

THAILAND

Sector Note

Sector Weighting

Overweight

Thailand Utilities Sector

ประเด็นสำคัญจากงาน Thai Utilities Week

Sector Valuation			Current price	Target price	Market Cap	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		— Div yield —	
Company	BBG Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	(US\$ m)	2026F (%)	2027F (%)	2026F (x)	2027F (x)	2026F (x)	2027F (x)	2026F (%)	2027F (%)
BCPG Pcl	BCPG TB	BUY	6.80	11.00	613	14.8	(20.8)	9.7	12.2	0.7	0.7	5.1	5.9
B.Grimm Power Pcl	BGRIM TB	BUY	19.50	25.00	1,529	(16.6)	120.3	49.9	22.7	1.6	1.6	2.2	3.1
CK Power Pcl	CKP TB	SELL	2.44	2.30	596	0.7	1.5	8.5	8.4	0.6	0.6	3.7	3.7
Electricity Generating	EGCO TB	BUY	130.50	160.00	2,066	41.7	5.5	7.6	7.2	0.7	0.6	5.0	5.0
Global Power Synergy	GPSC TB	BUY	49.25	65.00	4,176	5.0	29.0	26.4	20.5	1.3	1.3	3.0	3.2
Gulf Development Pcl	GULF TB	BUY	62.25	75.00	27,965	21.7	13.4	26.5	23.4	2.6	2.5	2.3	2.6
WHA Utilities & Power Pcl	WHAUP TB	SELL	7.30	7.20	840	(5.5)	35.9	24.2	17.8	2.0	2.0	3.5	3.5

Source: ttb wealth estimates, Based on 23 September 2026 closing prices

เราจัดงาน 'Thai Utilities Week' ผ่านช่องทางออนไลน์เมื่อสัปดาห์ที่ผ่านมา โดยมีบริษัทจากกลุ่มสาธารณูปโภคเข้าร่วมทั้งสิ้น 7 บริษัท มุมมองโดยรวมเป็นบวกจากโอกาสเติบโตที่เปิดกว้างขึ้นภายใต้ PDP ฉบับใหม่ที่กำลังจะประกาศออกมา เรามอง GULF มีศักยภาพสูงสุดในการประมูล PPA ภาครัฐ ขณะที่ BGRIM ได้ประโยชน์สูงสุดจากการเปิดตลาด B2B

PDP ฉบับใหม่ – เปิดโอกาสเติบโตให้ทุกบริษัท

บริษัทสาธารณูปโภคทั้ง 7 แห่งที่เข้าร่วมงานมองเห็นโอกาสเติบโตจาก PDP ฉบับใหม่ โดยแม้ร่าง PDP-2026 จะระบุกำลังการผลิตก๊าซธรรมชาติใหม่ออกมาสูงกว่าคาด และจากพลังงานทดแทนต่ำกว่าที่เราคาดไว้ แต่ก็ยังสนับสนุนมุมมองเชิงบวกของเราต่อกลุ่มฯ โดยคาดโอกาสลงทุนที่จะปลดล็อกออกมาจากแผน PDP ใหม่อยู่ที่ราว 9 แสนลบ. ในช่วง 10 ปีข้างหน้า จาก PPA ภาครัฐรวม 25GW ที่จะเปิดประมูลและทยอย COD ในช่วงปี 2031-37F แบ่งเป็นก๊าซธรรมชาติ 9.1GW แสงอาทิตย์ 14.3GW และลม 1.7GW นอกจากนี้การเปิดทางให้เอกชนทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้าแบบ B2B ผ่านแนวทาง Direct PPA และ Independent Power Supply (IPS) ยังสร้างโอกาสการพัฒนาการผลิตไฟฟ้าเพิ่มเติมเพื่อรองรับการใช้ไฟฟ้าจากกลุ่มอุตสาหกรรมและอุตสาหกรรม

โครงการ PPA ภาครัฐ

หลังผู้ประกอบการส่วนใหญ่หันไปลงทุนต่างประเทศ เนื่องจากไม่มีโอกาสการประมูลโครงการใหม่ในประเทศในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา การประกาศ PDP ฉบับใหม่นี้ดึงดูดความสนใจในการลงทุนกลับมาในประเทศอีกครั้งหนึ่ง โดย GULF ซึ่งมีความพร้อมด้านฐานะการเงินและข้อได้เปรียบด้านขนาดแสดงความสนใจที่จะเข้าประมูลทั้งโครงการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติและพลังงานทดแทน ในขณะที่สถานการณ์การขาดแคลนทั้งด้านก๊าซทั่วโลกยังกดดันระยะเวลาการพัฒนาโครงการใหม่ ทำให้ทั้ง EGCO และ GPSC กำลังผลักดันการต่ออายุโรงไฟฟ้าก๊าซ IPP เช่นเดียวกับ BGRIM และ CKP ซึ่งมองว่าการต่ออายุโครงการ SPP ก็เป็นอีกทางเลือกที่เป็นไปได้ บริษัทส่วนใหญ่เห็นด้วยกับทิศทางการเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนที่ชัดเจนในแผน แม้มีความกังวลต่อความพร้อมของระบบสายส่ง โดยรวมแม้กำลังการผลิตพลังงานทดแทนใหม่จะน้อยกว่าคาด แต่เรามองว่าถูกชดเชยไว้ได้ด้วยโควตาโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติที่เพิ่มขึ้น และโอกาสในการทำโครงการภายใต้รูปแบบ Private PPA ซึ่งไม่ได้รวมอยู่ในตัวเลขกำลังการผลิตที่ประกาศออกมาของร่าง PDP

เปิดโอกาส Private PPA

นอกจากกำลังการผลิตใหม่ภายใต้ PPA ภาครัฐ รัฐบาลยังมีแผนเปิดให้การซื้อขายไฟฟ้าระหว่างธุรกิจหรือ Private PPA ทำได้มากขึ้น ผู้ประกอบการคาดว่าหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องจะถูกประกาศออกมาในปีนี้ ท่ามกลางแรงกดดันจากการลงทุน FDI และตลาดเซมิคอนดักเตอร์ที่เติบโตอย่างรวดเร็ว เรามอง BGRIM และ WHAUP เป็นผู้ได้ประโยชน์หลักจากการเป็นพันธมิตรกับนิคมอุตสาหกรรม ส่วน EGCO, GPSC และ GULF มีแผนการพัฒนา Data Center Park บนที่ดินโรงไฟฟ้าเดิมที่มีโครงสร้างพื้นฐานอยู่แล้ว เพื่อสร้างโอกาสการลงทุนตรงและการขายไฟฟ้าให้ตลาดเซมิคอนดักเตอร์ในพื้นที่

GULF และ BGRIM เป็น Top Picks ของกลุ่มฯ

เราชอบ GULF ในฐานะผู้เล่นที่มีศักยภาพสูงสุดในการประมูล PPA ภาครัฐ จากข้อได้เปรียบด้านขนาดและสถานะการเงินที่แข็งแกร่ง ในขณะที่ฐานลูกค้าขนาดใหญ่และประสบการณ์การจำหน่ายไฟฟ้าให้ภาคอุตสาหกรรมของ BGRIM น่าจะช่วยให้บริษัทได้ประโยชน์จากการพัฒนาโครงการโซลาร์ใหม่ในรูปแบบสัญญา Direct PPA และขยายกำลังการผลิตโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติรูปแบบ IPS ในนิคมอุตสาหกรรม ส่วนโควตาพลังงานทดแทนที่ต่ำกว่าคาดดูเป็นลบต่อ BCPG และ CKP



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapol.pra@ttbwealth.co.th

Thai Utilities Week participants



BCPG Pcl



B.Grimm Power Pcl



CK Power Pcl



Electricity Generating Pcl



Global Power Synergy Pcl



Gulf Development Pcl



WHA Utilities & Power Pcl

Source: Company data

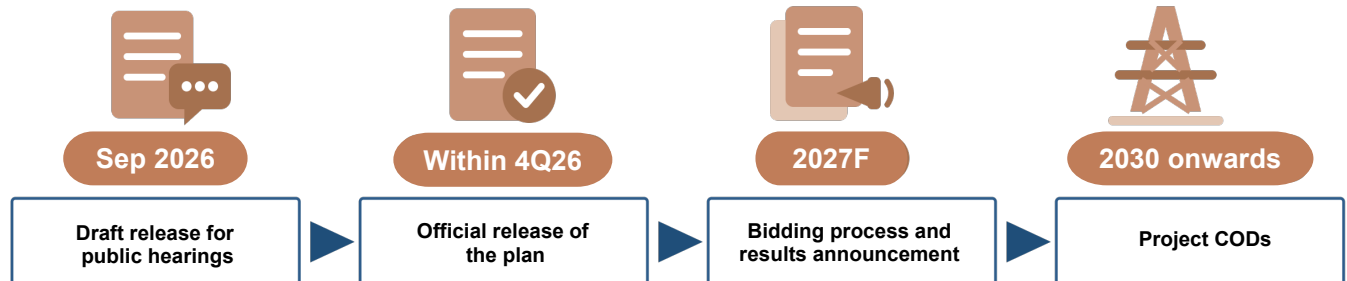
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Key Presenters At Our Thai Utilities Week 2026 Event

