

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

Gulf Development Public Company Limited（証券コード：ー）

【新規】

外貨建長期発行体格付	A
格付の見通し	安定的
自国通貨建長期発行体格付	A
格付の見通し	安定的

■格付事由

- (1) タイを拠点に、発電、インフラ整備、通信および衛星、デジタルサービスなどを展開する子会社を傘下に有する持株会社。JCR は、子会社、関係会社、JV に対する支配力、グループ戦略や資金調達における中心的な役割、ダブルレバレッジ比率などを考慮し、Gulf Development Public Company Limited（GULF）の格付をグループ信用力と同等と考える。グループ信用力は、タイ電力市場における重要性、政府との長期電力購入計画（PPA）に基づく安定したキャッシュフロー創出力および Advanced Info Service Public Company Limited（AIS）など関係会社からの持分法投資利益などを反映している。他方、政府による規制の影響を受けやすい電力市場の特性を反映し、格付はタイ王国のソブリン格付（外貨建長期発行体格付：A/安定的）の制約を受けている。今後、火力発電から再生可能エネルギーへのシフトを積極的に計画しており、設備投資の拡大が見込まれる。25 年 4 月の Intouch Holdings Plc.（INTUCH）との合併により財務基盤は強化されているものの、将来の負債の増加による財務構成の悪化などを JCR は注視していく。
- (2) 07 年に設立され 17 年にタイ証券取引所に上場後、25 年 4 月 1 日に INTUCH との合併により現在の社名となった。エネルギー事業、インフラ事業、通信および衛星事業、デジタル事業など 4 つの事業を展開しており、タイにおいて強固な事業基盤を有する。エネルギー事業が全収益の 9 割以上を占める中核事業。同事業は、タイを中心に米国やオマーンに 27 基のガス火力発電所を有し IPP、SPP、自家発電設備、商業電力市場向け発電所として発電を行っている。また、太陽光、風力、バイオマスなどの再生可能エネルギー発電をタイ国内外で行っている。25/12 期上半期末の発電容量は 8,972MW（持分ベース）、エネルギー別ではガス火力発電が 87%、国別ではタイが 88%とタイにおけるガス火力発電が大半を占める。インフラ事業は、Map Ta Phut Port Phase 3（LNG ターミナル）、Laem Chabang Port Phase 3（コンテナ港）、Thai Tank Terminal（貯蔵ターミナル）、motorways（高速道路）を有する。貯蔵ターミナルのみ現在運営しており、その他の資産はグループの収益およびキャッシュフローへ徐々に貢献していくとみている。通信および衛星事業は、タイ最大の通信会社 AIS および通信衛星会社 Thaicom Public Company Limited（THAICOM）への出資を行っている。デジタル事業は、データセンター、クラウドサービス、デジタル資産取引所の運営である。特に AIS への出資から得られる持分法投資利益や配当は INTUCH との合併後に大幅に拡大しており、グループ利益への寄与度は大きい。グループは ESG を重視する姿勢をとっており、50 年までに温室効果ガス排出ゼロを目指して、石炭の不使用、燃料使用量の低下、再生エネルギーの拡大、最新テクノロジーの探求などを掲げている。
- (3) タイの電力市場は、タイ電力公社（EGAT）が電力を一括購入するエンハンスト・シングルバイヤー制度が確立されている。競争が制約されるものの、発電事業者にとっては PPA を裏付けに投資リスクは抑制されている。また、発電の約 60%を天然ガスに依存していることから、エネルギー価格変動の影響を受けやすい。さらに、送電網は化石燃料ベースに設計されており、不安定な再生エネルギーを系統接続する能力なども不足している。このような環境において、グループは EGAT と 25 年間の PPA を締結しガス火力発電による電力の約 80%を EGAT に売電することで安定したキャッシュフロー創出力を得ている。グループは、タイの総発電量の約 15%を担いタイの電力市場において重要な役割を果たしていることから、今後電力市場

が自由化されたとしても、高い発電所の稼働率や燃料調達の効率性などから一定の収益性は維持できると JCR はみている。24/12 期は、ガス火力発電の GPD ユニット 3・4 や HKP ユニット 1 が商業稼働を開始したことに加えて、GJP の負荷率改善などにより EGAT への電力販売量は前期比 6.5%増となった。これらの要因により、売電価格の低下を相殺し収益は前期比 6.5%増の 1,246 億バーツ、EBITDA は同 8.9%増の 432 億バーツとなった。25/12 期上半期も堅調な業績を維持しており、進行中の 11 件の再生可能エネルギープロジェクト、LNG ターミナル、高速道路、データセンターなどが中長期的にも業績を下支えするとみている。また、INTUCH との合併後 AIS からの持分法投資利益および配当は拡大していることから、エネルギーと通信の融合によるシナジー効果や AIS の業績動向を JCR は注視していく。

- (4) 長期的には発電容量に占める再生可能エネルギーの割合を 25 年 7 月末の 13%（持分ベース）から 35 年までに 43%（同ベース）へ拡大することをコミットしている。そのため、タイでの太陽光、風力、廃棄物発電やラオスでの水力発電に投資を行っていくものの、ポートフォリオは分散され集中リスクは低い。25/12 期に 230 億バーツ、25～29/12 期の 5 年間で 900 億バーツの投資を計画しており、長期的に債務の増加が見込まれる。24/12 期末の純有利子負債/EBITDA および純有利子負債/資本はそれぞれ 6.3 倍、0.79 倍で推移しており、建設コストの増大やプロジェクト遅延などの開発リスクや債務増加に伴う財務悪化リスクには注意を要する。
- (5) 投資計画の進捗に伴い有利子負債の増加が見込まれる中、流動性は潤沢に確保している。現金および現金同等物に加えて銀行からのクレジット・ファシリティを有しており、25/12 期上半期末の流動性は 890 億バーツ。債務のマチュリティーは分散されており、流動性は良好な水準にあると JCR はみている。

（担当）杉浦 輝一・利根川 浩司

■格付対象

発行体：Gulf Development Public Company Limited

【新規】

対象	格付	見通し
外貨建長期発行体格付	A	安定的
自国通貨建長期発行体格付	A	安定的

格付提供方針等に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2025 年 10 月 29 日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：杉浦 輝一
主任格付アナリスト：杉浦 輝一
3. 評価の前提・等級基準：
評価の前提および等級基準は、JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に「信用格付の種類と記号の定義」(2014 年 1 月 6 日) として掲載している。
4. 信用格付の付与にかかる方法の概要：
本件信用格付の付与にかかる方法の概要は、JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に、「コーポレート等の信用格付方法」(2024 年 10 月 1 日)、「電力」(2023 年 6 月 1 日)、「持株会社の格付方法」(2025 年 4 月 2 日) として掲載している。
5. 格付関係者：
(発行体・債務者等) Gulf Development Public Company Limited
6. 本件信用格付の前提・意義・限界：
本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。
本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関しての JCR の現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。また、本件信用格付は、デフォルト率や損失の程度を予想するものではない。本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。
本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCR が格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。
7. 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：
 - ・ 格付関係者が提供した監査済財務諸表
 - ・ 格付関係者が提供した業績、経営方針などに関する資料および説明
8. 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：
JCR は、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、独立監査人による監査、発行体もしくは中立的な機関による対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。
9. 格付関係者による関与：
本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。
10. JCR に対して直近 1 年以内に講じられた監督上の措置：なし

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

■NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則 17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示は JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL : 03-3544-7013 FAX : 03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル