

Thailand Utilities Sector

PDP ใหม่เป็นปัจจัยบวก

Sector Valuation			Current	Target	Market	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		Div yield	
Company	BBG Code	Rec.	price (Bt)	price (Bt)	Cap (US\$ m)	2024F (%)	2025F (%)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (%)	2025F (%)
BCPG Pcl	BCPG TB	BUY	6.70	12.00	542	11.2	16.2	21.0	18.1	0.7	0.7	3.7	3.7
B.Grimm Power Pcl	BGRIM TB	SELL	26.00	23.00	1,830	(7.1)	18.6	55.7	47.0	1.8	1.8	0.7	0.9
Banpu Power Pcl	BPP TB	BUY	14.30	18.00	1,177	(23.6)	17.9	11.5	9.7	0.8	0.8	5.6	5.6
CK Power Pcl	CKP TB	BUY	3.82	5.00	839	22.8	11.9	15.9	14.2	1.1	1.0	2.4	2.4
Energy Absolute Pcl	EA TB	BUY	31.25	45.00	3,147	11.5	5.6	14.6	13.8	2.4	2.1	1.4	1.4
Electricity Generating	EGCO TB	BUY	110.00	130.00	1,564	5.6	14.1	5.4	4.8	0.5	0.5	5.9	5.9
Global Power Synergy	GPSC TB	BUY	48.75	57.00	3,712	28.3	49.1	29.8	20.0	1.3	1.2	1.8	2.8
Gulf Energy Dev. Pcl	GULF TB	BUY	41.25	54.00	13,069	15.1	17.5	28.5	24.3	4.0	3.8	2.5	2.9
Gunkul Engineering	GUNKUL TB	HOLD	2.58	2.70	619	(6.3)	3.6	15.5	15.0	1.5	1.5	2.6	2.7
Ratchaburi Electricity	RATCH TB	BUY	28.00	33.00	1,644	44.2	36.2	9.6	7.0	0.6	0.6	5.7	6.4

Source: Thanachart estimates, Based on 25 April 2024 closing prices

เราปรับน้ำหนักการลงทุนกลุ่มสาธารณูปโภคขึ้นเป็น “OVERWEIGHT” โดยคาดการณ์การประกาศ PDP ใหม่ที่เห็นสนับสนุนพลังงานทดแทนจะเป็นปัจจัยหนุนของกลุ่ม ส่วนการปรับโครงสร้างราคาก๊าซยังลดความเสี่ยงนโยบายให้กับโรงไฟฟ้าอีกด้วย เราเลือก GULF และ GPSC เป็น Top Picks

คาดว่าจะเห็น PDP ใหม่ใน 2Q24F

เราคาดการณ์พัฒนาการผลิตไฟฟ้าของประเทศฉบับใหม่ (PDP-2024) จะถูกประกาศออกมาเพื่อรับฟังประชาพิจารณ์ใน 2Q24F เราคาดว่าจะมีผลบวกต่อกลุ่มสาธารณูปโภคจากโครงการกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน ที่เราประเมินว่าจะเพิ่มเป็น 45GW ในปี 2040F เพื่อให้ประเทศไทยบรรลุเป้าหมายที่ให้คำมั่นไว้ในการประชุม COP-26 ว่ากว่า 50% ของการผลิตไฟฟ้าในประเทศจะมาจากพลังงานทดแทน ส่วนด้านลบ เรามองว่าการเปิดเสรีตลาดไฟฟ้าผ่านการเปิดระบบโครงข่ายให้บุคคลที่สามเข้าใช้ (TPA) น่าจะยังไม่ได้รับการส่งเสริมในรอบนี้ ซึ่งจะทำให้การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) จะมีบทบาทเป็นผู้ซื้อและขายไฟฟ้าเพียงผู้เดียวในประเทศ โดยผู้ประกอบการเอกชนจะยังไม่สามารถเพิ่มกำลังการผลิตอย่างอิสระผ่านสัญญาระหว่างเอกชนด้วยกันได้ แต่ต้องรอการประมูล PPA จากรัฐบาล

โควตาพลังงานทดแทนน่าจะเพิ่มขึ้นอย่างมาก

เราคาดว่า PDP ใหม่จะเพิ่มโควตากำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนขึ้นเป็น 45GW ในปี 2040F (จากเดิมที่ 36GW ภายในปี 2037F) ในปัจจุบันระบบโครงข่ายของไทยมีกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน 17GW ณ ปี 2023 หรือ 32% ของกำลังการผลิตรวม สมมติฐานโควตากำลังการผลิตของเราเทียบได้ว่าจะมีการประมูล PPA โรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนอีก 28GW ในช่วงปี 2024-30F เพื่อให้โครงการทยอยเริ่มดำเนินงานได้ช่วงปี 2026-40F อย่างไรก็ตามภายใต้ข้อกำหนดใน PPA ใหม่ตั้งแต่ปี 2023 นั้น ใ้รับรองการผลิตพลังงานหมุนเวียน (RECs) ที่เกิดจากโครงการนั้นจะเป็นของ กฟผ. ทั้งหมด (ไม่ใช่ผู้ประกอบการ) โดยทางกฟผ. จะเป็นผู้นำขาย REC แก่ผู้ใช้ไฟฟ้าที่ต้องการใบรับรองพลังงานสีเขียวภายใต้อัตราค่า “ไฟฟ้าสีเขียว” (Utility Green Tariff : UGT)

SPP ได้ประโยชน์จากโครงสร้างราคาก๊าซใหม่

เราคาดว่ารัฐบาลจะยังพยายามลดต้นทุนราคาก๊าซธรรมชาติให้โรงไฟฟ้าอย่างต่อเนื่อง หลังมีการปรับสูตรราคาก๊าซธรรมชาติให้ ปตท. สามารถเรียกเก็บส่วนต่างกำไรบนการขายก๊าซธรรมชาติให้โรงไฟฟ้าได้น้อยลง ในขณะที่ผู้ใช้งานก๊าซธรรมชาติส่วน wet gas ก็ถูกให้ร่วมแบกรับความเสี่ยงจากราคาก๊าซนำเข้าที่ผันผวนอีกด้วย เรามองว่าการเปลี่ยนแปลงด้านความเสี่ยงด้านนโยบายนี้เป็นบวกต่อโรงไฟฟ้า SPP

GULF และ GPSC เป็น Top Picks ของเรา

GULF เป็น Top Pick กลุ่มฯ ของเราจากการที่เป็นผู้เล่นที่แข็งแกร่งที่สุดในการประมูลพลังงานทดแทนและการทดแทนโครงการ IPP และเรายังชอบ GPSC จากความเสี่ยงบน SPP ที่ลดลง และมีขีดความสามารถในการประมูลพลังงานทดแทนอนาคต ส่วน CKP มีปัจจัยบวกเฉพาะจากผลกระทบของ El Nino ที่บรรเทาลง

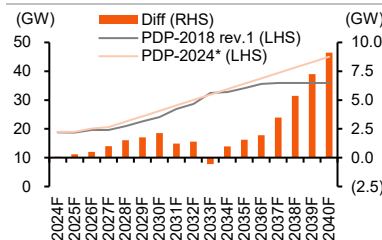


NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

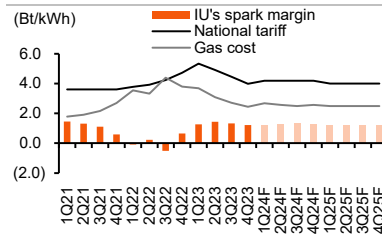
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

New PDP Lifting Renewables Quota



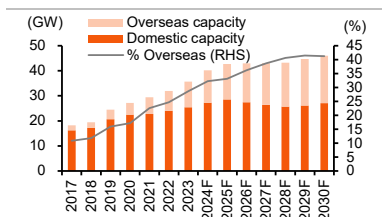
Sources: EPPO, Thanachart estimates*

Policy Impact On SPPs Has Eased



Sources: EPPO, Thanachart estimates

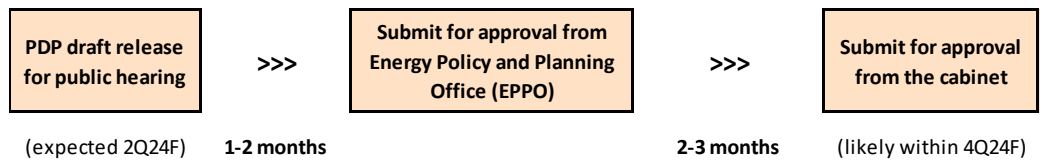
Increasing Overseas Investments



Sources: Company data; Thanachart estimates

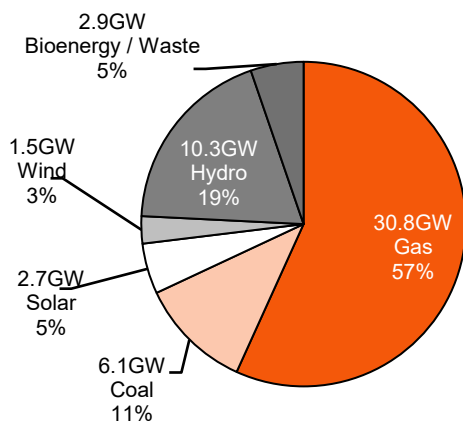
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Expected Process Timeline For The New PDP



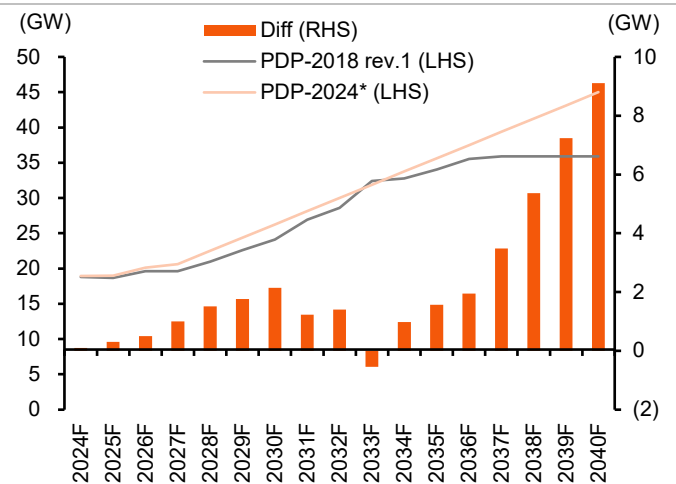
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Thailand's Electricity Generation Capacity



Sources: Electricity Policy and Planning Office (EPPO), EGAT
 Note: Numbers are as of end-2023

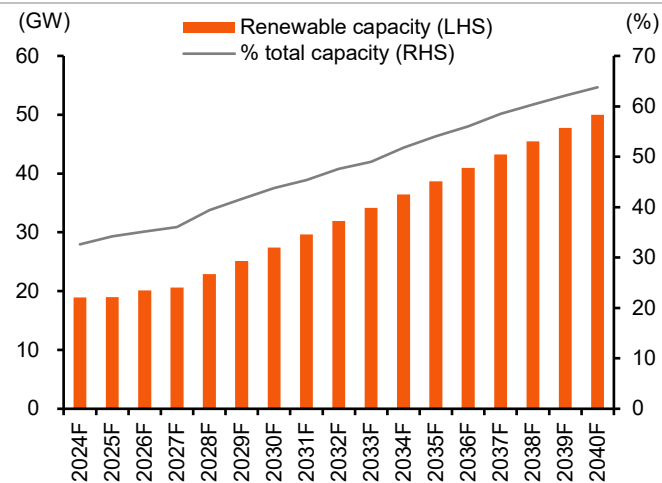
Ex 3: Renewable Quota To Be Raised In The New PDP



Sources: EPPO, Thanachart estimates*

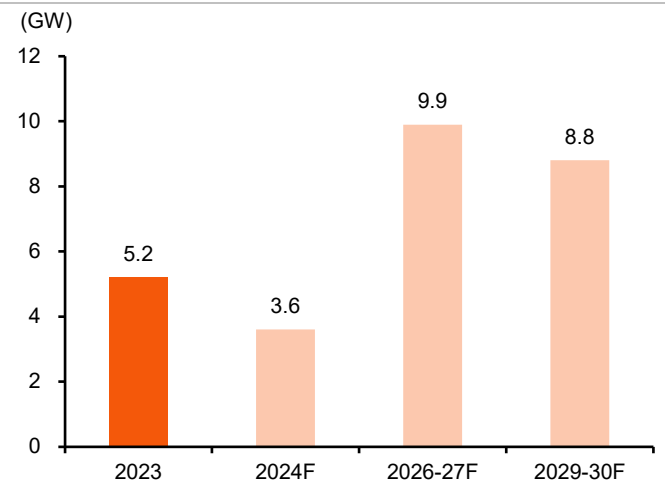
Note: Renewables include solar, wind, hydro, and bio-energy projects

Ex 4: Our Projected Renewable Quota In PDP-2024



Source: Thanachart estimates

Ex 5: Expected Bidding Timeline For Renewable PPAs



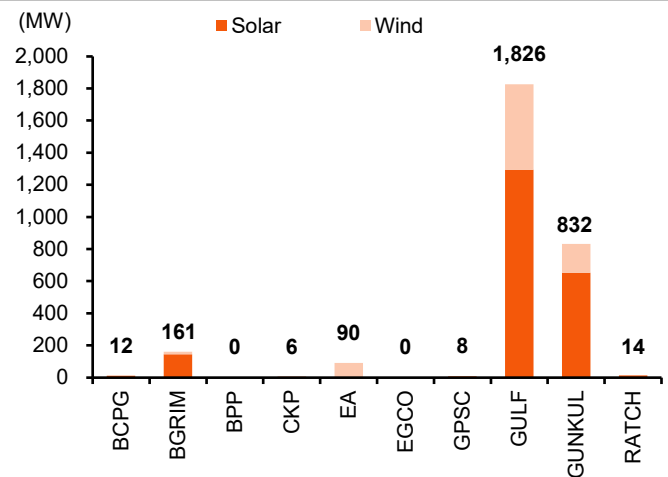
Source: Thanachart estimates

Ex 6: Our Key Assumptions For New Renewable PPAs

	Investment cost (MB/MW)	Tariff prices (Bt/kWh)	Capacity factor (%)	Annual profit (Bt m)	EIRR (%)
Solar	35.0	2.17	20%	1.1	9.1%
Solar + BESS	85.0	2.83	28%	1.3	4.5%
Wind	70.0	3.10	30%	2.9	12.0%

Sources: EPPO, Company data, Thanachart estimates

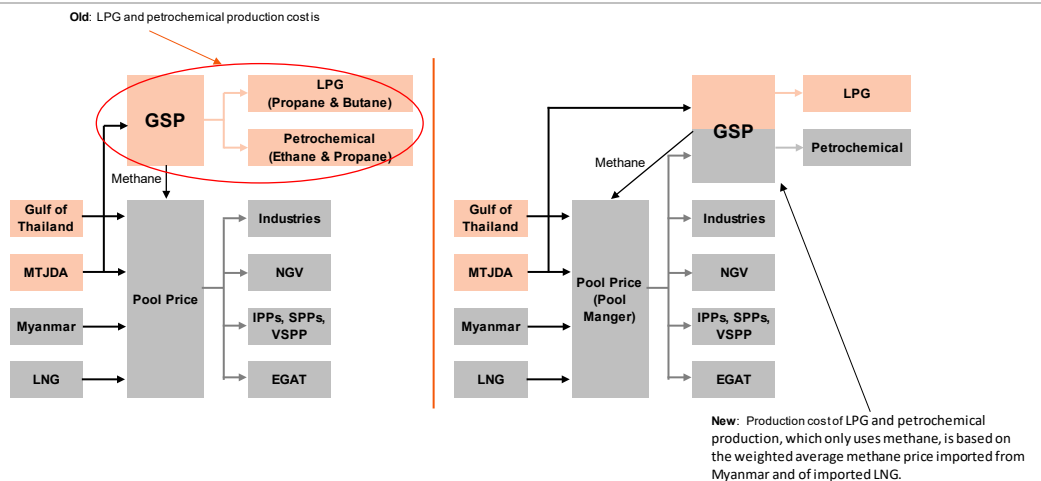
Ex 7: Amount Of Capacity Won From The Recent Bid



Sources: EPPO, Company data

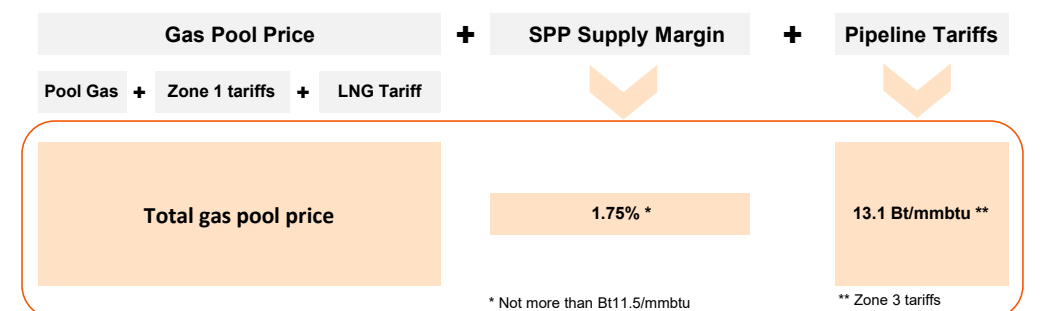
Note: Numbers shown are total contracted capacity won based on the equity stakes in the projects

Ex 8: Including Wet Gases In The Mix

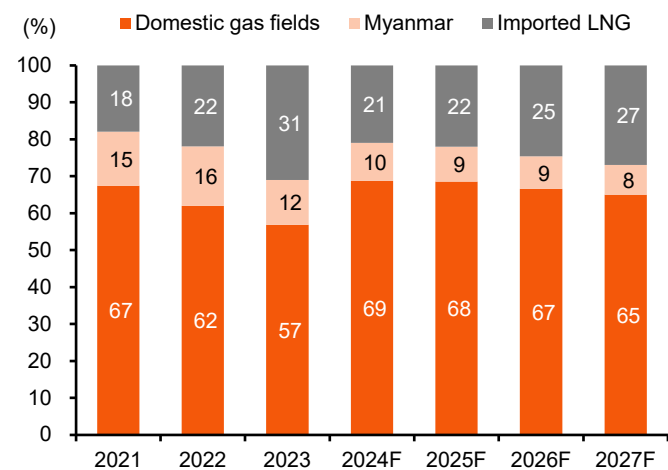


Sources: Company data, Thanachart estimates

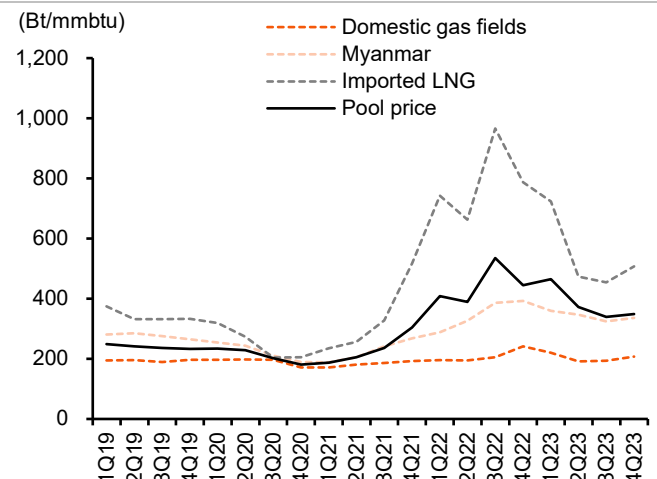
Ex 9: SPP Gas Price Structure



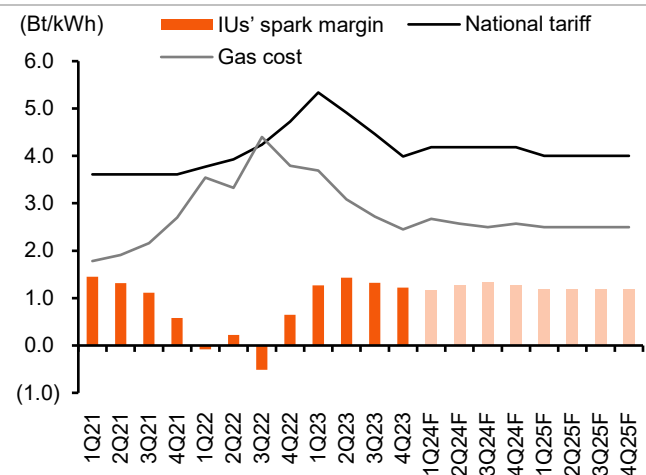
Sources: PTT Group, Thanachart's compilation