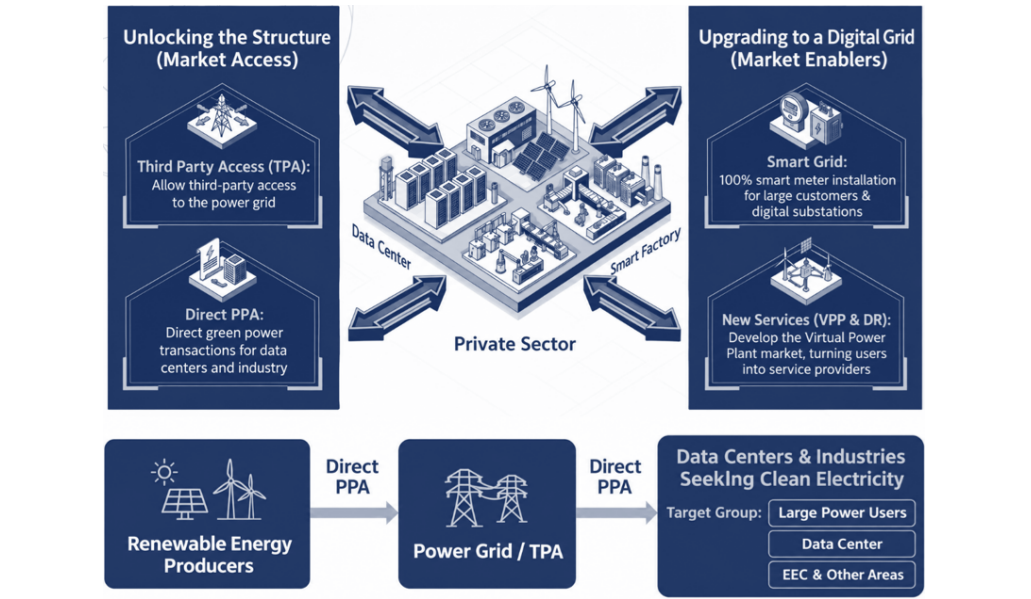
Company	Code	Name	Position
BCPG Pcl	BCPG TB	Khun Panitsanee Tansavatdi	Senior Executive Vice President - Finance and Accounting (CFO)
		Khun Punjaphon Srihong	Senior Executive Vice President – Operation (COO)
B.Grimm Power Pcl	BGRIM TB	Khun Nopadej Karnasuta	President - Thailand, Malaysia and Energy & Industrial Solutions
		Khun Siriwong Borvornboonrutai	President - Finance and Accounting
		Khun Sakorn Suriyabhivadh	Head of Finance and Investment Management
		Khun Nattchanon Chawinsittangkul	Head of Investor Relations
CK Power Pcl	CKP TB	Khun Muntana Auekitkarjorn	Senior Deputy Managing Director - Corporate Planning
		Khun Thitipat Nananukool	Assistant Managing Director - Finance and Accounting
		Khun Tummakajorn Nuntapong	Senior Specialist Investor Relations
Electricity Generating Pcl	EGCO TB	Khun Somkiat Suttiwanich	Chief Financial Officer
		Khun Thawat Hiruncharukorn	SEVP – Operation Management
		Khun Prasit Laohawirapap	SEVP – Business Development (Domestic)
Global Power Synergy Pcl	GPSC TB	Khun Panporn Sasananan	Chief Financial Officer
		Khun Sukittee Chaiyarak	Senior Vice President Corporate Finance and Investor Relations
Gulf Development Pcl	GULF TB	Khun Chaichawin Tantiyankul	CEO – ASEAN Power Group
WHA Utilities & Power Pcl	WHAUP TB	Khun Akarin Prathuangsit	Chief Executive Officer
		Khun Prapon Chinudomsub	Chief Financial Officer

Source: Company data

Ex 2: Updated Timeline For New Power Development Plan (PDP-2026) Process

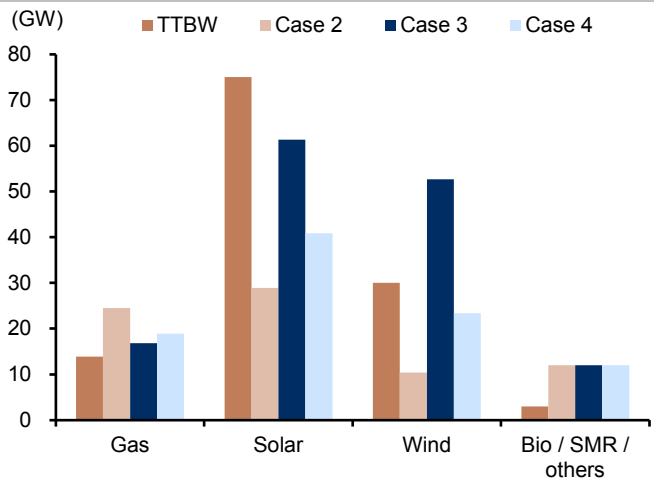


Ex 4: A Paradigm Shift Toward A Smarter Grid With A Heavy Renewable Mix



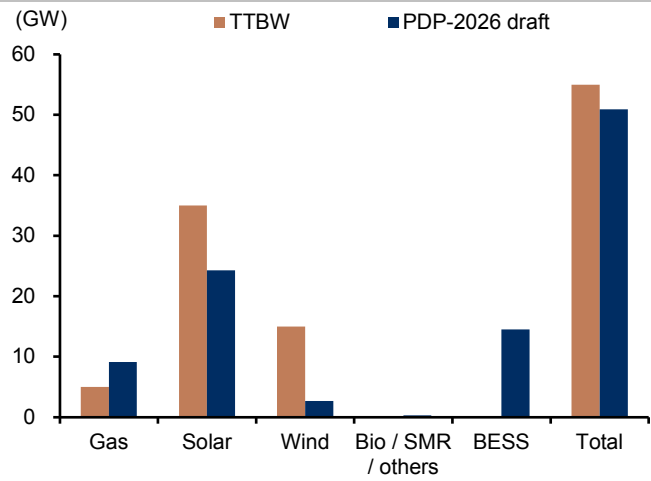
Sources: Energy Policy and Planning Office (EPPO), PDP-2026 draft for public hearings from 8-15 September 2026

