 1.0GW contract (Bt bn)
Solar	71.5	25.0	9.0%	1.7
Wind	28.5	65.0	12.2%	10.5
Gas	8.9	40.0	10.6%	23.7
Total	109.0			

	Expected capacity to be bid out within 2035F (GW)	Total investment cost (Bt bn)	Total equity value addition (Bt bn)
Solar	35.0	875.0	59.2
Wind	15.0	375.0	158.0
Gas	5.0	200.0	118.3
Total	55.0	1,450.0	335.4

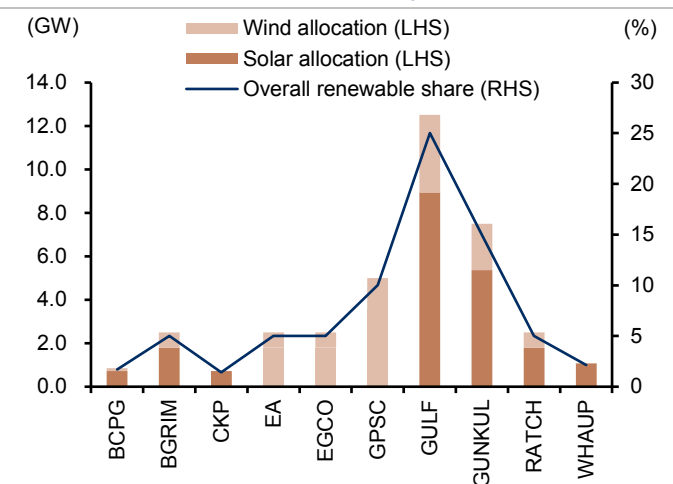
Source: ttb wealth estimates

Ex 7: GULF Winning Most Share Of Gas Power Contracts



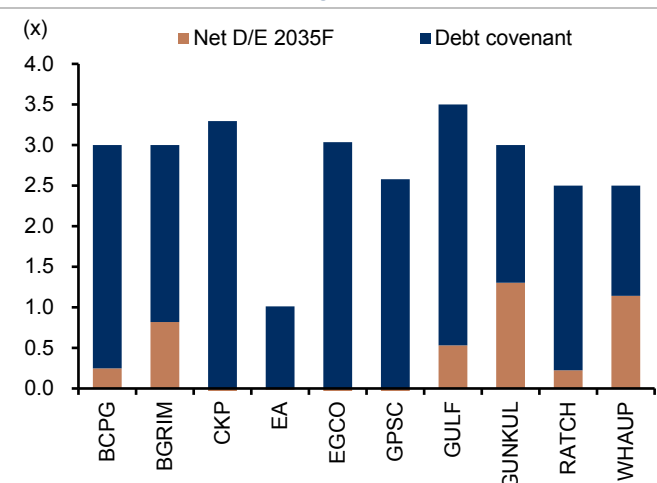
Source: ttb wealth estimates

Ex 8: Renewables Are More Broadly Distributed



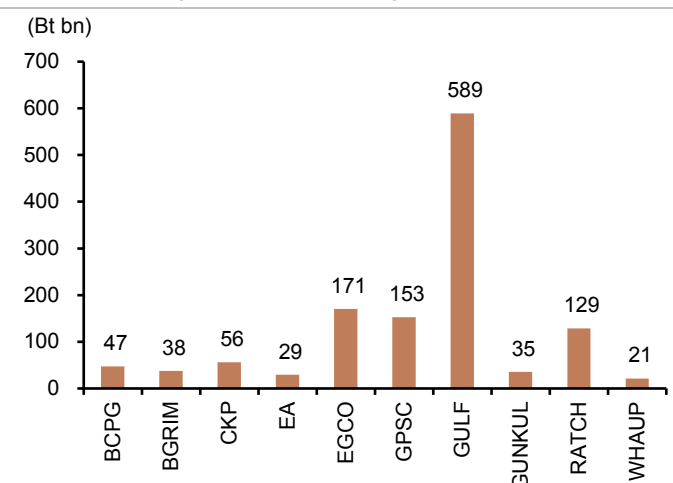
Source: ttb wealth estimates

Ex 9: Estimated Net Gearing Vs. Debt Covenant (2035F)

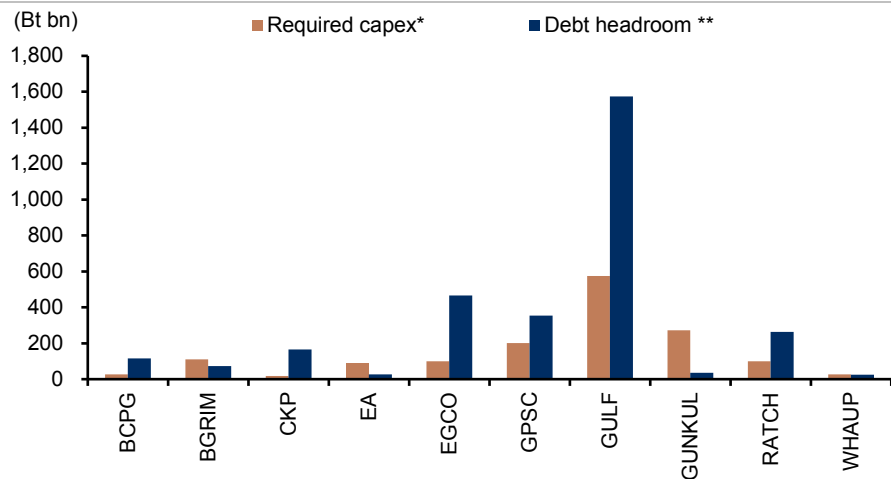


Source: ttb wealth estimates

Ex 10: Our Projected 2035F Equity Bases



Source: ttb wealth estimates

Ex 11: Potential For BGRIM, GUNKUL, WHAUP Is Capped By Financial Capability


Sources: ttb wealth estimates

Note: * Required capex is based on our share-based winning capacity allocation

** Debt headroom is calculated based on a company's current net D/E covenant and our projections for 20235F gearing and equity bases

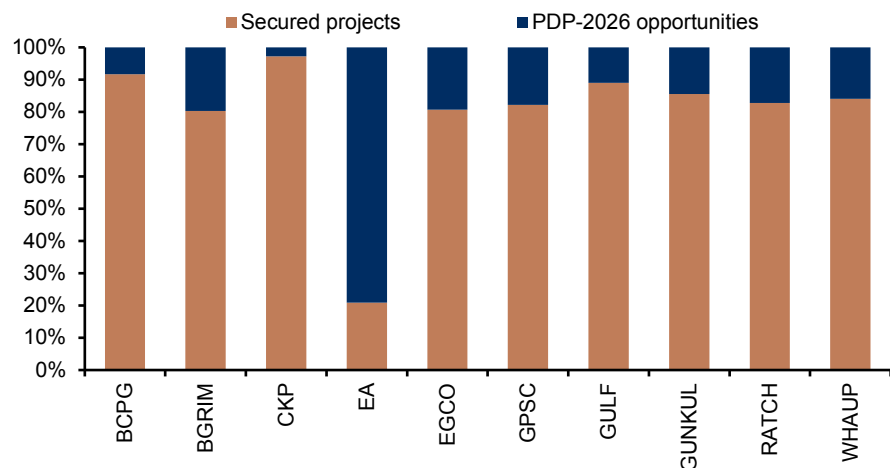
Ex 12: Summary Of Winning Capacities Factored Into Our New TPs

	Winning capacity (GW)				Valuation upside (Bt/share)			
	Solar	Wind	Gas	Total	Solar	Wind	Gas	Total
BCPG	0.7	0.2	-	0.9	0.4	0.5	-	0.9
BGRIM	1.0	0.5	0.25	1.8	0.6	2.0	2.3	4.9
CKP	0.7	-	-	0.7	0.1	-	-	0.1
EA	0.5	0.2	-	0.7	0.2	0.6	-	0.8
EGCO	1.8	0.7	0.25	2.8	5.8	14.0	11.2	31.0
GPSC	3.6	1.4	0.50	5.5	2.2	5.2	4.2	11.6
GULF	9.0	3.5	3.00	15.5	1.0	2.5	4.8	8.2
GUNKUL	1.0	0.5	-	1.5	0.2	0.6	-	0.8
RATCH	1.8	0.7	0.25	2.8	1.4	3.4	2.7	7.5
WHAUP	0.7	-	0.15	0.9	0.2	-	0.9	1.1
Total	20.8	7.7	4.40					
% total contracts	59.4%	51.0%	88.0%					

Source: ttb wealth estimates

Final winning contracts are factored into our valuation for each company

Ex 13: Our Valuation Breakdown Between Secured Contracts Vs. PDP Potential



Source: ttb wealth estimates

Ex 14: Our TP And Recommendation Revisions After Factoring In PDP-2026 Opportunities

	Recommendation		Target price		Our key forecasts			
	New	Old	New	Old	2027F PE	2027-29F EPS CAGR	Implied PEG	2027F yield
			(Bt/shr)	(Bt/shr)	(x)	(%)	(x)	(%)
BCPG	BUY	BUY	11.00	10.50	12.8	4.4	2.9	5.6
BGRIM	BUY	BUY	25.00	20.00	22.1	48.2	0.5	3.2
CKP	SELL	BUY	2.30	5.00	9.0	1.2	7.5	3.5
EA	SELL	SELL	1.00	1.50	11.1	n.a.	n.a.	0.0
EGCO	BUY	BUY	160.00	130.00	7.0	2.3	3.0	5.2
GPSC	BUY	BUY	65.00	48.00	20.4	24.8	0.8	3.2
GULF	BUY	BUY	75.00	75.00	23.8	12.8	1.9	2.5
GUNKUL	BUY	BUY	5.40	2.70	20.9	21.5	1.0	2.5
RATCH	BUY	BUY	43.50	35.00	10.5	9.0	1.2	4.3
WHAUP	SELL	BUY	7.20	6.50	20.1	15.5	1.3	3.1

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Company Highlights

Ex 15: BCPG TB – BUY, Price Bt7.15, TP Bt11.00

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	3,555	3,457	3,557	4,069
Net profit	855	2,035	1,612	2,086
Norm profit	1,773	2,035	1,612	2,086
Norm EPS (Bt)	0.6	0.7	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	58.7	14.8	(20.8)	29.5
Norm PE (x)	11.7	10.2	12.8	9.9
EV/EBITDA (x)	17.5	20.7	17.2	15.6
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7
Div yield (%)	1.4	4.9	5.6	6.3
ROE (%)	6.0	7.1	5.5	7.0
Net D/E (%)	71.5	86.8	63.7	78.1

Sources: Company data, ttb wealth estimates
Based on 14 July 2026 closing prices

Near-term US asset divestment hiccup

- We expect BCPG's earnings to decline 21% in 2027F, but this is solely due to the near-term earnings hit from the divestment of 426MW of US gas power assets in 4Q26F, from 857MW in total equity-capacity before the sale.
- Beyond the hiccup from this diluted capacity, we project an earnings growth turnaround of 30/11% in 2028-29F, driven by the ongoing tight demand-supply situation in the US electricity market, particularly in the PJM market where BCPG's two remaining projects operate. Reaffirm BUY.
- We assign 700MW of solar and 150MW of wind contracts from the new PDP to BCPG, comprising Bt0.9/share of our new DCF-derived SOTP-based 12-month TP of Bt11.0/share after rolling over to a 2027F base year and stripping out the divested US gas power assets.
- We see the key investment risk for BCPG from reinvesting the Bt11.6bn (Bt3.86/share) of proceeds it would receive from the divested assets.

Ex 16: BGRIM TB – BUY, Price Bt19.00, TP Bt25.00

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	55,388	58,062	55,502	57,095
Net profit	1,675	1,939	3,164	3,352
Norm profit	2,141	1,939	3,164	3,352
Norm EPS (Bt)	0.5	0.4	0.9	0.9
Norm EPS grw (%)	0.0	(16.6)	120.3	8.4
Norm PE (x)	40.6	48.6	22.1	20.4
EV/EBITDA (x)	10.9	12.2	11.0	10.8
P/BV (x)	1.5	1.5	1.5	1.5
Div yield (%)	2.2	2.3	3.2	3.4
ROE (%)	6.2	5.9	9.8	10.4
Net D/E (%)	193.1	213.6	212.5	208.4

Sources: Company data, ttb wealth estimates
Based on 14 July 2026 closing prices

Strongest growth, with PDP upside

- BGRIM now ranks second in our pecking order for the utilities sector, backed by its exceptional 48% EPS CAGR over 2027-29F, which makes its 22x 2027F PE look attractive, implying a PEG ratio of below 0.5x.
- The growth is driven by existing projects and contracts: i.e., recovering SPP margins as elevated energy prices subside as Middle East tensions ease, and the phased COD of the 179MW equity-capacity Nakwol-1 offshore wind project in South Korea over 2H26-1H27F, followed by the 184MW Nakwol-2 project in 1H29F.
- We assign 1.75GW of potential contracts from the new PDP to BGRIM, comprising 1.0GW of solar, 0.5GW of wind, and 250MW of gas. This is despite its tight balance sheet, which limits its growth opportunities vs. peers.
- We believe BGRIM's partial asset divestment plan to fund its aggressive investment strategy is already widely known by the market, and is thus unlikely to pressure its share price when it occurs, while the additional funding would open further growth opportunities for the company.

Ex 17: CKP TB – SELL, Price Bt2.60, TP Bt2.30

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	10,107	10,710	9,598	9,276
Net profit	2,782	2,326	2,361	2,395
Norm profit	2,311	2,326	2,361	2,395
Norm EPS (Bt)	0.3	0.3	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	82.3	0.7	1.5	1.4
Norm PE (x)	9.1	9.1	9.0	8.8
EV/EBITDA (x)	10.9	9.3	9.9	10.5
P/BV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
Div yield (%)	3.4	3.5	3.5	3.5
ROE (%)	7.9	7.4	7.1	6.9
Net D/E (%)	51.0	44.3	38.6	33.9

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Based on 14 July 2026 closing prices

Super El Niño impacts

- We downgrade CKP to SELL (from Buy) due to looming concerns over the potential emergence of a “Super El Niño” phenomenon from 2H26F, while CKP itself offers a limited growth outlook with no new capacity additions in the pipeline until 2033F.
- We see its 9x 2027F PE as unattractive against our projected EPS CAGR of only 1% over 2027-29F and a dividend yield of just 3.5%.
- This is despite us maintaining our earnings forecasts based on mean-average hydropower output through the emerging drought and rainfall shortages from El Niño.
- We cut our DCF-derived SOTP-based 12-month TP to Bt2.3/share (from Bt5.0), after rolling over to a 2027F base year, reflecting higher discount rates for its hydropower plants and a potential de-rating amid the muted earnings outlook.
- This already factors in potential capacity of 700MW of solar projects from the new PDP, which is relatively low vs. peers as we believe CKP is less active than other operators in bidding for domestic projects.

Ex 18: EA TB – SELL, Price Bt3.14, TP Bt1.00

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	13,098	12,566	11,886	11,908
Net profit	(4,857)	1,820	1,053	702
Norm profit	1,392	1,820	1,053	702
Norm EPS (Bt)	0.4	0.5	0.3	0.2
Norm EPS grw (%)	(58.6)	30.7	(42.2)	(33.3)
Norm PE (x)	8.4	6.4	11.1	16.7
EV/EBITDA (x)	10.3	6.5	6.8	6.3
P/BV (x)	0.4	0.3	0.3	0.3
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	4.3	5.4	3.0	1.9
Net D/E (%)	136.4	123.9	109.3	91.8

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Based on 14 July 2026 closing prices

Not yet out of the woods

- We maintain our SELL rating on EA, as the company remains mired in its debt restructuring, while its battery and commercial electric vehicle (CEV) production plants have yet to experience sustainable recurring demand.
- Moreover, EA now faces a new regulatory risk of contract renegotiations for adders-based PPAs, cutting tariff rates and shortening contract lives, which comprise 100% of its renewable power portfolio.
- We assign potential 500MW of solar and 200MW of wind contracts from the new PDP to EA, which comprises a meaningful Bt0.8/share of value in our rolled-over DCF-derived SOTP-based 12-month TP (2027F base year) of Bt1.0/share, given that its gearing capacity theoretically remains sufficient to fund these new investments.
- That said, pursuing these opportunities would likely require approval from its lenders under the restructuring process.

Ex 19: EGCO TB – BUY, Price Bt125.50, TP Bt160.00

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	32,086	30,201	29,554	29,537
Net profit	4,727	9,003	9,497	9,689
Norm profit	6,352	9,003	9,497	9,689
Norm EPS (Bt)	12.1	17.1	18.0	18.4
Norm EPS grw (%)	(44.4)	41.7	5.5	2.0
Norm PE (x)	10.4	7.3	7.0	6.8
EV/EBITDA (x)	30.5	23.2	23.0	21.2
P/BV (x)	0.7	0.6	0.6	0.6
Div yield (%)	5.2	5.2	5.2	5.2
ROE (%)	6.2	8.8	8.8	8.5
Net D/E (%)	69.5	58.4	47.7	38.0

Sources: Company data, ttb wealth estimates
Based on 14 July 2026 closing prices

Winning capacity potential; limited downside

- We maintain our BUY call on EGCO, mainly as we see its valuation as undemanding at 7x PE with a 5% dividend yield in 2027F.
- We expect the release of the new PDP to become a share price catalyst for EGCO as the plan should unlock growth opportunities for the company after its project development pipeline has been depleted.
- Supported by its lean balance sheet with no investment burden from committed projects, we assign a sizable 2.75GW of potential contracts for EGCO from the new PDP over the next decade, comprising 1.8GW of solar, 0.7GW of wind, and 250MW of gas, adding Bt31/share to our new DCF-derived SOTP-based 12-month TP (2027F) of Bt160/share.
- We emphasize EGCO's key competitive edge of holding large development-ready land plots from its expired power plants, which can be redeveloped for coming IPP contract bids, either by the company itself or through partnerships.

Ex 20: GPSC TB – BUY, Price Bt49.00, TP Bt65.00

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	84,916	84,316	79,413	79,066
Net profit	6,399	5,258	6,780	8,675
Norm profit	5,005	5,258	6,780	8,675
Norm EPS (Bt)	1.8	1.9	2.4	3.1
Norm EPS grw (%)	21.7	5.0	29.0	27.9
Norm PE (x)	27.6	26.3	20.4	15.9
EV/EBITDA (x)	12.8	13.3	11.4	10.8
P/BV (x)	1.3	1.3	1.3	1.2
Div yield (%)	3.0	3.1	3.2	4.1
ROE (%)	4.7	5.0	6.4	7.9
Net D/E (%)	83.9	74.9	62.6	55.9

Sources: Company data, ttb wealth estimates
Based on 14 July 2026 closing prices

Among major new PDP beneficiaries

- We reaffirm our BUY rating on GPSC and raise our DCF-derived SOTP-based 12-month TP to Bt65 (from Bt48) after rolling over to a 2027F base year and factoring in sizable 3.6GW potential new contracts from the new PDP over the next decade: 3.6GW of solar, 1.4GW of wind, and 500MW of gas, comprising Bt11.6/share of our new TP.
- GPSC's strong growth potential from the new PDP is supported by its light balance sheet of 0.7x net D/E as of 2026F alongside a decent earnings growth outlook of 25% CAGR over 2027-29F, driven by an SPP margin recovery, improving operations at the CFXD offshore wind project in Taiwan, and expanding solar capacity in India.
- We thus see GPSC's 20x 2027F PE as still attractive, implying a PEG ratio below 1.0x.
- In addition to new capacity from the new PDP, we expect GPSC to benefit from potential IPP contract extensions under the plan, given that its two major gas-fired IPP projects, totaling 1.0GW in equity capacity, are set to expire over 2028-33.

Ex 21: GULF TB – BUY, Price Bt63.25, TP Bt75.00

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	129,667	138,516	141,873	145,907
Net profit	86,562	35,035	39,732	44,131
Norm profit	28,777	35,035	39,732	44,131
Norm EPS (Bt)	1.9	2.3	2.7	3.0
Norm EPS grw (%)	30.5	21.7	13.4	11.1
Norm PE (x)	32.8	27.0	23.8	21.4
EV/EBITDA (x)	47.4	44.0	39.6	35.0
P/BV (x)	2.8	2.6	2.5	2.4
Div yield (%)	0.0	2.2	2.5	2.8
ROE (%)	8.6	10.1	10.8	11.4
Net D/E (%)	84.7	78.2	79.0	78.6

Sources: Company data, ttb wealth estimates
Based on 14 July 2026 closing prices

Likely the PDP ‘champion’

- We reaffirm our BUY call on GULF as our top pick in the Thai utilities sector, as we expect the company to be the PDP “champion”, winning the largest share of new contracts from the plan, supported by its much more competitive edge compared to its peers in both operational scale and financial capacity.
- We assign a total of 15.5GW of winning capacity for GULF over the next decade, comprising 9.0GW of solar, 3.5GW of wind, and 3.0GW of gas. These add Bt8.2/share to our DCF-derived, SOTP-based 12-month TP (2027F base year) of Bt75.0/share.
- Our TP also includes another Bt4.7/share from the potential development of 1.0GW data center projects, in addition to the 164MW projects under JVs now under construction, backed by GULF’s expertise in securing land plots with grid accessibility, its role as a captive electricity supplier, and nationwide connectivity network via its stake in Advanced Info Service (ADVANC TB, BUY, Bt382.0).
- Together with strong growth prospects from its developing cloud-based AI services business and fully integrated LNG infrastructure platform, we see GULF’s premium 1.9x PEG (24x 2027F PE vs. a 13% EPS CAGR over 2027-29F) as still attractive.

Ex 22: GUNKUL TB – BUY, Price Bt4.86, TP Bt5.40

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	8,203	11,056	11,157	11,423
Net profit	1,769	1,989	2,066	2,550
Norm profit	1,761	1,989	2,066	2,550
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.3
Norm EPS grw (%)	10.1	12.9	3.9	23.5
Norm PE (x)	24.5	21.7	20.9	16.9
EV/EBITDA (x)	20.0	18.6	19.5	19.9
P/BV (x)	3.1	2.9	2.7	2.5
Div yield (%)	2.5	2.5	2.5	2.5
ROE (%)	12.6	13.6	13.3	15.2
Net D/E (%)	77.7	115.6	125.3	131.5

Sources: Company data, ttb wealth estimates
Based on 14 July 2026 closing prices

Unique transmission investment play

- We reiterate our BUY on GUNKUL with a sizable upgrade to our DCF-derived SOTP-based 12-month TP to Bt5.40 (from Bt2.70), which is supported by three key factors.
- First, we incorporate its recent investment in 784MW equity-capacity of a floating Philippine solar project.
- Second, we assign 1.5GW of new contracts from the new PDP to GUNKUL, comprising 1.0GW of solar and 0.5GW of wind, implying a 3% share of total new capacity vs. its track record of winning a 17% share in the renewable bids in 2023, capped by its tight balance sheet.
- Third, we roll over our valuation to a 2027F base year and raise our earnings estimates by 24/22% in 2028-29F to reflect the Philippines solar project and a stronger- and longer-than-expected upcycle in its EPC business.
- In addition to its growth potential in power generation, which is partially capped by its balance-sheet capacity, GUNKUL offers a unique characteristic as a play on the surging investment required for Thailand’s national transmission system.