Ex 10: More Favorable Mix In New Gas Price Structure

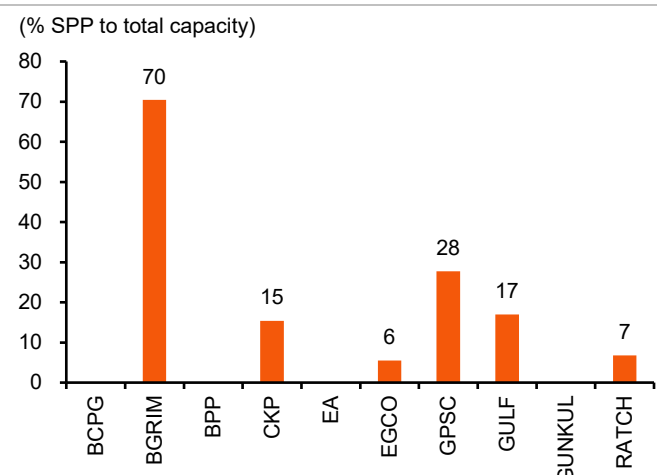
Sources: EPPO, Thanachart estimates

Ex 11: Historical Gas Pool Price Dynamic

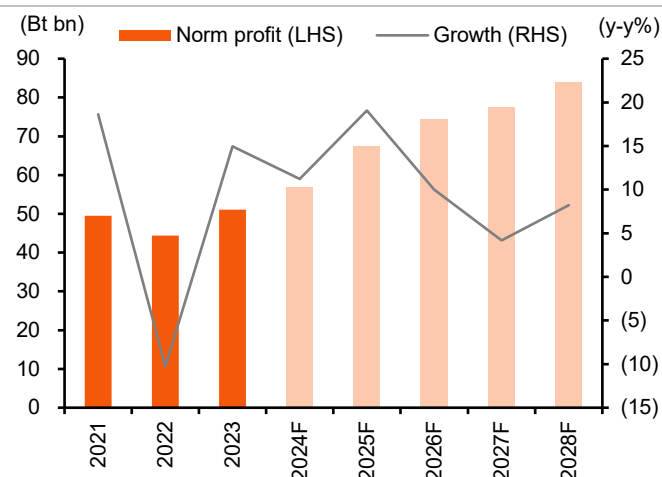
Source: EPPO

Ex 12: SPPs' Margin Has Normalized

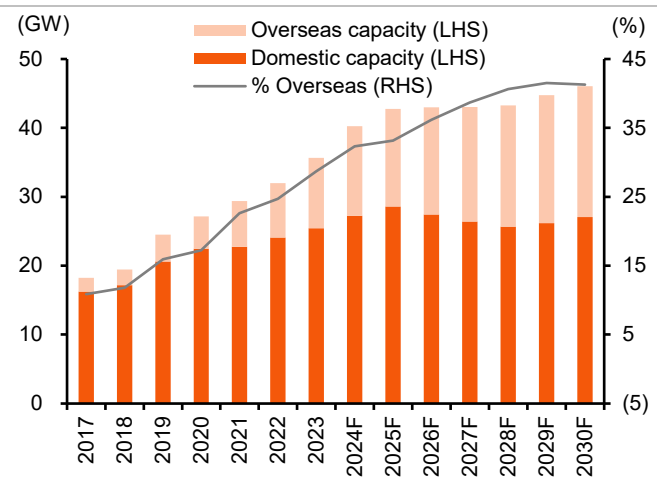
Sources: EPPO, Thanachart estimates

Ex 13: SPP As % Of Total Capacity Per Company

Sources: Company data, Thanachart estimates

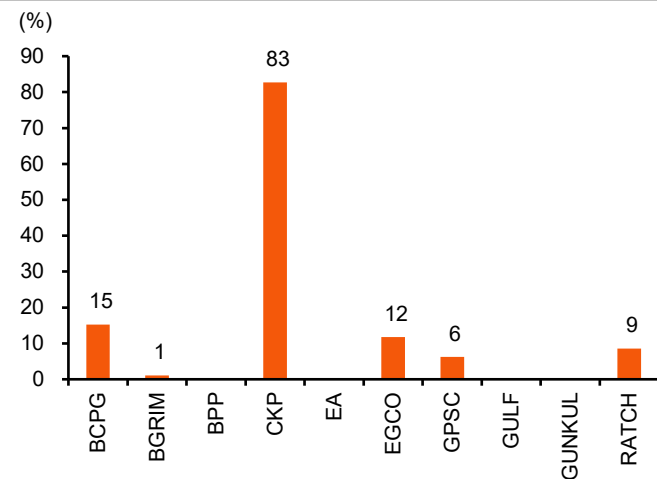
Ex 14: Sector's Earnings Are Still Growing

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: Overseas Capacity Expansion One Of The Drivers

Sources: Company data, Thanachart estimates

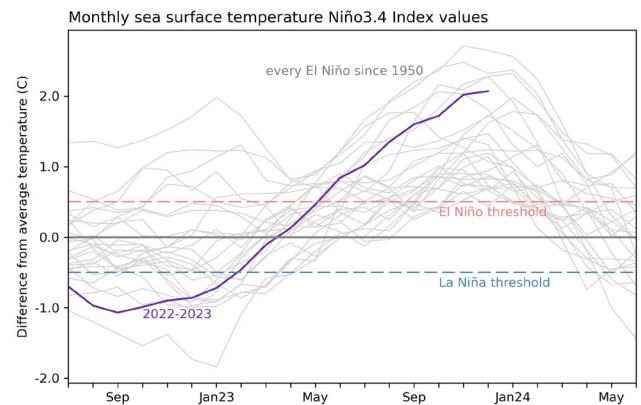
Ex 16: Stocks With Sizable Exposure To Hydropower



Source: Company data

Note: Shown as % total operating capacity

Ex 17: This El Nino Cycle Looks To Have Peaked



Source: The US National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA)

Ex 18: GPSC - BUY, Price Bt48.75, TP Bt57.00

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	90,303	100,012	91,356	88,205
Net profit	3,694	4,613	6,877	7,896
Norm profit	3,596	4,613	6,877	7,896
Norm EPS (Bt)	1.3	1.6	2.4	2.8
Norm EPS grw (%)	1,551.6	28.3	49.1	14.8
Norm PE (x)	38.2	29.8	20.0	17.4
EV/EBITDA (x)	14.9	14.5	13.3	11.8
P/BV (x)	1.3	1.3	1.2	1.2
Div yield (%)	1.5	1.8	2.8	3.2
ROE (%)	3.4	4.3	6.2	6.9
Net D/E (%)	102.8	98.5	95.8	78.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 19: CKP - BUY, Price Bt3.82, TP Bt5.00

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	10,286	9,812	9,833	9,844
Net profit	1,462	1,951	2,183	2,475
Norm profit	1,589	1,951	2,183	2,475
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	(37.6)	22.8	11.9	13.3
Norm PE (x)	19.5	15.9	14.2	12.5
EV/EBITDA (x)	16.6	14.6	13.7	12.7
P/BV (x)	1.1	1.1	1.0	1.0
Div yield (%)	2.2	2.4	2.4	2.4
ROE (%)	5.9	7.0	7.5	8.0
Net D/E (%)	54.0	45.8	41.6	36.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 20: Many Thai Utility Firms Are Investing In US Gas Power

Company	Project	Equity capacity (MW)	Purchase price (Bt m)	Acquisition date
BCPG	AP-BCPG CCE	340.9	6,634	Feb-23
	AP-BCPG SFE	90.1	2,370	Feb-23
	Liberty	212.0	4,433	Jul-23
	Patriot	214.3	4,480	Jul-23
EGCO	Linden	272.2	6,262	Jun-21
	Risec	298.4	7,303	Mar-23
	Marcus Hook	456.0	10,650*	Jan-24
	Milford Power	102.5	2,308*	Jan-24
	Dighton Power	93.5	2,130*	Jan-24
GULF	Jackson	588.0	14,131	Feb-23
BPP	Temple 1	384.0	7,149	Nov-21
	Temple 2	377.5	8,030	Jul-23

Source: Company data, Thanachart estimates*

Ex 21: Sector Valuation Comparison

		BCPG	BGRIM	BPP	CKP	EA	EGCO	GPSC	GULF	GUNKUL	RATCH	Industry
Rating		BUY	SELL	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	
Target price (Bt)	Thanachart	12.00	23.00	18.00	5.00	45.00	130.00	57.00	54.00	2.70	33.00	
	Consensus	10.35	31.64	16.77	4.65	48.07	147.38	58.31	54.83	4.30	34.20	
Consensus rec.	BUY	6	12	2	8	4	6	16	16	5	4	
	HOLD	3	7	2	1	4	4	6	2	1	4	
	SELL	0	2	0	0	0	1	0	0	0	2	
Sales (Bt m)	2023	5,031	57,115	30,443	10,286	30,074	49,627	90,303	114,054	7,596	43,675	438,205
	2024F	4,060	56,418	49,006	9,812	38,138	46,173	100,012	145,316	7,785	50,110	506,830
	2025F	4,641	55,876	50,013	9,833	44,563	42,998	91,356	161,336	8,043	47,579	516,238
	2026F	6,174	57,080	51,074	9,844	55,594	36,379	88,205	163,940	8,807	37,439	514,536
Norm profits (Bt m)	2023	831	2,057	4,968	1,589	7,169	10,098	3,596	14,759	1,576	4,406	51,049
	2024F	924	2,077	3,796	1,951	7,991	10,664	4,613	16,981	1,477	6,355	56,830
	2025F	1,074	2,303	4,475	2,183	8,439	12,169	6,877	19,949	1,530	8,653	67,653
	2026F	1,720	3,320	4,965	2,475	10,296	10,662	7,896	21,891	1,525	9,673	74,423
Sales growth (%)	2023	(6.9)	(8.5)	24.3	(5.7)	18.6	(16.8)	(27.0)	21.1	10.2	(41.6)	(3.2)
	2024F	(19.3)	(1.2)	61.0	(4.6)	26.8	(7.0)	10.8	27.4	2.5	14.7	11.1
	2025F	14.3	(1.0)	2.1	0.2	16.8	(6.9)	(8.7)	11.0	3.3	(5.0)	2.6
	2026F	33.0	2.2	2.1	0.1	24.8	(15.4)	(3.4)	1.6	9.5	(21.3)	3.3
Norm EPS growth (%)	2023	(59.3)	na	86.9	(37.6)	24.5	(20.3)	1,551.6	28.0	26.9	(29.3)	2.5
	2024F	11.2	(7.1)	(23.6)	22.8	11.5	5.6	28.3	15.1	(6.3)	44.2	10.2
	2025F	16.2	18.6	17.9	11.9	5.6	14.1	49.1	17.5	3.6	36.2	19.1
	2026F	60.1	64.9	11.0	13.3	22.0	(12.4)	14.8	9.7	(0.3)	11.8	19.5
Operating margin (%)	2023	37.4	13.8	15.8	15.2	29.9	10.4	8.6	15.9	32.1	7.1	18.6
	2024F	33.5	14.9	7.9	18.3	28.5	10.6	8.1	14.1	29.0	6.0	17.1
	2025F	31.5	15.4	9.8	19.7	25.1	12.2	9.7	14.3	28.9	9.6	17.6
	2026F	33.2	15.1	9.0	21.4	23.6	8.4	10.4	15.3	30.2	14.1	18.1
ROE (%)	2023	2.8	6.1	10.1	5.9	17.8	9.0	3.4	13.0	11.3	4.5	8.4
	2024F	3.1	5.4	7.5	7.0	17.8	9.8	4.3	14.3	10.3	6.4	8.6
	2025F	3.7	6.0	8.5	7.5	16.3	10.4	6.2	16.0	10.0	8.4	9.3
	2026F	5.7	8.4	9.1	8.0	17.4	8.6	6.9	16.7	9.4	8.9	9.9
Dividend yield (%)	2023	3.7	1.4	5.6	2.2	1.0	5.9	1.5	2.1	2.3	5.7	3.1
	2024F	3.7	0.7	5.6	2.4	1.4	5.9	1.8	2.5	2.6	5.7	3.2
	2025F	3.7	0.9	5.6	2.4	1.4	5.9	2.8	2.9	2.7	6.4	3.5
	2026F	3.7	1.4	5.6	2.4	2.6	5.9	3.2	3.2	2.7	7.1	3.8
P/BV (x)	2023	0.7	1.8	0.9	1.1	2.8	0.6	1.3	4.2	1.6	0.6	1.5
	2024F	0.7	1.8	0.8	1.1	2.4	0.5	1.3	4.0	1.5	0.6	1.5
	2025F	0.7	1.8	0.8	1.0	2.1	0.5	1.2	3.8	1.5	0.6	1.4
	2026F	0.6	1.7	0.8	1.0	1.8	0.5	1.2	3.6	1.4	0.5	1.3
Norm PE (x)	2023	23.3	51.8	8.8	19.5	16.3	5.7	38.2	32.8	14.5	13.8	22.5
	2024F	21.0	55.7	11.5	15.9	14.6	5.4	29.8	28.5	15.5	9.6	20.7
	2025F	18.1	47.0	9.7	14.2	13.8	4.8	20.0	24.3	15.0	7.0	17.4
	2026F	11.3	28.5	8.8	12.5	11.3	5.4	17.4	22.1	15.0	6.3	13.9
EV/EBITDA (x)	2023	13.5	11.1	10.5	16.6	13.8	18.2	14.9	32.6	15.4	16.4	16.3
	2024F	16.5	10.1	11.0	14.6	12.0	17.6	14.5	28.6	15.1	20.3	16.0
	2025F	17.6	9.8	10.1	13.7	11.3	15.5	13.3	25.4	15.5	16.2	14.8
	2026F	14.1	10.4	10.9	12.7	9.5	19.2	11.8	23.7	13.9	14.7	14.1
Net D/E (x)	2023	1.0	1.6	0.4	0.5	1.4	0.9	1.0	1.7	0.9	0.5	1.0
	2024F	1.0	1.4	0.4	0.5	1.1	0.7	1.0	1.7	0.8	0.7	0.9
	2025F	1.1	1.3	0.4	0.4	0.9	0.6	1.0	1.6	0.8	0.6	0.9
	2026F	1.3	1.4	0.4	0.4	0.7	0.5	0.8	1.6	0.9	0.6	0.8

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 22: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	7.5	6.8	13.4	12.6	0.9	0.8	46.9	45.0	5.8	5.9
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	31.2	22.5	8.2	6.7	0.8	0.7	9.7	8.3	5.9	7.1
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	18.5	14.6	6.6	5.7	1.0	0.9	6.5	5.7	6.1	7.1
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	33.2	2.5	12.7	12.4	1.4	1.4	8.4	8.2	5.1	5.3
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	7.0	2.1	15.4	15.1	1.1	1.1	na	na	6.2	6.2
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(2.6)	14.0	6.9	6.1	0.7	0.7	9.5	8.7	6.5	7.3
Tata Power	TPWR IN	India	0.7	17.2	38.3	32.7	4.4	3.9	16.7	14.5	0.5	0.5
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	8.4	12.0	16.7	14.9	1.1	1.1	7.5	7.2	3.7	4.1
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	132.9	11.8	16.3	14.6	1.9	1.8	8.0	6.9	2.5	2.8
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	123.1	(2.7)	10.9	11.2	1.8	1.6	8.7	8.1	1.9	1.9
Manila Electric	MER PM	Philippines	(6.2)	3.0	11.8	11.5	2.8	2.5	8.6	8.2	6.0	6.2
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	11.2	16.2	21.0	18.1	0.7	0.7	16.5	17.6	3.7	3.7
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(7.1)	18.6	55.7	47.0	1.8	1.8	10.1	9.8	0.7	0.9
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	(23.6)	17.9	11.5	9.7	0.8	0.8	11.0	10.1	5.6	5.6
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	22.8	11.9	15.9	14.2	1.1	1.0	14.6	13.7	2.4	2.4
EA Pcl*	EA TB	Thailand	11.5	5.6	14.6	13.8	2.4	2.1	12.0	11.3	1.4	1.4
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	5.6	14.1	5.4	4.8	0.5	0.5	17.6	15.5	5.9	5.9
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	28.3	49.1	29.8	20.0	1.3	1.2	14.5	13.3	1.8	2.8
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	15.1	17.5	28.5	24.3	4.0	3.8	28.6	25.4	2.5	2.9
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	(6.3)	3.6	15.5	15.0	1.5	1.5	15.1	15.5	2.6	2.7
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	44.2	36.2	9.6	7.0	0.6	0.6	20.3	16.2	5.7	6.4
Average			21.4	12.3	16.7	14.9	1.6	1.5	14.5	13.5	4.0	4.3

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 25 April 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	(0.9)	(0.3)	(11.6)	(3.6)	—	—	—	—
Utilities Sector	(5.4)	(8.7)	(24.2)	(8.2)	(4.5)	(8.5)	(12.6)	(4.5)
BCPG	0.8	(18.8)	(32.0)	(23.9)	1.7	(18.5)	(20.3)	(20.2)
BGRIM	(5.5)	(5.5)	(30.7)	(4.6)	(4.5)	(5.2)	(19.0)	(0.9)
BPP	(4.0)	0.0	3.6	(1.4)	(3.1)	0.3	15.3	2.3
CKP	(7.3)	(0.5)	0.5	17.2	(6.3)	(0.2)	12.2	20.8
EA	(10.7)	(19.4)	(55.2)	(29.4)	(9.8)	(19.1)	(43.6)	(25.7)
EGCO	(3.9)	(16.3)	(29.3)	(14.1)	(3.0)	(16.1)	(17.6)	(10.4)
GPSC	(9.3)	(2.0)	(22.3)	0.5	(8.4)	(1.7)	(10.7)	4.2
GULF	(6.8)	(5.2)	(18.7)	(7.3)	(5.8)	(4.9)	(7.1)	(3.7)
GUNKUL	(7.2)	(11.6)	(32.5)	(7.9)	(6.3)	(11.4)	(20.8)	(4.2)
RATCH	0.0	(8.2)	(25.8)	(11.1)	0.9	(7.9)	(14.2)	(7.5)

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

- Defensive as agreed revenues on PPAs are predetermined.
- Changes in fuel prices are passed via PPAs for IPPs and mostly by formulae adjustments for SPPs.