Ex 5: 2050 Capacity Plans In The Draft Vs. Our Estimates



Sources: EPPO, ttb wealth estimates

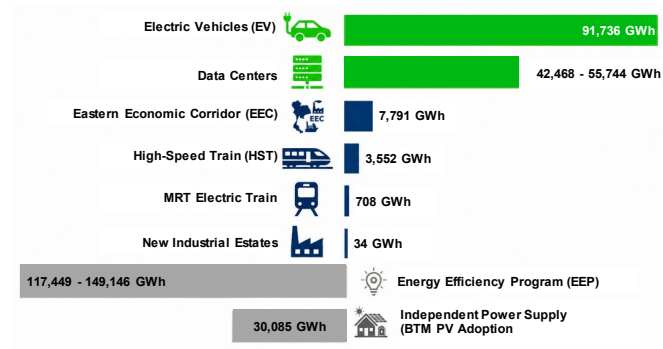
Ex 6: 2037 Capacity Plan In The Draft Vs. Our Estimates



Sources: EPPO, ttb wealth estimates

Note: The capacity plan over the first 12 years (2026-37) is the same across the three scenarios in the PDP-2026 draft.

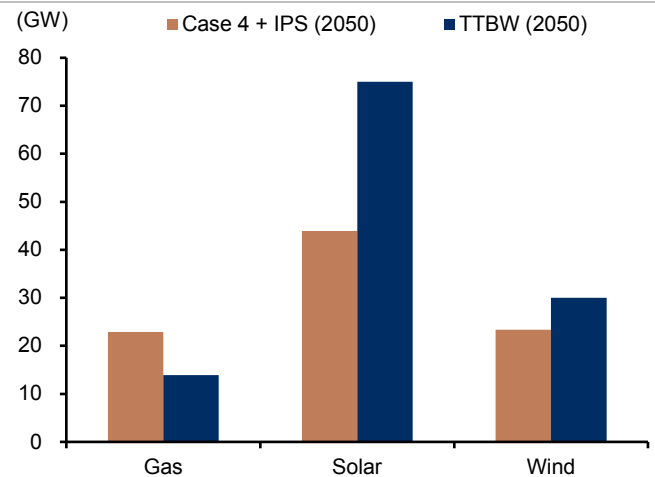
Ex 7: IPS Capacity To Serve Off-Grid Electricity Demand



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Note: We estimate 3.0GW of gas and 6.0GW of solar projects to serve the estimated 30.0TWh of off-grid electricity demand in the plan.

Ex 8: Upside To Gas, Downside To RE For Case 4 + IPS



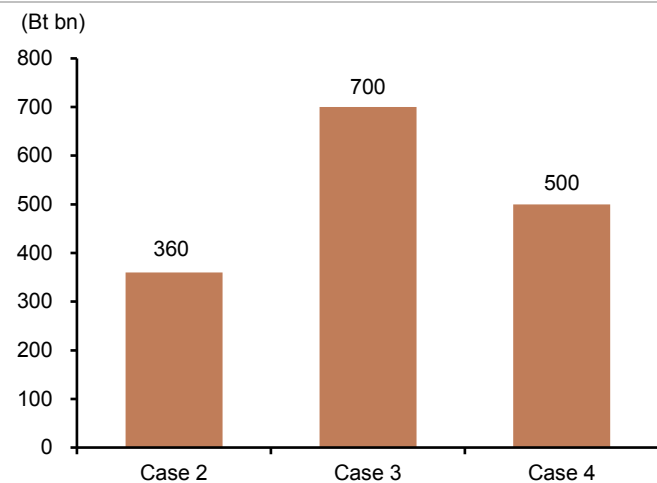
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 9: IPP Contracts Expiring Within The Next Decade

Company	Project	Fuel sources	Installed capacity (MW)	Stakes	Net-owned capacity (MW)	Expiration Year
BANPU	BLCP Rayong	Coal	1,346.5	50%	673.3	2031-32
EGCO	Kaeng Khoi 2	Natural gas	1,468.0	50%	734.0	2033
	BLCP Rayong	Coal	1,346.5	50%	673.3	2031-32
GPSC	Glow IPP	Natural gas	713.0	95%	677.4	2028
	Houay Ho	Hydro	152.0	67%	102.2	2029
	Ratchaburi Power	Natural gas	1,400.0	24%	341.3	2033
RATCH	Ratch Gen CCGT	Natural gas	2,040.0	100%	2,040.0	2027
	Ratchaburi Power	Natural gas	1,400.0	41%	568.8	2033

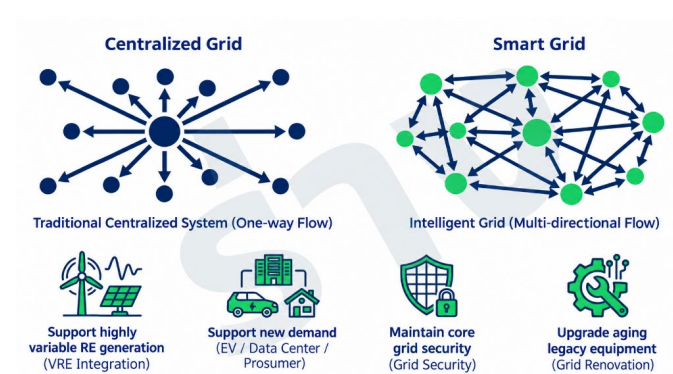
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 10: Heavy Grid Investment Required For Higher RE ...