Ex 23: RATCH TB – BUY, Price Bt37.25, TP Bt43.50

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	27,082	44,474	44,243	43,499
Net profit	6,220	6,733	7,688	8,672
Norm profit	6,187	6,733	7,688	8,672
Norm EPS (Bt)	2.8	3.1	3.5	4.0
Norm EPS grw (%)	4.3	8.8	14.2	12.8
Norm PE (x)	13.1	12.0	10.5	9.3
EV/EBITDA (x)	26.8	16.0	14.6	12.8
P/BV (x)	0.9	0.8	0.8	0.8
Div yield (%)	4.3	4.3	4.3	4.3
ROE (%)	6.5	7.1	7.8	8.4
Net D/E (%)	83.3	89.3	89.2	81.8

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Based on 14 July 2026 closing prices

Ex 24: WHAUP TB – SELL, Price Bt8.25, TP Bt7.20

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	3,194	3,615	4,153	4,648
Net profit	1,016	1,154	1,568	1,682
Norm profit	1,221	1,154	1,568	1,682
Norm EPS (Bt)	0.3	0.3	0.4	0.4
Norm EPS grw (%)	119.9	(5.5)	35.9	7.3
Norm PE (x)	25.8	27.3	20.1	18.8
EV/EBITDA (x)	31.7	28.0	24.9	22.7
P/BV (x)	2.3	2.3	2.2	2.1
Div yield (%)	3.1	3.1	3.1	3.1
ROE (%)	9.0	8.5	11.2	11.5
Net D/E (%)	112.5	138.8	145.3	147.5

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Based on 14 July 2026 closing prices

The PDP dark horse

- We maintain our BUY rating on RATCH with a significant TP increase to Bt43.5/share (from Bt35.0), as we believe the market continues to overlook the company's two sizable opportunities to be unlocked by the new PDP.
- First, we assign 2.75GW of new contracts, i.e., 1.8GW of solar, 0.7GW of wind, and 250MW of gas, supported by its lean balance sheet at 0.9x net D/E in 2026F and its structural competitive edge of secured land plots from expired power plants, which are ready to develop new IPP projects at lower costs than greenfield sites.
- Second, RATCH has two large-scale IPP projects, totaling 2.8GW in equity capacity, whose contracts we assume are renewed under the PDP for another 10 years.
- We see RATCH's 11x 2027F PE with over 4% dividend yield as highly attractive against its sizable PDP opportunities and a 9% EPS CAGR from existing projects over 2027-29F.

Overhyped data center opportunities

- We downgrade WHAUP to SELL (from Buy) following its strong 92% share price run-up since early March.
- We suggest taking profit on WHAUP, as we see its 20x 2027F PE as already demanding, likely inflated by the hype around demand for its power and water services from data center customers.
- We estimate only a 16% EPS CAGR for WHAUP over 2027-29F, implying a slight premium for its PEG ratio at 1.3x with dividend yield now down to just 3%. This is even though we already include a potential third hyperscale data center customer in our numbers, on top of its two secured clients.
- Our downgrade comes despite us lifting our DCF-derived SOTP-based 12-month TP to Bt7.2/share (from Bt6.5) after rolling over our valuation base year to 2027F and assigning 700MW of solar and 150MW of new gas contracts from the new PDP to WHAUP, which is worth Bt1.1/share in the new TP.

Ex 25: Key Assumptions Comparison

		BCPG	BGRIM	CKP	EA	EGCO	GPSC	GULF	GUNKUL	RATCH	WHAUP	Industry
Rating		BUY	BUY	SELL	SELL	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	SELL	
Target price (Bt)	ttb wealth	11.00	25.00	2.30	1.00	160.00	65.00	75.00	5.40	43.50	7.20	
	Consensus	8.86	18.09	3.03	na	131.09	47.57	73.53	4.68	34.80	6.99	
Consensus rec.	BUY	10	13	8	0	6	14	24	9	7	9	
	HOLD	3	6	2	1	6	6	0	1	4	0	
	SELL	0	0	2	0	1	1	0	0	1	0	
Sales (Bt m)	2025	3,555	55,388	10,107	13,098	32,086	84,916	129,667	8,203	27,082	3,194	367,295
	2026F	3,457	58,062	10,710	12,566	30,201	84,316	138,516	11,056	44,474	3,615	396,973
	2027F	3,557	55,502	9,598	11,886	29,554	79,413	141,873	11,157	44,243	4,153	390,936
	2028F	4,069	57,095	9,276	11,908	29,537	79,066	145,907	11,423	43,499	4,648	396,430
Norm profits (Bt m)	2025	1,773	2,141	2,311	1,392	6,352	5,005	28,777	1,761	6,187	1,221	56,920
	2026F	2,035	1,939	2,326	1,820	9,003	5,258	35,035	1,989	6,733	1,154	67,292
	2027F	1,612	3,164	2,361	1,053	9,497	6,780	39,732	2,066	7,688	1,568	75,520
	2028F	2,086	3,352	2,395	702	9,689	8,675	44,131	2,550	8,672	1,682	83,935
Sales growth (%)	2025	(17.8)	(0.8)	(1.0)	(27.7)	(20.4)	(6.4)	7.3	(13.2)	(18.3)	40.6	(5.8)
	2026F	(2.7)	4.8	6.0	(4.1)	(5.9)	(0.7)	6.8	34.8	64.2	13.2	11.6
	2027F	2.9	(4.4)	(10.4)	(5.4)	(2.1)	(5.8)	2.4	0.9	(0.5)	14.9	(0.8)
	2028F	14.4	2.9	(3.4)	0.2	(0.1)	(0.4)	2.8	2.4	(1.7)	11.9	2.9
Norm EPS growth (%)	2025	58.7	0.0	82.3	(58.6)	(44.4)	21.7	30.5	10.1	4.3	119.9	22.5
	2026F	14.8	(16.6)	0.7	30.7	41.7	5.0	21.7	12.9	8.8	(5.5)	11.4
	2027F	(20.8)	120.3	1.5	(42.2)	5.5	29.0	13.4	3.9	14.2	35.9	16.1
	2028F	29.5	8.4	1.4	(33.3)	2.0	27.9	11.1	23.5	12.8	7.3	9.1
Operating margin (%)	2025	22.9	13.5	23.0	14.0	6.1	10.7	16.4	34.6	22.0	28.2	19.1
	2026F	20.2	11.7	26.2	37.7	7.9	10.1	16.1	30.6	18.9	31.0	21.1
	2027F	20.0	15.2	24.4	31.7	7.0	12.9	18.1	30.3	23.5	31.2	21.4
	2028F	25.1	15.1	21.3	29.2	7.2	15.6	20.0	30.5	27.3	31.3	22.3
ROE (%)	2025	6.0	6.2	7.9	4.3	6.2	4.7	8.6	12.6	6.5	9.0	7.2
	2026F	7.1	5.9	7.4	5.4	8.8	5.0	10.1	13.6	7.1	8.5	7.9
	2027F	5.5	9.8	7.1	3.0	8.8	6.4	10.8	13.3	7.8	11.2	8.4
	2028F	7.0	10.4	6.9	1.9	8.5	7.9	11.4	15.2	8.4	11.5	8.9
Dividend yield (%)	2025	1.4	2.2	3.4	0.0	5.2	3.0	0.0	2.5	4.3	3.1	2.5
	2026F	4.9	2.3	3.5	0.0	5.2	3.1	2.2	2.5	4.3	3.1	3.1
	2027F	5.6	3.2	3.5	0.0	5.2	3.2	2.5	2.5	4.3	3.1	3.3
	2028F	6.3	3.4	3.5	0.0	5.2	4.1	2.8	2.5	4.3	3.1	3.5
P/BV (x)	2025	0.7	1.5	0.7	0.4	0.7	1.3	2.8	3.1	0.9	2.3	1.4
	2026F	0.7	1.5	0.7	0.3	0.6	1.3	2.6	2.9	0.8	2.3	1.4
	2027F	0.7	1.5	0.6	0.3	0.6	1.3	2.5	2.7	0.8	2.2	1.3
	2028F	0.7	1.5	0.6	0.3	0.6	1.2	2.4	2.5	0.8	2.1	1.3
Norm PE (x)	2025	11.7	40.6	9.1	8.4	10.4	27.6	32.8	24.5	13.1	25.8	20.4
	2026F	10.2	48.6	9.1	6.4	7.3	26.3	27.0	21.7	12.0	27.3	19.6
	2027F	12.8	22.1	9.0	11.1	7.0	20.4	23.8	20.9	10.5	20.1	15.8
	2028F	9.9	20.4	8.8	16.7	6.8	15.9	21.4	16.9	9.3	18.8	14.5
EV/EBITDA (x)	2025	17.5	10.9	10.9	10.3	30.5	12.8	47.4	20.0	26.8	31.7	21.9
	2026F	20.7	12.2	9.3	6.5	23.2	13.3	44.0	18.6	16.0	28.0	19.2
	2027F	17.2	11.0	9.9	6.8	23.0	11.4	39.6	19.5	14.6	24.9	17.8
	2028F	15.6	10.8	10.5	6.3	21.2	10.8	35.0	19.9	12.8	22.7	16.6
Net D/E (x)	2025	0.7	1.9	0.5	1.4	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	1.1	1.0
	2026F	0.9	2.1	0.4	1.2	0.6	0.7	0.8	1.2	0.9	1.4	1.0
	2027F	0.6	2.1	0.4	1.1	0.5	0.6	0.8	1.3	0.9	1.5	1.0
	2028F	0.8	2.1	0.3	0.9	0.4	0.6	0.8	1.3	0.8	1.5	0.9

Sources: Company data, ttb wealth estimates, based on 14 July 2026 closing prices

Valuation Comparison

Ex 26: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div Yield	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	45.0	(29.8)	12.2	17.4	1.0	1.1	na	46.9	4.3	4.4
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	(22.6)	11.9	11.3	10.1	0.6	0.6	11.4	10.8	5.5	6.0
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	(8.9)	2.4	7.3	7.1	0.7	0.7	7.9	7.5	5.4	5.6
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	4.1	2.7	16.5	16.1	1.7	1.7	10.1	9.7	4.2	4.3
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	1.6	3.1	19.1	18.5	1.3	1.3	58.6	45.0	4.9	4.9
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(12.2)	1.0	7.8	7.7	1.0	0.9	10.0	9.7	6.0	6.2
Tata Power	TPWR IN	India	1.3	12.9	28.8	25.5	3.1	2.8	13.3	11.6	0.7	0.7
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	12.4	5.4	17.3	16.4	1.6	1.5	7.5	7.1	3.8	3.9
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(21.2)	na	15.5	na	1.5	1.4	8.7	7.9	2.5	2.5
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	(27.9)	14.0	20.1	17.7	1.6	1.5	11.7	10.6	1.8	1.9
Manila Electric	MER PM	Philippines	8.9	10.1	11.8	10.7	3.3	3.1	10.4	9.2	5.0	5.4
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	14.8	(20.8)	10.2	12.8	0.7	0.7	20.7	17.2	4.9	5.6
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(16.6)	120.3	48.6	22.1	1.5	1.5	12.2	11.0	2.3	3.2
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	34.3	4.0	8.3	8.0	0.7	0.6	12.3	10.1	5.0	5.0
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	0.7	1.5	9.1	9.0	0.7	0.6	9.3	9.9	3.5	3.5
Energy Absolute Pcl*	EA TB	Thailand	30.7	(42.2)	6.4	11.1	0.3	0.3	6.5	6.8	0.0	0.0
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	41.7	5.5	7.3	7.0	0.6	0.6	23.2	23.0	5.2	5.2
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	5.0	29.0	26.3	20.4	1.3	1.3	13.3	11.4	3.1	3.2
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	21.7	13.4	27.0	23.8	2.6	2.5	44.0	39.6	2.2	2.5
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	12.9	3.9	21.7	20.9	2.9	2.7	18.6	19.5	2.5	2.5
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	8.8	14.2	12.0	10.5	0.8	0.8	16.0	14.6	4.3	4.3
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	(5.5)	35.9	27.3	20.1	2.3	2.2	28.0	24.9	3.1	3.1
Average			5.9	9.4	16.9	14.9	1.5	1.4	16.9	16.5	3.6	3.8

Source: Bloomberg

Note: * ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS

Based on 14 July 2026 closing prices

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	2.1	7.9	42.2	29.1	—	—	—	—
Utilities	13.4	31.5	55.7	39.2	11.3	23.6	13.5	10.1
BCPG TB	10.0	5.9	7.5	5.9	7.9	(2.0)	(34.7)	(23.2)
BGRIM TB	27.5	59.7	74.3	34.8	25.4	51.8	32.1	5.7
CKP TB	13.0	13.0	3.2	7.4	10.9	5.1	(39.0)	(21.6)
EA TB	8.2	12.6	18.4	10.1	6.1	4.6	(23.8)	(19.0)
EGCO TB	(0.6)	18.0	29.8	16.3	(2.7)	10.1	(12.5)	(12.8)
GPSC TB	19.5	41.0	na	na	17.4	33.1	na	na
GULF TB	(1.2)	6.3	57.2	57.2	(3.3)	(1.6)	14.9	28.1
GUNKUL TB	19.7	102.5	205.7	155.8	17.6	94.6	163.4	126.7
RATCH TB	24.2	24.2	49.6	26.3	22.1	16.3	7.4	(2.8)
WHAUP TB	38.7	83.3	157.8	96.4	36.5	75.4	115.6	67.3

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ลักษณะ Defensive เนื่องจากรายได้ถูกกำหนดไว้แล้วแน่นอนตามสัญญา PPAs
- สามารถผลักภาระราคาเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้นให้แก่ลูกค้าได้หมดตามสัญญา PPAs สำหรับ IPPs ขณะที่ SPPs ผลักได้บางส่วนตามสูตร

O — Opportunity

- การประกาศใช้แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าฉบับใหม่ (PDP 2026) จะปลดล็อกการเปิดประมูลและการทำสัญญารับซื้อไฟฟ้าจากภาครัฐในวงเงินขนาดใหญ่
- ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าของไทยมีศักยภาพในการแข่งขันสูง ในการคว้าโอกาสการลงทุนทั้งในประเทศเพื่อนบ้านและภูมิภาคอาเซียน
- ภาครัฐมีนโยบายสนับสนุนและอุดหนุนการพัฒนาพลังงานหมุนเวียน ซึ่งเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตของอุตสาหกรรมในระยะยาว

W — Weakness

- ค่าไฟส่วนใหญ่ของโครงการ IPPs ถูกกำหนดให้อยู่ในระดับสูงในช่วงต้นสัญญา และลดลงในช่วงปลายสัญญา
- การปรับค่า Ft บางครั้งถูกแทรกแซงโดยภาครัฐ

T — Threat

- ชุมชนท้องถิ่นอาจประท้วงต่อต้านโครงการใหม่
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับข้อกั่วงวลด้านสิ่งแวดล้อม

REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Hong Kong	1.2	(1.5)	12.4	12.8	1.1	1.0	19.6	21.6	5.0	5.2
India	1.3	12.9	28.8	25.5	3.1	2.8	13.3	11.6	0.7	0.7
Malaysia	(12.2)	9.7	17.7	17.1	1.6	1.5	9.3	8.5	2.7	2.8
Philippines	8.9	10.1	11.8	10.7	3.3	3.1	10.4	9.2	5.0	5.4
Thailand	13.5	15.0	18.6	15.1	1.3	1.3	18.6	17.1	3.3	3.4
Average	2.5	9.2	17.8	16.2	2.1	1.9	14.2	13.6	3.3	3.5

Sources: Bloomberg Consensus
Note: * ttb wealth estimate – using normalized EPS and simple average calculation
Based on 14 July 2026 closing prices

BUY (Unchanged)

TP: Bt 25.00 (From: Bt 20.00)

Change in Numbers
Upside : 31.6%

B.Grimm Power Pcl (BGRIM TB)

อัตราเติบโตสูงสุดพุ่งด้วย upside จาก PDP

เราคงแนะนำ "ซื้อ" BGRIM และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 25 บาท หลังรวมโอกาสในการได้สัญญาขายไฟฟ้าอีก 1.75GW ในช่วง 10 ปีข้างหน้า และคาด EPS โตเฉลี่ย 48% ต่อปีในช่วงปี 2027-29F จากอัตรากำลัง SPP ที่ฟื้นตัว และการ COD โครงการ Nakwol ทำให้เราชอบ BGRIM มาเป็นอันดับสองในกลุ่มฯ

รวมโอกาสจาก PDP และยังแนะนำ "ซื้อ"

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BGRIM และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 25 บาท หลังปรับมาในปีฐาน 2027F (จากเดิม 20 บาท) 1) เรามองว่า BGRIM จะได้ส่วนแบ่ง 3% จากสัญญาไฟฟ้ารวม 55GW ที่เราคาดว่าจะประมูลออกมาภายในปี 2035F ซึ่งเพิ่มมูลค่าให้ราคาเป้าหมายของเรา 4.9 บาท/หุ้น (ดูบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภค "โอกาสการเติบโตจาก PDP-2026" วันที่ 15 กรกฎาคม 2026 สำหรับวิธีประเมินมูลค่าของเรา) 2) เราคาดอัตราการเติบโต EPS แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มฯ ในระยะสั้น โดยคาดเติบโตเฉลี่ย 48% ต่อปีในช่วงปี 2027-29F หนุนโดยอัตรากำลัง SPP ที่ฟื้นตัว และการทยอย COD โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่ง Nakwol ในเกาหลีใต้ และ 3) บนแนวโน้มกำไรที่แข็งแกร่งและยังมี upside จากการประกาศ PDP ใหม่ ซึ่งน่าจะเป็นช่วงปลายปีนี้ เรามองว่า PE ที่ 22 เท่าของ BGRIM ในปี 2027F นั้นยังน่าสนใจมาก โดยคิดเป็น PEG ที่ต่ำกว่า 0.5 เท่า บนประมาณการของเรา

โอกาสได้สัญญาเพิ่มอีก 1.75GW แม้สถานะงบดุลตึงตัว

เราคาดว่า BGRIM จะได้สัญญาการผลิตไฟฟ้าอีก 1.75GW จากการประมูลของรัฐบาลในช่วง 10 ปีข้างหน้า คิดเป็น 3% ของโควตาทั้งหมดที่เราคาดว่าจะได้ 55GW แบ่งเป็นสัญญาโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ 250MW พลังงานแสงอาทิตย์ 1.0GW และพลังงานลมอีก 0.5GW ซึ่งเรามองว่าต่ำกว่าความสามารถการแข่งขันจริงของบริษัท เนื่องจากโอกาสการเติบโตนี้ถูกจำกัดไว้ด้วยสถานะทางการเงินที่ตึงตัวของ BGRIM โดยเราประเมินว่าบริษัทจะก่อหนี้ได้เพิ่มเพียง 7.4 หมื่นลบ. ในปี 2035F อิงจากประมาณการอัตราส่วนหนี้สินสุทธิที่เราคาดอยู่ที่ 0.8 เท่า บนฐานทุน 3.5 หมื่นลบ.