O — Opportunity

- Huge investment potential in neighboring countries.
- Government supports and subsidizes renewable energy.

W — Weakness

- Most IPPs set their tariff as front-end loaded, so tariffs for ageing plants, especially ones approaching expiry, are set to fall drastically.
- There is sometimes intervention in the Ft adjustment.

T — Threat

- Local communities may protest against new projects.
- Increased regulatory risk on environmental concerns.

REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Hong Kong	15.8	10.4	10.5	9.7	1.0	0.9	16.2	15.2	5.9	6.5
India	0.7	17.2	38.3	32.7	4.4	3.9	16.7	14.5	0.5	0.5
Malaysia	88.1	7.0	14.6	13.6	1.6	1.5	8.0	7.4	2.7	2.9
Philippines	(6.2)	3.0	11.8	11.5	2.8	2.5	8.6	8.2	6.0	6.2
Thailand	10.2	19.1	20.7	17.4	1.5	1.4	16.0	14.8	3.2	3.5
Average	21.7	11.3	19.2	17.0	2.2	2.1	13.1	12.0	3.7	3.9

Sources: Bloomberg Consensus

Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 12.00

Upside : 79.1%

(From: Bt 18.00)

26 APRIL 2024

Small Cap Research

BCPG Pcl (BCPG TB)

ข่าวร้ายสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว

เราปรับประมาณการกำไร BCPG ลงอย่างหนักจากดอกเบี้ยจ่ายที่สูงกว่าคาดและความล่าช้าของการพัฒนาโซลาร์ฟาร์มในไต้หวัน แต่เราเชื่อว่าเรื่องร้ายได้จบลงแล้ว และคาดกำไรพลิกเติบโต 11/16/60% ในปี 2024-26F บนกำไรที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐ และโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในเอเชีย เราคงคำแนะนำ "ซื้อ"



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

ปรับกำไรลงอย่างมาก

เราปรับลดประมาณการกำไร BCPG ลงถึง 52/56/40% ในปี 2024-26F ด้วยเหตุผล 3 ประการ 1) ดอกเบี้ยเงินกู้สกุลดอลลาร์สหรัฐ ที่ใช้ซื้อโรงไฟฟ้าก๊าซแห่งเมื่อปีก่อนสูงกว่าที่คาดไว้มาก 2) เรารวมแผนการขายโซลาร์ฟาร์มขนาด 117MW ในญี่ปุ่นในประมาณการ ซึ่งจะทำให้ BCPG ไม่มีการรับรู้กำไรจากโครงการนี้หลัง 2Q24F 3) เราคาดการพัฒนาโซลาร์ฟาร์มในไต้หวันจะล่าช้า และใช้สมมติฐานว่าโครงการเริ่มดำเนินการได้ใน 2Q25F (จาก 4Q24F) จากการปรับกำไรลงอย่างมากและการเปลี่ยนกรอบเวลาสำหรับโครงการที่กำลังพัฒนาใหม่ ราคาเป้าหมายของเรา (ปี 2024F) จึงลดลงเหลือ 12 บาทต่อหุ้น (จาก 18 บาท)

โรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐ หนุนการเติบโตในระยะสั้น

เราเชื่อว่ากำไร BCPG จะจุดต่ำสุดแล้วในปีก่อนและคาด EPS จะเติบโต 11/16/60% ในปี 2024-26F โดยมีปัจจัยหนุนหลักในปี 2024F มาจากการรับรู้กำไรจากโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติในสหรัฐ 857MW (ตามสัดส่วนการถือหุ้น) เติบโต หลังเข้าซื้อกิจการมาเมื่อปี 2023 เราคาดกำไรที่ 400 ลบ. ในปี 2024F (จาก 160 ลบ. ในปี 2023) และมองว่าอัตรากำไรจะดีขึ้นตามราคาก๊าซที่ทยอยปรับสู่ระดับปกติและการใช้ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นในสหรัฐ และต้นทุนดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มลดลงหลัง Fed ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ข้อดีทั้งสองนี้จะหนุนให้กำไรจากโรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐสูงขึ้น ชดเชยผลกำไรจากโซลาร์ฟาร์มในไทยที่หดตัว (ค่า Ft ลดลงและ Adders หดหาย)

สองโครงการใหญ่เริ่ม COD ในปี 2025F

สาเหตุที่เรามองว่ากำไรของ BCPG จะเติบโตเร็วตัวในปี 2025-26F คือการเริ่ม COD ของโครงการพลังงานทดแทนในเอเชียที่สำคัญ 2 โครงการ 1) เราคาดโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม Monsoon กำลังการผลิตตามส่วนการถือหุ้นที่ 290MW ที่ตั้งอยู่ในประเทศลาวแต่มีข้อตกลงขายไฟฟ้าไปยังเวียดนาม จะ COD ได้ตามกำหนดการใน 4Q25F 2) แม้ว่าโครงการพลังงานแสงอาทิตย์เหนือบ่อปลา รวมกำลังการผลิต 469MW ในไต้หวัน น่าจะเริ่มดำเนินงานได้ช้ากว่าคาด แต่เราคาดโครงการจะทยอยเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าจนครบในช่วงปี 2025-27F ซึ่งจะช่วยให้กำลังการผลิตรวมของ BCPG เพิ่มขึ้นเป็น 2.0GW ในปี 2570F จาก 0.8GW ในปี 2023

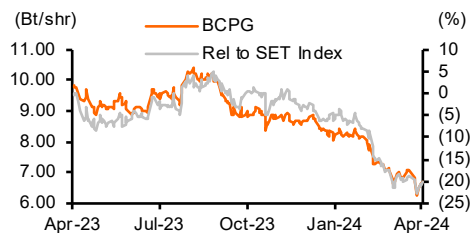
คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BCPG เนื่องจากเราเชื่อว่าข่าวร้ายเรื่องกำไรที่ลดลงในช่วงสามปีที่ผ่านมามีสะท้อนให้เห็นในราคาหุ้นแล้ว เรามองว่าราคาหุ้นที่ 21 PE ในปี 2024F นั้นน่าสนใจเทียบกับ EPS เติบโตเฉลี่ย 30% ต่อปีในช่วงปี 2024-26F เรายังไม่ได้รวมโอกาสการได้กำลังการผลิตใหม่จากการประมูลโครงการพลังงานทดแทนที่จะมาจาก PDP ใหม่ในประมาณการ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	5,031	4,060	4,641	6,174
Net profit	1,104	924	1,074	1,720
Consensus NP	—	2,651	1,623	1,493
Diff frm cons (%)	—	(65.1)	(33.8)	15.2
Norm profit	831	924	1,074	1,720
Prev. Norm profit	—	1,927	2,447	2,850
Chg frm prev (%)	—	(52.0)	(56.1)	(39.7)
Norm EPS (Bt)	0.3	0.3	0.4	0.6
Norm EPS grw (%)	(59.3)	11.2	16.2	60.1
Norm PE (x)	23.3	21.0	18.1	11.3
EV/EBITDA (x)	13.5	16.5	17.6	14.1
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.6
Div yield (%)	3.7	3.7	3.7	3.7
ROE (%)	2.8	3.1	3.7	5.7
Net D/E (%)	102.3	95.8	113.1	130.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Apr-24 (Bt)	6.70
Market Cap (US\$ m)	542.0
Listed Shares (m shares)	2,995.8
Free Float (%)	42.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.8
12M Price H/L (Bt)	10.40/6.25
Sector	Utilities
Major Shareholder	Bangchak Corp. Pcl 57.81%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P12

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



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

Valuation method		WACC	Value per BCPG's share
		(%)	(Bt)
Thailand solar (w/ adder)	DCF	8.8%	1.8
Thailand solar (no adders)	DCF	5.2%	0.7
Thailand wind	DCF	5.4%	0.0
Philippines wind	DCF	6.6%	0.2
Laos hydro	DCF	5.6%	2.5
Laos wind	DCF	6.9%	0.8
Taiwan solar	DCF	6.0%	2.1
Oil terminal	DCF	7.5%	1.3
US gas power plants	DCF	8.0%	6.3
Existing projects			15.9
- Net debt			(3.9)
Total			12.0

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BCPG ได้ก่อตั้งในปี 2015 ดำเนินการผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน ที่ถือหุ้น 70% โดย Bangchak Pcl (BCP) ปัจจุบัน BCPG มีโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนหลายแห่งใน 5 ประเทศ ในเอเชีย (ไทย ลาว อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และญี่ปุ่น) และกำลังขยายไปยังไต้หวันเป็นประเทศที่หก เพื่อเตรียมพร้อมสำหรับธุรกิจไฟฟ้าที่เปลี่ยนแปลง BCPG ได้ร่วมมือกับผู้เลืกระดับภูมิภาคพัฒนาธุรกิจจำหน่ายไฟฟ้าแบบ Peer-to-Peer โดยใช้เทคโนโลยี blockchain สำหรับการซื้อขายไฟฟ้า แบตเตอรี่วานาเดียมสำหรับระบบกักเก็บพลังงาน (ESS) ในสมาร์ตกริด และโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน และแพลตฟอร์มซื้อขายคาร์บอนเครดิต

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

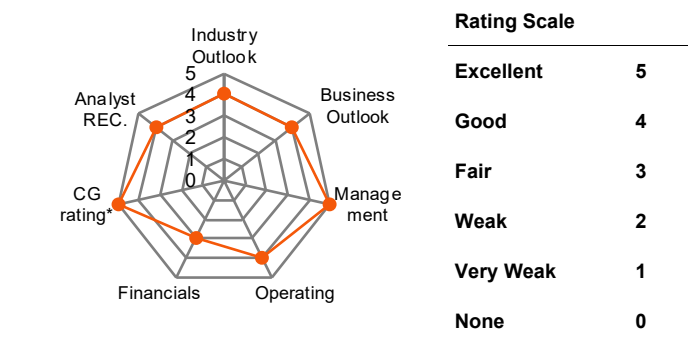
S — Strength

- ธุรกิจของ BCPG มีการกระจายความเสี่ยงที่ดี เข้าไปในประเทศที่มีการสนับสนุนการผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานทดแทน
- มีพันธมิตรเป็นผู้เลืกระดับภูมิภาคเพื่อเพิ่มโอกาสการลงทุนในโรงไฟฟ้าในต่างประเทศมากขึ้น และเทคโนโลยีดิจิทัลสำหรับตลาดไฟฟ้า

O — Opportunity

- มีโอกาสในการขยายธุรกิจพลังงานทดแทนทั้งในประเทศและต่างประเทศ
- มีโอกาสขยายเข้าสู่ธุรกิจ IPS solar-rooftop

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG rating

W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนยังเพิ่มสูงขึ้น เพื่อรองรับการลงทุนใหม่เพื่อชดเชยรายได้ adder ที่ลดลง
- ความยากลำบากในการหาการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงมาทดแทนโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ adder ใกล้หมดอายุในประเทศไทย

T — Threat

- Adder ของโซลาร์ไทยจะหมดอายุในช่วงปี 2022-24F
- ความเสี่ยงที่รัฐบาลจะซื้อไฟฟ้าในราคาที่ถูกลงจากผู้ผลิตเอกชน
- ความเสี่ยงด้านกฎหมายสำหรับการลงทุนในต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	10.35	12.00	16%
Net profit 24F (Bt m)	2,651	924	-65%
Net profit 25F (Bt m)	1,623	1,074	-34%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2024-25F ของเรต่ำกว่าของตลาดอย่างมาก ซึ่งเป็นเพราะเรามีมุมมองเชิงลบมากกว่าเกี่ยวกับส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐฯ ที่เพิ่งเข้าซื้อกิจการเมื่อเร็วๆ นี้
- อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า 16% เนื่องจากเราได้นำมูลค่าจากโครงการทั้งหมดที่อยู่ระหว่างการพัฒนามารวมไว้ในการประเมินมูลค่าของเรา

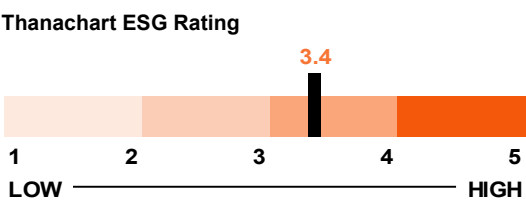
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- อัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าคาด ความล่าช้าของการพัฒนาโครงการและขนาดการลงทุนใหม่ที่น้อยกว่าคาดเป็นความเสี่ยงต่อการประเมินมูลค่าและประมาณการกำไรเรา
- ผลกระทบเนื่องจากภาวะทางธรรมชาติที่ไม่เอื้ออำนวย ต่อการผลิตไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน เป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบและนโยบาย โดยเฉพาะค่าไฟฟ้า ในประเทศที่ BCPG มีการดำเนินงานอยู่หรือมีแผนจะเข้าไปลงทุนจะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรและเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

BCPG ดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนขนาด 392MW ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ ณ ปี 2022 อย่างไรก็ตาม เรามองว่าการปล่อยก๊าซเรือนกระจกจะเพิ่มขึ้นเนื่องจากการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซในช่วงต้นปี 2023 เราให้คะแนน ESG ค่อนข้างสูงที่ 3.4 เนื่องจากพลังงานทดแทนจะยังคงเป็นส่วนหลักของกำลังการผลิตทั้งหมด ขณะที่เราขอความแข็งแกร่งในด้านสังคมและธรรมาภิบาล



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BCPG	YES	AA	-	A	54.21	58.51	31.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมของ BCPG อ่อนตัวลงในปีนี้ หลังจากการลงทุนใหญ่ในโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติในสหรัฐอเมริกาและคลังน้ำมันและท่าเทียบเรือ บริษัทฯ จึงไม่ใช่บริษัทพลังงานทดแทนเพียงอย่างเดียวอีกต่อไปเหมือนในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ณ 1Q23 กลุ่มผลิตภัณฑ์ไฟฟ้าของ BCPG ประกอบด้วยพลังงานหมุนเวียน 66% และโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซ 34% - BCPG ยังคงมุ่งมั่นที่จะบรรลุเป้าหมายคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2030 - BCPG มีส่วนร่วมและสนับสนุนการพัฒนามาตรฐานการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและตลาดการค้าคาร์บอนเครดิตในประเทศไทย บริษัทฯ เป็นหนึ่งในผู้ก่อตั้ง Carbon Markets Club ซึ่งเป็นตลาดซื้อขายคาร์บอนเครดิตแห่งหนึ่งของประเทศไทยในปัจจุบัน - BCPG ใช้หลักการ Circular Economy ตลอดการดำเนินธุรกิจ โดยพยายามลดปริมาณการใช้ทรัพยากรและการสร้างของเสียจากบริษัท
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- นโยบายด้านสิทธิมนุษยชนและความปลอดภัยของ BCPG ไม่เพียงแต่ครอบคลุมพนักงานเท่านั้น แต่ยังรวมถึงผู้คนในชุมชนรอบพื้นที่โรงไฟฟ้าด้วย ประเด็นสำคัญของนโยบายเน้นที่การยอมรับความสามารถรอบตัวและความหลากหลายในสังคม ทั้งเพศและเชื้อชาติ - BCPG จัดให้มีการฝึกอบรมเฉลี่ย 34 ชั่วโมงต่อพนักงานหนึ่งคนในปี 2022 ซึ่งถือว่าค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับคู่แข่ง นอกจากนี้ยังรายงานว่าไม่มีการบาดเจ็บจากการทำงานในปีที่แล้ว - เราถือว่าโครงการกิจกรรมเพื่อสังคมของ BCPG แข็งแรงมาก เนื่องจากความร่วมมือกับบริษัทแม่และสมาชิกกลุ่มบางจาก บริษัทฯ ให้การดำเนินการศึกษา สนับสนุนด้านสุขภาพและสุขอนามัย และสนับสนุนกิจกรรมทางวัฒนธรรมและประเพณีสำหรับชุมชนรอบโรงไฟฟ้าและพื้นที่ห่างไกลในประเทศไทย
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริหารของ BCPG (BOD) ประกอบด้วยกรรมการ 11 ท่าน ซึ่งเราเห็นว่ามีความเหมาะสมเมื่อเทียบกับขอบเขตธุรกิจ 7 คนเป็นกรรมการอิสระ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนที่สูงมากถึง 64% ของสมาชิกคณะกรรมการทั้งหมด ข้อเสียเพียงอย่างเดียวของเราคือไม่มีสมาชิกหญิงใน BOD - เราชื่นชมความเป็นอิสระในการดำเนินธุรกิจของ BCPG แม้ว่าบริษัทแม่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนรายใหญ่อีกแห่งหนึ่งในประเทศไทย บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจเป็นอิสระโดยสมบูรณ์ เนื่องจากไม่ต้องการการสนับสนุนหรือต้องการการสนับสนุนจากบริษัทแม่โดยเฉพาะด้านการเงิน - อย่างไรก็ตาม เราไม่ชอบความยั่งยืนทางธุรกิจของ BCPG เนื่องจากปัจจุบันทำตัวเหมือนนักลงทุน (เข้าซื้อโครงการ) แทนที่จะเป็นผู้พัฒนาโรงไฟฟ้า ดังนั้นความเสี่ยงในการดำเนินการและความเสี่ยงในการเข้าซื้อกิจการจึงอยู่ในระดับสูงในมุมมองของเรา - BCPG ยังขาดนวัตกรรมในมุมมองของเรา ธุรกิจหลักของบริษัทฯ ยังคงยึดติดกับโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม และพลังงานก๊าซแบบดั้งเดิม การขยายไปสู่ธุรกิจพลังงานดิจิทัลและระบบกักเก็บพลังงานยังอยู่ในช่วงเริ่มต้น

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	5,405	5,031	4,060	4,641	6,174
Cost of sales	1,978	2,558	2,226	2,615	3,380
Gross profit	3,427	2,473	1,834	2,026	2,794
% gross margin	63.4%	49.2%	45.2%	43.6%	45.3%
Selling & administration expenses	637	590	472	565	742
Operating profit	2,790	1,883	1,362	1,461	2,052
% operating margin	51.6%	37.4%	33.5%	31.5%	33.2%
Depreciation & amortization	1,504	1,808	1,513	1,539	2,156
EBITDA	4,294	3,691	2,875	3,000	4,208
% EBITDA margin	79.4%	73.4%	70.8%	64.6%	68.2%
Non-operating income	153	302	109	73	81
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(882)	(1,268)	(1,424)	(1,472)	(1,759)
Pre-tax profit	2,061	917	47	63	373
Income tax	145	336	5	6	37
After-tax profit	1,916	581	42	56	336
% net margin	35.4%	11.6%	1.0%	1.2%	5.4%
Shares in affiliates' Earnings	130	252	882	1,018	1,384
Minority interests	(2)	(2)	0	0	0
Extraordinary items	586	273	0	0	0
NET PROFIT	2,630	1,104	924	1,074	1,720
Normalized profit	2,044	831	924	1,074	1,720
EPS (Bt)	0.9	0.4	0.3	0.4	0.6
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.3	0.3	0.4	0.6