Source: Energy Policy and Planning Office (EPPO)

Ex 11: ... And Also A Smarter And More Flexible Grid



Source: Energy Policy and Planning Office (EPPO)

Key takeaways from seven sessions

Ex 12: BCPG TB – BUY, Price Bt6.80, 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)	11.1	9.7	12.2	9.4
EV/EBITDA (x)	17.1	20.3	16.8	15.2
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.6
Div yield (%)	1.5	5.1	5.9	6.6
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 23 September 2026 closing prices

Key focus on renewable contracts

- BCPG มอง PDP-2026 เป็นโอกาสลงทุนครั้งใหญ่ โดยเฉพาะโครงการโรงไฟฟ้าโซลาร์ทั้งภายใต้ PPA ภาครัฐและ Private PPA และยังมีมองว่าโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติและเทคโนโลยีดักจับคาร์บอนยังอยู่นอกเหนือความเชี่ยวชาญของบริษัท
- บริษัทตั้งเป้าว่าส่วนแบ่ง 5-10% ของ PPA โครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์จากภาครัฐ รวมถึงโครงการที่ติดตั้ง BESS แม้มองว่าโครงการโซลาร์ชุมชนและโอกาสการทำ Direct PPA ขนาดเล็กจะเกิดขึ้นก่อนการประมูลภาครัฐ โดย BCPG สามารถแข่งขันได้ทั้งการพัฒนาโครงการโซลาร์บนพื้นดิน บนหลังคา และลอยน้ำ แม้ยังมองว่าอัตราค่า Wheeling Charge ที่เสนอออกมาสูงเกินไป
- BESS เป็นอีกจุดเด่นของ BCPG จากการลงทุนในเทคโนโลยี Vanadium Redox Flow Battery ในจีนตั้งแต่ปี 2021 ซึ่งบริษัทมองว่าเหมาะกับระบบกักเก็บไฟฟ้าขนาดใหญ่กว่าแบตเตอรี่ชนิด Lithium-ion ทั่วไป
- ด้านการลงทุนต่างประเทศ โรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐฯจะยังเป็นแหล่งกำไรหลักของบริษัท หลังการขายโครงการ Hamilton ช่วงปลายปีนี้ โดยบริษัทพอใจกับผลตอบแทนราว 1.6 เท่าจากการถือครอง 3 ปี และมีแผนนำเงินไปลงทุนโซลาร์ฟาร์มในไต้หวันเพื่อพื้นฐานกำไร และอาจพิจารณาจ่ายเงินปันผลพิเศษจากเงินที่ได้จากการขายโครงการราว 320 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

Ex 13: BGRIM TB – BUY, Price Bt19.50, 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)	41.6	49.9	22.7	20.9
EV/EBITDA (x)	11.0	12.3	11.1	10.9
P/BV (x)	1.5	1.6	1.6	1.6
Div yield (%)	2.1	2.2	3.1	3.3
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 23 September 2026 closing prices

Ex 14: CKP TB – SELL, Price Bt2.44, TP Bt2.30

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	10,107	9,863	8,995	9,478
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	1.5
Norm PE (x)	8.6	8.5	8.4	8.3
EV/EBITDA (x)	10.6	10.3	10.9	9.6
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
Div yield (%)	3.6	3.7	3.7	3.7
ROE (%)	7.9	7.4	7.1	6.9
Net D/E (%)	51.0	45.0	40.1	34.9

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Based on 23 September 2026 closing prices