EPS โตเฉลี่ย 48% ต่อปีในช่วงปี 2027-29F

เราคาด EPS ของ BGRIM จะเติบโตได้ 120/8/38% ในช่วงปี 2027-29F โดยการเติบโตที่แข็งแกร่งในปี 2027F ได้แรงหนุนจาก 1) อัตรากำลัง Spark Margin จากการขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรม (IU) ฟื้นตัวเป็น 1.24 บาท/หน่วยจากที่ลดเหลือเพียง 0.91 บาท/หน่วย ในปี 2026F ด้วยราคาเชื้อเพลิงเริ่มลดลงหลังสงครามตะวันออกกลางคลี่คลาย 2) การเริ่มใช้ไฟฟ้าจากลูกค้าค้าขายเซมิคอนดักเตอร์สองรายรวม 140MW และ 3) การรับรู้กำไรเต็มปีจากโรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่ง Nakwol-1 ในเกาหลีใต้ กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 179MW ส่วนการเติบโตในปี 2028F มาจากปริมาณการขายไฟฟ้าให้ IU ที่เพิ่มขึ้น 5% ส่วนการเริ่ม COD โครงการ Nakwol-2 (184MW) จะยกฐานกำไรของ BGRIM ขึ้นไปอีกในปี 2029F

แผนการระดมทุนจากการแบ่งขายสินทรัพย์

BGRIM มีแผนการขายสินทรัพย์ออกบางส่วนเพื่อระดมเงินทุนมาสนับสนุนกลยุทธ์การลงทุนเชิงรุก โดยเรามองว่าไม่ได้เป็นเรื่องน่ากังวลแล้ว แม้จะส่งผลกระทบต่อผลกำไรในระยะสั้น เนื่องจากเราเชื่อว่าแผนดังกล่าวเป็นที่รับรู้กันในตลาดแล้ว จึงไม่น่าจะสร้างแรงกดดันต่อราคาหุ้นเมื่อเกิดขึ้นจริง ในทางกลับกันเรามองว่าแผนระดมทุนดังกล่าว ไม่ว่าจะเป็นการขายสินทรัพย์พลังงานทดแทน หรือการขายธุรกิจ SPP ออกบางส่วน จะช่วยปลดล็อกศักยภาพของ BGRIM ให้คว้าโอกาสจาก PDP ใหม่ได้มากขึ้น รวมถึงการลงทุนพลังงานทดแทนในต่างประเทศที่บริษัทมุ่งมั่นอยู่


NUTTAPOP PRASITSUKSANT

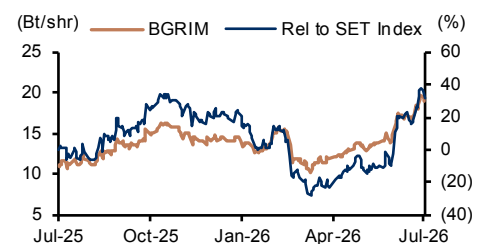
662-779-9119

nuttapol.pra@ttbwealth.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	55,388	58,062	55,502	57,095
Net profit	1,675	1,939	3,164	3,352
Consensus NP	—	2,070	2,527	2,802
Diff frm cons (%)	—	(6.3)	25.2	19.6
Norm profit	2,141	1,939	3,164	3,352
Prev. Norm profit	—	1,939	3,164	3,352
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	0.47	0.39	0.86	0.93
Norm EPS grw (%)	0.0	(16.6)	120.3	8.4
Norm PE (x)	40.6	48.6	22.1	20.4
EV/EBITDA (x)	10.9	12.2	11.0	10.8
P/BV (x)	1.5	1.5	1.5	1.5
Div yield (%)	2.2	2.3	3.2	3.4
ROE (%)	6.2	5.9	9.8	10.4
Net D/E (%)	193.1	213.6	212.5	208.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 14-Jul-26 (Bt)	19.00
Market Cap (US\$ m)	1,477.3
Listed Shares (m shares)	2,606.9
Free Float (%)	31.6
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	9.9
12M Price H/L (Bt)	19.60/10.30
Sector	Utilities
Major Shareholder	B.Grimm Group 39.29%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

Ex 1: Our DCF-derived Sum-Of-The-Parts (SOTP)-Based 12-month TP Calculation

	Valuation method	WACC (%)	Value per BGRIM share (Bt)
Gas-fired SPP plants	DCF	7.0-10.0%	20.8
(ABP, ABPR, BPLC, BPWHA, BIP, BPAM, BGPAT, UVBGP, BGPR, U-Tapao)			
Renewable projects			15.5
Solar - Thailand	DCF	5.6%	2.9
Solar - Vietnam	DCF	7.2%	1.3
Solar - Malaysia	DCF	6.1%	0.2
Solar - Cambodia	DCF	7.2%	0.2
Wind - Thailand	DCF	6.8%	0.3
Hydro - Laos	DCF	9.4%	0.8
Hydro - US	DCF	6.5%	1.5
Renewables - South Korea	DCF	5.1%	7.7
Other renewables oversea	DCF	6.0-7.2%	0.6
Datacenter business	DCF	7.1%	1.3
(+) PDP-2026 opportunities			4.9
- Solar 1.0GW			0.7
- Wind 0.5GW			2.0
- Gas 250MW			2.3
Net debt & others			(12.3)
(-) Perpetual bond			(5.2)
Grand total			25.0

Source: ttb wealth estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BGRIM ก่อตั้งขึ้นในปี 1993 เป็นหนึ่งในบริษัทย่อยของกลุ่ม B.Grimm โดยมุ่งเน้นการลงทุนในธุรกิจสาธารณูปโภคและโครงการผลิตไฟฟ้า และเป็นหนึ่งในผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) โดยจัดหาและผลิตไฟฟ้าและไอน้ำสำหรับเพื่อขายให้โครงข่ายไฟฟ้าแห่งชาติ และลูกค้าอุตสาหกรรมกว่า 200 ราย ในหลายนิคมอุตสาหกรรม และกำลังมีแผนขยายธุรกิจไฟฟ้าไปในเวียดนามและลาว บริษัทฯ มีเป้าหมายที่จะขยายกำลังการผลิตติดตั้งทั้งหมดเป็น 10GW ภายในปี 2030 จาก 4.2GW ในปี 2025 ซึ่งกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานทดแทนเป็นปัจจัยที่บริษัทฯ ให้ความสนใจ

Source: ttb wealth

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีทีมวิศวกรที่มีทักษะและประสบการณ์ด้านธุรกิจไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซมานานกว่า 20 ปี
- ได้รับประโยชน์ผ่านความสัมพันธ์ของกลุ่ม B.Grimm และพันธมิตรเชิงกลยุทธ์

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไฟฟ้าในประเทศเพื่อนบ้านและเอเชีย
- การเปิดเสรีของอุตสาหกรรมไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นเปิดโอกาสสำหรับธุรกิจใหม่เช่น สมาร์ทกริด และการซื้อขายแบบ peer-to-peer

CONSENSUS COMPARISON

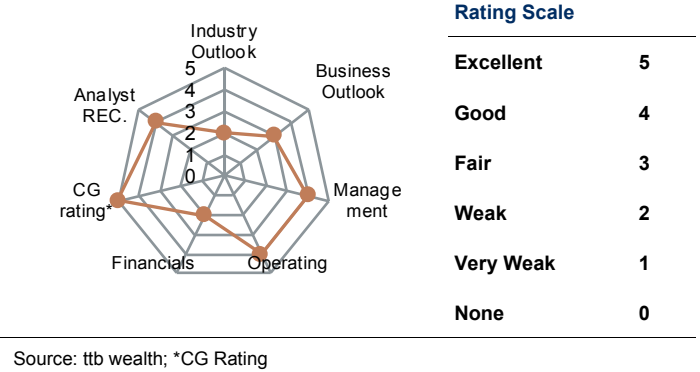
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	18.09	25.00	38%
Net profit 26F (Bt m)	2,070	1,939	-6%
Net profit 27F (Bt m)	2,527	3,164	25%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2027F ของเราสูงกว่าประมาณการเฉลี่ยของ Bloomberg consensus อยู่ 25% ซึ่งน่าจะเป็นผลจากการที่เราคาดว่าอัตรากำไรของธุรกิจ SPP จะฟื้นตัวได้เร็วกว่าที่ตลาดคาดการณ์ถึงคาดว่าโครงการ Nakwol จะรับรู้กำไรได้สูงกว่าในปีแรกของการดำเนินงาน
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 38% ซึ่งนอกจากจะเป็นเพราะมุมมองเชิงบวกที่เรามองโครงการที่มีอยู่ของ BGRIM แล้ว เรายังได้คำนึงถึงโอกาสจาก PDP ในตัวเลขของเราด้วย

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

COMPANY RATING



W — Weakness

- อัตราหนี้สินทางการเงินของบริษัทดูค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับบริษัทในกลุ่มเดียวกัน แต่ยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าขีดจำกัดเป้าหมายของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ หลังจากการออกหุ้นกู้ perpetual bonds ชุดที่สองเมื่อต้นปี 2023

T — Threat

- ฟังพานโยบายของรัฐบาลในการปรับสมดุลระหว่างการส่งต่อต้นทุนเชื้อเพลิงสำหรับโรงไฟฟ้ากับผลกระทบด้านเงินเฟ้อที่อาจเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบจากธุรกิจในประเทศ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- เนื่องจากโครงการผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ (SPPs) ยังคงเป็นธุรกิจหลักของ BGRIM นโยบายลดราคาค่าไฟฟ้าในเชิงรุกของรัฐบาลชุดใหม่ และการเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานโลกที่มากกว่าที่คาดการณ์ไว้ ยังคงเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อตัวเลขของเรา
- ความต้องการใช้ไฟฟ้าจากผู้ใช้ในภาคอุตสาหกรรมที่อ่อนแอเกินกว่าที่คาดการณ์ไว้ เป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์ของเรา
- โครงการพลังงานแสงอาทิตย์ของ BGRIM ในเวียดนาม (446MW คิดเป็น 15% ของกำลังการผลิตทั้งหมด) ปัจจุบันมีความเสี่ยงด้านกฎระเบียบเกี่ยวกับการปรับราคาค่าไฟฟ้า หากราคาลดลงต่ำกว่า US\$0.07/kWh สำหรับโครงการใดโครงการหนึ่ง จะส่งผลกระทบต่อคาดการณ์กำไรระยะยาวและราคาเป้าหมายของเรา
- การพัฒนาที่ช้ากว่าที่คาดการณ์ไว้ และผลตอบแทนที่ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้จากขั้นตอนการขยายโครงการ Nakwol จะส่งผลกระทบต่อประเมินมูลค่าของเราเช่นกัน

Source: ttb wealth

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	55,853	55,388	58,062	55,502	57,095
Cost of sales	45,247	45,128	48,153	44,024	45,322
Gross profit	10,606	10,260	9,909	11,478	11,774
% gross margin	19.0%	18.5%	17.1%	20.7%	20.6%
Selling & administration expenses	2,502	2,776	3,093	3,047	3,145
Operating profit	8,104	7,483	6,815	8,430	8,628
% operating margin	14.5%	13.5%	11.7%	15.2%	15.1%
Depreciation & amortization	5,926	5,973	6,065	6,180	6,471
EBITDA	13,857	13,269	12,694	14,409	14,885
% EBITDA margin	24.8%	24.0%	21.9%	26.0%	26.1%
Non-operating income	1,170	1,413	1,161	1,110	1,142
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(5,231)	(5,033)	(5,325)	(5,553)	(5,683)
Pre-tax profit	4,043	3,863	2,652	3,988	4,087
Income tax	396	722	398	718	736
After-tax profit	3,647	3,141	2,254	3,270	3,351
% net margin	6.5%	5.7%	3.9%	5.9%	5.9%
Shares in affiliates' Earnings	40	388	926	1,627	1,846
Minority interests	(1,604)	(1,387)	(1,241)	(1,733)	(1,845)
Extraordinary items	(526)	(466)	0	0	0
NET PROFIT	1,557	1,675	1,939	3,164	3,352
Normalized profit	2,083	2,141	1,939	3,164	3,352
EPS (Bt)	0.27	0.29	0.39	0.86	0.93
Normalized EPS (Bt)	0.47	0.47	0.39	0.86	0.93

Earnings bottoming out in 2026F with recovering SPP margins and new capacity

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	46,426	41,220	40,388	37,565	35,049
Cash & cash equivalent	18,785	23,080	20,000	18,000	15,000
Account receivables	14,851	12,110	14,317	13,685	14,078
Inventories	1,059	1,120	1,055	965	993
Others	11,731	4,910	5,016	4,914	4,978
Investments & loans	15,542	21,138	31,145	33,737	38,566
Net fixed assets	92,118	88,665	85,137	87,011	85,456
Other assets	26,815	32,023	32,634	33,241	33,797
Total assets	180,901	183,046	189,304	191,553	192,869
LIABILITIES:					
Current liabilities:	31,514	23,915	32,867	32,502	32,577
Account payables	7,744	8,791	7,916	7,237	7,450
Bank overdraft & ST loans	7,668	1,764	6,273	6,337	6,291
Current LT debt	15,434	12,549	17,878	18,062	17,928
Others current liabilities	668	811	801	866	908
Total LT debt	92,650	104,098	101,308	102,349	101,594
Others LT liabilities	5,065	5,673	5,766	5,537	5,536
Total liabilities	129,229	133,686	139,942	140,388	139,707
Minority interest	15,585	15,924	17,165	18,898	20,743
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214
Share premium	9,644	9,644	9,644	9,644	9,644
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	15,464	13,356	13,356	13,356	13,356
Retained earnings	5,765	5,222	3,983	4,053	4,205
Shareholders' equity	36,086	33,436	32,197	32,267	32,419
Liabilities & equity	180,901	183,046	189,304	191,553	192,869

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	4,043	3,863	2,652	3,988	4,087
Tax paid	(396)	(722)	(398)	(718)	(736)
Depreciation & amortization	5,753	5,786	5,879	5,979	6,256
Chg In working capital	(5,276)	3,728	(3,018)	43	(208)
Chg In other CA & CL / minorities	409	1,694	809	1,794	1,825
Cash flow from operations	4,532	14,349	5,924	11,086	11,225
Capex	(3,867)	(2,224)	(2,241)	(7,743)	(4,591)
Right of use	(80)	(55)	(14)	1	64
ST loans & investments	2,913	5,982	0	0	0
LT loans & investments	(10,257)	(5,596)	(10,007)	(2,592)	(4,830)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(4,752)	(5,647)	(613)	(948)	(732)
Cash flow from investments	(16,043)	(7,540)	(12,875)	(11,281)	(10,089)
Debt financing	5,455	1,812	7,049	1,289	(935)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,801)	(2,041)	(3,178)	(3,094)	(3,201)
Warrants & other surplus	(1,798)	(2,284)	0	0	0
Cash flow from financing	1,856	(2,514)	3,871	(1,805)	(4,136)
Free cash flow	(11,511)	6,809	(6,951)	(195)	1,136

Majority of capex outflows
is for renewable
expansions overseas

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	40.6	40.6	48.6	22.1	20.4
Normalized PE - at target price (x)	53.4	53.4	64.0	29.0	26.8
PE (x)	71.3	65.6	48.6	22.1	20.4
PE - at target price (x)	93.8	86.3	64.0	29.0	26.8
EV/EBITDA (x)	10.6	10.9	12.2	11.0	10.8
EV/EBITDA - at target price (x)	11.7	12.1	13.4	12.1	11.8
P/BV (x)	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
P/BV - at target price (x)	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0
P/CFO (x)	10.9	3.5	8.4	4.5	4.4
Price/sales (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Dividend yield (%)	2.3	2.2	2.3	3.2	3.4
FCF Yield (%)	(23.2)	13.7	(14.0)	(0.4)	2.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.47	0.47	0.39	0.86	0.93
EPS	0.27	0.29	0.39	0.86	0.93
DPS	0.43	0.41	0.43	0.60	0.65
BV/share	13.84	12.83	12.35	12.38	12.44
CFO/share	1.74	5.50	2.27	4.25	4.31
FCF/share	(4.42)	2.61	(2.67)	(0.07)	0.44

Sources: Company data, ttb wealth estimates

22x 2027F PE looks
attractive given a strong
growth outlook

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	(2.2)	(0.8)	4.8	(4.4)	2.9
Net profit (%)	(17.6)	7.6	15.7	63.2	6.0
EPS (%)	(39.2)	8.8	34.8	120.3	8.4
Normalized profit (%)	1.0	2.8	(9.5)	63.2	6.0
Normalized EPS (%)	(7.1)	0.0	(16.6)	120.3	8.4
Dividend payout ratio (%)	161.4	142.2	110.1	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	19.0	18.5	17.1	20.7	20.6
Operating margin (%)	14.5	13.5	11.7	15.2	15.1
EBITDA margin (%)	24.8	24.0	21.9	26.0	26.1
Net margin (%)	6.5	5.7	3.9	5.9	5.9
D/E (incl. minor) (x)	2.2	2.4	2.5	2.5	2.4
Net D/E (incl. minor) (x)	1.9	1.9	2.1	2.1	2.1
Interest coverage - EBIT (x)	1.5	1.5	1.3	1.5	1.5
Interest coverage - EBITDA (x)	2.6	2.6	2.4	2.6	2.6
ROA - using norm profit (%)	1.2	1.2	1.0	1.7	1.7
ROE - using norm profit (%)	5.6	6.2	5.9	9.8	10.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.8	9.0	6.9	10.1	10.4
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	16.6	16.1	13.7	17.2	17.1
- leverage (x)	4.8	5.2	5.7	5.9	5.9
- interest burden (%)	43.6	43.4	33.2	41.8	41.8
- tax burden (%)	90.2	81.3	85.0	82.0	82.0
WACC (%)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
ROIC (%)	6.1	4.6	4.5	5.0	5.0
NOPAT (Bt m)	7,310	6,084	5,793	6,913	7,075
invested capital (Bt m)	133,054	128,767	137,657	141,015	143,231

Sources: Company data, ttb wealth estimates

*Recovering SPP
profitability is among its
major growth drivers*

SELL (From: BUY)**TP: Bt 2.30** (From: Bt 5.00)

Change in Recommendation

Downside : 11.5%

CK Power Pcl (CKP TB)

กังวลปรากฏการณ์ “Super El Niño”

เราปรับคำแนะนำ CKP ลงเป็น “ขาย” ด้วยมองว่าธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังน้ำจะเผชิญความเสี่ยงระยะสั้นจากปรากฏการณ์ “Super El Niño” ที่คาดต่อเนื่องไปถึงปีหน้า และมองว่า CKP มีบทบาทในการเข้าประมูลโครงการจาก PDP น้อยกว่าในกลุ่มฯ จึงมีผลบวกต่อราคาเป้าหมายของเราเพียงเล็กน้อย

ปรากฏการณ์ Super El Niño เป็นที่คาดหมายในวงกว้าง

หน่วยงานอุตุนิยมวิทยานำทั่วโลกหลายแห่งคาดว่า มีความเป็นไปได้สูงที่จะเกิดปรากฏการณ์ “Super El Niño” ตั้งแต่ช่วง 2H26F เช่น National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA) รายงานออกมาเมื่อเดือนพฤษภาคมว่ามีโอกาส 62% ที่จะเกิด El Niño ในช่วงเดือนมิถุนายน–สิงหาคม 2026 และมีโอกาสราว 1/3 ที่จะทวีความรุนแรงเป็น Super El Niño ในช่วงเดือนตุลาคม–ธันวาคม ประเด็นนี้มีความสำคัญต่อ CKP อย่างมากเนื่องจาก El Niño มักส่งผลให้เกิดภัยแล้งหรือปริมาณฝนต่ำกว่าปกติในพื้นที่ลุ่มแม่น้ำโขง ซึ่งโรงไฟฟ้าพลังน้ำหลัก 2 แห่งของบริษัทตั้งอยู่ และคิดเป็น 83% ของกำลังการผลิตที่ดำเนินงานแล้ว แม้เราคงประมาณการกำไรไว้บนสมมติฐานปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าทั้งสองยังอยู่ที่ระดับค่าเฉลี่ย แต่เราปรับเพิ่มอัตราส่วนคิดลด (discount rate) สำหรับโครงการไซยะบุรี (XPCL; กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 546MW) และน้ำงึม 2 (NN2; 283MW) เพื่อสะท้อนความเสี่ยงด้านปริมาณน้ำที่เพิ่มขึ้นในระยะสั้น

ขาดปัจจัยหนุนราคา

นอกเหนือจากความเสี่ยงด้านปริมาณน้ำแล้ว เรามองแนวโน้มการเติบโตของกำไรของ CKP จำกัด เนื่องจากยังไม่มีกำลังการผลิตใหม่เกิดขึ้นจนถึงปี 2033F ทำให้กำไรของบริษัทจะขึ้นอยู่กับสถานการณ์น้ำในภูมิภาคเพียงอย่างเดียว ซึ่งกำลังเผชิญความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นในระยะสั้น โดยแม้ธุรกิจ SPP จะฟื้นตัว จากอัตรากำไรที่ดีขึ้นหลังราคาพลังงานเริ่มกลับสู่ภาวะปกติ และปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้นหลังมีการหยุดดำเนินงานนอกแผนใน 1H26 เราคาด EPS เติบโตเฉลี่ยเพียง 1% ในปี 2027-29F

มองความเข้มข้นการเข้าประมูลสัญญาใหม่ต่ำกว่าเพื่อน

CKP มีส่วนร่วมในการประมูลโครงการใหม่ในประเทศที่น้อยกว่าคู่แข่ง โดยส่วนใหญ่เน้นการพัฒนาโครงการพลังงานน้ำขนาดใหญ่ โดยอาศัยธุรกิจก่อสร้างของกลุ่ม CK ซึ่งเป็นบริษัทแม่ โดย CKP ได้สัญญาโครงการพลังงานแสงอาทิตย์เพียง 6MW จากโควตาทั้งหมดเกือบ 5GW จากการประมูลในปี 2023 ทำให้เราคาด CKP จะได้สัญญาพลังงานแสงอาทิตย์เพิ่มอีกเพียง 0.7GW ซึ่งคิดเป็นประมาณ 2% ของสัญญาทั้งหมด 35GW ที่เราคาดจะเปิดประมูลในช่วง 10 ปีข้างหน้า ทำให้ราคาเป้าหมายของเราเพิ่มขึ้นเพียง 0.15 บาท/หุ้น ซึ่งน้อยที่สุดในกลุ่มฯทั้งในแง่จำนวนมูลค่าและสัดส่วนการเพิ่มขึ้นจากมูลค่าพื้นฐานเดิม

มองมูลค่าพื้นฐานไม่ได้น่าสนใจ

ด้วยแนวโน้มการเติบโตของกำลังการผลิตที่ต่ำ และความเสี่ยงจากปรากฏการณ์ El Niño ที่อาจกดดันกำไรระยะสั้น เรามองมูลค่าพื้นฐานของ CKP ที่แม้ปรับลงมาแล้วเหลือ PE เพียง 9 เท่าในปี 2027F นั้นยังไม่น่าสนใจ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนปันผลที่เพียง 3% ก็ไม่น่าจะช่วยหนุนราคาหุ้นได้มาก เราจึงปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 2.3 บาทต่อหุ้น (จาก 5.0 บาท) เพื่อสะท้อนความเสี่ยงด้านปริมาณน้ำที่เพิ่มขึ้นในระยะสั้น และโอกาสการเติบโตจาก PDP ใหม่ที่ต่ำที่สุดในกลุ่มฯ โดยความเสี่ยงด้านบวกที่สำคัญต่อมุมมองการลงทุนของเรา คือหากผลกระทบจาก El Niño ที่กำลังก่อตัวขึ้นนั้นน้อยกว่าที่เราคาด

**NUTTAPOP PRASITSUKSANT**

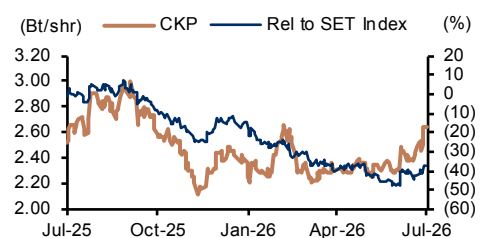
662-779-9119

nuttapol.pra@ttbwealth.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	10,107	10,710	9,598	9,276
Net profit	2,782	2,326	2,361	2,395
Consensus NP	—	1,662	1,812	1,856
Diff frm cons (%)	—	40.0	30.3	29.1
Norm profit	2,311	2,326	2,361	2,395
Prev. Norm profit	—	2,345	2,422	2,659
Chg frm prev (%)	—	(0.8)	(2.5)	(9.9)
Norm EPS (Bt)	0.28	0.29	0.29	0.29
Norm EPS grw (%)	82.3	0.7	1.5	1.4
Norm PE (x)	9.1	9.1	9.0	8.8
EV/EBITDA (x)	10.9	9.3	9.9	10.5
P/BV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
Div yield (%)	3.4	3.5	3.5	3.5
ROE (%)	7.9	7.4	7.1	6.9
Net D/E (%)	51.0	44.3	38.6	33.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of	14-Jul-26 (Bt)	2.60
Market Cap (US\$ m)		630.4
Listed Shares (m shares)		8,129.4
Free Float (%)		25.2
Avg. Daily Turnover (US\$ m)		0.6
12M Price H/L (Bt)		3.00/2.12
Sector		Utilities
Major Shareholder		CK Group 71.8%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