We believe earnings hit a bottom last year

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	22,878	12,335	6,891	7,098	10,119
Cash & cash equivalent	20,333	9,790	5,000	5,000	7,500
Account receivables	1,762	2,006	1,335	1,526	2,030
Inventories	0	0	0	0	0
Others	783	539	556	572	589
Investments & loans	1,342	22,295	23,423	24,873	24,873
Net fixed assets	17,014	23,011	19,196	24,069	32,076
Other assets	14,926	16,599	16,344	16,089	15,834
Total assets	56,160	74,240	65,853	72,129	82,901
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,462	11,812	4,987	7,965	9,017
Account payables	701	1,708	1,098	1,290	1,667
Bank overdraft & ST loans	0	5,000	1,654	1,927	2,370
Current LT debt	2,538	4,646	1,948	4,372	4,531
Others current liabilities	222	457	287	377	449
Total LT debt	21,880	30,423	29,470	32,234	40,502
Others LT liabilities	1,542	2,393	2,092	2,276	2,732
Total liabilities	26,884	44,628	36,549	42,475	52,251
Minority interest	51	53	53	53	53
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	14,538	14,979	14,470	14,470	14,470
Share premium	7,791	8,054	8,054	8,054	8,054
Warrants	31	35	35	35	35
Surplus	249	(473)	(473)	(473)	(473)
Retained earnings	6,615	6,963	7,163	7,514	8,510
Shareholders' equity	29,225	29,558	29,251	29,601	30,597
Liabilities & equity	56,160	74,240	65,853	72,129	82,901

Still sizable room to increase gearing for more investments

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	2,061	917	47	63	373
Tax paid	(20)	(320)	(55)	22	18
Depreciation & amortization	1,504	1,808	1,513	1,539	2,156
Chg In working capital	368	764	60	1	(127)
Chg In other CA & CL / minorities	(454)	722	746	1,062	1,384
Cash flow from operations	3,459	3,890	2,310	2,687	3,805
Capex	(1,146)	(7,805)	2,303	(6,412)	(10,162)
Right of use	(371)	(159)	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	12,144	(20,953)	(1,128)	(1,450)	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	479	(463)	(26)	458	730
Cash flow from investments	11,105	(29,379)	1,129	(7,424)	(9,452)
Debt financing	(4,894)	15,717	(6,997)	5,461	8,871
Capital increase	107	704	(508)	0	0
Dividends paid	(1,071)	(756)	(724)	(724)	(724)
Warrants & other surplus	399	(718)	(0)	(0)	(0)
Cash flow from financing	(5,459)	14,946	(8,229)	4,737	8,147
Free cash flow	2,312	(3,915)	4,614	(3,725)	(6,357)

*Future investments are
mainly in renewables*

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	9.5	23.3	21.0	18.1	11.3
Normalized PE - at target price (x)	17.0	41.8	37.6	32.3	20.2
PE (x)	7.4	17.6	21.0	18.1	11.3
PE - at target price (x)	13.2	31.5	37.6	32.3	20.2
EV/EBITDA (x)	5.5	13.5	16.5	17.6	14.1
EV/EBITDA - at target price (x)	9.0	17.6	21.8	22.8	17.7
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
P/BV - at target price (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
P/CFO (x)	5.6	5.0	8.4	7.2	5.1
Price/sales (x)	3.7	4.0	4.9	4.3	3.3
Dividend yield (%)	5.4	3.7	3.7	3.7	3.7
FCF Yield (%)	11.9	(20.2)	23.8	(19.2)	(32.8)
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	0.3	0.3	0.4	0.6
EPS	0.9	0.4	0.3	0.4	0.6
DPS	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
BV/share	10.1	10.2	10.1	10.2	10.6
CFO/share	1.2	1.3	0.8	0.9	1.3
FCF/share	0.8	(1.4)	1.6	(1.3)	(2.2)

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Valuation looks attractive to
us amid BCPG's earnings
turnaround outlook*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	15.8	(6.9)	(19.3)	14.3	33.0
Net profit (%)	30.8	(58.0)	(16.3)	16.2	60.1
EPS (%)	30.8	(58.0)	(16.3)	16.2	60.1
Normalized profit (%)	(9.5)	(59.3)	11.2	16.2	60.1
Normalized EPS (%)	(9.5)	(59.3)	11.2	16.2	60.1
Dividend payout ratio (%)	39.6	65.5	78.3	67.4	42.1
Operating performance					
Gross margin (%)	63.4	49.2	45.2	43.6	45.3
Operating margin (%)	51.6	37.4	33.5	31.5	33.2
EBITDA margin (%)	79.4	73.4	70.8	64.6	68.2
Net margin (%)	35.4	11.6	1.0	1.2	5.4
D/E (incl. minor) (x)	0.8	1.4	1.1	1.3	1.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	1.0	1.0	1.1	1.3
Interest coverage - EBIT (x)	3.2	1.5	1.0	1.0	1.2
Interest coverage - EBITDA (x)	4.9	2.9	2.0	2.0	2.4
ROA - using norm profit (%)	3.6	1.3	1.3	1.6	2.2
ROE - using norm profit (%)	7.2	2.8	3.1	3.7	5.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	6.8	2.0	0.1	0.2	1.1
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	54.4	43.4	36.2	33.1	34.5
- leverage (x)	2.0	2.2	2.4	2.3	2.6
- interest burden (%)	70.0	42.0	3.2	4.1	17.5
- tax burden (%)	93.0	63.4	90.0	90.0	90.0
WACC (%)	6.6	6.6	6.6	7.0	7.0
ROIC (%)	5.8	3.6	2.0	2.3	2.9
NOPAT (Bt m)	2,594	1,194	1,226	1,315	1,846
invested capital (Bt m)	33,311	59,838	57,322	63,133	70,500

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Improving ROA and ROE on
the gradual COD of projects
under development*

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 23.00

(From: Bt 24.00)

26 APRIL 2024

Downside : 11.5%

B.Grimm Power Pcl (BGRIM TB)

เรามองว่าราคาหุ้นยังแพง

เราคำนวณค่า “ขาย” BGRIM เนื่องจากเรามองว่าราคาหุ้นยังแพงที่ PE 56/47/29 เท่า เทียบกับ EPS เดิมโต -7/+19/+65% ในช่วงปี 2024-26F และมีความเสี่ยงจากฐานกำไรจะลดลงหลังการขายสินทรัพย์เพื่อลงทุนพลังงานทดแทนในอนาคต และผลกระทบจากราคาพลังงานที่สูงขึ้นบน SPP



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ราคาหุ้นยังแพงสำหรับเรา

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภคไทย “PDP ใหม่เป็นปัจจัยบวก” วันที่ 26 เมษายน 2024 เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” BGRIM จาก 1) แม้เราจะปรับเพิ่มกำไรขึ้น 19% จากการฟื้นตัวอัตรากำไรของ SPP ที่เร็วกว่าที่คาด แต่เรายังคาดการณ์การเติบโต EPS ของ BGRIM ที่เพียง -7/19% ในปี 2024-25F เนื่องจากต้นทุนดอกเบี้ยที่สูงขึ้นจนบดบังปัจจัยบวกจากฟื้นตัวของ SPP ลง 2) แม้ค่า EPS เดิมโตถึง 65% ในปี 2026F จากการ COD ของโรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่งในเกาหลีใต้ แต่ราคาหุ้น BGRIM ยังคงแพงสำหรับเราที่ PE 29 เท่า ในปี 2026F บนประมาณการของเรา 3) เรายังไม่ได้รวมผลจากแผนของบริษัท ที่จะขายสินทรัพย์การดำเนินงานบางส่วน (ซึ่งจะทำให้ฐานกำไรลดลง) เพื่อเป็นทุนในการเพิ่มกำลังการผลิตพลังงานทดแทนเป็น 4.0GW ภายในปี 2030F (จาก 0.7GW ในปัจจุบัน) เราปรับลดราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2024F) ลงเหลือ 23 บาท (จากเดิม 24 บาท) เพื่อสะท้อนอัตราดอกเบี้ยที่สูงยาวนานกว่าที่คาด และราคาพลังงานทั่วโลกที่สูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

การฟื้นตัวของ SPP ไม่ใช่เรื่องใหม่

เราคาดว่า spark margin ของการขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรม (IUs) จากโรงไฟฟ้า SPP ของ BGRIM จะอยู่ที่ 1.2 บาท/kWh ในปี 2024-25F (จาก 0.2/1.2 บาท ในปี 2022-23) บนสมมติฐานว่า 1) ราคาไฟฟ้าประเทศคงตัวที่ 4.18 บาท/kWh ตลอดทั้งปี 2024F ก่อนลดลงเหลือ 4.0 บาท ในปี 2025F และ 2) ราคา pool gas ลดลงเป็น 320/310 บาท/mmbtu ในปี 2024-25F (จาก 381 บาท ในปี 2023) หลังการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างราคาก๊าซในประเทศตั้งแต่ 1Q24 และราคา LNG ในตลาดเอเชียที่ลดลง รวมทั้งการฟื้นตัวของการผลิตจากแหล่งก๊าซเอราวัณ

เป้าหมายพลังงานทดแทนอยู่ในระดับสูง

BGRIM มีแผนการลงทุนรวมราว 2.5 แสนลบ. เพื่อเพิ่มกำลังการผลิตเป็น 8.0GW ในปี 2030F (จาก 2.6GW ในปี 2023) โดยตั้งเป้าให้พลังงานทดแทนเป็น 50% ของเป้าหมาย (จาก 29% ของกำลังการผลิตรวม 2.6GW) ส่วนราคาเป้าหมาย BGRIM ของเราคำนวณจากเฉพาะโครงการที่มีอยู่แล้วในมือ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสิทธิการพัฒนารังไฟฟ้าพลังงานลมรวมกำลังการผลิต (ตามสัดส่วนการถือหุ้น) 970MW ในเกาหลีใต้ โดยเราคาดมูลค่าการลงทุนรวม 1.1 แสนลบ. ซึ่งจะทยอย COD ในช่วงปี 2026-30F และสร้างกำไรให้ BGRIM ได้ 0.9/1.6/2.0 พันลบ. ในปี 2026-28F

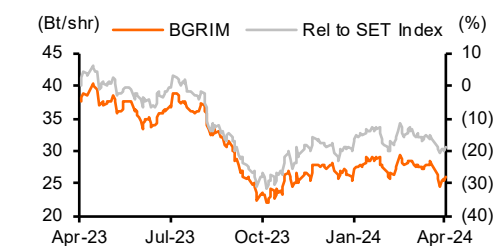
ฐานกำไรลดก่อนกำไรใหม่เข้ามา

เพื่อการลงทุนในแผนข้างต้น เรามองว่าการใช้เงินกู้เพียงอย่างเดียวไม่น่าเพียงพอ เราจึงคาดว่า BGRIM จะต้องจัดหาเงินทุนทางอื่นเพิ่มเติม เช่น การออก perpetual bond และการขายสินทรัพย์การดำเนินงานในมือ (เช่น ขายเข้ากองทุนโครงสร้างพื้นฐาน หรือเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ) ซึ่งการระดมทุนในรูปแบบดังกล่าวจะทำให้ฐานกำไรของ BGRIM ลดลงก่อนการลงทุนใหม่จะเริ่มสร้างผลกำไร ทั้งนี้เรายังไม่ได้รวมผลกระทบจากแผนการขายสินทรัพย์เข้าในประมาณการกำไร

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	57,115	56,418	55,876	57,080
Net profit	1,885	2,077	2,303	3,320
Consensus NP	—	2,481	2,869	3,011
Diff frm cons (%)	—	(16.3)	(19.7)	10.3
Norm profit	2,057	2,077	2,303	3,320
Prev. Norm profit	—	1,746	2,489	4,118
Chg frm prev (%)	—	19.0	(7.5)	(19.4)
Norm EPS (Bt)	0.5	0.5	0.6	0.9
Norm EPS grw (%)	na	(7.1)	18.6	64.9
Norm PE (x)	51.8	55.7	47.0	28.5
EV/EBITDA (x)	11.1	10.1	9.8	10.4
P/BV (x)	1.8	1.8	1.8	1.7
Div yield (%)	1.4	0.7	0.9	1.4
ROE (%)	6.1	5.4	6.0	8.4
Net D/E (%)	155.1	139.9	126.5	135.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Apr-24 (Bt)	26.00
Market Cap (US\$ m)	1,830.2
Listed Shares (m shares)	2,606.9
Free Float (%)	31.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.8
12M Price H/L (Bt)	40.25/22.10
Sector	Utilities
Major Shareholder	B.Grimm Group 18.29%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P19

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

	Valuation method	WACC (%)	Value per BGRIM share (Bt)
Operating gas-fired SPP plants (ABP, ABPR, BPLC, BPWHA, BIP, BPAM, BGPAT, UVBGP, BGPR)	DCF	5.2 - 6.4%	21.8
Developing projects (U-Tapao airport)	DCF	5.5 - 6.5%	2.1
Renewable projects			13.6
Solar - Thailand	DCF	5.8%	1.2
Solar - Vietnam	DCF	6.7%	1.1
Solar - Malaysia	DCF	6.6%	1.0
Solar - Cambodia	DCF	7.1%	0.7
Wind - Thailand	DCF	5.1%	0.5
Hydro - Laos	DCF	7.6%	1.0
Renewables - South Korea	DCF	6.8%	4.7
Other renewables oversea	DCF	6.0-7.2%	3.4
Net debt & others			(14.5)
Grand total			23.0

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BGRIM ก่อตั้งขึ้นในปี 1993 เป็นหนึ่งในบริษัทย่อยของกลุ่ม B.Grimm ซึ่งดำเนินธุรกิจในประเทศไทยมากกว่า 140 ปี BGRIM เป็นหนึ่งในผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) โดยจัดหาและผลิตไฟฟ้าและไอน้ำสำหรับเพื่อขายให้โครงข่ายไฟฟ้าแห่งชาติ และลูกค้าอุตสาหกรรมกว่า 200 รายในหลายนิคมอุตสาหกรรม และกำลังมีแผนขยายธุรกิจไฟฟ้าไปในเวียดนามและลาว บริษัทฯ มีเป้าหมายที่จะขยายกำลังการผลิตติดตั้งทั้งหมดเป็น 10GW ภายในปี 2030 จาก 3.3GW ในปี 2022 ซึ่งกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานทดแทนเป็นปัจจัยใหม่ที่บริษัทฯ ให้ความสนใจ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีทีมวิศวกรที่มีทักษะและประสบการณ์ด้านธุรกิจไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซมานานกว่า 20 ปี
- ได้รับประโยชน์ผ่านความสัมพันธ์ของกลุ่ม B.Grimm และพันธมิตรเชิงกลยุทธ์

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไฟฟ้าในประเทศเพื่อนบ้านและเอเชีย
- การเปิดเสรีของอุตสาหกรรมไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นเปิดโอกาสสำหรับธุรกิจใหม่ เช่น สมาร์ทกริด และการซื้อขายแบบ peer-to-peer
-

CONSENSUS COMPARISON

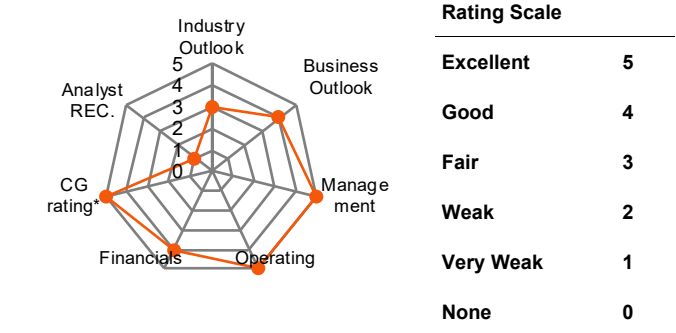
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	31.64	23.00	-27%
Net profit 24F (Bt m)	2,481	2,077	-16%
Net profit 25F (Bt m)	2,869	2,303	-20%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 7	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2024-25F ของเรต่ำกว่าของ Bloomberg consensus 16-20% คาดเป็นเพราะเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อสมมติฐาน pool gas ของเรา
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาด 27% เนื่องจากให้สมมติฐาน spark margin ในระยะยาวสำหรับโรงไฟฟ้า SPP ต่ำกว่าตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG rating

W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มฯ แต่ยังคงต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด

T — Threat

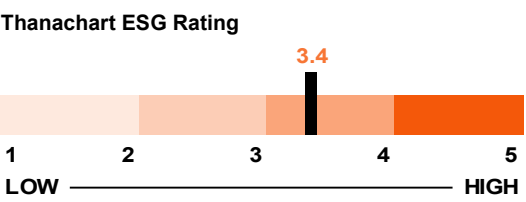
- ฟังพานโยบายของรัฐบาลในการปรับสมดุลระหว่างการส่งต่อต้นทุนเชื้อเพลิงสำหรับโรงไฟฟ้ากับผลกระทบต่อเงินเฟ้อที่อาจเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบจากธุรกิจในประเทศ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาก๊าซในประเทศที่ต่ำกว่าตลาด จะเป็นความเสี่ยงด้านบวกที่สำคัญต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- การปรับลดอัตราค่าไฟฟ้าประเทศที่น้อยลงจากรัฐบาล โดยเฉพาะหากเกิดขึ้นเร็วกว่าการเคลื่อนไหวที่แท้จริงของราคาเชื้อเพลิง ถือเป็นความเสี่ยงที่สำคัญอีกประการหนึ่งต่อตัวเลขของเรา
- การเติบโตของกำลังการผลิตที่เร็วกว่าที่คาด ทั้งการพัฒนาโครงการใหม่ หรือการควบรวมกิจการที่มากกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน จะเป็นอีกความเสี่ยงด้านบวกต่อการคาดการณ์กำไรและมูลค่าพื้นฐานของเรา

Source: Thanachart

BGRIM เป็นหนึ่งในผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติรายใหญ่ของประเทศไทย จากกำลังการผลิต 2.2GW, 67% เป็นโรงไฟฟ้าก๊าซในประเทศไทย และอีก 33% เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในอาเซียน เราให้คะแนน ESG ที่ 3.4 จากนโยบายที่แข็งแกร่งในการเพิ่มพลังงานสีเขียว การริเริ่มกิจกรรมทางสังคมต่าง ๆ และทีมงานขนาดใหญ่ที่อุทิศตนเพื่อปรับปรุงด้าน ESG ของบริษัท