Major beneficiary of unlocking private PPAs

- BGRIM เห็นโอกาสจากทั้งกำลังการผลิตใหม่จากแผน PDP และผ่านสัญญา Private PPA โดยตั้งเป้าจะเข้าร่วมประมูลทั้งโครงการโซลาร์และลมภายใต้ PPA ภาครัฐ รวมถึงการพัฒนาผ่านโครงการโซลาร์ชุมชน 300-500MW และ Direct PPA อีก 600-700MW
- บริษัทผลักดันการต่ออายุหรือการทดแทนกำลังผลิต SPP ให้ถูกบรรจุเข้าในแผนควบคู่กับการต่ออายุโครงการ IPP โดยมองว่าบริษัทสามารถต่ออายุด้วยความเชี่ยวชาญด้าน Smart Micro Grid สู่อุปกรณ์ให้บริการ IPS ที่ผลานการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าก๊าซและโซลาร์ เพื่อตอบโจทยอุตสาหกรรมที่ต้องการไฟฟ้าที่มีเสถียรภาพและเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม
- สำหรับการพัฒนาดาด้าเซนเตอร์ บริษัทมองว่าความล่าช้าเกิดจากด้านกฎระเบียบมากกว่าความต้องการที่ลดลง
- บริษัทตั้งเป้าธุรกิจเดิมจะเติบโตผ่านการสัญญาการขายไฟฟ้าให้ลูกค้า IU ที่เพิ่มขึ้น 50-60MW ในปี 2026F ตามการขยายนิคม - ของกลุ่ม AMATA และได้ทำสัญญาส่งผ่านต้นทุนก๊าซ (Gas Cost Pass-through) กับลูกค้า IU แล้วราว 50%
- ส่วนธุรกิจในประเทศ BGRIM มองเกาหลีใต้เป็นตลาดหลัก โดยโครงการ Nakwol-2 ได้สัญญา PPA และ REC แล้วโดยคาดการณ์ COD ในช่วงกลางปี 2029F พร้อมมีโอกาสเพิ่มโครงการลมนอกชายฝั่งเพิ่มเติมอีกมาก

Limited PDP leverage, with uncertain hydrology impacts

- CKP สนับสนุนทิศทางการเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนของรัฐ แต่บริษัทตั้งเป้าเพิ่มกำลังการผลิตโซลาร์เพียง 100MW ในช่วง 5 ปีข้างหน้า ผ่านทั้ง PPA ภาครัฐและ Direct PPA โดยมีที่ดินเปล่าในกลุ่มบริษัทที่พร้อมรองรับการพัฒนาโครงการเป็นจุดแข็ง
- แม้กำลังการผลิตจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำไม่ได้ถูกระบุไว้ในร่าง PDP แต่ CKP มองว่ามีโอกาสลงทุนในโครงการ Pumped Hydro Storage ซึ่งสอดคล้องกับความเชี่ยวชาญด้านพลังงานของบริษัท ส่วนการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำใหม่ในลาวยังต้องรอปลดล็อกการซื้อขายไฟฟ้าข้ามพรมแดนไทย-ลาวก่อน แม้ยังมีพื้นที่ที่มีศักยภาพในการพัฒนาโครงการเพิ่มเติม
- CKP ยังสนับสนุนการผลักดันการต่ออายุโครงการ SPP โดยเชื่อว่าโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ BIC ของบริษัทยังสามารถเป็นผู้ผลิตไฟฟ้าหลักให้นิคมอุตสาหกรรมบางปะอิน ซึ่งอยู่ในพื้นที่ EEC ได้
- LPCL เป็นโครงการเดียวที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างโดยคาดการณ์ปี 2030 และอาจเริ่มจ่ายปันผลได้ในปีถัดไป โดยบริษัทยังพอใจในความคืบหน้าของโครงการ และสามารถรองรับเงินลงทุนได้ตามแผนด้วยกระแสเงินสดจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำหลักทั้ง 2 แห่ง แม้ว่าจะต้องเผชิญภาวะภัยแล้งในปีหน้า

Ex 15: EGCO TB – BUY, Price Bt130.50, 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)	10.8	7.6	7.2	7.1
EV/EBITDA (x)	31.1	23.7	23.5	21.7
P/BV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
Div yield (%)	5.0	5.0	5.0	5.0
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 23 September 2026 closing prices

Limited downside, with winning capacity potential

- EGCO คาดกำลังการผลิตใหม่ในช่วง 12 ปีแรกมาจากโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติเป็นหลัก โดยเชื่อว่า EEC จะเป็นพื้นที่แรกที่รองรับความต้องการไฟฟ้าจากดาต้าเซิร์ฟเวอร์ และ FDI บริษัทมองโอกาสการลงทุนจากทั้งทั้งการต่ออายุสัญญา IPP และการประมูลโครงการใหม่ โดยมุ่งเน้นที่โรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติเป็นหลัก
- บริษัทคาดการณ์ผลิตใหม่จะถูกพัฒนานบนที่ดินเดิม มากกว่าพื้นที่ใหม่ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อผู้ประกอบการเดิม โดย EGCO มีข้อได้เปรียบจากที่ดินที่มีโครงสร้างพื้นฐานอยู่แล้วในพื้นที่ EGCO Rayong Industrial Estate (ERIE) ซึ่งอยู่ใน EEC และพื้นที่ชนอม
- EGCO ผลักดัน ERIE สู่แพลตฟอร์มสาธารณูปโภคแบบครบวงจร ไม่ใช่เพียงนิคมอุตสาหกรรม ครอบคลุมทั้งการขายที่ดิน บริการสาธารณูปโภค และการจัดหาไฟฟ้าด้วยสัดส่วนไฟฟ้าสีเขียวตามลูกค้าต้องการผ่านรูปแบบ Direct PPA รวมถึงมีโอกาสร่วมลงทุนในดาต้าเซิร์ฟเวอร์ที่จะถูกพัฒนาในพื้นที่
- ปัจจุบันบริษัทอยู่ระหว่างคัดเลือกลูกค้าดาต้าเซิร์ฟเวอร์ และจัดทำสัญญา ในขณะที่ขั้นตอนด้านกฎระเบียบและการเตรียมที่ดินเสร็จเรียบร้อยแล้ว โดยคาดเริ่มก่อสร้างได้ใน 1H27 และโรงงานแห่งแรกในนิคมฯ จะเริ่มดำเนินงานได้ปลายปี 2027 หรือต้นปี 2028