Ex 1: Our DCF-derived Sum-Of-The-Parts (SOTP)-Based 12-month TP Calculation

	Valuation method	WACC (%)	Value per CKP share (Bt)
Xayaburi (XPCL)	DCF	9.4%	2.25
Nam Ngum 2 (NN2)	DCF	10.3%	0.54
Bangpa-in Cogen (BIC)	DCF	10.6%	0.33
Solar farms / rooftop	DCF	6-10%	0.10
Total - existing capacity			3.22
Net debt			(1.62)
Plus: Developing project(s)			
Luang Prabang (LPCL)	DCF	7.9%	0.56
Plus: PDP-2026 opportunities			
- Solar 700MW			0.15
Total			2.30

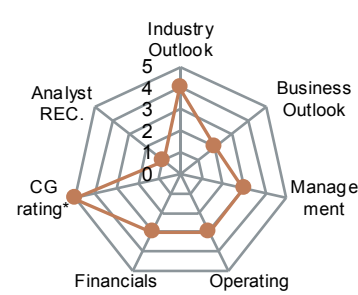
Source: ttb wealth estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน) (CKP) ถือหุ้น 71.8% โดย บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน) (CK) เพื่อการลงทุนในธุรกิจสาธารณูปโภค การลงทุนส่วนใหญ่ของ CKP จึงเป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำที่บริษัท มีความเชี่ยวชาญในการก่อสร้างโครงการ เช่น โครงการไซยะบุรี ขนาดกำลังการผลิตถือหิน 546MW และโรงไฟฟ้าน้ำจืด 2 อีก 283MW นอกจากนี้ CKP ยังดำเนินกิจการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ (BIC) ซึ่งขาย ไฟฟ้าที่ผลิตได้ส่วนใหญ่ให้การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) และบางส่วนเพื่อรองรับความต้องการใช้ไฟฟ้าจากภาคอุตสาหกรรม CKP กำลังพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำขนาดใหญ่ 1.5GW ในหลวง พระบาง (LPCL ซึ่ง CKP ถือหุ้น 50%)

Source: ttb wealth

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: ttb wealth; *CG Rating

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ได้เปรียบในการประมูลโครงการ เนื่องจากมี CK หนึ่งในผู้รับเหมา รายใหญ่ในประเทศไทย เป็นผู้ถือหุ้น
- มีความเชี่ยวชาญในการดำเนินงานโรงไฟฟ้าพลังน้ำ
- มีประสบการณ์และความสัมพันธ์ที่ดี ซึ่งน่าจะช่วยบริษัท ในการหา โครงการใหม่ในประเทศเพื่อนบ้าน

O — Opportunity

- โรงไฟฟ้าพลังน้ำยังคงเป็นแหล่งไฟฟ้าที่ต้นทุนถูกที่สุดสำหรับ ประเทศไทย จึงเป็นแรงจูงใจสำหรับรัฐบาลในการส่งเสริมการลงทุน ในโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำใหม่
- แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าใหม่ (PDP) มีแนวโน้มที่จะมาพร้อมกับ สัญญาซื้อขายไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนขนาดใหญ่ ซึ่งเป็นโอกาส สำหรับ CKP การร่วมประมูลเพื่อขยายกำลังการผลิต

W — Weakness

- CKP มีความมุ่งมั่นจะเน้นลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำ ซึ่งมี ระยะเวลาการคอยการลงทุนที่ยาวนานก่อนที่จะมีกระแสเงินสดเกิดขึ้น
- CKP มีความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ยอย่างมาก เนื่องจากมักจะมีหนี้สิน จำนวนมาก เพื่อนำไปใช้ในการลงทุนโรงไฟฟ้าพลังน้ำ
- CKP มีความเสี่ยงสูงจากการกระจุกตัวอยู่ในโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำ ซึ่งอ่อนไหวสูงต่อการเปลี่ยนแปลงตามวัฏจักรของสถานการณ์น้ำ

T — Threat

- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นอาจทำให้ผลตอบแทนสำหรับโครงการใหม่ลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	3.03	2.30	-24%
Net profit 26F (Bt m)	1,662	2,326	40%
Net profit 27F (Bt m)	1,812	2,361	30%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 2	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราสำหรับปี 2026-27F สูงกว่าตัวเลขของ Bloomberg consensus 40/30%
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า 24% ซึ่งอาจเป็นเพราะ เรากำหนดอัตราส่วนคิดลดที่สูงกว่าให้กับ CKP เพื่อสะท้อนถึงการ de-rate ที่อาจเกิดขึ้นจากแนวโน้มการเติบโตของกำไรในระยะสั้นที่ไม่สดใส

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความเสี่ยงด้านบวกที่สำคัญต่อการคาดการณ์ของเราคือ ผลกระทบจาก ปรากฏการณ์เอลนีโญต่อปริมาณน้ำในลุ่มแม่น้ำโขงในช่วงไม่กี่ปีข้างหน้า อาจต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้
- การลดลงของอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐฯ ที่เร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้ใน ปัจจุบันจะเป็นความเสี่ยงด้านบวกอันดับสองต่อการคาดการณ์กำไร ของเรา
- ต้นทุนการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำหลวงพระบาง (LPCL) ที่ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ ส่งผลให้ผลตอบแทนจากโครงการสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งจะเป็นอีกปัจจัยบวกระยะยาวต่อราคาเป้าหมายของเรา

Source: ttb wealth

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	10,212	10,107	10,710	9,598	9,276
Cost of sales	7,445	7,296	7,387	6,733	6,782
Gross profit	2,768	2,811	3,323	2,865	2,495
% gross margin	27.1%	27.8%	31.0%	29.8%	26.9%
Selling & administration expenses	465	485	516	519	523
Operating profit	2,302	2,326	2,808	2,345	1,972
% operating margin	22.5%	23.0%	26.2%	24.4%	21.3%
Depreciation & amortization	1,611	1,613	1,658	1,668	1,678
EBITDA	3,913	3,938	4,466	4,014	3,650
% EBITDA margin	38.3%	39.0%	41.7%	41.8%	39.3%
Non-operating income	561	524	504	498	474
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,169)	(1,201)	(1,186)	(1,144)	(1,118)
Pre-tax profit	1,695	1,648	2,126	1,699	1,328
Income tax	106	110	142	204	166
After-tax profit	1,589	1,538	1,984	1,495	1,162
% net margin	15.6%	15.2%	18.5%	15.6%	12.5%
Shares in affiliates' Earnings	553	1,742	1,530	1,787	1,978
Minority interests	(875)	(970)	(1,188)	(922)	(744)
Extraordinary items	77	471	0	0	0
NET PROFIT	1,345	2,782	2,326	2,361	2,395
Normalized profit	1,268	2,311	2,326	2,361	2,395
EPS (Bt)	0.17	0.34	0.29	0.29	0.29
Normalized EPS (Bt)	0.16	0.28	0.29	0.29	0.29

Earnings now highly
dependent on hydrological
conditions

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	12,258	14,803	15,314	15,617	16,063
Cash & cash equivalent	8,921	9,995	10,402	10,902	11,402
Account receivables	2,217	1,611	1,707	1,530	1,479
Inventories	70	68	68	62	63
Others	1,051	3,129	3,137	3,123	3,120
Investments & loans	31,359	35,236	38,924	42,612	46,300
Net fixed assets	7,409	7,032	6,640	6,243	5,840
Other assets	21,239	19,746	17,460	15,168	12,872
Total assets	72,265	76,818	78,337	79,640	81,075
LIABILITIES:					
Current liabilities:	6,594	6,562	6,947	7,226	7,027
Account payables	1,222	947	959	874	880
Bank overdraft & ST loans	1,500	500	307	296	286
Current LT debt	3,692	4,906	5,471	5,856	5,665
Others current liabilities	181	209	210	200	196
Total LT debt	25,004	26,552	24,925	23,424	22,659
Others LT liabilities	533	626	597	571	561
Total liabilities	32,132	33,740	32,469	31,221	30,248
Minority interest	12,077	12,471	13,659	14,581	15,325
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	8,129	8,129	8,129	8,129	8,129
Share premium	13,319	13,319	13,319	13,319	13,319
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(452)	7	7	7	7
Retained earnings	7,060	9,151	10,754	12,383	14,046
Shareholders' equity	28,057	30,607	32,209	33,839	35,502
Liabilities & equity	72,265	76,818	78,337	79,640	81,075

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	1,695	1,648	2,126	1,699	1,328
Tax paid	(102)	(96)	(142)	(204)	(166)
Depreciation & amortization	1,611	1,613	1,658	1,668	1,678
Chg In working capital	(199)	333	(85)	99	57
Chg In other CA & CL / minorities	504	1,574	1,524	1,790	1,978
Cash flow from operations	3,508	5,072	5,081	5,053	4,875
Capex	(281)	(167)	(200)	(200)	(200)
Right of use	(52)	(32)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(17)	(2,072)	0	0	0
LT loans & investments	(3,128)	(3,877)	(3,688)	(3,688)	(3,688)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	239	610	1,242	1,244	1,261
Cash flow from investments	(3,239)	(5,537)	(2,696)	(2,694)	(2,677)
Debt financing	2,246	1,770	(1,255)	(1,127)	(967)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(691)	(691)	(724)	(732)	(732)
Warrants & other surplus	139	459	0	0	0
Cash flow from financing	1,693	1,539	(1,978)	(1,859)	(1,698)
Free cash flow	269	(465)	2,385	2,359	2,198

*Investment in the new LPCL
hydropower project lasts
until 2029*

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	16.7	9.1	9.1	9.0	8.8
Normalized PE - at target price (x)	14.7	8.1	8.0	7.9	7.8
PE (x)	15.7	7.6	9.1	9.0	8.8
PE - at target price (x)	13.9	6.7	8.0	7.9	7.8
EV/EBITDA (x)	10.8	10.9	9.3	9.9	10.5
EV/EBITDA - at target price (x)	10.2	10.3	8.7	9.3	9.8
P/BV (x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
P/CFO (x)	6.0	4.2	4.2	4.2	4.3
Price/sales (x)	2.1	2.1	2.0	2.2	2.3
Dividend yield (%)	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5
FCF Yield (%)	1.3	(2.2)	11.3	11.2	10.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.16	0.28	0.29	0.29	0.29
EPS	0.17	0.34	0.29	0.29	0.29
DPS	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
BV/share	3.45	3.76	3.96	4.16	4.37
CFO/share	0.43	0.62	0.63	0.62	0.60
FCF/share	0.03	(0.06)	0.29	0.29	0.27

Sources: Company data, ttb wealth estimates

*Yet attractive to us despite
already de-rated PE*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	(0.7)	(1.0)	6.0	(10.4)	(3.4)
Net profit (%)	(8.0)	106.9	(16.4)	1.5	1.4
EPS (%)	(8.0)	106.9	(16.4)	1.5	1.4
Normalized profit (%)	(11.2)	82.3	0.7	1.5	1.4
Normalized EPS (%)	(11.2)	82.3	0.7	1.5	1.4
Dividend payout ratio (%)	51.4	25.7	31.4	31.0	30.5
Operating performance					
Gross margin (%)	27.1	27.8	31.0	29.8	26.9
Operating margin (%)	22.5	23.0	26.2	24.4	21.3
EBITDA margin (%)	38.3	39.0	41.7	41.8	39.3
Net margin (%)	15.6	15.2	18.5	15.6	12.5
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	1.8	3.1	3.0	3.0	3.0
ROE - using norm profit (%)	4.6	7.9	7.4	7.1	6.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.7	5.2	6.3	4.5	3.4
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	28.0	28.2	30.9	29.6	26.4
- leverage (x)	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3
- interest burden (%)	59.2	57.9	64.2	59.8	54.3
- tax burden (%)	93.7	93.3	93.3	88.0	87.5
WACC (%)	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
ROIC (%)	4.5	4.4	5.0	3.9	3.3
NOPAT (Bt m)	2,158	2,171	2,620	2,064	1,725
invested capital (Bt m)	49,331	52,569	52,511	52,513	52,710

Sources: Company data, ttb wealth estimates

BUY (Unchanged)

Company Update

TP: Bt 75.00 (Unchanged)

Upside : 18.6%

Gulf Development Pcl (GULF TB)

ผู้ชนะของแผน PDP ใหม่

GULF ยังเป็น Top Pick กลุ่มฯ ของเรา โดยเราคาดว่าจะคว้าส่วนแบ่งสัญญาซื้อขายไฟฟ้าจาก PDP ในช่วง 10 ปีข้างหน้าได้ในปริมาณมากที่สุด และคาด EPS ของ GULF เติบโตเฉลี่ย 12% ต่อปีในช่วงปี 2027-29F จากโครงการที่มีใหม่ และยังมีโอกาสเติบโตจากธุรกิจดาต้าเซ็นเตอร์และ LNG อีกด้วย


NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapop.pra@ttbwealth.co.th

เป็น Top Pick กลุ่มฯของเรา

เราลงคำแนะนำ "ซื้อ" GULF ที่ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2027F) 75 บาท/หุ้น 1) เรามองว่า GULF จะได้ประโยชน์มากที่สุดจากแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศไทยฉบับใหม่ (PDP-2026) โดยคาดว่าจะได้ส่วนแบ่งได้ถึง 28% ของสัญญาซื้อขายไฟฟ้ารวมจากโครงการก๊าซธรรมชาติและพลังงานทดแทนที่คาดว่าจะประมูลออกมาใน 10 ปีข้างหน้า จากที่เคยได้ส่วนแบ่งราว 30% จากการประมูลสัญญาพลังงานทดแทนในปี 2023 2) แม้ยังไม่รวมโอกาสจากโครงการใหม่ เราคาด EPS จะเติบโตได้เฉลี่ย 12% ต่อปีในช่วงปี 2027-29F หนุนโดยกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น 6% ต่อปี ในช่วงปี 2026-30F โดยนับเฉพาะโครงการที่มีสัญญาแล้ว และการทยอย COD โครงการดาต้าเซ็นเตอร์รวม 167MW ที่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง และ 3) ศักยภาพการเติบโตระยะยาวจากธุรกิจบริการ AI บนระบบคลาวด์ และธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานด้าน LNG

รวมมูลค่าจากโอกาสได้กำลังการผลิตรวม 15.5GW จาก PDP ใหม่

เรารวมมูลค่าจากสมมติฐานของเราว่า GULF จะได้สัญญาผลิตไฟฟ้ารวม 15.5GW จากการประมูลใน 10 ปีข้างหน้าในราคาเป้าหมายของเรา (ดูรายละเอียดกรอบการประเมินโอกาสการแผน PDP-2026 ในบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภค "โอกาสการเติบโตจาก PDP-2026" วันที่ 15 กรกฎาคม 2026) โดยเราคาด GULF จะได้สัญญาโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ 4.5GW (สองในสามของจำนวนสัญญาทั้งหมด) และ 25% ของสัญญาพลังงานทดแทน คือโครงการโซลาร์ 35GW และพลังงานลมอีก 15GW ที่เราคาดว่าจะประมูลออกมายุ่งในปี 2035F และทยอย COD จนถึงปี 2040 เราคาดว่าเงินลงทุนสำหรับโครงการเหล่านี้รวม 5.73 แสนลบ. ยังไม่เกินความสามารถในการก่อหนี้ของ GULF ที่เราประเมินได้ที่ 1.6 ล้านลบ. ณ ปี 2035F โดยมูลค่าจากโครงการใหม่เหล่านี้คิดเป็น 8.2 บาท/หุ้น ในราคาเป้าหมายของเรา โดยหาก GULF ได้กำลังการผลิตแตกต่างจากสมมติฐานของเราทุก 1GW จะส่งผลต่อราคาเป้าหมาย 0.1/0.7/1.6 บาท สำหรับโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์, ลม, และก๊าซธรรมชาติตามลำดับ

กำลังการผลิตเติบโตเฉลี่ย 6% ต่อปีในช่วงปี 2026-30F

เราคาดว่ากำไรของ GULF เติบโตได้ 13/11/14% ในปี 2027-29F โดยประเมินจากเฉพาะโครงการที่มีสัญญาอยู่แล้ว เนื่องจากเรามองว่าโครงการจากแผน PDP ใหม่จะเริ่มดำเนินงานหลังปี 2030F ส่วนปัจจัยหนุนการเติบโตกำไรระยะสั้น คือ 1) กำลังการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นจาก 8.7GW ในปี 2025 เป็น 11.5GW ในปี 2030F จากโครงการที่มีสัญญาแล้ว 2) ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจโทรคมนาคมผ่านการถือหุ้น 40% ใน ADVANC ที่เพิ่มขึ้น และ 3) รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการทยอย COD และอัตราการให้บริการที่เพิ่มขึ้นของโครงการดาต้าเซ็นเตอร์ภายใต้การร่วมทุนใน 4Q26-2028F

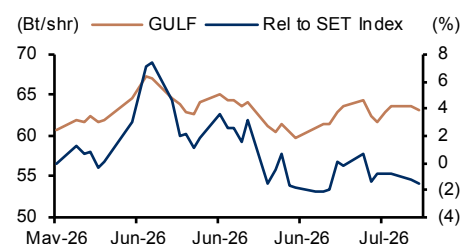
โอกาสการเติบโตจากธุรกิจนอกจากไฟฟ้า

เรามองว่ามี 2 ธุรกิจใหม่ที่อาจหนุนการเติบโตรอบใหม่ที่สำคัญให้ GULF ได้ คือ 1) โครงการดาต้าเซ็นเตอร์ในไทยที่บริษัทตั้งเป้าจะพัฒนารวม 2GW ภายในปี 2035F เพื่อรองรับโอกาสจากการย้ายการลงทุนออกจากเซตพื้นที่ตะวันออกกลาง โดยราคาเป้าหมายของเราได้รวมกำลังการผลิตดาต้าเซ็นเตอร์ไว้แล้ว 1GW ซึ่งคิดเป็นมูลค่า 4.7 บาท/หุ้น 2) GULF กำลังขยายธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน LNG เพื่อรองรับการนำเข้า LNG ที่เพิ่มขึ้นในไทย ซึ่งปัจจุบันครอบคลุมธุรกิจการนำเข้า 7.8 ล้านตันต่อปี การลงทุนในท่อส่งก๊าซ การก่อสร้างท่าเรือขนถ่าย LNG ขนาด 10.8 ล้านตันต่อปีที่มีเป้าหมายที่จะเริ่ม COD ในปี 2029F และโอกาสการทำธุรกิจเรือขนส่ง LNG

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	129,667	138,516	141,873	145,907
Net profit	86,562	35,035	39,732	44,131
Consensus NP	—	34,449	38,179	43,441
Diff frm cons (%)	—	1.7	4.1	1.6
Norm profit	28,777	35,035	39,732	44,131
Prev. Norm profit	—	35,025	39,722	44,121
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	1.93	2.35	2.66	2.95
Norm EPS grw (%)	30.5	21.7	13.4	11.1
Norm PE (x)	32.8	27.0	23.8	21.4
EV/EBITDA (x)	47.4	44.0	39.6	35.0
P/BV (x)	2.8	2.6	2.5	2.4
Div yield (%)	0.0	2.2	2.5	2.8
ROE (%)	8.6	10.1	10.8	11.4
Net D/E (%)	84.7	78.2	79.0	78.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 14-Jul-26 (Bt)	63.25
Market Cap (US\$ m)	28,183.7
Listed Shares (m shares)	14,939.8
Free Float (%)	32.1
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	104.1
12M Price H/L (Bt)	67.25/39.75
Sector	Utilities
Major Shareholder	Mr. Sarath Rattanawadi 29.28%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

Ex 1: Sum-of-the-Parts Valuation

SOTP valuation	Equity value (Bt m)	Valuation method	WACC	Value (Bt/share)
1. Power generation business	467,136			31.3
1.1 IPP power plants				11.1
- GRSC	66,507	DCF	4.4%	4.5
- GPD	58,951	DCF	4.8%	3.9
- GJP (IPP)	8,088	DCF	5.3%	0.5
- HKP	26,047	DCF	5.2%	1.7
- BPP	5,579	DCF	6.0%	0.4
1.2 SPP power plants				3.7
- GMP	46,236	DCF	7.2%	3.1
- GJP (SPP)	9,168	DCF	9.3%	0.6
1.3 Domestic renewable projects				10.7
- Gulf Gunkul	9,971	DCF	6.3%	0.7
- RE Biglot 2023	112,511	DCF	5.2%	7.5
- GULF 1	13,764	DCF	6.4%	0.9
- Hydropower	17,566	DCF	7.7%	1.2
- Others	6,160	DCF	8.0%	0.4
1.4 Overseas power plants				5.8
- Duqm	5,591	DCF	8.0%	0.4
- Jackson	58,212	DCF	8.0%	3.9
- Borkum	6,969	DCF	8.0%	0.5
- Vietnam renewables	4,570	DCF	7.5%	0.3
- UK offshore wind	11,246	DCF	8.0%	0.8
2. Digital business	520,776			34.9
- ADVANC	505,139	DCF	7.2%	33.8
- THCOM	5,650	DCF	11.5%	0.4
- GSA Datacenter	9,988	DCF	4.9%	0.7
3. Infrastructure business	81,379			5.4
- Natural gas trading and distribution	12,727	DCF	7.0%	0.9
- LNG terminal & trading	42,663	DCF	8.0%	2.9
- Industrial deep-sea port	17,236	DCF	8.0%	1.2
- Intercity motorway	8,753	DCF	7.0%	0.6
4. Other investments	51,150			3.4
- KBANK	51,150	DDM	10.5%	3.4
5. Potential new capacity	85,850			10.4
- 15GW solar projects (PDP-2026)	36,000	DCF	7.0%	2.4
- 5GW wind projects (PDP-2026)	35,000	DCF	7.5%	2.3
- 3GW gas projects (PDP-2026)	14,850	DCF	8.0%	1.0
- 1GW data center projects	69,914	DCF	6.9%	4.7
6. Net debt & HQ	(155,296)			(10.4)
Total (1 + 2 + 3 + 4 + 5 - 6)	1,050,996			75.0

Source: ttb wealth estimates estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท กัลฟ์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) หรือ GULF ก่อตั้งขึ้นจากการควบรวมกิจการระหว่างบริษัท กัลฟ์ เเนเนอรัจี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) และบริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) ในเดือนเมษายน 2025 ปัจจุบันบริษัทดำเนินธุรกิจหลัก 4 กลุ่ม ได้แก่ 1) ผลิตไฟฟ้า โดยมีกำลังการผลิตที่ได้รับการรับรองรวม 13.1GW ทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยกำลังการผลิตดำเนินการแล้ว ณ ปี 2025 อยู่ที่ 9.0GW 2) ธุรกิจดิจิทัล ซึ่งประกอบด้วยบริการโทรคมนาคมผ่านบริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (ADVANC) รวมถึงธุรกิจเกิดใหม่อย่างดาต้าเซ็นเตอร์ และบริการคลาวด์ 3) ธุรกิจพลังงานที่เน้นการค้าก๊าซธรรมชาติและโครงสร้างพื้นฐานต้นน้ำ เช่น ท่าเรือ LNG และระบบโลจิสติกส์ 4) โครงสร้างพื้นฐานสาธารณะ ได้แก่ ทางด่วนและท่าเรือคอนเทนเนอร์น้ำลึก