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BGRIM	YES	AAA	-	BBB	48.74	59.12	83.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- BGRIM จัดเตรียมชุดข้อมูลโดยละเอียดเกี่ยวกับการรายงานด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัท รวมถึงการใช้พลังงาน การปล่อยมลพิษ และการจัดการของเสีย - BGRIM ตั้งเป้าหมายการปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 โดยเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนในกำลังการผลิตรวมเป็นมากกว่า 50% ในปี 2030 จาก 25% ในปี 2022 นอกจากนี้ BGRIM ยังวางแผนลงทุนในหน่วยดักจับคาร์บอนเพื่อลดคาร์บอนฟุตพริ้นท์ลงไปอีก - BGRIM ปล่อย CO2 0.38 ตันเทียบเท่าต่อการผลิตไฟฟ้า MWh ในปี 2022 บริษัทฯ ตั้งเป้าหมายที่จะลดความเข้มข้นของการปล่อยคาร์บอนให้ต่ำกว่า 0.28 ตันต่อ MWh ในปี 2030F ซึ่งหมายถึงอัตราการลดการปล่อยมลพิษที่ 4% ต่อปี เทียบกับ 7% ต่อปีระหว่างปี 2018-22 - BGRIM เป็นหนึ่งในบริษัทไทยไม่กี่แห่งที่มีนโยบายด้านความหลากหลายทางชีวภาพ เราขอความคิรีเริ่มนี้ที่ช่วยรักษาสังแวดล้อมโลกนอกเหนือจากปัญหาโลกร้อน
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- BGRIM กำหนดนโยบายสิทธิมนุษยชนให้สอดคล้องกับหลักการชี้แนะแห่งสหประชาชาติว่าด้วยธุรกิจและสิทธิมนุษยชน (UNGP) เพื่อปกป้อง เคารพ และเยียวยาพนักงานและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมด บริษัทฯ ไม่มีรายงานการละเมิดสิทธิมนุษยชนหรือพนักงานในช่วงห้าปีที่ผ่านมา - BGRIM พัฒนาแพลตฟอร์มให้พนักงานพัฒนาความสามารถของตนเองได้ภายใต้ชื่อ 'B.GRIMM Academy' หลักสูตรนี้จัดทำขึ้นตามวัฒนธรรมหลักของ BGRIM ด้านทัศนคติที่ดี ความร่วมมือ ความคิดริเริ่ม สร้างสรรค์ และความเป็นมืออาชีพ - บริษัทฯ ยังให้การสนับสนุนความรู้ทางวิชาการเพื่อช่วยพัฒนาทรัพยากรมนุษย์สำหรับคนไทยผ่านโรงเรียน 232 แห่งและมีนักเรียนกว่า 100 คนภายใต้การดูแล - เนื่องจากธุรกิจหลักของโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงฟอสซิลก่อให้เกิดความเสี่ยงที่จะเกิดอุบัติเหตุและปัญหาสุขภาพต่อชุมชนโดยรอบ BGRIM จึงยึดมั่นในมาตรฐานและระเบียบปฏิบัติระดับสูงเพื่อป้องกันการใช้ของสารเคมีที่เป็นมลภาวะโดยไม่คาดคิด และเพื่อให้แน่ใจว่าสามารถแก้ไขต่อเหตุฉุกเฉินอย่างรวดเร็ว
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการของ BGRIM ประกอบด้วยสมาชิก 10 คน โดย 6 คนเป็นกรรมการอิสระ ในขณะที่ครึ่งหนึ่งของกลุ่มเป็นผู้หญิง - เราถือว่า BGRIM เป็นหนึ่งในบริษัทชั้นนำที่ให้ข้อมูลที่ชัดเจนและมีรายละเอียดทั้งในด้านการดำเนินงานและ (ล่าสุด) ด้าน ESG บริษัทฯ ได้พัฒนาทีมงานเฉพาะเพื่อให้มั่นใจถึงมาตรฐาน ESG ระดับสูง รวมถึงความโปร่งใสทางธุรกิจต่อสาธารณชน - BGRIM มีความยั่งยืนทางธุรกิจสูง ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากสัญญาระยะยาวของโรงไฟฟ้าทุกแห่ง ขณะที่บริษัทฯ มองหาการลงทุนเพิ่มเติมอย่างต่อเนื่องเพื่อผลักดันให้ธุรกิจเติบโต - BGRIM ยังขาดแผนธุรกิจเชิงนวัตกรรมในมุมมองของเรา บริษัทฯ อาจต้องเร่งสำรวจเทคโนโลยีใหม่เพื่อเสริมธุรกิจไฟฟ้าแบบดั้งเดิม โดยเฉพาะแนวโน้มการดักจับคาร์บอน อัตราการดำเนินงาน และการจัดเก็บ (CCUS) เพื่อลดความเสี่ยงทางธุรกิจจากการใช้กฎระเบียบการปล่อยมลพิษทั่วโลก

Sources: Thanachart, Company note

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	62,395	57,115	56,418	55,876	57,080
Cost of sales	56,067	46,926	45,853	45,125	46,211
Gross profit	6,329	10,189	10,565	10,750	10,869
% gross margin	10.1%	17.8%	18.7%	19.2%	19.0%
Selling & administration expenses	1,857	2,285	2,180	2,164	2,222
Operating profit	4,472	7,904	8,384	8,587	8,647
% operating margin	7.2%	13.8%	14.9%	15.4%	15.1%
Depreciation & amortization	5,221	5,587	5,823	5,632	5,573
EBITDA	9,693	13,490	14,207	14,219	14,220
% EBITDA margin	15.5%	23.6%	25.2%	25.4%	24.9%
Non-operating income	291	660	621	559	571
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,055)	(4,970)	(5,353)	(5,221)	(5,180)
Pre-tax profit	708	3,593	3,652	3,925	4,037
Income tax	(156)	288	346	393	674
After-tax profit	864	3,305	3,306	3,532	3,364
% net margin	1.4%	5.8%	5.9%	6.3%	5.9%
Shares in affiliates' Earnings	(172)	93	315	450	1,594
Minority interests	(317)	(1,341)	(1,544)	(1,678)	(1,638)
Extraordinary items	(1,619)	(173)	0	0	0
NET PROFIT	(1,244)	1,885	2,077	2,303	3,320
Normalized profit	375	2,057	2,077	2,303	3,320
EPS (Bt)	(0.6)	0.4	0.5	0.6	0.9
Normalized EPS (Bt)	(0.0)	0.5	0.5	0.6	0.9

Higher interest costs look set to offset its earnings turnaround story

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	48,803	53,727	49,847	49,712	44,998
Cash & cash equivalent	28,907	28,439	25,000	25,000	20,000
Account receivables	9,254	10,009	9,274	9,185	9,383
Inventories	833	929	1,256	1,236	1,266
Others	9,810	14,350	14,317	14,291	14,349
Investments & loans	4,492	5,285	5,385	6,777	22,449
Net fixed assets	94,071	93,909	89,043	85,021	80,957
Other assets	23,284	24,115	24,570	25,017	25,409
Total assets	170,651	177,036	168,845	166,528	173,813
LIABILITIES:					
Current liabilities:	19,624	17,483	16,722	16,297	16,819
Account payables	8,005	8,048	7,537	7,418	7,596
Bank overdraft & ST loans	414	304	505	482	503
Current LT debt	10,616	8,541	8,033	7,680	8,015
Others current liabilities	589	590	647	717	705
Total LT debt	103,424	101,313	92,377	88,318	92,172
Others LT liabilities	5,436	5,537	5,475	5,397	5,414
Total liabilities	128,483	124,334	114,575	110,012	114,404
Minority interest	12,440	14,575	16,118	17,796	19,434
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	9,497	17,206	17,206	17,206	17,206
Retained earnings	5,373	6,064	6,088	6,655	7,910
Shareholders' equity	29,728	38,128	38,152	38,719	39,974
Liabilities & equity	170,651	177,036	168,845	166,528	173,813

BGRIM issues perpetual bonds and may spin off assets to fund capex

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	708	3,593	3,652	3,925	4,037
Tax paid	156	(288)	(346)	(393)	(674)
Depreciation & amortization	5,221	5,587	5,823	5,632	5,573
Chg In working capital	2,182	(808)	(103)	(11)	(49)
Chg In other CA & CL / minorities	681	3,443	406	545	1,523
Cash flow from operations	8,948	11,527	9,431	9,699	10,411
Capex	(14,254)	(5,162)	(677)	(1,315)	(1,198)
Right of use	(702)	(313)	(200)	(200)	(150)
ST loans & investments	(3,894)	(5,490)	0	0	0
LT loans & investments	(1,368)	(793)	(100)	(1,392)	(15,672)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(5,828)	(2,497)	(596)	(622)	(536)
Cash flow from investments	(26,047)	(14,255)	(1,573)	(3,528)	(17,556)
Debt financing	18,798	(4,255)	(9,244)	(4,434)	4,210
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,182)	(1,308)	(2,053)	(1,736)	(2,065)
Warrants & other surplus	2,683	7,824	0	0	0
Cash flow from financing	20,299	2,261	(11,298)	(6,171)	2,145
Free cash flow	(5,306)	6,365	8,755	8,384	9,213

Entering a heavy capex cycle to grow renewable capacity

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	na	51.8	55.7	47.0	28.5
Normalized PE - at target price (x)	na	45.8	49.3	41.5	25.2
PE (x)	na	59.6	55.7	47.0	28.5
PE - at target price (x)	na	52.7	49.3	41.5	25.2
EV/EBITDA (x)	15.8	11.1	10.1	9.8	10.4
EV/EBITDA - at target price (x)	15.0	10.5	9.6	9.2	9.9
P/BV (x)	2.3	1.8	1.8	1.8	1.7
P/BV - at target price (x)	2.0	1.6	1.6	1.5	1.5
P/CFO (x)	7.6	5.9	7.2	7.0	6.5
Price/sales (x)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
Dividend yield (%)	0.3	1.4	0.7	0.9	1.4
FCF Yield (%)	(7.8)	9.4	12.9	12.4	13.6
(Bt)					
Normalized EPS	(0.0)	0.5	0.5	0.6	0.9
EPS	(0.6)	0.4	0.5	0.6	0.9
DPS	0.1	0.4	0.2	0.2	0.4
BV/share	11.4	14.6	14.6	14.9	15.3
CFO/share	3.4	4.4	3.6	3.7	4.0
FCF/share	(2.0)	2.4	3.4	3.2	3.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

BGRIM looks expensive to us at 29x PE in 2026F

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	33.8	(8.5)	(1.2)	(1.0)	2.2
Net profit (%)	na	na	10.2	10.9	44.1
EPS (%)	na	na	7.1	18.6	64.9
Normalized profit (%)	(82.0)	448.6	1.0	10.9	44.1
Normalized EPS (%)	na	na	(7.1)	18.6	64.9
Dividend payout ratio (%)	(10.3)	82.6	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	10.1	17.8	18.7	19.2	19.0
Operating margin (%)	7.2	13.8	14.9	15.4	15.1
EBITDA margin (%)	15.5	23.6	25.2	25.4	24.9
Net margin (%)	1.4	5.8	5.9	6.3	5.9
D/E (incl. minor) (x)	2.7	2.1	1.9	1.7	1.7
Net D/E (incl. minor) (x)	2.0	1.6	1.4	1.3	1.4
Interest coverage - EBIT (x)	1.1	1.6	1.6	1.6	1.7
Interest coverage - EBITDA (x)	2.4	2.7	2.7	2.7	2.7
ROA - using norm profit (%)	0.2	1.2	1.2	1.4	2.0
ROE - using norm profit (%)	1.3	6.1	5.4	6.0	8.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	2.9	9.7	8.7	9.2	8.5
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	7.6	15.0	16.0	16.4	16.1
- leverage (x)	5.4	5.1	4.5	4.4	4.3
- interest burden (%)	14.9	42.0	40.6	42.9	43.8
- tax burden (%)	122.1	92.0	90.5	90.0	83.3
WACC (%)	5.1	5.1	5.1	5.6	5.6
ROIC (%)	5.5	6.3	6.3	6.8	6.5
NOPAT (Bt m)	5,459	7,270	7,589	7,727	7,204
invested capital (Bt m)	115,274	119,848	114,066	110,199	120,664

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 18.00

(From: Bt 20.00)

26 APRIL 2024

Change in Numbers

Upside : 25.9%

Banpu Power Pcl (BPP TB)

ขยายการเติบโตในสหรัฐ

เราคำนวณแนะนำ “ซื้อ” BPP จากการเติบโตธุรกิจตลาดพลังงานไฟฟ้าของสหรัฐ ราคาถ่านหินที่ลดลงยังส่งผลบวกต่อโรงไฟฟ้าเดิมของ BPP ทั้งนี้ เราไม่ได้กังวลต่อการหดตัวของกำไรปี 2024F ลง 24% เนื่องจากเป็นผลของฐานที่สูงในปีก่อน และมองว่า BPP ยังมีมูลค่าพื้นฐานระดับน่าสนใจ

คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เราคำนวณแนะนำ “ซื้อ” BPP จาก 1) แม้อัตรากำไรลดลง 24% ในปี 2024F จากฐานที่สูงเป็นพิเศษในปีที่แล้ว แต่เรามองว่า BPP ยังมีมูลค่าที่น่าสนใจที่ PE 12 เท่า และอัตราผลตอบแทนปันผล 6% ในปี 2024F 2) เราคาดว่ากำไรจะกลับมาเติบโตได้ 18/11% ในปี 2025-26F บนสมมติฐานว่า BPP สามารถเข้าซื้อโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติในสหรัฐได้รวม 1.2GW ตามเป้าหมายการเติบโตกำลังการผลิตที่วางไว้ 3) BPP จะได้ประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐ และ 4) เรามองว่าการลงทุนใหม่ที่มีมุ่งเน้นโรงไฟฟ้าก๊าซและพลังงานทดแทนช่วยให้ภาพ ESG ของ BPP ดีขึ้นจากการมีสัดส่วนพลังงานทดแทนเพิ่มขึ้น และสัดส่วนการใช้ถ่านหินที่ลดลง ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2024F) ลดลงเหลือ 18 บาท (จาก 20 บาท) หลังเราใช้อัตราคิดลดที่สูงขึ้นในโครงการโรงไฟฟ้าถ่านหินเพื่อสะท้อนแนวโน้มการลงทุนในพลังงานสีเขียว

เติบโตผ่านการเข้าซื้อกิจการ

BPP เข้าซื้อกิจการโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซธรรมชาติ 'Temple' ใน Texas ในช่วงปี 2021-23 โดยเข้าถือหุ้น 50% ในโครงการซึ่งมีกำลังการผลิตติดตั้งรวม 1.5GW โดยอีก 50% นั้นถือโดยบริษัทแม่ (บมจ. บ้านปู, BANPU, “ขาย”) ด้วยใช้ประโยชน์จากการที่ BANPU มีการดำเนินธุรกิจ ในสหรัฐ อยู่แล้ว เราเชื่อว่า BPP จะสามารถซื้อโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติในสหรัฐได้อีก 1.2GW เพื่อบรรลุเป้าหมายการเติบโตกำลังการผลิต ด้วยสมมติฐานว่าสามารถซื้อกำลังการผลิตได้ 600MW ใน 2H25F และอีก 600MW ใน 2H26F เราคาดว่าโครงการที่ได้มาบนสมมติฐานดังกล่าวจะสร้างกำไรให้ BPP 0.2/0.7/1.0 พันลบ. ในปี 2025-27F

กำไรฟื้นตัวใน 2025F

เราไม่กังวลต่อประมาณการกำไรของ BPP ที่จะลดลง 24% ในปี 2024F เนื่องจากมีเหตุผลหลักมาจากฐานกำไรที่สูงของโครงการ Temple ในปีก่อนที่มีปริมาณขายและอัตรากำไรจากการขายไฟฟ้าสูงเป็นพิเศษ ในช่วงที่มีปรากฏการณ์คลื่นความร้อนใน 3Q23 เราคาดว่ากำไร BPP จะกลับมาเติบโต 17/9% ในปี 2025-26F โดยมีแรงหนุนจาก 1) การเข้าซื้อกิจการโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซในสหรัฐ 0.5GW ใน 2H25F และอีก 0.6GW ใน 2H26F 2) ราคาถ่านหินในจีนที่ปรับลดลงจากภาวะอุปทานตึงตัวน้อยลง และ 3) เราคาดว่าแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยจะลดลงในสหรัฐ ในช่วงหลายปีข้างหน้า

ภาพการดำเนินงานในมุม ESG ดีขึ้น

BPP ตั้งเป้าหมายกำลังการผลิตไฟฟ้าเป็น 5.3GW ซึ่งมี 15% หรือ 0.8GW มาจากพลังงานทดแทน โดยปัจจุบันบริษัท มีกำลังการผลิตรวม 3.6GW โดย 11% หรือ 0.4GW เป็นโครงการพลังงานทดแทน เป้าหมายดังกล่าวบ่งชี้ว่า BPP จะลงทุนในโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงฟอสซิลอีก 1.2GW และโครงการพลังงานทดแทนอีก 0.4GW ในช่วงหลายปีข้างหน้า ซึ่งเรามองว่าสิ่งนี้เป็นบวกในแง่ของ ESG เนื่องจากแผนการลงทุนดังกล่าวจะทั้งเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทน และยังลดสัดส่วนการลงทุนในถ่านหินของ BPP ลงเหลือ 47% ในปี 2027F (จาก 71% ในปี 2023) นอกจากนี้ BPP ยังมีแผนการลดการปล่อยคาร์บอนจากโรงไฟฟ้าถ่านหินผ่านการลงทุนในเทคโนโลยี hydrogen co-firing และการดักจับคาร์บอน อีกด้วย



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

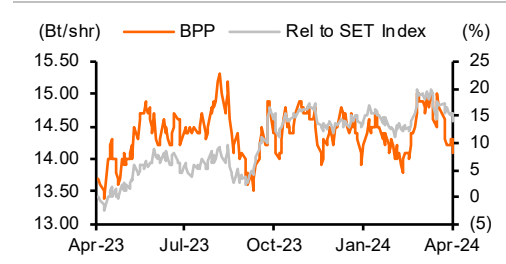
662 – 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	30,443	49,006	50,013	51,074
Net profit	5,319	3,796	4,475	4,965
Consensus NP	—	3,891	4,275	na
Diff frm cons (%)	—	(2.4)	4.7	na
Norm profit	4,968	3,796	4,475	4,965
Prev. Norm profit	—	3,780	4,158	4,400
Chg frm prev (%)	—	0.4	7.6	12.9
Norm EPS (Bt)	1.6	1.2	1.5	1.6
Norm EPS grw (%)	86.9	(23.6)	17.9	11.0
Norm PE (x)	8.8	11.5	9.7	8.8
EV/EBITDA (x)	10.5	11.0	10.1	10.9
P/BV (x)	0.9	0.8	0.8	0.8
Div yield (%)	5.6	5.6	5.6	5.6
ROE (%)	10.1	7.5	8.5	9.1
Net D/E (%)	42.8	36.4	40.8	40.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Apr-24 (Bt)	14.30
Market Cap (US\$ m)	1,176.8
Listed Shares (m shares)	3,047.7
Free Float (%)	21.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.2
12M Price H/L (Bt)	15.30/13.40
Sector	Utilities
Major Shareholder	Banpu Pcl. 78.66%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P26

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ได้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: 12-month DCF-derived SOTP-based TP Calculation