Ex 16: GPSC TB – BUY, Price Bt49.25, 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)	27.7	26.4	20.5	16.0
EV/EBITDA (x)	12.8	13.3	11.5	10.9
P/BV (x)	1.3	1.3	1.3	1.2
Div yield (%)	2.9	3.0	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 23 September 2026 closing prices

Ambitious new plan targets

- GPSC ตั้งเป้าส่วนแบ่งถึง 25% ของกำลังผลิตใหม่จากแผน PDP ได้แก่โครงการพลังงานหมุนเวียน 2,700MW (โซลาร์ 2,200MW และลม 500MW) บนที่ดินที่เตรียมพร้อมไว้ 6 พื้นที่ และกำลังผลิตไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ 2,400MW ซึ่ง 1,400MW แรกมีที่ดินพร้อมพัฒนาแล้ว
- บริษัทคาดว่าจะได้รับต่ออายุสัญญา IPP ทั้ง 5 โครงการ รวมกำลังการผลิต 3,000MW เนื่องจากภาวะขาดแคลนกังหันก๊าซทั่วโลกยังเป็นข้อจำกัดต่อการพัฒนาโรงไฟฟ้าใหม่
- บริษัทมองว่ามีความต้องการไฟฟ้าจากดาต้าเซิร์ฟเวอร์ 750MW ในพื้นที่มาบตาพุด โดยคาดว่าจะเริ่มทยอยใช้ไฟฟ้า 250MW แรกในปี 2028 ส่วนการลงทุนตรงของบริษัทในดาต้าเซิร์ฟเวอร์ในไทยราว 300MW คาดว่าจะได้ข้อสรุป FID ภายในสิ้นปีนี้
- บริษัทมองศักยภาพพลังงานลมของไทยต่ำกว่าที่ประเมินไว้ และการจัดหาที่ดินยังเป็นข้อจำกัดหลักของการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน
- ด้านต่างประเทศ Avaada ตั้งเป้ายื่นไฟล์ IPO ในปี 2027 และเข้าจดทะเบียนในปี 2028

Ex 17: GULF TB – BUY, Price Bt62.25, 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)	32.3	26.5	23.4	21.1
EV/EBITDA (x)	46.9	43.5	39.1	34.6
P/BV (x)	2.8	2.6	2.5	2.3
Div yield (%)	0.0	2.3	2.6	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 23 September 2026 closing prices

Strongest government bid contender

- GULF มีความมั่นใจด้านความพร้อมการเข้าประมูล PPA ภาครัฐ มากที่สุดใน 7 บริษัท โดยจะเข้าร่วมทั้งโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ ขนาดกลางถึงใหญ่ โรงไฟฟ้าโซลาร์ทั้งมีและไม่มี ESS โรงไฟฟ้า พลังงานลมและชีวมวล บนข้อได้เปรียบจากการมีพอร์ตโรงไฟฟ้า ขนาดใหญ่ที่มีสัญญารองรับแล้วถึง 13.0GW และสถานะการเงินที่ แข็งแกร่งทำให้มีต้นทุนการเงินที่ต่ำ
- บริษัทคาดการณ์การประมูล PPA โรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ของภาครัฐจะ เกิดขึ้นในปี 2027 และเริ่มทยอยพัฒนาโครงการได้ในปี 2028–29 ก่อนกำหนด COD ตั้งแต่ปี 2030 เป็นต้นไป ขณะที่โรงไฟฟ้าก๊าซ ธรรมชาติน่าจะตามมาหลังพลังงานหมุนเวียน เนื่องจากข้อจำกัด ด้านการจัดหาแก๊สธรรมชาติ โดยมองปี 2030–31 เร็วที่สุดที่เป็นไปได้
- GULF มอง PPA ภาครัฐจะใช้เวลาการดำเนินการ ซึ่งจะสนับสนุน ให้มีโอกาสการพัฒนาโรงไฟฟ้าในรูปแบบ Direct PPA ทั้งก๊าซ ธรรมชาติและพลังงานทดแทน เพื่อขายไฟให้ดาต้าเซ็นเตอร์และ ผู้ใช้ไฟฟ้ารายใหญ่ผ่านสายส่งตรง
- ค่าไฟดาต้าเซ็นเตอร์ในไทยคาดว่าจะสูงกว่า 5.0 บาท/kWh เล็กน้อย ซึ่งใกล้เคียงกับมาเลเซีย และยิ่งต่ำกว่าสิงคโปร์อยู่มาก จึงมองว่า ไทยยังมีความสามารถในการแข่งขันในระดับภูมิภาค
- GULF มีแผนพัฒนา Data Center Park ขนาด 3,000MW โดยใช้ โครงสร้างพื้นฐานร่วมกันสำหรับบริการน้ำและไฟฟ้า เพื่อเพิ่ม ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน

Ex 18: WHAUP TB – SELL, Price Bt7.30, 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)	22.9	24.2	17.8	16.6
EV/EBITDA (x)	29.2	26.0	23.2	21.2
P/BV (x)	2.1	2.0	2.0	1.9
Div yield (%)	3.5	3.5	3.5	3.5
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 23 September 2026 closing prices

Exclusivity advantages

- WHAUP มองสัดส่วนพลังงานทดแทนที่สูงขึ้นในแผนใหม่เป็น เป้าหมายหลัก โดยมองทั้งการพัฒนาโครงการโซลาร์ที่อาจควบคู่ กับระบบ ESS เป็นธุรกิจปกติ และสนใจพัฒนาโรงไฟฟ้าก๊าซ ธรรมชาติใหม่เพื่อรองรับความต้องการไฟฟ้าของลูกค้าในนิคมฯ มากกว่าการเข้าประมูล PPA ภาครัฐ สะท้อนข้อได้เปรียบจากสิทธิ ในการดำเนินธุรกิจไฟฟ้าภายในนิคมอุตสาหกรรมของกลุ่ม
- บริษัทมีฐานลูกค้าที่แข็งแกร่ง พร้อมที่ดินและ MOU ที่เตรียมไว้ แล้วสำหรับการพัฒนาโรงไฟฟ้าในรูปแบบ Direct PPA ให้ลูกค้า ซึ่งรวมถึงกลุ่มที่ไม่ใช่ดาต้าเซ็นเตอร์ แต่ข้อจำกัดปัจจุบันยังอยู่ที่ การรอการปลดล็อกด้านกฎระเบียบของโรงไฟฟ้ารูปแบบ IPS
- บริษัทมองการพัฒนาสมาร์ทกริดเป็นข้อจำกัดหลักของแผน และ เสนอให้ทยอยดำเนินการเป็นรายพื้นที่ โดยใช้นิคมอุตสาหกรรม และเมืองใหญ่เป็นพื้นที่นำร่อง รวมถึงการเปิดให้ซื้อขายไฟฟ้าข้าม พื้นที่

Ex 19: Potential Solar Capacity Factored In Our TPs

	— RE Biglot 2023 —		— PDP-2026 draft (2026-37) —	
	Solar contracts granted (MW)	% share	Assumed new solar capacity (MW)	% quota
BCPG	12	0.2%	700	2.9%
BGRIM	194	3.9%	1,000	4.1%
CKP	6	0.1%	700	2.9%
EGCO	448	9.1%	1,800	7.4%
GPSC	105	2.1%	3,600	14.8%
GULF	1,583	32.0%	9,000	37.0%
GUNKUL	422	8.5%	1,000	4.1%
RATCH	135	2.7%	1,800	7.4%
WHAUP	126	2.6%	700	2.9%
Others	1,910	38.7%	4,000	16.5%
Total	4,942	100.0%	24,300	100.0%

Sources: EPPO, Company data, ttb wealth estimates

Ex 20: Potential Gas Capacity Factored In Our TPs

	PDP-2026 draft (2026-37)	
	Assumed new gas capacity (MW)	% quota
BCPG	-	0.0%
BGRIM	250	2.7%
CKP	-	0.0%
EGCO	250	2.7%
GPSC	500	5.4%
GULF	3,000	32.3%
GUNKUL	-	0.0%
RATCH	250	2.7%
WHAUP	150	1.6%
Others	4,900	52.7%
Total	9,300	100.0%

Sources: EPPO, Company data, ttb wealth estimates

Ex 21: Sizable Downside To Our Assumed Wind Capacity

	— RE Biglot 2023 —		— PDP-2026 draft (2026-37) —	
	Wind contracts granted (MW)	% share	Assumed new wind capacity (MW)	% quota
BCPG	-	0.0%	150	5.6%
BGRIM	28	1.4%	500	18.5%
EGCO	-	0.0%	700	25.9%
GPSC	-	0.0%	1,400	51.9%
GULF	633	30.8%	3,500	129.6%
GUNKUL	464	22.6%	500	18.5%
RATCH	-	0.0%	700	25.9%
Others	931	45.3%	-	0.0%
Total	2,056	100.0%	7,450	275.9%

Sources: EPPO, Company data, ttb wealth estimates

Ex 22: Wind Capacity Values In Our TPs

	TTBW's TP (Bt/share)	Wind value factored in (Bt/share)	% current TP
BCPG	11.0	0.5	4.8%
BGRIM	25.0	2.0	8.1%
CKP	2.3	-	0.0%
EGCO	160.0	14.0	8.8%
GPSC	65.0	5.2	8.0%
GULF	75.0	2.5	3.3%
GUNKUL	6.0	0.6	9.9%
RATCH	43.5	3.4	7.8%
WHAUP	7.2	-	0.0%

Sources: ttb wealth estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน 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 มีเหตุผลการรองรับ 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) (CPFTH) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แอสสิริ จำกัด (มหาชน) (SIRI) 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

ภัทรวลลีย์ 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 ลิมาวงษ์ปราวณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

สุจินตนา สดาพร

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