Source: ttb wealth

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ธุรกิจหลักมีขนาดใหญ่ในอุตสาหกรรมซึ่งเป็นโครงสร้างพื้นฐานรากฐานที่สำคัญของประเทศไทย
- การดำเนินงานที่สำคัญอยู่ภายใต้สัญญาระยะยาวกับหน่วยงานที่ได้รับการสนับสนุนจากภาครัฐ

O — Opportunity

- จะมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าเพิ่มขึ้นทั้งจากแหล่งพลังงานแบบดั้งเดิมและพลังงานทดแทน ตามแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าใหม่
- GULF เป็นผู้บุกเบิกธุรกิจศูนย์ข้อมูล (data center) และบริการคลาวด์ ที่กำลังเกิดขึ้นในประเทศไทย

CONSENSUS COMPARISON

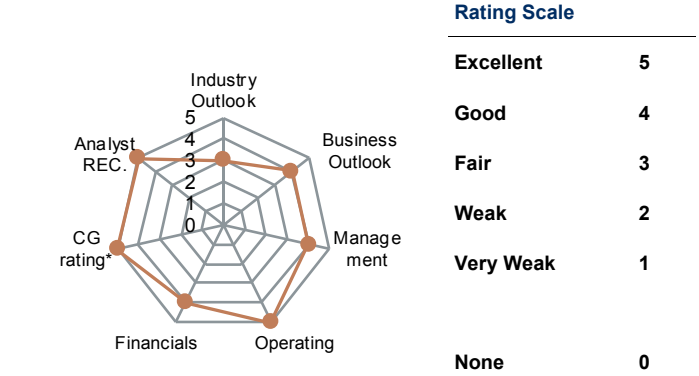
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	73.53	75.00	2%
Net profit 26F (Bt m)	34,449	35,035	2%
Net profit 27F (Bt m)	38,179	39,732	4%
Consensus REC	BUY: 24	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตัวเลขที่นักวิเคราะห์ในตลาดคาด

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

COMPANY RATING



Source: ttb wealth; *CG Rating

W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนในงบดุลค่อนข้างสูง แม้จะเป็นไปตามแผนที่วางไว้ เนื่องจากบริษัทยังคงมีการก่อหนี้ทั้งจากเงินกู้ธนาคารและหุ้นกู้ในประเทศ เพื่อสนับสนุนรอบการลงทุน (Capex)
- ยังคงพึ่งพาพันธมิตรระดับโลกในการขยายธุรกิจใหม่

T — Threat

- ธุรกิจมีการกระจุกตัวสูงในอุตสาหกรรมที่ถูกควบคุมในประเทศไทย จึงเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงด้านกฎระเบียบ
- การเข้ามาของผู้เล่นชั้นนำระดับโลกในธุรกิจดิจิทัลในประเทศไทย อาจทำให้ความสามารถในการแข่งขันของ GULF ลดลง

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ผลกระทบจากความเสี่ยงด้านนโยบายที่รุนแรงกว่าที่คาดต่ออัตราค่าไของ SPP ถือเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อกำไรระยะสั้นของ GULF
- ระยะเวลาการพัฒนาที่นานกว่าคาด หรือผลกำไรที่ต่ำกว่าคาดจากโครงการใหม่ จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อคาดการณ์กำไรและมูลค่าหุ้นในระยะยาวของเรา
- การดำเนินการที่เข้มงวดของรัฐบาลไทยในการยกเลิกหรือแก้ไขสัญญาซื้อขายไฟฟ้า จะเป็นความเสี่ยงสำคัญที่อาจทำลายมุมมองเชิงบวกต่อ GULF ของเรา
- กำไรที่ต่ำกว่าคาดจากธุรกิจเกิดใหม่ เช่น ดาต้าเซ็นเตอร์ บริการคลาวด์ และโครงสร้างพื้นฐานก๊าซธรรมชาติ ถือเป็นความเสี่ยงต่อมูลค่าหุ้นของเรา

Source: ttb wealth

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	120,888	129,667	138,516	141,873	145,907
Cost of sales	97,143	103,708	111,901	111,818	112,243
Gross profit	23,746	25,959	26,615	30,054	33,664
% gross margin	19.6%	20.0%	19.2%	21.2%	23.1%
Selling & administration expenses	4,207	4,727	4,254	4,339	4,426
Operating profit	19,539	21,233	22,361	25,715	29,238
% operating margin	16.2%	16.4%	16.1%	18.1%	20.0%
Depreciation & amortization	0	5,231	6,125	6,508	7,787
EBITDA	19,539	26,463	28,485	32,223	37,024
% EBITDA margin	16.2%	20.4%	20.6%	22.7%	25.4%
Non-operating income	3,733	5,928	7,674	7,956	8,001
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(11,213)	(13,213)	(13,532)	(13,668)	(14,039)
Pre-tax profit	12,059	13,948	16,503	20,003	23,199
Income tax	682	1,634	1,980	2,400	3,016
After-tax profit	11,377	12,313	14,523	17,603	20,184
% net margin	9.4%	9.5%	10.5%	12.4%	13.8%
Shares in affiliates' Earnings	15,891	21,474	25,732	27,923	30,405
Minority interests	(5,210)	(5,010)	(5,219)	(5,793)	(6,457)
Extraordinary items	(676)	57,786	0	0	0
NET PROFIT	21,383	86,562	35,035	39,732	44,131
Normalized profit	22,058	28,777	35,035	39,732	44,131
EPS (Bt)	1.43	5.79	2.35	2.66	2.95
Normalized EPS (Bt)	1.48	1.93	2.35	2.66	2.95

*Strong and sustainable
earnings growth outlook*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	65,178	98,764	97,065	87,896	78,911
Cash & cash equivalent	33,937	52,162	56,416	46,416	36,416
Account receivables	18,778	29,375	22,770	23,322	23,985
Inventories	3,180	3,768	3,679	3,676	3,690
Others	9,284	13,459	14,201	14,482	14,820
Investments & loans	398,368	392,596	395,367	400,625	405,758
Net fixed assets	90,658	104,245	128,538	167,057	203,082
Other assets	150,066	178,205	179,920	181,652	183,400
Total assets	704,271	773,810	800,891	837,229	871,151
LIABILITIES:					
Current liabilities:	71,781	95,874	84,421	87,772	88,612
Account payables	6,072	14,644	9,197	9,191	9,225
Bank overdraft & ST loans	11,392	22,708	7,314	7,542	7,715
Current LT debt	44,482	42,713	53,759	55,434	56,702
Others current liabilities	9,836	15,809	14,151	15,606	14,970
Total LT debt	259,230	296,739	304,632	314,128	321,313
Others LT liabilities	11,577	15,298	16,194	16,590	17,059
Total liabilities	342,587	407,911	405,247	418,491	426,984
Minority interest	29,689	30,226	35,446	41,239	47,696
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	14,940	14,940	14,940	14,940	14,940
Share premium	185,620	179,271	179,271	179,271	179,271
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	1,918	2,288	2,288	2,288	2,288
Retained earnings	129,516	139,174	163,698	181,000	199,972
Shareholders' equity	331,995	335,673	360,197	377,499	396,471
Liabilities & equity	704,271	773,810	800,891	837,229	871,151

Sources: Company data, ttb wealth estimates

*Still more debt headroom to
support its capex cycle*

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	12,059	13,948	16,503	20,003	23,199
Tax paid	(671)	(535)	(2,486)	(2,085)	(3,143)
Depreciation & amortization	0	5,231	6,125	6,508	7,787
Chg In working capital	(1,154)	(2,613)	1,248	(556)	(642)
Chg In other CA & CL / minorities	6,241	17,918	23,838	28,781	29,558
Cash flow from operations	16,476	33,947	45,227	52,651	56,759
Capex	(423)	(18,817)	(30,418)	(45,027)	(43,811)
Right of use	(20)	159	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(701)	(211)	0	0	0
LT loans & investments	(1,597)	5,772	(2,771)	(5,258)	(5,134)
Adj for asset revaluation	0	17	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(31,252)	32,506	(769)	(1,285)	(1,230)
Cash flow from investments	(33,992)	19,426	(34,007)	(51,620)	(50,225)
Debt financing	31,413	47,753	3,545	11,399	8,625
Capital increase	0	(6,349)	(0)	0	0
Dividends paid	0	(4,212)	(10,510)	(22,430)	(25,159)
Warrants & other surplus	(16,891)	(72,340)	0	0	0
Cash flow from financing	14,522	(35,148)	(6,965)	(11,031)	(16,534)
Free cash flow	(17,517)	53,373	11,219	1,031	6,534

Hefty cash flow from core businesses comfortably funds new investments

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	42.8	32.8	27.0	23.8	21.4
Normalized PE - at target price (x)	50.8	38.9	32.0	28.2	25.4
PE (x)	44.2	10.9	27.0	23.8	21.4
PE - at target price (x)	52.4	12.9	32.0	28.2	25.4
EV/EBITDA (x)	62.8	47.4	44.0	39.6	35.0
EV/EBITDA - at target price (x)	71.7	54.1	50.2	45.0	39.7
P/BV (x)	2.8	2.8	2.6	2.5	2.4
P/BV - at target price (x)	3.4	3.3	3.1	3.0	2.8
P/CFO (x)	57.4	27.8	20.9	17.9	16.6
Price/sales (x)	7.8	7.3	6.8	6.7	6.5
Dividend yield (%)	0.0	0.0	2.2	2.5	2.8
FCF Yield (%)	(1.9)	5.6	1.2	0.1	0.7
(Bt)					
Normalized EPS	1.48	1.93	2.35	2.66	2.95
EPS	1.43	5.79	2.35	2.66	2.95
DPS	0.00	0.00	1.41	1.60	1.77
BV/share	22.22	22.47	24.11	25.27	26.54
CFO/share	1.10	2.27	3.03	3.52	3.80
FCF/share	(1.17)	3.57	0.75	0.07	0.44

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Premium valuation looks justified by its resilient growth in megatrends

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	6.0	7.3	6.8	2.4	2.8
Net profit (%)	19.3	304.8	(59.5)	13.4	11.1
EPS (%)	19.3	304.8	(59.5)	13.4	11.1
Normalized profit (%)	39.3	30.5	21.7	13.4	11.1
Normalized EPS (%)	39.3	30.5	21.7	13.4	11.1
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	19.6	20.0	19.2	21.2	23.1
Operating margin (%)	16.2	16.4	16.1	18.1	20.0
EBITDA margin (%)	16.2	20.4	20.6	22.7	25.4
Net margin (%)	9.4	9.5	10.5	12.4	13.8
D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	1.7	1.6	1.7	1.9	2.1
Interest coverage - EBITDA (x)	1.7	2.0	2.1	2.4	2.6
ROA - using norm profit (%)	3.2	3.9	4.4	4.9	5.2
ROE - using norm profit (%)	6.7	8.6	10.1	10.8	11.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.5	3.7	4.2	4.8	5.2
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	19.3	20.9	21.7	23.7	25.5
- leverage (x)	2.1	2.2	2.3	2.2	2.2
- interest burden (%)	51.8	51.4	54.9	59.4	62.3
- tax burden (%)	94.3	88.3	88.0	88.0	87.0
WACC (%)	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1
ROIC (%)	3.2	3.1	3.0	3.4	3.6
NOPAT (Bt m)	18,433	18,745	19,678	22,629	25,437
invested capital (Bt m)	613,161	645,671	669,487	708,188	745,785

Sources: Company data, ttb wealth estimates

*One of the high-ROE
companies within the Thai
utilities sector*

BUY (Unchanged)

TP: Bt 43.50 (From: Bt 35.00)

Change in Numbers
Upside : 16.8%

RATCH Group Pcl (RATCH TB)

ม้ามืดของแผน PDP ใหม่

เรายังแนะนำ “ซื้อ” RATCH และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 43.50 บาท หลังรวมมูลค่าสัญญาใหม่ที่เราคาดจะได้มาอีก 2.75GW จากข้อได้เปรียบของการมีที่ดินจากโครงการเดิมที่ใกล้หมดอายุ และสถานะทางการเงินที่ดี บน PE 11 เท่าในปี 2027F RATCH ดูเป็นหุ้นที่ตลาดมองประโยชน์จาก PDP ต่ำเกินไป

คงคำแนะนำ “ซื้อ” เป็นหุ้นที่ตลาดมองประโยชน์จาก PDP ต่ำเกินไป

เรากำหนด “ซื้อ” RATCH และปรับราคาเป้าหมายเป็น 43.50 บาท (จาก 35.00 บาท) 1) เราคาดว่า RATCH ได้สัญญาซื้อขายไฟฟ้าภายใต้แผน PDP ฉบับใหม่รวม 2.75GW จากการจะทยอยเปิดประมูลจนถึงปี 2035F ซึ่งเพิ่มมูลค่าให้ราคาเป้าหมายของเรา 7.5 บาท/หุ้น (ดูรายละเอียดการประเมิน PDP-2026 ในบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภค “โอกาสการเติบโตจาก PDP-2026” วันที่ 15 กรกฎาคม 2026) 2) นอกจากสัญญาใหม่แล้ว เรายังคาดว่า RATCH จะได้รับประโยชน์จากแผน PDP ผ่านการต่ออายุสัญญาซื้อ IPP ของ โรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติแบบ Combined Cycle ทั้งสองแห่งไปอีก 10 ปี และ 3) เรามองว่า RATCH เป็นหุ้นที่ตลาดยังประเมินประโยชน์จาก PDP ต่ำกว่าที่ควร ด้วยข้อขายที่ PE ปี 2027F PE เพียง 11 เท่า เรามองว่าหุ้นมี downside risk จำกัดด้วยมีอัตราผลตอบแทนปันผลถึง 4% บน EPS ที่เติบโต 9% ต่อปีในช่วงปี 2027–29F ในขณะที่รอปัจจัยบวกจาก PDP ใหม่ปลายปีนี้

คาดได้สัญญาโครงการใหม่ 2.75GW จากข้อได้เปรียบ 2 เรื่อง

เราคาดว่า RATCH จะได้สัญญาซื้อขายไฟฟ้าใหม่รวม 2.75GW ได้โซลาร์ 1.8GW ลม 0.7GW และก๊าซธรรมชาติ 250MW คิดเป็นราว 5% ของสัญญารวม 55GW ที่เราคาดจะทยอยประมูลใน 10 ปีข้างหน้า หนุนโดยข้อได้เปรียบ 2 ข้อ 1) RATCH มีที่ดินจากโครงการ RatchGen Unit 1 IPP ซึ่งหมดอายุไปเมื่อปีก่อน ซึ่งมีโครงสร้างพื้นฐานรองรับการพัฒนาโรงไฟฟ้าใหม่อยู่แล้วทั้งระบบท่อส่งก๊าซ จุดเชื่อมต่อสายส่ง และการยอมรับจากชุมชน ทำให้ต้นทุนการเข้าประมูลสัญญา IPP ใหม่มีแนวโน้มต่ำกว่าคู่แข่งมากไม่ว่าจะลงทุนโดย RATCH เองหรือร่วมกับพันธมิตร 2) สถานะทางการเงินของ RATCH แข็งแกร่งเป็นอันดับต้นๆในกลุ่มฯ ด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิ 0.9 เท่าในปี 2026F และจะลดเหลือเพียง 0.2 เท่า ในปี 2035F ทำให้บริษัทมีศักยภาพการก่อหนี้เพิ่มได้สูงถึง 2.63 แสนลบ. ซึ่งเพียงพอกับค่าใช้จ่ายการลงทุนรวม 1.01 แสนลบ. สำหรับโครงการใหม่ที่เราคาดว่าบริษัทจะได้รับ

โอกาสต่ออายุสัญญา IPP

ราคาเป้าหมายใหม่ของเรารวมมูลค่าจากโอกาสการต่ออายุสัญญาของโครงการ IPP สองแห่งไปอีก 10 ปี คือ 1) กำลังการผลิตครึ่งหนึ่งของโครงการ RatchGen Unit 2 ขนาดกำลังการผลิตติดตั้ง 2.2GW และ 2) โครงการ RPCL ที่มีกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 605MW ซึ่งทั้งสองเป็นโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติแบบ Combined Cycle ที่สัญญา IPP จะหมดอายุลงในปี 2027F และ 2033F โดยการได้ต่ออายุนี้เพิ่มมูลค่าให้ราคาเป้าหมายของเรา 2.1/1.2 บาท/หุ้น และเพิ่มกำไรขึ้น 0.8/0.5 พันลบ. ภายใต้สัญญาใหม่ สำหรับกำลังการผลิตอีกครึ่งหนึ่งของโครงการ RatchGen Unit 2 บริษัทมีแผนปรับปรุงโรงไฟฟ้าเพื่อจำหน่ายไฟฟ้าให้ลูกค้าค้าปลีกแต่เนื่องจากยังไม่มียุทธศาสตร์ที่แน่นอน เราจึงยังไม่ได้รวมโอกาสนี้ในประมาณการ

มูลค่าพื้นฐานยังอยู่ในระดับน่าสนใจ

RATCH ซื้อขายอยู่มูลค่าพื้นฐาน PE ที่เพียง 11 เท่าในปี 2027F และให้อัตราผลตอบแทนปันผลถึง 4% ซึ่งเป็นหนึ่งในหุ้นที่มีมูลค่าพื้นฐานอยู่ในระดับต่ำที่สุดในกลุ่มฯ ทำให้เรามองว่าตลาดยังไม่ได้ให้มูลค่ากับโอกาสการเติบโตจาก PDP ใหม่ของ RATCH อย่างเต็มที่ ทำให้การประกาศแผน PDP-2026 ในช่วงปลายปีนี้จะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้นที่สำคัญของ RATCH ได้



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

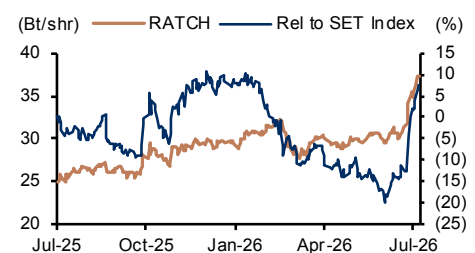
662-779-9119

nuttapol.pra@ttbwealth.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	27,082	44,474	44,243	43,499
Net profit	6,220	6,733	7,688	8,672
Consensus NP	—	6,913	7,483	7,407
Diff frm cons (%)	—	(2.6)	2.7	17.1
Norm profit	6,187	6,733	7,688	8,672
Prev. Norm profit	—	6,738	7,692	8,009
Chg frm prev (%)	—	(0.1)	(0.0)	8.3
Norm EPS (Bt)	2.84	3.10	3.53	3.99
Norm EPS grw (%)	4.3	8.8	14.2	12.8
Norm PE (x)	13.1	12.0	10.5	9.3
EV/EBITDA (x)	26.8	16.0	14.6	12.8
P/BV (x)	0.9	0.8	0.8	0.8
Div yield (%)	4.3	4.3	4.3	4.3
ROE (%)	6.5	7.1	7.8	8.4
Net D/E (%)	83.3	89.3	89.2	81.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 14-Jul-26 (Bt)	37.25
Market Cap (US\$ m)	2,416.5
Listed Shares (m shares)	2,175.0
Free Float (%)	45.9
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	3.8
12M Price H/L (Bt)	37.25/24.90
Sector	Utilities
Major Shareholder	EGAT 45%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

Ex 1: Our 12-month DCF-derived SOTP-based Valuation (2027F Base Year)

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	11,332	12,758	14,401	15,267	16,986	17,076	16,788	16,313	16,149	15,837	15,376	16,194	42,992
Free cash flow	(3,989)	(2,604)	5,956	14,680	15,784	15,643	15,338	15,002	14,884	14,662	14,337	14,887	52,189
PV of free cash flow	0	(2,431)	5,189	11,940	11,984	11,086	10,145	9,262	8,578	7,888	7,198	6,977	20,743
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	7.1												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	131,813												
Net debt (2026F)	100,587												
Minority interest	15,944												
Equity value	15,281												
# of shares (m)	2,175												
Target price/share (Bt)	7.0												

Plus projects under associates and affiliates	Bt/share
Enterprise Value - subsidiaries	60.6
Associates and affiliates	
1. Domestic conventional	14.6
- IPP plants (RPCL, HPC)	11.9
- SPP plants (RW, NNEG, Berkprai, REN)	2.7
2. Domestic renewables	1.1
- Solar farms (Solarta, Korat-3/4/7)	0.4
- Wind farm (Houy Bong)	0.7
3. Laos hydropower	4.3
- NN2	1.6
- Xepian Xe Namnoy	2.0
- Xekong 4A & 4B	0.7
4. Oversea projects	6.8
- Riau (Gas, Indonesia)	0.8
- Paiton (Coal, Indonesia)	5.4
- Thang Long (Coal, Vietnam)	0.7
5. Other investments	2.2
- BAFS	0.4
- PRINC	0.3
- Motorway M6 and M81	0.5
- MRT Pink and Yellow Line	1.0
6. PDP-2026 opportunities	7.6
- Gas 250MW	2.7
- Solar 1.8GW	3.4
- Wind 0.7GW	1.4
Net debts at parent	(46.2)
Minority	(7.3)
Total	43.5

Sources: Company data, ttb wealth estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) (RATCH) เป็นบริษัทย่อยของการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (EGAT) ซึ่งถือหุ้นใน RATCH 45% โดย ณ สิ้นปี 2025 RATCH มีการดำเนินงานโรงไฟฟ้าในเอเชีย (ส่วนใหญ่ในประเทศไทย, ลาว, ออสเตรเลีย และอินโดนีเซีย) ด้วยกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 8.2GW โดยแบ่งเป็นโครงการพลังงานแบบดั้งเดิม 80% (ก๊าซธรรมชาติและถ่านหิน) และพลังงานทดแทน 20% (แสงอาทิตย์, ลม และน้ำ) นอกจากนี้ RATCH ยังมีการลงทุนในธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานที่ไม่เกี่ยวกับไฟฟ้า เช่น โรงพยาบาล, บริการขนส่ง และทางหลวง เพื่อชดเชยการเติบโตที่ชะลอตัวของภาคไฟฟ้าในประเทศไทย