	Valuation method	WACC (%)	Value per BPP's share (Bt)
China CHP	DCF	7.9%	1.67
BLCP	DCF	7.3%	2.30
HPC	DCF	7.8%	7.45
SLG	DCF	5.8%	0.76
Nakoso	DCF	6.7%	0.82
Temple 1&2	DCF	5.9%	2.92
Banpu NEXT	DCF	6-10%	2.67
Parents - HQ & Cash	DCF	10.0%	(1.95)
+ Potential US gas plant acquisition	DCF	10.0%	1.36
Total			18.0

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บ้านปูเพาเวอร์ จำกัด (มหาชน) (BPP) เป็นบริษัทย่อยของ บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) เพื่อลงทุนธุรกิจโรงไฟฟ้า ปัจจุบัน BPP มีโรงไฟฟ้าอยู่หลายประเทศทั่วภูมิภาคเอเชีย-แปซิฟิก ได้แก่ จีน ไทย และลาว และล่าสุดมีการขยายการลงทุนไปในประเทศสหรัฐอเมริกา ในขณะที่เริ่มรุกไปสู่ธุรกิจพลังงานทดแทนเพื่อให้สอดคล้องกับทิศทางการเติบโตของโลก และกระจายความเสี่ยงของธุรกิจ โดยมีการลงทุนในโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ในจีนและญี่ปุ่น โดยมีเวียดนามเป็นประเทศล่าสุด ปัจจุบัน BPP มีกำลังการผลิตในมือรวม 3.2GW และตั้งเป้าจะขยายกำลังการผลิต 5.3GW ภายในปี 2025 โดยเป็นกำลังการผลิตจากพลังงานทดแทน 800MW

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้บริหารมีประสบการณ์ และมีประวัติการลงทุนในโรงไฟฟ้าที่ดี
- ได้เปรียบในการเจาะตลาดผลิตไฟฟ้าใหม่ ด้วยความสัมพันธ์แน่นแฟ้นกับ BANPU

O — Opportunity

- ความต้องการไฟฟ้าที่สูงในเอเชีย-แปซิฟิก
- กำลังการผลิตพลังงานทดแทนมีแนวโน้มเติบโต ซึ่งสร้างพื้นที่ในการขยายตัวใหม่ๆ
- ตามรอยกลุ่มบ้านปูสู่ตลาดก๊าซในสหรัฐอเมริกา

CONSENSUS COMPARISON

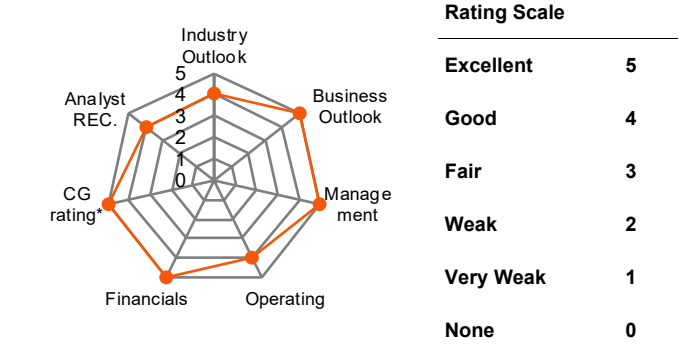
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	16.77	18.00	7%
Net profit 24F (Bt m)	3,891	3,796	-2%
Net profit 25F (Bt m)	4,275	4,475	5%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2024-25F ของเราค่อนข้างใกล้เคียงกับของตลาด
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า 7% เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อมูลค่าจากการทำ M&As

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ความล่าช้าของโครงการประมูลพลังงานทดแทนของไทยซึ่งให้ผลตอบแทนสูงก่อนหน้านี้
- ความเสี่ยงจากผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากมีโครงการในหลายประเทศ

T — Threat

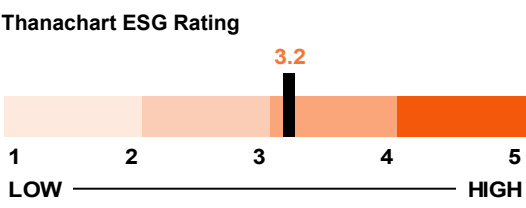
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบที่เกี่ยวกับค่าไฟฟ้า เนื่องจากส่วนใหญ่ต้องการลดผลตอบแทนที่ให้แก่ผู้ลงทุน

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การลดลงของราคาก๊าซธรรมชาติที่ต่ำกว่าคาด โดยเฉพาะราคาก๊าซธรรมชาติในจีน จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการไฟฟ้าที่อ่อนแอกว่าคาดในประเทศสหรัฐฯ เป็นอีกความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการของเรา
- การสรุปผลที่ช้ากว่าที่คาดไว้ หรือข้อตกลง M&A ที่กำลังจะเกิดขึ้นมีขนาดเล็กกว่าที่คาด โดยเฉพาะโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซในสหรัฐฯ แสดงถึงความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญสำหรับการประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

BPP เป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ในประเทศไทยที่มีโรงไฟฟ้าถ่านหินในเป็นถึง 80% ของกำลังการผลิตปัจจุบันที่ 3.1GW แต่แม้จะมีโรงไฟฟ้าถ่านหินในสัดส่วนที่สูง แต่เราให้คะแนน ESG ของ BPP ที่ 3.2 ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ เนื่องจากเรามองว่า BPP รวมทั้งบริษัทแม่ คือ บมจ. บานปู (BANPU) เป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัทที่มีนโยบาย ESG ที่ดีที่สุดในไทย



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BPP	YES	AAA	-	BBB	64.50	66.16	70.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- ความกังวลหลักด้าน ESG ของตลาดต่อ BPP คือปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อมเนื่องจากมีสัดส่วนของโรงไฟฟ้าถ่านหินในระดับสูง ถึงราว 80% ของกำลังการผลิตรวม อย่างไรก็ตาม เราเห็น BPP มีแผนลดสัดส่วนถ่านหินในอัตราที่เหมาะสมให้ต่ำกว่า 50% ของกำลังการผลิต ซึ่งน่าจะเกิดขึ้นภายในปี 2027F - BPP ยังคงเป้าหมายที่จะเพิ่มสัดส่วนโครงการพลังงานทดแทนเป็น 15% (800MW) ของพอร์ตการผลิตไฟฟ้าภายในปี 2025 จาก 8% (254MW) ในปี 2022 - BPP ปลดปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) รวม 0.609 ตัน เทียบเท่า CO2 ต่อ MWh ในปี 2022 สูงกว่า 0.607 ตัน เทียบเท่า CO2 ต่อ MWh ในปี 2021 แต่ต่ำกว่าเป้าหมาย 10% - BPP รายงานการใช้น้ำที่ลดลงจากโรงไฟฟ้าถ่านหินในจีนเป็น 0.82 ลบ.ม./MWh ในปี 2022 ลดลง 7% y-y เกินเป้าหมายที่ 0.87 ลบ.ม. - BPP ยังคงมีนโยบาย 'Greener and Smarter' ในการขยายกำลังการผลิตภายใต้แนวคิด 'โรงไฟฟ้าประสิทธิภาพสูงที่ปล่อยมลภาวะต่ำ (High Efficiency Low Emissions: HELE) เช่น การเลือกซื้อกิจการโรงไฟฟ้าที่ใช้เทคโนโลยี Integrated Gasification Combined Cycle หรือ IGCC, การปรับปรุงประสิทธิภาพและการลงทุนระบบดักจับการปล่อยมลพิษ
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- BPP คำนึงสิทธิและป้องกันการเลือกปฏิบัติและการล่วงละเมิดให้แก่พนักงานผ่านการเปิดช่องทางการสื่อสารที่ช่วยให้พนักงานสามารถแสดงความคิดเห็นเกี่ยวกับปัญหาในสถานที่ทำงานได้ โดยการมีส่วนร่วมแบบสำรวจความผูกพันของพนักงานในปี 2021 อยู่ที่ 69% ในประเทศไทย และ 93% ในประเทศจีน - BPP ใช้วัฒนธรรมองค์กร 'Banpu Heart' ร่วมกับกลุ่มบ้านปู ซึ่งเน้นสภาพแวดล้อมการทำงานที่ชาญฉลาดและรวดเร็ว เพื่อความสำเร็จทางธุรกิจแก่กลุ่มบ้านปู โดยทางกลุ่มมุ่งเน้นการฝึกอบรมอย่างเท่าเทียมกันให้แก่พนักงานเพื่อเพิ่มทักษะและโอกาสในเติบโตของแต่ละบุคคล - ข้อกำหนดด้านสุขภาพและความปลอดภัยเป็นมาตรฐานหลักในโรงไฟฟ้าทุกแห่งของ BPP - BPP ช่วยเหลือชุมชนท้องถิ่นโดยเน้นการร่วมพัฒนาคุณภาพชีวิต ผ่านทาง การให้โอกาสทำงาน การตอบแทนและช่วยเหลือหากมีอันตรายหรือได้รับผลกระทบจากโรงไฟฟ้า (รวมถึงการปล่อยมลพิษ) และการให้ความรู้และฝึกอบรมแก่ชาวบ้านในพื้นที่เพื่อสร้างอาชีพระยะยาว
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- BPP มีสมาชิกในคณะกรรมการ (BOD) 10 คน โดย 5 คน เป็นกรรมการอิสระ และ 2 คนเป็นผู้หญิง - BPP มีระบบควบคุมภายในเพื่อติดตามและประเมินความโปร่งใสและการกำกับดูแลกิจการของบริษัท รวมทั้งขยายผลไปสู่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในห่วงโซ่มูลค่า (Value Chain) และห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chain) ของบริษัท รวมถึงมีช่องทางให้ผู้เกี่ยวข้องรายงานปัญหานั้นมาด้วย - เพื่อความยั่งยืนของธุรกิจ BPP พยายามอย่างมากที่จะลดสัดส่วนโรงไฟฟ้าถ่านหินในการลงทุนของบริษัท ในขณะที่เร่งเพิ่มสัดส่วนของโครงการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติและพลังงานทดแทนเพื่อชดเชย - BPP มีการลงทุนผ่านบริษัท Banpu NEXT (ถือหุ้น 50%) ในธุรกิจระบบการซื้อขายไฟฟ้าอัจฉริยะและระบบดิจิทัลที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจพลังงานไฟฟ้า (smart energy solutions) การผลิตและการให้บริการระบบกักเก็บพลังงาน เพื่อให้ก้าวทันแนวโน้มการเติบโตและโอกาสทางธุรกิจจากนวัตกรรมใหม่ดังกล่าว

Sources: Thanachart , Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	24,501	30,443	49,006	50,013	51,074
Cost of sales	22,933	23,364	43,109	43,039	44,348
Gross profit	1,568	7,079	5,897	6,974	6,726
% gross margin	6.4%	23.3%	12.0%	13.9%	13.2%
Selling & administration expenses	1,887	2,254	2,029	2,070	2,111
Operating profit	(318)	4,825	3,868	4,905	4,615
% operating margin	-1.3%	15.8%	7.9%	9.8%	9.0%
Depreciation & amortization	1,246	1,582	2,003	1,965	1,938
EBITDA	928	6,407	5,871	6,870	6,553
% EBITDA margin	3.8%	21.0%	12.0%	13.7%	12.8%
Non-operating income	905	709	758	698	634
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(897)	(2,054)	(2,039)	(1,842)	(1,578)
Pre-tax profit	(310)	3,480	2,587	3,761	3,671
Income tax	108	204	259	376	367
After-tax profit	(418)	3,277	2,328	3,385	3,304
% net margin	-1.7%	10.8%	4.8%	6.8%	6.5%
Shares in affiliates' Earnings	3,341	3,715	3,548	3,852	4,389
Minority interests	(265)	(2,024)	(2,080)	(2,762)	(2,728)
Extraordinary items	3,081	352	0	0	0
NET PROFIT	5,739	5,319	3,796	4,475	4,965
Normalized profit	2,658	4,968	3,796	4,475	4,965
EPS (Bt)	1.9	1.7	1.2	1.5	1.6
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.6	1.2	1.5	1.6

Earnings decline in 2024F
is due to the high base
last year

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	11,670	13,843	15,062	12,154	10,326
Cash & cash equivalent	4,105	9,352	8,050	5,050	3,050
Account receivables	1,754	2,086	3,357	3,426	3,498
Inventories	1,101	1,274	2,362	2,358	2,430
Others	4,710	1,131	1,293	1,320	1,348
Investments & loans	41,157	45,866	46,757	57,649	66,540
Net fixed assets	22,876	37,450	36,074	34,608	33,095
Other assets	1,962	1,744	1,936	2,021	2,101
Total assets	77,665	98,903	99,829	106,431	112,062
LIABILITIES:					
Current liabilities:	9,385	9,888	10,857	11,264	11,430
Account payables	220	212	354	354	365
Bank overdraft & ST loans	242	2,394	1,461	1,535	1,540
Current LT debt	5,617	1,659	2,776	2,917	2,926
Others current liabilities	3,307	5,623	6,266	6,458	6,601
Total LT debt	9,860	28,719	24,987	26,253	26,330
Others LT liabilities	5,628	5,619	5,888	6,017	6,148
Total liabilities	24,873	44,226	41,733	43,535	43,909
Minority interest	4,310	4,492	6,573	9,334	12,062
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	30,477	30,477	30,457	30,457	30,457
Share premium	7,231	7,231	7,231	7,231	7,231
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(4,955)	(6,689)	(6,689)	(6,689)	(6,689)
Retained earnings	15,727	19,165	20,525	22,563	25,092
Shareholders' equity	48,481	50,185	51,524	53,562	56,091
Liabilities & equity	77,665	98,903	99,829	106,431	112,062

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	(310)	3,480	2,587	3,761	3,671
Tax paid	(80)	(117)	(252)	(341)	(380)
Depreciation & amortization	1,246	1,582	2,003	1,965	1,938
Chg In working capital	(469)	(512)	(2,217)	(66)	(134)
Chg In other CA & CL / minorities	3,448	5,321	3,694	3,983	4,517
Cash flow from operations	3,835	9,754	5,815	9,302	9,612
Capex	(310)	(16,156)	(595)	(460)	(380)
Right of use	64	22	(200)	(100)	(100)
ST loans & investments	542	2,363	328	0	0
LT loans & investments	(1,912)	(4,709)	(891)	(10,891)	(8,891)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	8,100	2,186	245	105	105
Cash flow from investments	6,485	(16,294)	(1,113)	(11,347)	(9,266)
Debt financing	(6,082)	15,403	(3,547)	1,481	90
Capital increase	0	0	(20)	0	0
Dividends paid	(2,286)	(2,133)	(2,437)	(2,437)	(2,437)
Warrants & other surplus	(607)	(1,482)	0	0	0
Cash flow from financing	(8,975)	11,787	(6,003)	(955)	(2,346)
Free cash flow	3,525	(6,402)	5,220	8,842	9,232

*Resilient cash flows from
IPP plants the key source
for its investment budget*

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	16.4	8.8	11.5	9.7	8.8
Normalized PE - at target price (x)	20.6	11.0	14.4	12.3	11.0
PE (x)	7.6	8.2	11.5	9.7	8.8
PE - at target price (x)	9.6	10.3	14.4	12.3	11.0
EV/EBITDA (x)	59.5	10.5	11.0	10.1	10.9
EV/EBITDA - at target price (x)	71.6	12.2	12.9	11.7	12.6
P/BV (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
P/CFO (x)	11.4	4.5	7.5	4.7	4.5
Price/sales (x)	1.8	1.4	0.9	0.9	0.9
Dividend yield (%)	4.9	5.6	5.6	5.6	5.6
FCF Yield (%)	8.1	(14.7)	12.0	20.3	21.2
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.6	1.2	1.5	1.6
EPS	1.9	1.7	1.2	1.5	1.6
DPS	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
BV/share	15.9	16.5	16.9	17.6	18.4
CFO/share	1.3	3.2	1.9	3.1	3.2
FCF/share	1.2	(2.1)	1.7	2.9	3.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Attractive valuation among
utility peers, in our view*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	261.1	24.3	61.0	2.1	2.1
Net profit (%)	83.5	(7.3)	(28.6)	17.9	11.0
EPS (%)	83.5	(7.3)	(28.6)	17.9	11.0
Normalized profit (%)	(0.8)	86.9	(23.6)	17.9	11.0
Normalized EPS (%)	(0.8)	86.9	(23.6)	17.9	11.0
Dividend payout ratio (%)	37.2	45.8	64.2	54.4	49.1
Operating performance					
Gross margin (%)	6.4	23.3	12.0	13.9	13.2
Operating margin (%)	(1.3)	15.8	7.9	9.8	9.0
EBITDA margin (%)	3.8	21.0	12.0	13.7	12.8
Net margin (%)	(1.7)	10.8	4.8	6.8	6.5
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.6	0.5	0.5	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	na	2.3	1.9	2.7	2.9
Interest coverage - EBITDA (x)	1.0	3.1	2.9	3.7	4.2
ROA - using norm profit (%)	3.5	5.6	3.8	4.3	4.5
ROE - using norm profit (%)	5.6	10.1	7.5	8.5	9.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	6.6	4.6	6.4	6.0
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
- operating margin (%)	na	18.2	9.4	11.2	10.3
- leverage (x)	1.6	1.8	2.0	2.0	2.0
- interest burden (%)	(52.7)	62.9	55.9	67.1	69.9
- tax burden (%)	na	94.2	90.0	90.0	90.0
WACC (%)	5.2	5.2	5.2	5.6	5.6
ROIC (%)	(0.5)	7.6	4.7	6.1	5.2
NOPAT (Bt m)	(318)	4,543	3,481	4,414	4,153
invested capital (Bt m)	60,095	73,604	72,698	79,218	83,837

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Gearing room ready for
more aggressive
acquisition plans*

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 5.00

Upside : 30.9%

(Unchanged)

26 APRIL 2024

Small Cap Research

CK Power Pcl (CKP TB)

ผลกระทบจากเอลนีโญบรรเทาลง

เราคาดว่ากำไรของ CKP พื้นตัวเป็นเดบิต 23/12/13% ในปี 2024-26F โดยได้แรงหนุนจากผลกระทบจากภาวะแล้ง เนื่องจากปรากฏการณ์ El Nino ที่บรรเทาลง และดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง CKP ยังประโยชน์จากอัตราค่าไฟของ SPP ที่ดีขึ้น เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายเดิมที่ 5.0 บาท



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

กำไรพื้นฐาน

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" CKP บนเรื่องราวการฟื้นตัวของกำไรที่ 23/12/13% ในปี 2024-26F 1) เราคาดว่าปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำสองแห่งของบริษัทจะสูงขึ้น 4/3% ในปี 2024-25F จากผลกระทบจากภัยแล้งเนื่องจากปรากฏการณ์ El Nino ผ่อนคลายลง และคาดการณ์เกิดสภาวะ La Nina แทนตั้งแต่ช่วง 2H24F ซึ่งโดยปกติจะทำให้ปริมาณน้ำฝนในภูมิภาคอินโดจีนมากกว่าค่าเฉลี่ย 2) CKP ได้ประโยชน์จากแนวโน้มดอกเบี้ยที่ลดลงผ่านโครงการไฟฟ้าพลังน้ำชายะบุรี (XPCL) ที่บริษัทถือหุ้น 43% ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2024F) ของเรากลับที่ 5.0 บาท/หุ้น