Source: ttb wealth

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีการดำเนินงานที่มีลักษณะ defensive ค่าไฟฟ้าที่กำหนดไว้ตามอายุในสัญญา PPA ซึ่งสร้างรายได้ และกำไรที่แน่นอนให้บริษัท
- เข้าถึงแหล่งเงินทุนที่ถูก เนื่องจากธุรกิจมีความเสี่ยงต่ำโดยธรรมชาติ และมีผู้ถือหุ้นที่น่าเชื่อถือ และมีชื่อเสียง (EGAT)

O — Opportunity

- โอกาสในการลงทุนในฐานะบริษัทย่อยของการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (EGAT) เพื่อสำรวจเทคโนโลยีไฟฟ้าใหม่ของประเทศภายใต้โครงการ sandbox ที่สนับสนุนโดยภาครัฐ เช่น การเข้าถึงระบบโครงข่ายไฟฟ้าของชาติโดยบุคคลที่สาม และพลังงานนิวเคลียร์
- การลงทุนในตลาดเซ็นเตอร์ที่เพิ่มขึ้นในประเทศไทย สร้างความต้องการไฟฟ้าที่เชื่อถือได้จากโรงไฟฟ้าแบบดั้งเดิมในปริมาณมาก

CONSENSUS COMPARISON

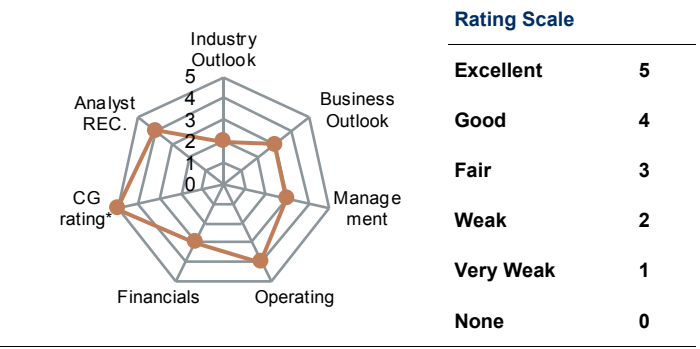
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	34.80	43.50	25%
Net profit 26F (Bt m)	6,913	6,733	-3%
Net profit 27F (Bt m)	7,483	7,688	3%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 4	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ผลประกอบการของเราในปี 2026-27F ก่อนข้างสอดคล้องกับตัวเลขที่นักวิเคราะห์อื่นคาดการณ์ไว้
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ถึง 25% น่าจะเป็นเพราะเราได้รวมโอกาสจาก PDP ใหม่ในการประเมินมูลค่าแล้ว

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

COMPANY RATING



Source: ttb wealth; *CG Rating

W — Weakness

- ใช้แนวทางอนุรักษ์นิยมต่อการเปลี่ยนแปลงแนวโน้มเทคโนโลยี
- ความเสี่ยงการลงทุนที่สูงขึ้นจากการขยายธุรกิจไปยังตลาดต่างประเทศมากขึ้น

T — Threat

- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ เนื่องจากความกังวลด้านสิ่งแวดล้อมที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งเนื่องจากโรงไฟฟ้าถ่านหินยังมีสัดส่วนสูงในพอร์ตของบริษัท
- ความกังวลด้านผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมที่เพิ่มขึ้น อาจทำให้ต้นทุนการลงทุนในการปรับปรุงโรงไฟฟ้าแบบดั้งเดิมที่มีอยู่เดิมสูงขึ้น

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากผลกำไรจากโครงการพลังงานทดแทนใหม่ในต่างประเทศต่ำกว่าที่เราคาดจะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์ของเรา
- สำหรับการดำเนินงานในประเทศ ความต้องการไฟฟ้าจากลูกค้าอุตสาหกรรมที่ต่ำกว่าคาด และการผลิตไฟฟ้าจากโครงการพลังงานทดแทนที่อ่อนแอกว่าที่คาด เป็นความเสี่ยงด้านลบ
- หากโครงการ IPP ที่มีอายุมากของบริษัทถูกบังคับให้ปิดก่อนกำหนดหรือต้องปรับลด recurring revenue จะกลายเป็นความเสี่ยงด้านกฎระเบียบที่ส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรและมูลค่าบริษัทของเรา

Source: ttb wealth

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	33,133	27,082	44,474	44,243	43,499
Cost of sales	27,298	21,137	36,077	33,830	31,604
Gross profit	5,834	5,945	8,398	10,413	11,896
% gross margin	17.6%	22.0%	18.9%	23.5%	27.3%
Selling & administration expenses	3,253	3,282	3,312	3,401	3,400
Operating profit	2,581	2,662	5,086	7,012	8,496
% operating margin	7.8%	9.8%	11.4%	15.8%	19.5%
Depreciation & amortization	4,028	3,708	6,246	5,746	5,906
EBITDA	6,609	6,370	11,332	12,758	14,401
% EBITDA margin	19.9%	23.5%	25.5%	28.8%	33.1%
Non-operating income	2,273	1,940	1,943	1,922	2,023
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,447)	(4,332)	(4,823)	(4,949)	(4,973)
Pre-tax profit	407	271	2,206	3,985	5,545
Income tax	907	575	706	1,195	1,663
After-tax profit	(500)	(304)	1,500	2,789	3,881
% net margin	-1.5%	-1.1%	3.4%	6.3%	8.9%
Shares in affiliates' Earnings	6,629	7,139	6,983	6,682	6,611
Minority interests	(195)	(647)	(1,749)	(1,783)	(1,821)
Extraordinary items	192	34	0	0	0
NET PROFIT	6,127	6,220	6,733	7,688	8,672
Normalized profit	5,935	6,187	6,733	7,688	8,672
EPS (Bt)	2.82	2.86	3.10	3.53	3.99
Normalized EPS (Bt)	2.73	2.84	3.10	3.53	3.99

*Stable earnings support
attractive dividend yields*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	26,044	36,337	31,299	36,119	35,859
Cash & cash equivalent	15,578	21,090	15,000	20,000	20,000
Account receivables	4,237	7,138	7,311	7,273	7,151
Inventories	2,446	2,653	3,459	3,244	3,030
Others	3,784	5,457	5,529	5,602	5,678
Investments & loans	89,100	77,839	77,839	77,839	77,839
Net fixed assets	46,585	46,472	56,362	66,296	68,811
Other assets	52,608	77,356	79,620	81,213	82,837
Total assets	214,337	238,004	245,120	261,467	265,345
LIABILITIES:					
Current liabilities:	23,041	29,729	29,493	31,325	30,274
Account payables	3,956	5,632	5,930	5,561	5,195
Bank overdraft & ST loans	11,845	12,028	12,546	13,658	13,333
Current LT debt	5,744	11,293	10,304	11,217	10,950
Others current liabilities	1,495	776	712	889	795
Total LT debt	72,175	87,490	92,737	100,953	98,553
Others LT liabilities	12,747	13,138	10,242	10,549	10,866
Total liabilities	107,963	130,357	132,471	142,827	139,692
Minority interest	8,992	14,195	15,944	17,727	19,548
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	21,750	21,750	21,750	21,750	21,750
Share premium	19,280	19,280	19,280	19,280	19,280
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(9,441)	(16,113)	(16,113)	(16,113)	(16,113)
Retained earnings	65,794	68,534	71,788	75,996	81,188
Shareholders' equity	97,382	93,451	96,704	100,913	106,105
Liabilities & equity	214,337	238,004	245,120	261,467	265,345

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	407	271	2,206	3,985	5,545
Tax paid	(833)	(173)	(702)	(1,023)	(1,762)
Depreciation & amortization	4,028	3,708	6,246	5,746	5,906
Chg In working capital	(1,282)	(1,432)	(681)	(116)	(30)
Chg In other CA & CL / minorities	7,345	9,735	6,843	6,613	6,540
Cash flow from operations	9,664	12,109	13,911	15,205	16,199
Capex	879	(3,595)	(15,636)	(15,180)	(7,920)
Right of use	428	67	3,297	0	0
ST loans & investments	(357)	(846)	0	0	0
LT loans & investments	(24,250)	11,261	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	2,315	(24,885)	(8,957)	(1,785)	(1,808)
Cash flow from investments	(20,984)	(17,998)	(21,296)	(16,965)	(9,728)
Debt financing	3,571	21,553	4,776	10,240	(2,991)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,479)	(3,479)	(3,480)	(3,480)	(3,480)
Warrants & other surplus	(3,263)	(6,672)	0	0	0
Cash flow from financing	(3,171)	11,402	1,296	6,760	(6,471)
Free cash flow	(11,320)	(5,890)	(7,385)	(1,760)	6,471

*Healthy cashflow stream
from existing projects*

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	13.7	13.1	12.0	10.5	9.3
Normalized PE - at target price (x)	15.9	15.3	14.1	12.3	10.9
PE (x)	13.2	13.0	12.0	10.5	9.3
PE - at target price (x)	15.4	15.2	14.1	12.3	10.9
EV/EBITDA (x)	23.5	26.8	16.0	14.6	12.8
EV/EBITDA - at target price (x)	25.5	28.9	17.2	15.7	13.7
P/BV (x)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
P/CFO (x)	8.4	6.7	5.8	5.3	5.0
Price/sales (x)	2.4	3.0	1.8	1.8	1.9
Dividend yield (%)	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
FCF Yield (%)	(14.0)	(7.3)	(9.1)	(2.2)	8.0
(Bt)					
Normalized EPS	2.73	2.84	3.10	3.53	3.99
EPS	2.82	2.86	3.10	3.53	3.99
DPS	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60
BV/share	44.77	42.97	44.46	46.40	48.78
CFO/share	4.44	5.57	6.40	6.99	7.45
FCF/share	(5.20)	(2.71)	(3.40)	(0.81)	2.98

Sources: Company data, ttb wealth estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	(24.1)	(18.3)	64.2	(0.5)	(1.7)
Net profit (%)	18.6	1.5	8.2	14.2	12.8
EPS (%)	18.6	1.5	8.2	14.2	12.8
Normalized profit (%)	34.7	4.3	8.8	14.2	12.8
Normalized EPS (%)	34.7	4.3	8.8	14.2	12.8
Dividend payout ratio (%)	56.8	55.9	51.7	45.3	40.1
Operating performance					
Gross margin (%)	17.6	22.0	18.9	23.5	27.3
Operating margin (%)	7.8	9.8	11.4	15.8	19.5
EBITDA margin (%)	19.9	23.5	25.5	28.8	33.1
Net margin (%)	(1.5)	(1.1)	3.4	6.3	8.9
D/E (incl. minor) (x)	0.8	1.0	1.0	1.1	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.8	0.9	0.9	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	0.6	0.6	1.1	1.4	1.7
Interest coverage - EBITDA (x)	1.5	1.5	2.3	2.6	2.9
ROA - using norm profit (%)	2.8	2.7	2.8	3.0	3.3
ROE - using norm profit (%)	6.1	6.5	7.1	7.8	8.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	1.6	2.8	3.7
- asset turnover (x)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	14.6	17.0	15.8	20.2	24.2
- leverage (x)	2.2	2.4	2.5	2.6	2.5
- interest burden (%)	8.4	5.9	31.4	44.6	52.7
- tax burden (%)	na	na	68.0	70.0	70.0
WACC (%)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
ROIC (%)	(2.1)	(1.7)	1.9	2.5	2.9
NOPAT (Bt m)	(3,175)	(2,991)	3,458	4,908	5,947
invested capital (Bt m)	171,569	183,173	197,292	206,740	208,941

Sources: Company data, ttb wealth estimates

SELL (From: BUY)**TP: Bt 7.20** (From: Bt 6.50)

Change in Recommendation

Downside : 12.8%

WHA Utilities & Power Pcl (WHAUP TB)

แนะนำขายทำไม

เราปรับคำแนะนำ WHAUP เป็น "ขาย" แม้ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 7.20 บาท หลังรวมโอกาสการได้สัญญาจากแผน PDP ใหม่ หลังราคาหุ้นเพิ่มขึ้นเกือบสองเท่าจากต้นปีมาที่ PE 20 เท่าในปี 2027F ซึ่งเรามองว่าเกินโอกาสการเติบโตจากดาต้าเซนเตอร์และ PDP ใหม่ไปแล้ว จึงแนะนำขายทำไม

ปรับคำแนะนำ WHAUP เป็น "ขาย"

เราปรับคำแนะนำ WHAUP ลงเป็น "ขาย" (จาก ซื้อ) สาเหตุหลักมาจากราคาหุ้นที่พุ่งขึ้นมาแล้วถึง 92% นับตั้งแต่บทวิเคราะห์ฉบับแรกของเราเมื่อต้นเดือนมีนาคม 1) แม้เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 7.2 บาท/หุ้น (จาก 6.5 บาท) หลังใช้ 2027F เป็นปีฐาน และรวมโอกาสการได้สัญญาใหม่จากแผน PDP ใหม่แล้ว ราคาเป้าหมายใหม่นี้ก็ยังต่ำกว่าราคาหุ้นอยู่หลังปรับตัวขึ้นแรงจากช่วงต้นปี 2) WHAUP ที่ 20 เท่า PE ในปี 2027F นั้นดูแพงสำหรับเราเมื่อเทียบกับ EPS เติบโตเฉลี่ย 16% ต่อปีในช่วงปี 2027-29F คิดเป็น PEG ที่ 1.3 เท่า แม้เราได้รวมสมมติฐานการได้ลูกค้าดาต้าเซนเตอร์ขนาดใหญ่รายที่สามสำหรับธุรกิจบริการนำไปแล้ว ทำให้แม้ปัจจัยพื้นฐานยังแข็งแกร่งจากรายได้ประจำของธุรกิจน้ำและไฟฟ้าในนิคมฯ ของกลุ่ม WHA ที่ได้อานิสงส์จากการเติบโตของ FDI และการลงทุนดาต้าเซนเตอร์ในไทย แต่เรามองว่าราคาหุ้นที่ปรับขึ้นมาจากมูลค่าตึงตัวเป็นโอกาสขายทำไม ไปลงทุนหุ้นในกลุ่มตัวอื่นที่มีมูลค่าน่าสนใจกว่า และน่าจะได้ประโยชน์จากแผน PDP ใหม่ที่มากกว่า

เรารวมโอกาสจาก PDP ใหม่ในประมาณการแล้ว ...

ราคาเป้าหมายที่ปรับขึ้นของเราสะท้อนโอกาสการได้สัญญาซื้อขายไฟฟ้าโครงการโซลาร์รวม 700MW และโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ 150MW ที่เราคาด WHAUP จะได้จากการประมูลสัญญาทั้งหมด 55GW ที่เราคาดในช่วง 10 ปีข้างหน้า ซึ่งทำให้ราคาเป้าหมายของเราเพิ่มขึ้น 1.1 บาท/หุ้น (ดูบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภค "โอกาสการเติบโตจาก PDP-2026" วันที่ 15 กรกฎาคม 2026 สำหรับกรอบการประเมินมูลค่าของเรา) สะท้อนถึงศักยภาพของ WHAUP ในการมีประสบการณ์พัฒนากำลังการผลิตโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ในนิคมฯ ของกลุ่ม และการได้สัญญา PPA 136MW จากการประมูลในปี 2023 มาแล้ว ขณะที่สัญญาโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ เรามองว่าจะมาจากการเป็นพันธมิตรกับผู้เล่นอื่นในการประมูลสัญญา SPP ใหม่เนื่องจาก WHAUP มีข้อได้เปรียบในการใช้พื้นที่ในเขตนิคมฯ ของกลุ่ม WHA

... รวมถึงการเติบโตของดาต้าเซนเตอร์ในไทย

เราคาดกำไร WHAUP เติบโตได้ 36/7/6% ในปี 2027-29F 1) ส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้า IPP Gheco-1 พื้นตัวหลังถ่านหินต้นทุนสูงหมดลง และ 2) อัตรากำไรโรงไฟฟ้า SPP พื้นตัวจากต้นทุนเชื้อเพลิงที่ทยอยลดลงสู่ระดับปกติในปี 2027F แต่เรามองว่าการเติบโตกำไรจะชะลอลงในปี 2028-29F แม้เราได้รวมสมมติฐานการเติบโตของความต้องการใช้น้ำอย่างต่อเนื่อง และรายได้จากค่าธรรมเนียมการใช้กำลังการผลิตน้ำส่วนเกินจากลูกค้าดาต้าเซนเตอร์ขนาดใหญ่เข้ามาแล้ว 3 ราย แม้จะมีลูกค้าที่ได้สัญญาแล้วเพียง 2 ราย ส่วนลูกค้ารายที่ 3 ยังอยู่บนข้อมูลจากกลุ่ม WHA ว่ามีความต้องการซื้อที่ดินราว 700 ไร่ จากผู้ให้บริการระดับ Hyperscale อีกรายหนึ่ง

แต่ PE 20 เท่าในปี 2027F ก็ยังดูแพงในมุมมองของเรา

เรามองว่ามูลค่าพื้นฐานของ WHAUP ที่ 1.3 เท่านั้นดูแพงเมื่อเทียบกับหุ้นโรงไฟฟ้า SPP ขนาดใหญ่อย่าง BGRIM และ GPSC ซึ่งมีปัจจัยหนุนระยะสั้นจากการฟื้นตัวของอัตรากำไรคล้ายกัน แต่ดูมีโอกาสการเติบโตจากแผน PDP ใหม่ที่มากกว่า และยังซื้อขายที่ระดับ PEG ต่ำกว่า และเราก็ชอบ GUNKUL มากกว่าหากเทียบหุ้นขนาดเล็กถึงกลาง เนื่องจากมีผลงานที่โดดเด่นกว่าจากการประมูลโครงการพลังงานทดแทนครั้งก่อน และยังมีโอกาสการเติบโตจากการเร่งลงทุนโครงข่ายสายส่งไฟฟ้า



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

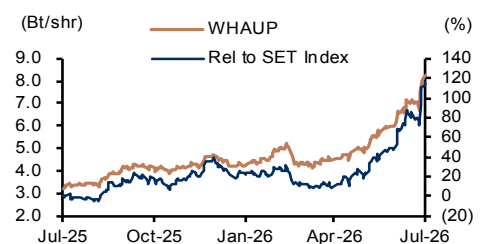
662-779-9119

nuttapop.pra@ttbwealth.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	3,194	3,615	4,153	4,648
Net profit	1,016	1,154	1,568	1,682
Consensus NP	—	1,724	1,872	1,969
Diff frm cons (%)	—	(33.1)	(16.2)	(14.6)
Norm profit	1,221	1,154	1,568	1,682
Prev. Norm profit	—	1,154	1,568	1,682
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	0.32	0.30	0.41	0.44
Norm EPS grw (%)	119.9	(5.5)	35.9	7.3
Norm PE (x)	25.8	27.3	20.1	18.8
EV/EBITDA (x)	31.7	28.0	24.9	22.7
P/BV (x)	2.3	2.3	2.2	2.1
Div yield (%)	3.1	3.1	3.1	3.1
ROE (%)	9.0	8.5	11.2	11.5
Net D/E (%)	112.5	138.8	145.3	147.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 14-Jul-26 (Bt)	8.25
Market Cap (US\$ m)	941.2
Listed Shares (m shares)	3,825.0
Free Float (%)	25.6
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	1.6
12M Price H/L (Bt)	8.15/3.20
Sector	Utilities
Major Shareholder	WHA Industrial Dev. 70.45%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

Ex 1: 12-month DCF-derived SOTP-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2027F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal value
EBITDA	1,803	2,102	2,366	2,528	2,681	2,907	3,080	3,118	3,141	3,159	3,176	3,192	
Free cash flow	(1,896)	(452)	(56)	1,603	1,016	(4,559)	2,162	2,199	2,222	2,238	2,254	2,270	40,164
PV of free cash flow	0	(452)	(53)	1,425	852	(3,605)	1,612	1,546	1,473	1,399	1,329	1,262	26,308
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	6.0												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	33,096												
Net debt	18,986												
Minority interest	0												
Equity value	14,110												
# of Shares	3,825												
Equity Value / Share	3.69												

	Valuation method	WACC	Equity value	Value per share (Bt)
Plus value from affiliates				
- Utilities business in Vietnam	DCF	10.0%	603	0.16
- SPP projects in Thailand	DCF	8.2-8.7%	6,635	1.73
- Gheco-1	DCF	15.0%	1,167	0.30
- Glow IPP	DCF	8.0%	154	0.04
- Houay Ho	DCF	8.0%	102	0.03
- Other renewables	DCF	7.8-9.4%	354	0.09
Total				2.36
Plus PDP-2026 opportunities				
- Gas 150MW				0.93
- Solar 500MW				0.22
Total				1.15
Grand total				7.20

Sources: ttb wealth estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดับบลิวเอชเอ ยูทิลิตี้ส์ แอนด์ พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน) (WHAUP) เป็นหน่วยธุรกิจลงทุนด้านสาธารณูปโภคของกลุ่ม WHA บริษัท ให้บริการ โซลูชันน้ำสำหรับอุตสาหกรรม พร้อมกับการลงทุนในโครงการไฟฟ้าทั้งแบบ conventional (ดั้งเดิม) และ renewable (พลังงานทดแทน) ภายใต้สัญญา IPP, SPP และ Private PPA ส่วนใหญ่ดำเนินงานในนิคมอุตสาหกรรมของ WHA โดยในปี 2025 พอร์ตการลงทุนของ WHAUP ประกอบด้วย: กำลังการผลิตน้ำอุตสาหกรรม 136 ล้านลบ.ม. ต่อปี กำลังการผลิตบำบัดน้ำเสีย 49 ล้านลบ.ม. กำลังการผลิตไฟฟ้าแบบดั้งเดิม 528MW โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน 187MW ซึ่งส่วนใหญ่เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์

Source: ttb wealth

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีสิทธิพิเศษในการให้บริการสาธารณูปโภคน้ำภายในนิคมอุตสาหกรรมของ WHA ที่กำลังขยายตัว
- มีบริการแบบครบวงจร ครอบคลุมน้ำอุตสาหกรรม ไฟฟ้าแบบดั้งเดิมที่มั่นคง และไฟฟ้าพลังงานสีเขียวจากพลังงานทดแทน
- มีผลงานการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในการให้บริการน้ำและไฟฟ้าที่สำคัญต่อการกิจ (mission-critical) ด้วยมาตรฐานความน่าเชื่อถือสูง

O — Opportunity

- การไหลเข้ามาของ FDI และการขยายตัวของดาต้าเซ็นเตอร์ในประเทศไทยที่เพิ่มขึ้น
- ความต้องการที่เพิ่มขึ้นสำหรับการบำบัดน้ำขั้นสูง และโซลูชันพลังงานหมุนเวียน ในภาคอุตสาหกรรมต่าง ๆ
- การขยายธุรกิจนอกนิคมอุตสาหกรรมของ WHA และศักยภาพการเติบโตในเวียดนาม