การผลิตไฟฟ้าพลังน้ำพื้นฐาน

เราคาดว่าอัตราใช้กำลังการผลิต (capacity factor) ของโรงไฟฟ้าพลังน้ำสองแห่งของ CKP จะเพิ่มขึ้นเป็น 63/65/65% สำหรับ XPCL (จาก 61% ในช่วง El Nino ในปีก่อน และ 71% ในปีน้ำมากล่าสุดในปี 2022) และ 32/34/34% สำหรับโรงไฟฟ้าน้ำยม 2 (จาก 31% และ 31%) เมื่อรวมประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง เราคาดว่ากำไร CKP จะฟื้นตัวแข็งแกร่งในปี 2024-26F หลังลดลง 38% ในปี 2023 ที่ผลผลิตจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำอ่อนแอในช่วงปีที่เกิดภัยแล้งจากปรากฏการณ์ El Nino

ได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง

CKP จะได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงผ่านส่วนแบ่งกำไรจากการถือหุ้น 43% ในโครงการ XPCL ขนาดกำลังการผลิต 1,285MW เนื่องจาก XPCL มีหนี้สินคงค้างอยู่ที่ 8.9 หมื่นลบ. ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัวอยู่ถึงราว 6.7 หมื่นลบ. เราประเมินว่าการลดลงทุกๆ 0.25% ของอัตราดอกเบี้ยไทยและอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ จะลดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยของ XPCL ลงและทำให้ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมของ CKP เพิ่มขึ้น 50 ลบ. และ 15 ลบ. ต่อปีตามลำดับ ประเมินการกำไรของเราอ้างอิงสมมติฐานจากมุมมองที่คิดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยถูกปรับลง 0.5% ในปีนี้ และคาดการณ์ของตลาดที่คาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed จะลดลง 1.0% ในปีนี้ และลดลงอีก 0.5% ในปี 2025F

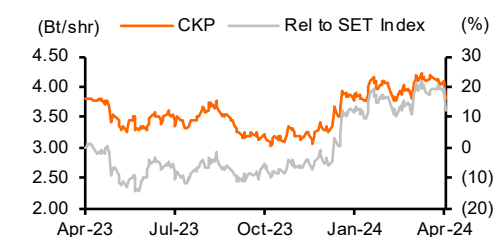
ความคืบหน้าของการก่อสร้าง LPCL

แนวโน้มการเติบโตในระยะยาวของ CKP นั้นมั่นคงจากการมีโรงไฟฟ้าพลังน้ำหลวงพระบาง (LPCL) ที่บริษัทถือหุ้นอยู่ 50% ซึ่งมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะเวลา 35 ปีกับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) แล้ว LPCL มีกำลังการผลิต 1.46GW และอยู่ระหว่างการก่อสร้างโดยมีกำหนดเริ่มดำเนินการในปี 2030 โดยการก่อสร้าง LPCL ปัจจุบันเร็วกว่าแผนเล็กน้อยโดยมีความคืบหน้ากว่า 25% ในช่วงที่เราไปเยี่ยมชมเมื่อต้นเดือนมีนาคมที่ผ่านมา โดยเมื่อดำเนินงานเต็มที่ เราคาดว่ากำไรจากโครงการปีละ 2.0 พันลบ. บนฐานกำไรของ CKP ส่วนมูลค่าจากโครงการ LPCL นั้นคิดเป็น 0.5 บาท/หุ้น ในราคาเป้าหมายของเรา ส่วนการมีแผนงานด้าน ESG ที่แข็งแกร่งมาจากโครงการ XPCL เรามองว่า LPCL มีความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับด้าน ESG ในระดับต่ำ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	10,286	9,812	9,833	9,844
Net profit	1,462	1,951	2,183	2,475
Consensus NP	—	1,867	2,106	2,323
Diff frm cons (%)	—	4.5	3.7	6.6
Norm profit	1,589	1,951	2,183	2,475
Prev. Norm profit	—	1,925	2,159	2,454
Chg frm prev (%)	—	1.4	1.1	0.8
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	(37.6)	22.8	11.9	13.3
Norm PE (x)	19.5	15.9	14.2	12.5
EV/EBITDA (x)	16.6	14.6	13.7	12.7
P/BV (x)	1.1	1.1	1.0	1.0
Div yield (%)	2.2	2.4	2.4	2.4
ROE (%)	5.9	7.0	7.5	8.0
Net D/E (%)	54.0	45.8	41.6	36.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Apr-24 (Bt)	3.82
Market Cap (US\$ m)	838.5
Listed Shares (m shares)	8,129.4
Free Float (%)	25.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.6
12M Price H/L (Bt)	4.22/3.02
Sector	Utilities
Major Shareholder	CK Group 71.8%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P33

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



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

	Valuation method	WACC (%)	Value per CKP share (Bt)
Xayaburi (XPCL)	DCF	5.7%	3.97
Nam Ngum 2 (NN2)	DCF	5.4%	0.89
Bangpa-in Cogen (BIC)	DCF	5.3%	0.41
Solar farms/rooftop	DCF	6-10%	0.10
Total - existing capacity			5.36
Net debt			(0.84)
Plus: Developing project(s)			
Luang Prabang (LPCL)	DCF	6.8%	0.48
Total			5.00

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน) (CKP) ถือหุ้น 73.5% โดย บริษัท ซี.การช่าง จำกัด (มหาชน) (CK) เพื่อการลงทุนในธุรกิจสาธารณูปโภค การลงทุนส่วนใหญ่ของ CKP จึงเป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำที่บริษัทแม่มีความเชี่ยวชาญในการก่อสร้างโครงการ เช่น โครงการไซยะบุรีขนาดกำลังการผลิตถือหุ้น 546MW และโรงไฟฟ้าน้ำจี้ม 2 อีก 283MW นอกจากนี้ CKP ยังดำเนินกิจการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ (BIC) ซึ่งขายไฟฟ้าที่ผลิตได้ส่วนใหญ่ให้การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) และบางส่วนเพื่อรองรับความต้องการใช้ไฟฟ้าจากภาคอุตสาหกรรม CKP กำลังพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำขนาดใหญ่ 1.5GW ในหลวงพระบาง (LPCL ซึ่ง CKP ถือหุ้น 50%)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ได้เปรียบในการประมูลโครงการ เนื่องจากมี CK หนึ่งในผู้รับเหมารายใหญ่ในประเทศไทย เป็นผู้ถือหุ้น
- มีความเชี่ยวชาญในการดำเนินงานโรงไฟฟ้าพลังน้ำ
- มีประสบการณ์และความสัมพันธ์ที่ดี ซึ่งน่าจะช่วยบริษัทฯ ในการหาโครงการใหม่ในประเทศเพื่อนบ้าน

O — Opportunity

- โรงไฟฟ้าพลังน้ำยังคงเป็นแหล่งไฟฟ้าที่ต้นทุนถูกที่สุดสำหรับประเทศไทย จึงเป็นแรงจูงใจสำหรับรัฐบาลในการส่งเสริมการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำใหม่
- แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าใหม่ (PDP) มีแนวโน้มที่จะมาพร้อมกับสัญญาซื้อขายไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนขนาดใหญ่ ซึ่งเป็นโอกาสสำหรับ CKP การร่วมประมูลเพื่อขยายกำลังการผลิต

CONSENSUS COMPARISON

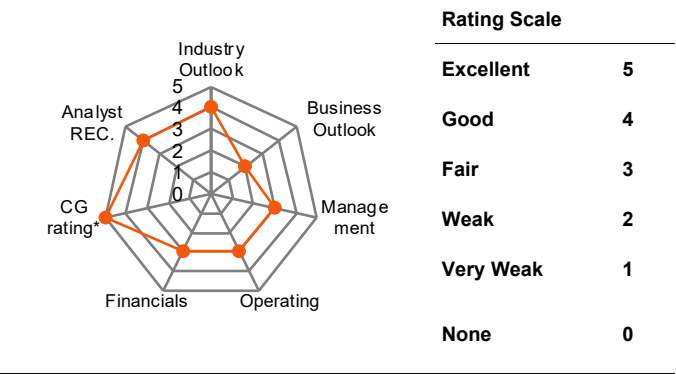
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.65	5.00	8%
Net profit 24F (Bt m)	1,867	1,951	5%
Net profit 25F (Bt m)	2,106	2,183	4%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2024-25F ของเราสูงกว่า Bloomberg consensus 4-5% เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของการผลิตพลังงานน้ำ
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าตลาด 8%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG rating

W — Weakness

- CKP มีความมุ่งมั่นจะเน้นลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำ ซึ่งมีระยะเวลารอคอยการลงทุนที่ยาวนานก่อนที่จะมีกระแสเงินสดเกิดขึ้น
- CKP มีความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ยอย่างมาก เนื่องจากมักจะมีหนี้สินจำนวนมาก เพื่อนำไปใช้ในการลงทุนโรงไฟฟ้าพลังน้ำ
- CKP มีความเสี่ยงสูงจากการกระจุกตัวอยู่ในโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำ ซึ่งอ่อนไหวสูงต่อการเปลี่ยนแปลงตามวัฏจักรของสถานการณ์น้ำ

T — Threat

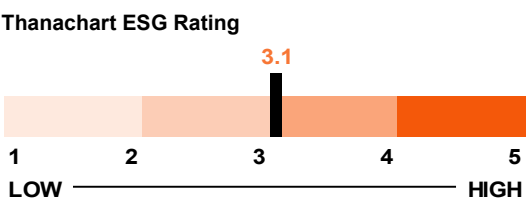
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นอาจทำให้ผลตอบแทนสำหรับโครงการใหม่ลดลง

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญสำหรับประมาณการของเราจากปริมาณน้ำในแม่น้ำน้ำจี้มและแม่น้ำโขงที่ต่ำกว่าที่คาดไว้ ซึ่งจะทำให้ปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากโครงการ NN2 และ XPCL ต่ำกว่าที่เราคาด
- อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเกินกว่าประมาณการปัจจุบันของเราจะเป็นความเสี่ยงด้านลบปัจจัยรองลงมา
- การดำเนินการเชิงพาณิชย์ล่าช้ากว่าที่คาดไว้และอัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าจากโครงการหลวงพระบาง (LPCL) เป็นอีกความเสี่ยงด้านลบต่อราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

CKP บริหารโรงไฟฟ้าพลังน้ำหลัก 2 แห่ง ซึ่งคิดเป็น 83% ของกำลังการผลิตโครงการโรงไฟฟ้าที่สำคัญอีก ได้แก่ โรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซในประเทศไทย และโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์อีกไม่กี่แห่งที่ดำเนินการอยู่ CKP ได้ดำเนินกิจกรรมด้านสังคมเพื่อชดเชยผลกระทบจากการก่อสร้างโครงการพลังน้ำที่มีต่อชุมชน เราขอความเป็นอิสระอย่างมากของบริษัทฯ แม้ว่าเราจะถือหุ้นโดย CK Group ก็ตาม เราให้คะแนน ESG ที่ 3.1



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CKP	YES	AAA	-	BBB	66.21	71.67	54.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- CKP ประกาศ “พลังงานสะอาดสู่สังคมคาร์บอนต่ำ” เป็นวิสัยทัศน์เพื่อบรรลุเป้าหมายระยะยาวในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 ในระยะใกล้ CKP ตั้งเป้าหมายเพิ่มการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน จาก 89% ณ ปี 2022 เป็น 95% ภายในปี 2024 - CKP ประสบความสำเร็จในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 0.24% y-y ในปี 2022 ส่วนสำคัญของความสำเร็จคือความสามารถในการเปลี่ยนการใช้ไฟฟ้าภายในองค์กร มาใช้พลังงานหมุนเวียนในสัดส่วน 92% โดยมีเป้าหมายที่จะเพิ่มสัดส่วนเป็น 95% ภายในปี 2026 เราประทับใจกับตัวเลขอย่างละเอียดของ CKP เกี่ยวกับประสิทธิภาพด้านพลังงานและการปล่อยมลพิษ - เพื่อชดเชยผลกระทบจำนวนมากจากการก่อสร้างโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำขนาดใหญ่ CKP มุ่งมั่นที่จะบรรลุเป้าหมายการปรับปรุงความหลากหลายทางชีวภาพต่างๆ โดยเฉพาะความหลากหลายทางชีวภาพทางน้ำ (เช่น การอนุรักษ์พันธุ์ปลา และคุณภาพน้ำ) ในแม่น้ำโขง
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- CKP กำหนดเป้าหมายที่ชัดเจนในเรื่องการละเมิดสิทธิมนุษยชนให้เป็นศูนย์ตลอดห่วงโซ่อุปทานทางธุรกิจ บริษัทฯ พัฒนากิจกรรมอย่างต่อเนื่องเพื่อสร้างจิตสำนึกด้านสิทธิมนุษยชนแก่พนักงาน ส่งเสริมความมุ่งมั่นด้วยมาตรการแก้ไขที่กำหนดไว้สำหรับการละเมิดสิทธิมนุษยชนที่เกี่ยวข้องกับบริษัทฯ - CKP จัดหาที่พักใหม่ที่เหมาะสมแก่ชาวบ้านที่อาศัยอยู่ในพื้นที่พัฒนาของโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำ นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังติดตามกิจกรรมทางสังคมต่างๆ เพื่อให้แน่ใจในคุณภาพชีวิตของพวกเขา เช่น การศึกษา การสร้างงาน และแหล่งพลังงานหมุนเวียน) - CKP ใช้จ่ายไปทั้งหมด 27 ลบ. ในกิจกรรม CSR 84 กิจกรรมในปี 2022 ค่าใช้จ่ายหลักคือเครื่องกำเนิดพลังงานทดแทนสำหรับหมู่บ้าน กิจกรรมกีฬาสำหรับชุมชน และการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานสาธารณะ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการของ CKP (BOD) ประกอบด้วยสมาชิก 11 คน ทั้งหมดเป็นชาย โดยมีกรรมการอิสระ 4 ท่าน เรามองว่าขนาดของ BOD นั้นใหญ่เกินไปเมื่อเทียบกับขนาดธุรกิจ - เราขอชื่นชมการริเริ่มของ CKP ในการนำระบบพยากรณ์อุทกวิทยาที่ทันสมัยมาใช้เพื่อคาดการณ์ปริมาณน้ำที่ไหลเข้าโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำได้ดีขึ้น เพื่อจัดการการผลิตไฟฟ้าได้ดีขึ้น ในขณะที่ลดผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นกับระบบนิเวศและชุมชนโดยรอบ - อย่างไรก็ตาม เราไม่ขอความเสียหายทางธุรกิจที่กระจุกตัวอยู่ในโรงไฟฟ้าพลังน้ำ เรายอมรับว่าธุรกิจนี้เป็นตัวสร้างกระแสเงินสดที่ดีในระยะยาว แต่การลงทุนล่วงหน้าที่ยาวนานในช่วงการก่อสร้างและความผันผวนของรายได้อย่างมากคือข้อบกพร่องที่สำคัญ - อาจเป็นเพราะระยะเวลาการพัฒนาที่ยาวนานและการลงทุนจำนวนมากสำหรับโรงไฟฟ้าพลังน้ำ CKP จึงมีโครงการเพียงไม่กี่โครงการในพอร์ต ซึ่งอาจยากที่จะถูกทดแทนได้ในระยะยาว

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	10,904	10,286	9,812	9,833	9,844
Cost of sales	9,077	8,161	7,455	7,331	7,167
Gross profit	1,828	2,125	2,357	2,503	2,677
% gross margin	16.8%	20.7%	24.0%	25.5%	27.2%
Selling & administration expenses	526	563	565	569	573
Operating profit	1,302	1,562	1,792	1,934	2,104
% operating margin	11.9%	15.2%	18.3%	19.7%	21.4%
Depreciation & amortization	1,572	1,567	1,612	1,622	1,632
EBITDA	2,874	3,130	3,404	3,556	3,737
% EBITDA margin	26.4%	30.4%	34.7%	36.2%	38.0%
Non-operating income	514	655	502	486	457
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,075)	(1,065)	(1,203)	(1,121)	(1,019)
Pre-tax profit	741	1,153	1,091	1,298	1,542
Income tax	47	89	95	223	254
After-tax profit	694	1,064	996	1,075	1,287
% net margin	6.4%	10.3%	10.2%	10.9%	13.1%
Shares in affiliates' Earnings	2,261	991	1,435	1,670	1,730
Minority interests	(410)	(466)	(480)	(562)	(543)
Extraordinary items	(108)	(127)	0	0	0
NET PROFIT	2,436	1,462	1,951	2,183	2,475
Normalized profit	2,545	1,589	1,951	2,183	2,475
EPS (Bt)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3

We expect an earnings turnaround on an easing of the El Nino effect

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	10,617	10,102	10,416	9,920	9,420
Cash & cash equivalent	7,271	6,959	7,378	6,878	6,378
Account receivables	2,099	2,026	1,933	1,937	1,939
Inventories	66	72	66	65	63
Others	1,180	1,045	1,039	1,039	1,040
Investments & loans	27,096	28,231	30,306	33,994	37,682
Net fixed assets	8,050	7,670	7,323	6,972	6,615
Other assets	24,294	22,762	20,476	18,185	15,889
Total assets	70,056	68,765	68,521	69,070	69,607
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,842	6,015	5,800	5,054	4,805
Account payables	950	1,233	1,126	1,107	1,082
Bank overdraft & ST loans	0	1,000	520	0	0
Current LT debt	3,362	3,603	3,819	3,691	3,426
Others current liabilities	529	179	336	255	296
Total LT debt	26,799	23,362	21,640	20,918	19,417
Others LT liabilities	476	470	443	448	448
Total liabilities	32,116	29,847	27,884	26,419	24,670
Minority interest	11,390	11,653	12,133	12,695	13,238
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	(532)	(590)	(590)	(590)	(590)
Retained earnings	5,633	6,406	7,646	9,098	10,841
Shareholders' equity	26,550	27,264	28,505	29,956	31,699
Liabilities & equity	70,056	68,765	68,521	69,070	69,607

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	741	1,153	1,091	1,298	1,542
Tax paid	(43)	(72)	(95)	(223)	(254)
Depreciation & amortization	1,572	1,567	1,612	1,622	1,632
Chg In working capital	(516)	349	(7)	(22)	(25)
Chg In other CA & CL / minorities	2,656	1,150	1,597	1,589	1,771
Cash flow from operations	4,410	4,147	4,199	4,265	4,666
Capex	(65)	(121)	(200)	(200)	(200)
Right of use	(10)	(33)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(130)	(242)	0	0	0
LT loans & investments	(2,195)	(1,135)	(2,075)	(3,688)	(3,688)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	23	10	1,243	1,275	1,270
Cash flow from investments	(2,377)	(1,522)	(1,082)	(2,663)	(2,668)
Debt financing	(1,125)	(2,190)	(1,986)	(1,370)	(1,766)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(967)	(691)	(711)	(732)	(732)
Warrants & other surplus	247	(56)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,845)	(2,938)	(2,697)	(2,101)	(2,498)
Free cash flow	4,345	4,026	3,999	4,065	4,466