CONSENSUS COMPARISON

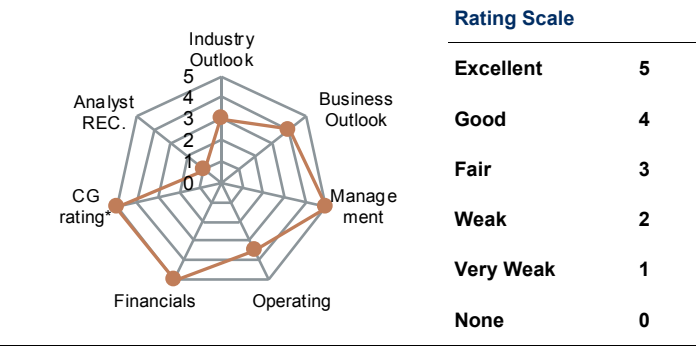
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	6.99	7.20	3%
Net profit 26F (Bt m)	1,724	1,154	-33%
Net profit 27F (Bt m)	1,872	1,568	-16%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าใครของเราสำหรับปี 2026-27F ต่ำกว่าประมาณการของตลาด 33/16% ซึ่งอาจเป็นเพราะเราคาดว่าผลกระทบจากอัตราค่าไฟของ SPP จะลดลงมากกว่าที่คาดการณ์ไว้ในช่วงหลายปีดังกล่าว
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า 3% ซึ่งอาจเป็นเพราะเราได้รวมลูกค้าดาต้าเซ็นเตอร์รายที่สามและโอกาสจาก PDP ใหม่ไว้ในประมาณการของเราแล้ว

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

COMPANY RATING



Source: ttb wealth; *CG Rating

W — Weakness

- ถ้าใครส่วนใหญ่ยังคงมาจากธุรกิจไฟฟ้าแบบดั้งเดิมในไทย ซึ่งมีศักยภาพการเติบโตจำกัด และเสี่ยงต่อความเปลี่ยนแปลงด้านนโยบาย
- ประสบการณ์โดยตรงในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้าแบบดั้งเดิมขนาดใหญ่ด้วยตัวเองจำกัด

T — Threat

- มีความอ่อนไหวอย่างมากต่อการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบหรือนโยบายในไทยหรือเวียดนามที่อาจกระทบต่อการไหลเข้าของ FDI และการพัฒนาภาคอุตสาหกรรม
- เผชิญกับความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์และการค้าโลก ซึ่งอาจทำให้การย้ายฐานการผลิตเข้าสู่หรือออกจากภูมิภาคนี้เปลี่ยนแปลงได้

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- นโยบายปรับลดค่าไฟฟ้าของรัฐบาลใหม่ที่อ่อนกว่าคาด และราคา pool gas ในประเทศที่ลดลงมากกว่าคาด ถือเป็นปัจจัยเสี่ยงด้านบวกหลักต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการใช้ไฟฟ้าและไอน้ำจากลูกค้าอุตสาหกรรมที่แข็งแกร่งกว่าคาด เป็นอีกปัจจัยบวกต่อประมาณการของเรา
- การพัฒนารูทีงใหม่ที่เร็วกว่าคาด และให้ผลตอบแทนดีกว่าคาด ก็จะเป็น upside risk ต่อมูลค่าพื้นฐานของเราเช่นกัน

Source: ttb wealth

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	2,272	3,194	3,615	4,153	4,648
Cost of sales	1,872	1,884	2,041	2,340	2,610
Gross profit	399	1,311	1,574	1,813	2,037
% gross margin	17.6%	41.0%	43.5%	43.7%	43.8%
Selling & administration expenses	344	410	452	519	581
Operating profit	55	901	1,122	1,294	1,456
% operating margin	2.4%	28.2%	31.0%	31.2%	31.3%
Depreciation & amortization	508	575	681	808	909
EBITDA	563	1,476	1,803	2,102	2,366
% EBITDA margin	24.8%	46.2%	49.9%	50.6%	50.9%
Non-operating income	124	107	108	125	139
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(536)	(545)	(564)	(626)	(673)
Pre-tax profit	(357)	463	667	792	922
Income tax	17	92	133	158	184
After-tax profit	(373)	371	533	634	738
% net margin	-16.4%	11.6%	14.8%	15.3%	15.9%
Shares in affiliates' Earnings	929	851	621	934	944
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(90)	(205)	0	0	0
NET PROFIT	465	1,016	1,154	1,568	1,682
Normalized profit	555	1,221	1,154	1,568	1,682
EPS (Bt)	0.12	0.27	0.30	0.41	0.44
Normalized EPS (Bt)	0.15	0.32	0.30	0.41	0.44

*Tapering down earnings
growth in 2027-28F*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	2,389	2,162	2,097	2,260	2,410
Cash & cash equivalent	1,598	1,201	1,000	1,000	1,000
Account receivables	484	616	743	853	955
Inventories	0	0	0	0	0
Others	307	345	354	407	455
Investments & loans	15,218	14,958	14,958	14,958	14,958
Net fixed assets	8,960	9,861	12,721	14,363	15,754
Other assets	4,680	4,668	5,283	6,069	6,793
Total assets	31,247	31,648	35,059	37,650	39,915
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,912	4,600	4,918	5,408	5,789
Account payables	569	581	615	705	787
Bank overdraft & ST loans	100	150	200	218	231
Current LT debt	3,119	3,699	3,957	4,308	4,579
Others current liabilities	123	170	146	177	192
Total LT debt	12,846	12,535	15,829	17,233	18,315
Others LT liabilities	927	1,021	632	726	813
Total liabilities	17,685	18,156	21,378	23,368	24,916
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,825	3,825	3,825	3,825	3,825
Share premium	2,558	2,558	2,558	2,558	2,558
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	3,062	2,942	2,942	2,942	2,942
Retained earnings	4,117	4,168	4,356	4,958	5,674
Shareholders' equity	13,562	13,492	13,680	14,282	14,999
Liabilities & equity	31,247	31,648	35,059	37,650	39,915

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	(357)	463	667	792	922
Tax paid	(23)	(53)	(145)	(141)	(183)
Depreciation & amortization	508	575	681	808	909
Chg In working capital	55	(119)	(93)	(20)	(20)
Chg In other CA & CL / minorities	892	829	566	896	909
Cash flow from operations	1,075	1,696	1,676	2,335	2,538
Capex	(1,749)	(1,425)	(3,490)	(2,400)	(2,250)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	(10)	(9)	32	0	0
LT loans & investments	(39)	261	0	0	0
Adj for asset revaluation	(158)	(120)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	194	178	(1,054)	(743)	(688)
Cash flow from investments	(1,762)	(1,116)	(4,512)	(3,143)	(2,938)
Debt financing	1,301	(11)	3,601	1,774	1,366
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(966)	(966)	(966)	(966)	(966)
Warrants & other surplus	654	(0)	0	0	0
Cash flow from financing	989	(976)	2,635	808	400
Free cash flow	(687)	579	(2,836)	(808)	(400)

Going through investment cycle for both water and solar businesses

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	56.8	25.8	27.3	20.1	18.8
Normalized PE - at target price (x)	49.6	22.5	23.8	17.6	16.4
PE (x)	67.9	31.0	27.3	20.1	18.8
PE - at target price (x)	59.2	27.1	23.8	17.6	16.4
EV/EBITDA (x)	81.8	31.7	28.0	24.9	22.7
EV/EBITDA - at target price (x)	74.6	28.9	25.8	23.0	21.0
P/BV (x)	2.3	2.3	2.3	2.2	2.1
P/BV - at target price (x)	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8
P/CFO (x)	29.4	18.6	18.8	13.5	12.4
Price/sales (x)	13.9	9.9	8.7	7.6	6.8
Dividend yield (%)	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
FCF Yield (%)	(2.2)	1.8	(9.0)	(2.6)	(1.3)
(Bt)					
Normalized EPS	0.15	0.32	0.30	0.41	0.44
EPS	0.12	0.27	0.30	0.41	0.44
DPS	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
BV/share	3.55	3.53	3.58	3.73	3.92
CFO/share	0.28	0.44	0.44	0.61	0.66
FCF/share	(0.18)	0.15	(0.74)	(0.21)	(0.10)

Sources: Company data, ttb wealth estimates

20x 2027F PE looks demanding to us

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	(18.3)	40.6	13.2	14.9	11.9
Net profit (%)	(71.5)	118.6	13.6	35.9	7.3
EPS (%)	(71.5)	118.6	13.6	35.9	7.3
Normalized profit (%)	(67.8)	119.9	(5.5)	35.9	7.3
Normalized EPS (%)	(67.8)	119.9	(5.5)	35.9	7.3
Dividend payout ratio (%)	207.8	95.0	83.7	61.6	57.4
Operating performance					
Gross margin (%)	17.6	41.0	43.5	43.7	43.8
Operating margin (%)	2.4	28.2	31.0	31.2	31.3
EBITDA margin (%)	24.8	46.2	49.9	50.6	50.9
Net margin (%)	(16.4)	11.6	14.8	15.3	15.9
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.2	1.5	1.5	1.5
Net D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.1	1.4	1.5	1.5
Interest coverage - EBIT (x)	0.1	1.7	2.0	2.1	2.2
Interest coverage - EBITDA (x)	1.1	2.7	3.2	3.4	3.5
ROA - using norm profit (%)	1.8	3.9	3.5	4.3	4.3
ROE - using norm profit (%)	4.1	9.0	8.5	11.2	11.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	2.7	3.9	4.5	5.0
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	na	31.6	34.0	34.2	34.3
- leverage (x)	2.3	2.3	2.5	2.6	2.6
- interest burden (%)	(199.2)	45.9	54.2	55.9	57.8
- tax burden (%)	na	80.1	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
ROIC (%)	0.2	2.6	3.1	3.2	3.3
NOPAT (Bt m)	55	721	898	1,035	1,165
invested capital (Bt m)	28,029	28,676	32,666	35,042	37,124

Sources: Company data, ttb wealth estimates

BCPG Pcl

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	4,323	3,555	3,457	3,557	4,069
Cost of sales	2,491	2,168	2,171	2,243	2,522
Gross profit	1,832	1,386	1,286	1,314	1,547
% gross margin	42.4%	39.0%	37.2%	36.9%	38.0%
Selling & administration expenses	578	571	588	601	524
Operating profit	1,254	816	698	712	1,023
% operating margin	29.0%	22.9%	20.2%	20.0%	25.1%
Depreciation & amortization	1,764	1,524	1,526	1,589	1,838
EBITDA	3,018	2,340	2,224	2,301	2,862
% EBITDA margin	69.8%	65.8%	64.3%	64.7%	70.3%
Non-operating income	267	228	157	111	101
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,529)	(1,192)	(1,191)	(1,148)	(1,129)
Pre-tax profit	(9)	(148)	(336)	(325)	(5)
Income tax	433	587	673	549	580
After-tax profit	(442)	(735)	(1,010)	(875)	(586)
% net margin	-10.2%	-20.7%	-29.2%	-24.6%	-14.4%
Shares in affiliates' Earnings	1,559	2,506	3,045	2,486	2,672
Minority interests	(0)	2	0	0	0
Extraordinary items	702	(917)	0	0	0
NET PROFIT	1,819	855	2,035	1,612	2,086
Normalized profit	1,117	1,773	2,035	1,612	2,086
EPS (Bt)	0.63	0.30	0.70	0.56	0.72
Normalized EPS (Bt)	0.39	0.61	0.70	0.56	0.72

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	9,727	7,687	8,173	8,246	8,455
Cash & cash equivalent	7,346	5,170	3,000	3,000	3,000
Account receivables	1,593	682	1,137	1,169	1,338
Inventories	0	0	0	0	0
Others	789	1,835	4,036	4,077	4,118
Investments & loans	21,722	18,919	18,919	18,919	18,919
Net fixed assets	15,818	16,258	19,129	13,158	18,862
Other assets	14,724	14,712	15,249	15,586	15,873
Total assets	61,992	57,575	61,470	55,909	62,109
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,153	5,388	4,224	3,575	4,250
Account payables	969	1,089	892	922	1,037
Bank overdraft & ST loans	0	500	284	220	270
Current LT debt	1,975	3,608	2,813	2,177	2,668
Others current liabilities	210	190	234	257	276
Total LT debt	26,429	21,387	25,321	19,591	24,014
Others LT liabilities	1,483	2,377	2,626	2,917	3,164
Total liabilities	31,066	29,152	32,170	26,083	31,427
Minority interest	215	255	255	255	255
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	14,979	14,979	14,470	14,470	14,470
Share premium	8,054	8,054	8,054	8,054	8,054
Warrants	25	26	26	26	26
Surplus	(388)	(2,947)	(2,947)	(2,947)	(2,947)
Retained earnings	8,040	8,057	9,441	9,967	10,823
Shareholders' equity	30,711	28,169	29,045	29,571	30,427
Liabilities & equity	61,992	57,575	61,470	55,909	62,109

Sources: Company data, ttb wealth estimates

BCPG Pcl

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	(9)	(148)	(336)	(325)	(5)
Tax paid	(582)	(573)	(687)	(542)	(575)
Depreciation & amortization	1,764	1,524	1,526	1,589	1,838
Chg In working capital	(327)	1,032	(652)	(3)	(54)
Chg In other CA & CL / minorities	2,033	1,932	900	2,461	2,644
Cash flow from operations	2,879	3,767	751	3,180	3,849
Capex	5,429	(1,964)	(4,395)	4,385	(7,540)
Right of use	267	(799)	(500)	(300)	(250)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	572	2,804	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,144	755	210	252	207
Cash flow from investments	7,413	795	(4,685)	4,336	(7,583)
Debt financing	(12,070)	(3,340)	2,923	(6,431)	4,964
Capital increase	0	0	(508)	0	0
Dividends paid	(749)	(839)	(651)	(1,085)	(1,230)
Warrants & other surplus	82	(2,559)	(0)	(0)	(0)
Cash flow from financing	(12,736)	(6,737)	1,763	(7,516)	3,734
Free cash flow	10,292	4,562	(3,934)	7,516	(3,734)

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	18.5	11.7	10.2	12.8	9.9
Normalized PE - at target price (x)	28.5	18.0	15.6	19.8	15.3
PE (x)	11.4	24.2	10.2	12.8	9.9
PE - at target price (x)	17.5	37.2	15.6	19.8	15.3
EV/EBITDA (x)	13.8	17.5	20.7	17.2	15.6
EV/EBITDA - at target price (x)	17.5	22.3	25.7	22.1	19.5
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0
P/CFO (x)	7.2	5.5	27.5	6.5	5.4
Price/sales (x)	5.0	6.0	6.2	6.0	5.3
Dividend yield (%)	3.9	1.4	4.9	5.6	6.3
FCF Yield (%)	49.7	22.0	(19.0)	36.3	(18.0)
(Bt)					
Normalized EPS	0.39	0.61	0.70	0.56	0.72
EPS	0.63	0.30	0.70	0.56	0.72
DPS	0.28	0.10	0.35	0.40	0.45
BV/share	10.61	9.73	10.04	10.22	10.51
CFO/share	0.99	1.30	0.26	1.10	1.33
FCF/share	3.56	1.58	(1.36)	2.60	(1.29)

Sources: Company data, ttb wealth estimates

BCPG Pcl**FINANCIAL RATIOS**

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	(14.1)	(17.8)	(2.7)	2.9	14.4
Net profit (%)	64.8	(53.0)	137.9	(20.8)	29.5
EPS (%)	64.8	(53.0)	137.9	(20.8)	29.5
Normalized profit (%)	34.4	58.7	14.8	(20.8)	29.5
Normalized EPS (%)	34.4	58.7	14.8	(20.8)	29.5
Dividend payout ratio (%)	44.5	33.8	49.8	71.8	62.4
Operating performance					
Gross margin (%)	42.4	39.0	37.2	36.9	38.0
Operating margin (%)	29.0	22.9	20.2	20.0	25.1
EBITDA margin (%)	69.8	65.8	64.3	64.7	70.3
Net margin (%)	(10.2)	(20.7)	(29.2)	(24.6)	(14.4)
D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.9	1.0	0.7	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.9	0.6	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.9
Interest coverage - EBITDA (x)	2.0	2.0	1.9	2.0	2.5
ROA - using norm profit (%)	1.6	3.0	3.4	2.7	3.5
ROE - using norm profit (%)	3.7	6.0	7.1	5.5	7.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	na	na
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	na	na	na	na	na
- leverage (x)	2.3	2.0	2.1	2.0	2.0
- interest burden (%)	(0.6)	(14.1)	(39.3)	(39.5)	(0.5)
- tax burden (%)	na	na	na	na	na
WACC (%)	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
ROIC (%)	2.1	1.6	1.4	1.3	2.0
NOPAT (Bt m)	1,254	816	698	712	972
invested capital (Bt m)	51,769	48,494	54,463	48,559	54,378

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Energy Absolute Pcl

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	18,128	13,098	12,566	11,886	11,908
Cost of sales	11,810	9,849	6,373	6,648	6,942
Gross profit	6,318	3,249	6,193	5,238	4,967
% gross margin	34.9%	24.8%	49.3%	44.1%	41.7%
Selling & administration expenses	1,422	1,415	1,453	1,468	1,488
Operating profit	4,896	1,833	4,740	3,770	3,479
% operating margin	27.0%	14.0%	37.7%	31.7%	29.2%
Depreciation & amortization	3,874	3,880	3,949	4,053	4,105
EBITDA	8,770	5,714	8,690	7,824	7,584
% EBITDA margin	48.4%	43.6%	69.2%	65.8%	63.7%
Non-operating income	395	534	126	119	119
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,699)	(2,414)	(2,153)	(2,057)	(1,975)
Pre-tax profit	2,592	(46)	2,712	1,832	1,623
Income tax	349	271	407	275	243
After-tax profit	2,243	(317)	2,306	1,557	1,379
% net margin	12.4%	-2.4%	18.3%	13.1%	11.6%
Shares in affiliates' Earnings	(252)	(48)	(57)	15	88
Minority interests	1,371	1,757	(429)	(519)	(766)
Extraordinary items	(7,991)	(6,249)	0	0	0
NET PROFIT	(4,630)	(4,857)	1,820	1,053	702
Normalized profit	3,361	1,392	1,820	1,053	702
EPS (Bt)	(1.24)	(1.30)	0.49	0.28	0.19
Normalized EPS (Bt)	0.90	0.37	0.49	0.28	0.19

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	18,570	14,405	12,858	12,725	12,889
Cash & cash equivalent	383	915	500	500	500
Account receivables	7,947	4,861	5,164	4,885	4,894
Inventories	4,268	4,086	2,619	2,732	2,853
Others	5,972	4,542	4,575	4,608	4,642
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	55,220	51,469	51,717	49,838	45,885
Other assets	22,415	24,681	24,723	24,763	24,801
Total assets	96,205	90,555	89,298	87,326	83,574
LIABILITIES:					
Current liabilities:	19,766	9,244	16,577	15,559	14,037
Account payables	374	276	262	273	285
Bank overdraft & ST loans	1,137	0	0	0	0
Current LT debt	15,949	6,331	13,659	12,581	10,998
Others current liabilities	2,307	2,637	2,656	2,705	2,754
Total LT debt	41,616	41,617	31,871	29,356	25,662
Others LT liabilities	4,687	5,216	4,494	4,483	4,479
Total liabilities	66,069	56,078	52,942	49,398	44,179
Minority interest	(1,242)	1,209	1,638	2,157	2,923
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	371	743	373	373	373
Share premium	2,948	9,254	9,254	9,254	9,254
Warrants	0	745	745	745	745
Surplus	(8,338)	(9,010)	(9,010)	(9,010)	(9,010)
Retained earnings	36,396	31,536	33,355	34,408	35,110
Shareholders' equity	31,378	33,268	34,718	35,770	36,473
Liabilities & equity	96,205	90,555	89,298	87,326	83,574

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Energy Absolute Pcl

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	2,592	(46)	2,712	1,832	1,623
Tax paid	(349)	(271)	(407)	(275)	(243)
Depreciation & amortization	3,874	3,880	3,949	4,053	4,105
Chg In working capital	3,662	3,170	1,151	177	(117)
Chg In other CA & CL / minorities	(1,716)	5,884	(70)	30	104
Cash flow from operations	8,063	12,618	7,335	5,818	5,471
Capex	(314)	(32)	(4,100)	(2,075)	(50)
Right of use	561	(127)	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	(974)	49	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	427	(7,821)	(842)	(131)	(124)
Cash flow from investments	(300)	(7,931)	(4,962)	(2,226)	(194)
Debt financing	(4,164)	(10,901)	(2,419)	(3,592)	(5,277)
Capital increase	(734)	6,677	(370)	0	0
Dividends paid	(1,114)	0	0	0	0
Warrants & other surplus	(3,843)	69	0	0	0
Cash flow from financing	(9,855)	(4,154)	(2,789)	(3,592)	(5,277)
Free cash flow	7,763	4,687	2,374	3,592	5,277

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	3.5	8.4	6.4	11.1	16.7
Normalized PE - at target price (x)	1.1	2.7	2.0	3.5	5.3
PE (x)	na	na	6.4	11.1	16.7
PE - at target price (x)	na	na	2.0	3.5	5.3
EV/EBITDA (x)	8.0	10.3	6.5	6.8	6.3
EV/EBITDA - at target price (x)	7.1	8.9	5.6	5.8	5.3
P/BV (x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
P/BV - at target price (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
P/CFO (x)	1.5	0.9	1.6	2.0	2.1
Price/sales (x)	1.3	1.8	1.9	2.0	2.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF Yield (%)	66.3	40.0	20.3	30.7	45.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.90	0.37	0.49	0.28	0.19
EPS	(1.24)	(1.30)	0.49	0.28	0.19
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BV/share	8.41	8.92	9.31	9.59	9.78
CFO/share	2.16	3.38	1.97	1.56	1.47
FCF/share	2.08	1.26	0.64	0.96	1.41

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Energy Absolute Pcl

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	(39.7)	(27.7)	(4.1)	(5.4)	0.2
Net profit (%)	na	na	na	(42.2)	(33.3)
EPS (%)	na	na	na	(42.2)	(33.3)
Normalized profit (%)	(53.1)	(58.6)	30.7	(42.2)	(33.3)
Normalized EPS (%)	(53.1)	(58.6)	30.7	(42.2)	(33.3)
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operating performance					
Gross margin (%)	34.9	24.8	49.3	44.1	41.7
Operating margin (%)	27.0	14.0	37.7	31.7	29.2
EBITDA margin (%)	48.4	43.6	69.2	65.8	63.7
Net margin (%)	12.4	(2.4)	18.3	13.1	11.6
D/E (incl. minor) (x)	1.9	1.4	1.3	1.1	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	1.9	1.4	1.2	1.1	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	3.2	1.5	2.0	1.2	0.8
ROE - using norm profit (%)	9.2	4.3	5.4	3.0	1.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	6.1	na	6.8	4.4	3.8
- asset turnover (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	29.2	na	38.7	32.7	30.2
- leverage (x)	2.9	2.9	2.6	2.5	2.4
- interest burden (%)	49.0	(1.9)	55.7	47.1	45.1
- tax burden (%)	86.5	na	85.0	85.0	85.0
WACC (%)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
ROIC (%)	4.2	2.0	5.0	4.0	3.8
NOPAT (Bt m)	4,237	1,833	4,029	3,205	2,957
invested capital (Bt m)	89,697	80,301	79,747	77,208	72,633

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Electricity Generating**INCOME STATEMENT**

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	40,317	32,086	30,201	29,554	29,537
Cost of sales	31,609	27,271	25,274	24,929	24,866
Gross profit	8,707	4,815	4,927	4,624	4,671
% gross margin	21.6%	15.0%	16.3%	15.6%	15.8%
Selling & administration expenses	3,383	2,852	2,542	2,546	2,555
Operating profit	5,324	1,962	2,385	2,079	2,117
% operating margin	13.2%	6.1%	7.9%	7.0%	7.2%
Depreciation & amortization	3,121	2,488	3,113	3,113	3,113
EBITDA	8,445	4,451	5,498	5,192	5,230
% EBITDA margin	20.9%	13.9%	18.2%	17.6%	17.7%
Non-operating income	3,362	3,158	3,188	3,295	2,968
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(6,137)	(5,092)	(4,745)	(4,596)	(4,445)
Pre-tax profit	2,549	29	829	778	640
Income tax	1,083	1,555	1,658	1,556	1,281
After-tax profit	1,466	(1,526)	(829)	(778)	(640)
% net margin	3.6%	-4.8%	-2.7%	-2.6%	-2.2%
Shares in affiliates' Earnings	9,976	7,876	9,842	10,284	10,339
Minority interests	(10)	2	(10)	(10)	(10)
Extraordinary items	(6,021)	(1,624)	0	0	0
NET PROFIT	5,411	4,727	9,003	9,497	9,689
Normalized profit	11,432	6,352	9,003	9,497	9,689
EPS (Bt)	10.28	8.98	17.10	18.04	18.40
Normalized EPS (Bt)	21.72	12.07	17.10	18.04	18.40

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	60,305	49,871	53,105	58,018	63,059
Cash & cash equivalent	46,470	37,988	42,505	47,505	52,505
Account receivables	5,685	5,327	5,014	4,906	4,904
Inventories	2,774	2,400	2,077	2,049	2,044
Others	5,376	4,156	3,508	3,557	3,606
Investments & loans	113,636	115,275	115,275	115,275	115,275
Net fixed assets	44,635	37,473	35,362	33,250	31,139
Other assets	22,487	19,087	19,736	19,886	20,038
Total assets	241,063	221,707	223,478	226,429	229,511
LIABILITIES:					
Current liabilities:	25,106	30,733	31,991	31,195	30,404
Account payables	2,825	3,184	2,423	2,390	2,384
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	17,655	24,109	26,051	25,209	24,344
Others current liabilities	4,626	3,440	3,516	3,595	3,676
Total LT debt	103,077	83,401	78,154	75,628	73,033
Others LT liabilities	8,240	7,527	7,696	7,885	8,076
Total liabilities	136,422	121,661	117,841	114,708	111,513
Minority interest	267	253	263	273	282
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,265	5,265	5,265	5,265	5,265
Share premium	8,601	8,601	8,601	8,601	8,601
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(2,267)	(8,153)	(8,153)	(8,153)	(8,153)
Retained earnings	92,774	94,079	99,660	105,735	112,002
Shareholders' equity	104,373	99,793	105,374	111,448	117,715
Liabilities & equity	241,063	221,707	223,478	226,429	229,511

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Electricity Generating

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	2,549	29	829	778	640
Tax paid	(1,083)	(1,555)	(1,658)	(1,556)	(1,281)
Depreciation & amortization	3,121	2,488	3,113	3,113	3,113
Chg In working capital	922	1,092	(125)	103	2
Chg In other CA & CL / minorities	9,848	9,127	9,898	10,342	10,397
Cash flow from operations	15,358	11,182	12,056	12,779	12,872
Capex	(820)	4,673	(1,000)	(1,000)	(1,000)
Right of use	73	234	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(129)	(865)	669	(27)	(28)
LT loans & investments	2,200	(1,640)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(4,344)	3,623	(430)	87	88
Cash flow from investments	(3,020)	6,024	(811)	(990)	(990)
Debt financing	(511)	(16,381)	(3,306)	(3,368)	(3,460)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,453)	(3,421)	(3,422)	(3,422)	(3,422)
Warrants & other surplus	(2,512)	(5,887)	0	0	0
Cash flow from financing	(6,476)	(25,689)	(6,728)	(6,790)	(6,882)
Free cash flow	12,338	17,206	11,245	11,790	11,882

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	5.8	10.4	7.3	7.0	6.8
Normalized PE - at target price (x)	7.4	13.3	9.4	8.9	8.7
PE (x)	12.2	14.0	7.3	7.0	6.8
PE - at target price (x)	15.6	17.8	9.4	8.9	8.7
EV/EBITDA (x)	16.6	30.5	23.2	23.0	21.2
EV/EBITDA - at target price (x)	18.8	34.5	26.5	26.5	24.7
P/BV (x)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
P/CFO (x)	4.3	5.9	5.5	5.2	5.1
Price/sales (x)	1.6	2.1	2.2	2.2	2.2
Dividend yield (%)	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
FCF Yield (%)	18.7	26.0	17.0	17.8	18.0
(Bt)					
Normalized EPS	21.72	12.07	17.10	18.04	18.40
EPS	10.28	8.98	17.10	18.04	18.40
DPS	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
BV/share	198.25	189.55	200.15	211.69	223.60
CFO/share	29.17	21.24	22.90	24.27	24.45
FCF/share	23.44	32.68	21.36	22.39	22.57

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Electricity Generating

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	(18.8)	(20.4)	(5.9)	(2.1)	(0.1)
Net profit (%)	na	(12.6)	90.4	5.5	2.0
EPS (%)	na	(12.6)	90.4	5.5	2.0
Normalized profit (%)	13.2	(44.4)	41.7	5.5	2.0
Normalized EPS (%)	13.2	(44.4)	41.7	5.5	2.0
Dividend payout ratio (%)	63.2	72.4	38.0	36.0	35.3
Operating performance					
Gross margin (%)	21.6	15.0	16.3	15.6	15.8
Operating margin (%)	13.2	6.1	7.9	7.0	7.2
EBITDA margin (%)	20.9	13.9	18.2	17.6	17.7
Net margin (%)	3.6	(4.8)	(2.7)	(2.6)	(2.2)
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	0.9	0.4	0.5	0.5	0.5
Interest coverage - EBITDA (x)	1.4	0.9	1.2	1.1	1.2
ROA - using norm profit (%)	4.7	2.7	4.0	4.2	4.3
ROE - using norm profit (%)	10.9	6.2	8.8	8.8	8.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	1.4	na	na	na	na
- asset turnover (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	21.5	16.0	18.5	18.2	17.2
- leverage (x)	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0
- interest burden (%)	29.4	0.6	14.9	14.5	12.6
- tax burden (%)	57.5	na	na	na	na
WACC (%)	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
ROIC (%)	1.7	(58.1)	(1.4)	(1.2)	(1.3)
NOPAT (Bt m)	3,062	(103,779)	(2,385)	(2,079)	(2,117)
invested capital (Bt m)	178,635	169,316	167,074	164,781	162,587

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Global Power Synergy

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	90,730	84,916	84,316	79,413	79,066
Cost of sales	79,307	73,155	73,052	66,396	63,880
Gross profit	11,423	11,761	11,263	13,017	15,186
% gross margin	12.6%	13.9%	13.4%	16.4%	19.2%
Selling & administration expenses	2,571	2,691	2,745	2,799	2,855
Operating profit	8,852	9,070	8,518	10,218	12,331
% operating margin	9.8%	10.7%	10.1%	12.9%	15.6%
Depreciation & amortization	9,960	9,594	8,759	8,760	7,183
EBITDA	18,609	18,457	17,070	18,769	19,305
% EBITDA margin	20.5%	21.7%	20.2%	23.6%	24.4%
Non-operating income	1,810	1,794	1,365	1,134	1,053
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(5,885)	(5,120)	(4,659)	(4,304)	(4,151)
Pre-tax profit	4,777	5,744	5,224	7,048	9,232
Income tax	249	383	366	564	1,385
After-tax profit	4,528	5,362	4,858	6,485	7,847
% net margin	5.0%	6.3%	5.8%	8.2%	9.9%
Shares in affiliates' Earnings	293	503	1,178	1,335	2,085
Minority interests	(708)	(859)	(779)	(1,039)	(1,258)
Extraordinary items	(51)	1,394	0	0	0
NET PROFIT	4,062	6,399	5,258	6,780	8,675
Normalized profit	4,113	5,005	5,258	6,780	8,675
EPS (Bt)	1.44	2.27	1.86	2.40	3.08
Normalized EPS (Bt)	1.46	1.78	1.86	2.40	3.08

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	49,779	42,826	43,282	47,195	52,011
Cash & cash equivalent	25,492	21,305	20,000	25,000	30,000
Account receivables	11,754	10,468	10,395	9,791	9,748
Inventories	7,733	6,348	6,004	5,457	5,250
Others	4,800	4,705	6,882	6,947	7,013
Investments & loans	55,299	51,791	51,791	51,791	51,791
Net fixed assets	92,473	86,936	79,884	72,832	73,558
Other assets	90,585	82,706	81,455	80,207	78,963
Total assets	288,136	264,259	256,412	252,026	256,324
LIABILITIES:					
Current liabilities:	23,126	24,812	27,414	25,806	25,578
Account payables	5,740	5,256	6,004	5,457	5,250
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	12,104	14,827	16,285	15,182	15,120
Others current liabilities	5,282	4,729	5,125	5,166	5,208
Total LT debt	125,832	104,209	92,280	86,033	85,680
Others LT liabilities	20,036	18,802	18,405	18,373	18,343
Total liabilities	168,994	147,823	138,099	130,212	129,601
Minority interest	11,584	12,029	12,808	13,847	15,105
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	28,197	28,197	28,197	28,197	28,197
Share premium	70,176	70,176	70,176	70,176	70,176
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(17,375)	(23,404)	(23,404)	(23,404)	(23,404)
Retained earnings	26,560	29,438	30,537	32,998	36,650
Shareholders' equity	107,558	104,406	105,505	107,967	111,619
Liabilities & equity	288,136	264,259	256,412	252,026	256,324

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Global Power Synergy

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	4,777	5,744	5,224	7,048	9,232
Tax paid	(249)	(383)	(366)	(564)	(1,385)
Depreciation & amortization	9,756	9,387	8,552	8,552	6,974
Chg In working capital	1,566	2,188	1,165	604	43
Chg In other CA & CL / minorities	1,239	(1,389)	(603)	1,311	2,061
Cash flow from operations	17,089	15,547	13,972	16,952	16,925
Capex	(6,026)	(3,849)	(1,500)	(1,500)	(7,700)
Right of use	(910)	139	197	198	199
ST loans & investments	694	803	0	0	0
LT loans & investments	156	3,508	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	2,868	8,171	657	1,018	1,014
Cash flow from investments	(3,217)	8,771	(645)	(284)	(6,487)
Debt financing	953	(18,956)	(10,472)	(7,349)	(416)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,510)	(2,679)	(4,159)	(4,318)	(5,023)
Warrants & other surplus	(190)	(6,872)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,747)	(28,506)	(14,631)	(11,668)	(5,438)
Free cash flow	13,872	24,319	13,326	16,668	10,438

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	33.6	27.6	26.3	20.4	15.9
Normalized PE - at target price (x)	44.6	36.6	34.9	27.0	21.1
PE (x)	34.0	21.6	26.3	20.4	15.9
PE - at target price (x)	45.1	28.6	34.9	27.0	21.1
EV/EBITDA (x)	13.5	12.8	13.3	11.4	10.8
EV/EBITDA - at target price (x)	15.9	15.2	15.9	13.8	13.2
P/BV (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2
P/BV - at target price (x)	1.7	1.8	1.7	1.7	1.6
P/CFO (x)	8.1	8.9	9.9	8.2	8.2
Price/sales (x)	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7
Dividend yield (%)	1.8	3.0	3.1	3.2	4.1
FCF Yield (%)	10.0	17.6	9.6	12.1	7.6
(Bt)					
Normalized EPS	1.46	1.78	1.86	2.40	3.08
EPS	1.44	2.27	1.86	2.40	3.08
DPS	0.90	1.45	1.50	1.56	2.00
BV/share	38.14	37.03	37.42	38.29	39.58
CFO/share	6.06	5.51	4.95	6.01	6.00
FCF/share	4.92	8.62	4.73	5.91	3.70

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Global Power Synergy

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	0.5	(6.4)	(0.7)	(5.8)	(0.4)
Net profit (%)	10.0	57.5	(17.8)	29.0	27.9
EPS (%)	10.0	57.5	(17.8)	29.0	27.9
Normalized profit (%)	14.4	21.7	5.0	29.0	27.9
Normalized EPS (%)	14.4	21.7	5.0	29.0	27.9
Dividend payout ratio (%)	62.5	63.9	80.4	65.0	65.0
Operating performance					
Gross margin (%)	12.6	13.9	13.4	16.4	19.2
Operating margin (%)	9.8	10.7	10.1	12.9	15.6
EBITDA margin (%)	20.5	21.7	20.2	23.6	24.4
Net margin (%)	5.0	6.3	5.8	8.2	9.9
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	1.5	1.8	1.8	2.4	3.0
Interest coverage - EBITDA (x)	3.2	3.6	3.7	4.4	4.7
ROA - using norm profit (%)	1.4	1.8	2.0	2.7	3.4
ROE - using norm profit (%)	3.8	4.7	5.0	6.4	7.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	4.2	5.1	4.6	6.1	7.1
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	11.8	12.8	11.7	14.3	16.9
- leverage (x)	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3
- interest burden (%)	44.8	52.9	52.9	62.1	69.0
- tax burden (%)	94.8	93.3	93.0	92.0	85.0
WACC (%)	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
ROIC (%)	3.7	3.8	3.9	4.8	5.7
NOPAT (Bt m)	8,392	8,466	7,922	9,400	10,481
invested capital (Bt m)	220,002	202,138	194,070	184,182	182,419

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Gunkul Engineering

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	9,451	8,203	11,056	11,157	11,423
Cost of sales	6,504	5,362	7,674	7,781	7,945
Gross profit	2,946	2,841	3,382	3,377	3,479
% gross margin	31.2%	34.6%	30.6%	30.3%	30.5%
Selling & administration expenses	1,244	1,220	1,216	1,238	1,268
Operating profit	1,703	1,621	2,166	2,139	2,211
% operating margin	18.0%	19.8%	19.6%	19.2%	19.4%
Depreciation & amortization	996	1,085	1,085	1,106	1,122
EBITDA	2,699	2,707	3,252	3,245	3,333
% EBITDA margin	28.6%	33.0%	29.4%	29.1%	29.2%
Non-operating income	137	215	246	193	197
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(717)	(632)	(719)	(915)	(1,037)
Pre-tax profit	1,123	1,203	1,693	1,417	1,371
Income tax	330	327	423	312	274
After-tax profit	793	876	1,270	1,105	1,097
% net margin	8.4%	10.7%	11.5%	9.9%	9.6%
Shares in affiliates' Earnings	807	885	728	968	1,462
Minority interests	(0)	(0)	(9)	(8)	(9)
Extraordinary items	61	8	0	0	0
NET PROFIT	1,661	1,769	1,989	2,066	2,550
Normalized profit	1,600	1,761	1,989	2,066	2,550
EPS (Bt)	0.19	0.20	0.22	0.23	0.29
Normalized EPS (Bt)	0.18	0.20	0.22	0.23	0.29

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	6,800	7,437	9,341	9,414	9,587
Cash & cash equivalent	2,235	2,003	2,000	2,000	2,000
Account receivables	2,034	1,774	2,272	2,293	2,347
Inventories	988	835	1,261	1,279	1,306
Others	1,543	2,825	3,807	3,843	3,934
Investments & loans	5,004	5,913	9,358	13,517	14,485
Net fixed assets	14,564	11,841	11,556	11,061	14,223
Other assets	6,335	6,352	8,382	8,539	8,700
Total assets	32,704	31,544	38,636	42,532	46,995
LIABILITIES:					
Current liabilities:	6,562	6,666	7,880	8,745	9,507
Account payables	1,387	2,416	1,892	1,919	1,959
Bank overdraft & ST loans	1,898	271	194	221	251
Current LT debt	2,648	3,048	4,803	5,476	6,206
Others current liabilities	629	932	992	1,129	1,091
Total LT debt	11,249	9,647	14,408	16,429	18,617
Others LT liabilities	1,013	1,111	1,297	1,299	1,319
Total liabilities	18,824	17,425	23,585	26,473	29,443
Minority interest	50	1	10	18	27
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,221	2,221	2,221	2,221	2,221
Share premium	5,179	5,179	5,179	5,179	5,179
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(2,764)	(3,222)	(3,222)	(3,222)	(3,222)
Retained earnings	9,194	9,940	10,862	11,862	13,347
Shareholders' equity	13,830	14,118	15,041	16,041	17,525
Liabilities & equity	32,704	31,544	38,636	42,532	46,995

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Gunkul Engineering

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	1,123	1,203	1,693	1,417	1,371
Tax paid	(271)	(281)	(410)	(290)	(280)
Depreciation & amortization	996	1,085	1,085	1,106	1,122
Chg In working capital	(1,148)	1,441	(1,448)	(12)	(41)
Chg In other CA & CL / minorities	799	(222)	(207)	1,048	1,339
Cash flow from operations	1,501	3,227	714	3,269	3,511
Capex	(594)	1,637	(800)	(611)	(4,284)
Right of use	33	(177)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	518	(909)	(3,444)	(4,160)	(967)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(677)	334	(1,844)	(155)	(141)
Cash flow from investments	(720)	885	(6,089)	(4,926)	(5,392)
Debt financing	468	(2,863)	6,438	2,722	2,947
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(688)	(1,032)	(1,066)	(1,066)	(1,066)
Warrants & other surplus	(1,076)	(449)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,296)	(4,344)	5,372	1,656	1,881
Free cash flow	781	4,112	(5,375)	(1,656)	(1,881)

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	27.0	24.5	21.7	20.9	16.9
Normalized PE - at target price (x)	30.0	27.2	24.1	23.2	18.8
PE (x)	26.0	24.4	21.7	20.9	16.9
PE - at target price (x)	28.9	27.1	24.1	23.2	18.8
EV/EBITDA (x)	21.0	20.0	18.6	19.5	19.9
EV/EBITDA - at target price (x)	22.8	21.8	20.1	21.0	21.3
P/BV (x)	3.1	3.1	2.9	2.7	2.5
P/BV - at target price (x)	3.5	3.4	3.2	3.0	2.7
P/CFO (x)	28.8	13.4	60.5	13.2	12.3
Price/sales (x)	4.6	5.3	3.9	3.9	3.8
Dividend yield (%)	3.3	2.5	2.5	2.5	2.5
FCF Yield (%)	1.8	9.5	(12.5)	(3.8)	(4.4)
(Bt)					
Normalized EPS	0.18	0.20	0.22	0.23	0.29
EPS	0.19	0.20	0.22	0.23	0.29
DPS	0.16	0.12	0.12	0.12	0.12
BV/share	1.56	1.59	1.69	1.81	1.97
CFO/share	0.17	0.36	0.08	0.37	0.40
FCF/share	0.09	0.46	(0.61)	(0.19)	(0.21)

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Gunkul Engineering

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	24.4	(13.2)	34.8	0.9	2.4
Net profit (%)	12.6	6.5	12.4	3.9	23.5
EPS (%)	12.6	6.5	12.4	3.9	23.5
Normalized profit (%)	1.5	10.1	12.9	3.9	23.5
Normalized EPS (%)	1.5	10.1	12.9	3.9	23.5
Dividend payout ratio (%)	85.6	60.3	53.6	51.6	41.8
Operating performance					
Gross margin (%)	31.2	34.6	30.6	30.3	30.5
Operating margin (%)	18.0	19.8	19.6	19.2	19.4
EBITDA margin (%)	28.6	33.0	29.4	29.1	29.2
Net margin (%)	8.4	10.7	11.5	9.9	9.6
D/E (incl. minor) (x)	1.1	0.9	1.3	1.4	1.4
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.8	1.2	1.3	1.3
Interest coverage - EBIT (x)	2.4	2.6	3.0	2.3	2.1
Interest coverage - EBITDA (x)	3.8	4.3	4.5	3.5	3.2
ROA - using norm profit (%)	4.9	5.5	5.7	5.1	5.7
ROE - using norm profit (%)	11.5	12.6	13.6	13.3	15.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.7	6.3	8.7	7.1	6.5
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	19.5	22.4	21.8	20.9	21.1
- leverage (x)	2.4	2.3	2.4	2.6	2.7
- interest burden (%)	61.0	65.5	70.2	60.8	56.9
- tax burden (%)	70.6	72.8	75.0	78.0	80.0
WACC (%)	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
ROIC (%)	4.6	4.3	6.5	5.1	4.9
NOPAT (Bt m)	1,203	1,180	1,625	1,668	1,769
invested capital (Bt m)	27,390	25,081	32,445	36,167	40,598

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth securities public company limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since ttb wealth securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (“บล.ทีทีบี เบลู”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ด. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

ttb wealth analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เบิร์ท ซีพีเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (CPPTH) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แอสสิริ จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA
pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

รวิสร่า สุวรรณอำไพ
rawisara.suw@ttbwealth.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

ณลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
nariporn.kla@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
sittichet.run@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA
adisak.phu@ttbwealth.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค้าปลีก

พัทธดนย์ บุณนาค
pattadol.bun@ttbwealth.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@ttbwealth.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์, CFA
chod.rea@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ
rata.lim@ttbwealth.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย
siriporn.aru@ttbwealth.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล
lapinee.dib@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชรัตน์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@ttbwealth.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงสกุล

monrudee.pet@ttbwealth.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@ttbwealth.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@ttbwealth.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

สุจินตนา สดภาพร

sujintana.sth@ttbwealth.co.th

ttb wealth securities public co. ltd.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email:research@ttbwealth.co.th