Investment in LPCL set to last until 2029

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	12.2	19.5	15.9	14.2	12.5
Normalized PE - at target price (x)	16.0	25.6	20.8	18.6	16.4
PE (x)	12.7	21.2	15.9	14.2	12.5
PE - at target price (x)	16.7	27.8	20.8	18.6	16.4
EV/EBITDA (x)	18.8	16.6	14.6	13.7	12.7
EV/EBITDA - at target price (x)	22.1	19.7	17.4	16.4	15.3
P/BV (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
P/BV - at target price (x)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
P/CFO (x)	7.0	7.5	7.4	7.3	6.7
Price/sales (x)	2.8	3.0	3.2	3.2	3.2
Dividend yield (%)	2.2	2.2	2.4	2.4	2.4
FCF Yield (%)	14.0	13.0	12.9	13.1	14.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
EPS	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	3.3	3.4	3.5	3.7	3.9
CFO/share	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
FCF/share	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Multiples look attractive against its strong turnaround outlook

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	23.9	(5.7)	(4.6)	0.2	0.1
Net profit (%)	11.8	(40.0)	33.5	11.9	13.3
EPS (%)	11.8	(40.0)	33.5	11.9	13.3
Normalized profit (%)	24.8	(37.6)	22.8	11.9	13.3
Normalized EPS (%)	24.8	(37.6)	22.8	11.9	13.3
Dividend payout ratio (%)	28.4	47.3	37.5	33.5	29.6
Operating performance					
Gross margin (%)	16.8	20.7	24.0	25.5	27.2
Operating margin (%)	11.9	15.2	18.3	19.7	21.4
EBITDA margin (%)	26.4	30.4	34.7	36.2	38.0
Net margin (%)	6.4	10.3	10.2	10.9	13.1
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	3.7	2.3	2.8	3.2	3.6
ROE - using norm profit (%)	9.9	5.9	7.0	7.5	8.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	2.7	4.0	3.6	3.7	4.2
- asset turnover (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	16.7	21.6	23.4	24.6	26.0
- leverage (x)	2.7	2.6	2.5	2.4	2.2
- interest burden (%)	40.8	52.0	47.6	53.7	60.2
- tax burden (%)	93.6	92.3	91.3	82.8	83.5
WACC (%)	9.2	9.2	9.2	9.6	9.6
ROIC (%)	2.5	2.9	3.4	3.4	3.7
NOPAT (Bt m)	1,218	1,442	1,636	1,601	1,757
invested capital (Bt m)	49,440	48,271	47,105	47,687	48,164

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Company Update

TP: Bt 45.00

(Unchanged)

26 APRIL 2024

Upside : 44.0%

Energy Absolute Pcl (EA TB)

ช่วงเปลี่ยนผ่านสำคัญ

เราคาดว่าแนะนำ “ซื้อ” EA โดยคาดหวังกำไรใหม่ที่เกิดขึ้นจากจากรัฐกิจ CEV และแบตเตอรี่จะช่วยชดเชยผลลบ การค้าอุดหนุนพลังงานทดแทนที่กำลังจะหมดอายุ บนแนวโน้มการใช้งาน CEV ที่เพิ่มขึ้น EA ยังมีการสร้างความร่วมมือใหม่กับผู้เล่นระดับภูมิภาคเพื่อขยายตลาดให้ธุรกิจ



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

คณาคแนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภคไทย “PDP ใหม่เป็นปัจจัยหนุน” วันที่ 26 เมษายน 2024 เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” EA เนื่องจาก 1) เราคาดว่าปริมาณขายยานยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (CEV) ที่เพิ่มเป็น 3,500/4,500/5,500 คัน ในปี 2024-26F (จาก 2,264 คัน ในปี 2022) จะชดเชยผลลบจากการหมดอายุของการค้าอุดหนุนราคาไฟฟ้าในโครงการโซลาร์ฟาร์มขนาด 270MW ในช่วงเวลาเดียวกันไว้ได้ 2) เรายังมองว่าการสร้างความร่วมมือกับผู้เล่นชั้นนำระดับภูมิภาคในอุตสาหกรรมแบตเตอรี่ Li-ion และ CEV ช่วย EA ในการรุกเข้าสู่กลุ่มตลาดใหม่ในอุตสาหกรรมดังกล่าว 3) เรายังมองว่าราคาหุ้นของ EA ที่ลดลงมาถึง 30% ในช่วง 6 เดือนจนราคาหุ้นปัจจุบันสะท้อนเพียงธุรกิจที่มีอยู่ คือ โรงกลั่นน้ำมันไบโอดีเซล โรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน 664MW โรงงานผลิตแบตเตอรี่ Li-ion 2GWh และโรงงานผลิต CEV กำลังการผลิต 6,000 คันต่อปี และให้มูลค่าเพียงเล็กน้อยต่อโอกาสการเติบโตของธุรกิจแบตเตอรี่และยานยนต์ไฟฟ้า ราคาเป้าหมายบนวิธี SOTP (ปีฐาน 2024F) ของเราอยู่ที่ 45 บาท (ดูบทวิเคราะห์ EA – “น่าสนใจอีกครั้ง” วันที่ 16 เมษายน 2024 สำหรับเหตุผลและหลักการการประเมินมูลค่า EA ใหม่ของเรา)

ยอดขายรถบรรทุกไฟฟ้าหนุนการเติบโตในช่วงใกล้

หลังเน้นการขายรถเมล์ไฟฟ้าเป็นหลักในช่วงสองปีที่ผ่านมา เรายังมองว่ารถบรรทุกไฟฟ้าจะเป็นผลิตภัณฑ์หลักใหม่ของ EA โดยคาดว่าจะมียอดขาย 3,000/3,500/4,000 คัน ในปี 2024-26F หลัง EA เริ่มได้รับคำสั่งซื้อจากบริษัทขนาดใหญ่ในประเทศตามกระแส ESG และพลังงานสีเขียว ต่างจากช่วงสองปีที่ผ่านมาที่การขายรถเมล์ไฟฟ้าส่วนใหญ่เป็นการขายให้บริษัทในกลุ่ม ซึ่งเราจึงคาดว่ายอดขายรถเมล์ไฟฟ้าของ EA อยู่ที่ 500/1,000/1,500 คัน ในปี 2024-26F รวมยอดขาย CEV จะสร้างความต้องการใช้งานแบตเตอรี่ให้แก่โรงงานผลิตได้ 1.2/1.5/1.9GWh ในช่วงปีดังกล่าว

กลุ่มความต้องการใหม่จากพันธมิตร

EA กำลังพัฒนาความร่วมมือกับพันธมิตรสองรายในปีนี้ โดยบริษัทในเครือ - บมจ.เน็กซ์ พอยท์ (NEX, “ซื้อ”, ถือหุ้น 40%), ซึ่งดำเนินธุรกิจผลิต CEV ได้ลงนามในบันทึกความเข้าใจกับ Toyota Tsusho และ Denso เพื่อร่วมพัฒนาฐานการผลิตรถยนต์เชื้อเพลิงไฮโดรเจนในประเทศไทย อีกทั้ง EA ยังคาดว่าจะได้ข้อสรุปต่อแผนการร่วมทุนกับ EVE Energy (EVE) ซึ่งเป็นผู้ผลิตแบตเตอรี่รายใหญ่อันดับสามของจีนได้ใน 2Q24 เพื่อจะสร้างโรงงานแบตเตอรี่ขนาดกำลังการผลิต 6GWh ใหม่ในประเทศไทย ด้วยฐานลูกค้า EV จีนที่แข็งแกร่ง และความเชี่ยวชาญในการผลิตแบตเตอรี่สำหรับระบบกักเก็บพลังงาน (ESS) ของ EVE เรายังมองความร่วมมือนี้เป็นก้าวสำคัญสำหรับ EA ในการรุกไปในตลาดแบตเตอรี่กลุ่มใหม่

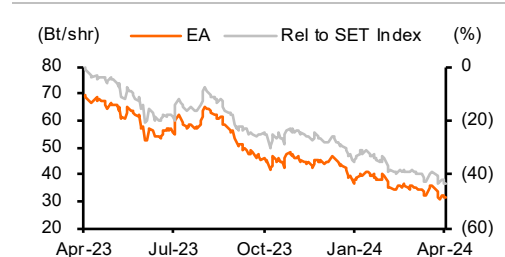
ยังคงเข้าร่วมประมูลพลังงานทดแทน

EA ได้สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม 90MW จากการประมูลเมื่อปีที่แล้ว และเราเชื่อว่าบริษัทฯ จะเข้าร่วมประมูลโควตาพลังงานทดแทนเพิ่มเติมจาก PDP ใหม่ และเนื่องจากการมีประสบการณ์ดำเนินงานโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมมาเกือบสิบปี และสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง เราคาดว่า EA จะได้รับ PPA บางส่วนจากการประมูลในอนาคต แต่เรายังไม่ได้รวมปัจจัยบวกนี้ในประมาณการ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	30,074	38,138	44,563	55,594
Net profit	7,606	7,991	8,439	10,296
Consensus NP	—	7,792	8,477	7,790
Diff firm cons (%)	—	2.6	(0.4)	32.2
Norm profit	7,169	7,991	8,439	10,296
Prev. Norm profit	—	7,991	8,439	10,296
Chg firm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	1.9	2.1	2.3	2.8
Norm EPS grw (%)	24.5	11.5	5.6	22.0
Norm PE (x)	16.3	14.6	13.8	11.3
EV/EBITDA (x)	13.8	12.0	11.3	9.5
P/BV (x)	2.8	2.4	2.1	1.8
Div yield (%)	1.0	1.4	1.4	2.6
ROE (%)	17.8	17.8	16.3	17.4
Net D/E (%)	136.9	111.6	91.8	72.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Apr-24 (Bt)	31.25
Market Cap (US\$ m)	3,147.4
Listed Shares (m shares)	3,730.0
Free Float (%)	39.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	13.1
12M Price H/L (Bt)	69.75/30.25
Sector	Utilities
Major Shareholder	SPBL Holding Co. 25.1%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P40

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Sum-Of-The-Parts Valuation (2024F base year)

Renewables & Green energy	Value (Bt/Share)
Biodiesel	2.7
Solar farms	6.1
Wind farms	5.2
Subtotal	14.1
Battery production	
Amita 2GWh capacity	5.9
Amita expansion to 4GWh	6.2
JV on 6GWh plant	11.8
Subtotal	23.9
EV solutions	
CEV production (AAB, NEX, Mine Mobility)	13.4
EV charging station (EA Anywhere)	2.3
Subtotal	15.7
+ Net debt, HQ, and others	(8.7)
Grand total	45.0

Sources: Thanachart estimates

Valuation Comparison**Ex 2: Comparison With Regional Peers**

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
China Longyuan	916 HK	Hong Kong	8.7	15.1	6.0	5.2	0.6	0.6	8.7	7.7	4.2	4.8
China Suntien Green Energy	956 HK	Hong Kong	15.7	17.9	5.4	4.6	0.6	0.5	8.6	7.5	7.1	8.4
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	18.5	14.6	6.6	5.7	1.0	0.9	6.5	5.7	6.1	7.1
Geely Automobile Holdings	175 HK	Hong Kong	39.0	29.5	13.0	10.1	1.1	1.0	4.6	3.9	2.7	3.4
Great Wall Motor	2333 HK	Hong Kong	45.3	20.4	10.3	8.5	1.3	1.2	12.4	10.8	3.9	4.5
BYD	1211 HK	Hong Kong	10.4	21.4	17.4	14.3	3.5	2.8	6.0	5.0	1.6	2.0
Panasonic	6752 JP	Japan	116.0	(21.0)	6.9	8.8	0.8	0.7	4.9	4.4	2.8	3.0
NIO Inc.	NIO US	USA	21.4	32.5	na	na	0.5	1.0	na	na	0.0	0.0
Tesla Inc.	TSLA US	USA	(15.6)	32.5	65.6	49.5	8.0	6.9	34.7	26.1	0.0	0.0
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	11.2	16.2	21.0	18.1	0.7	0.7	16.5	17.6	3.7	3.7
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB *	Thailand	(7.1)	18.6	55.7	47.0	1.8	1.8	10.1	9.8	0.7	0.9
Banpu Power Pcl *	BPP TB *	Thailand	(23.6)	17.9	11.5	9.7	0.8	0.8	11.0	10.1	5.6	5.6
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	22.8	11.9	15.9	14.2	1.1	1.0	14.6	13.7	2.4	2.4
Energy Absolute Pcl *	EA TB	Thailand	11.5	5.6	14.6	13.8	2.4	2.1	12.0	11.3	1.4	1.4
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	5.6	14.1	5.4	4.8	0.5	0.5	17.6	15.5	5.9	5.9
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	28.3	49.1	29.8	20.0	1.3	1.2	14.5	13.3	1.8	2.8
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	15.1	17.5	28.5	24.3	4.0	3.8	28.6	25.4	2.5	2.9
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	(6.3)	3.6	15.5	15.0	1.5	1.5	15.1	15.5	2.6	2.7
RATCH Group Pcl *	RATCH TB	Thailand	44.2	36.2	9.6	7.0	0.6	0.6	20.3	16.2	5.7	6.4
Average			19.0	18.6	18.8	15.6	1.7	1.6	13.7	12.2	3.2	3.6

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 25 April 2024 closing prices

COMPANY DESCRIPTION

EA ก่อตั้งขึ้นในปี 2006 โดยดำเนินธุรกิจไปโอดีเซล และผันตัวมาสู่การเป็นผู้ผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนรายใหญ่ในประเทศไทย ด้วยกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมรวม 784MW หลังจากนั้น EA เริ่มลงทุนในธุรกิจผลิตแบตเตอรี่ โดยเข้าซื้อหุ้นบริษัท Amita Technologies เมื่อปี 2016 บนเป้าหมายว่าจะสร้างโรงงานผลิตแบตเตอรี่ Li-ion ขนาด 50GWh ในประเทศไทยเพื่อรองรับตลาดรถยนต์ไฟฟ้า (EV) และระบบกักเก็บพลังงาน (ESS)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้บริหารมีประสบการณ์ด้านการเงินสูง และมีแนวคิดมุมมองเน้นการเติบโตระยะยาวในอนาคต
- เป็นผู้ผลิตรายแรกในอุตสาหกรรมการผลิตแบตเตอรี่ และ CEV ในประเทศไทย

O — Opportunity

- อุตสาหกรรมผลิตไฟฟ้าเริ่มหันไปเน้นพลังงานทดแทน
- อุตสาหกรรม EV ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้น จึงยังมีโอกาสการเติบโตของการใช้ฐานแบตเตอรี่ EV อีกมาก
- การกักเก็บพลังงานอาจเป็นข้อบังคับสำหรับระบบโครงข่ายไฟฟ้าระดับชาติและระบบไฟฟ้าเอกชนนอกโครงข่ายในอนาคต

CONSENSUS COMPARISON

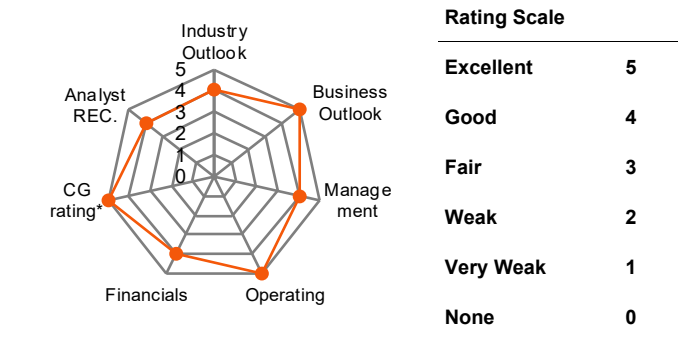
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	48.07	45.00	-6%
Net profit 24F (Bt m)	7,792	7,991	3%
Net profit 25F (Bt m)	8,477	8,439	0%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าในปี 2024-25F ของเราใกล้เคียงกับของ Bloomberg consensus
- แต่ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า 6% ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเราสมมติให้อัตรากำไรของธุรกิจแบตเตอรี่ของ EA ต่ำลงในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- อยู่ในช่วงการลงทุนหนัก เนื่องจากแผนการขยายกำลังการผลิตใหม่ แต่อัตรารส่วนหนี้สินต่อทุนยังคงต่ำกว่าระดับที่กำหนดไว้
- แบตเตอรี่ Li-ion และการผลิต CEV ยังเป็นเรื่องใหม่ จึงยังมีความไม่แน่นอนสูง เช่น การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีและกฎระเบียบ

T — Threat

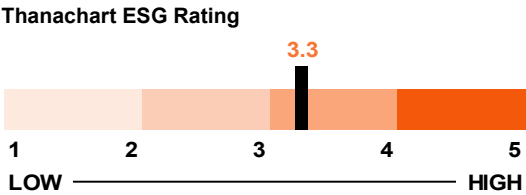
- กำลังการผลิตใหม่ซึ่งจะเปิดให้ประมูลโดยรัฐบาลจะมีผลตอบแทนที่ต่ำลง
- กฎระเบียบจากทั้งตลาดพลังงานในประเทศและต่างประเทศที่เกี่ยวกับธุรกิจผลิตไฟฟ้าและรถยนต์ไฟฟ้า

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากต้นทุนการลงทุนที่จำเป็นสำหรับธุรกิจ S-curve ใหม่สูงกว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงทางลบการประเมินมูลค่าของเรา
- หาก EA สามารถหาลูกค้าการซื้อแบตเตอรี่หรือรถยนต์ไฟฟ้าได้ต่ำกว่าที่เราคาด ก็จะเป็นความเสี่ยงทางลบที่สำคัญอีกประการหนึ่งสำหรับประมาณการของเรา
- สภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวยต่อโรงไฟฟ้าพลังงานลมและแสงอาทิตย์จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อคาดการณ์กำไรระยะสั้นของเรา

Source: Thanachart

EA ดำเนินธุรกิจ 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่ โรงกลั่นไบโอดีเซล โรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน และโรงงานแบตเตอรี่ Li-ion แม้จะเป็นบริษัทที่ปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นลบอยู่แล้ว แต่ก็ยังตั้งเป้าที่จะลดการปล่อยคาร์บอนลงอีก เราขอความมุ่งมั่นที่แข็งแกร่งในด้านสังคมโดยเฉพาะอย่างยิ่งการช่วยเหลือชุมชนโดยรอบ เราให้คะแนน ESG ที่ 3.3



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
EA	YES	AA	-	A	59.34	43.76	74.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- EA ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่ากับก๊าซเรือนกระจก 66,831 ตัน (Scope 1 และ 2) ในปี 2022 ซึ่งสูงกว่าเป้าหมาย 4% การปล่อยก๊าซเรือนกระจกเพิ่มขึ้น 26% จากปีที่แล้ว เนื่องจากการเริ่มก่อตั้งโรงงานผลิตแบตเตอรี่และรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ - EA ใช้หลัก การนำกลับมาใช้ใหม่ การลด และรีไซเคิล (3R) เพื่อลดการใช้น้ำ (โดยเฉพาะในธุรกิจไบโอดีเซล) และลดการใช้น้ำได้มากกว่า 5% ในปี 2022 เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า - EA ได้จัดตั้งธุรกิจรีไซเคิลแบตเตอรี่ และวางระเบียบปฏิบัติเกี่ยวกับของเสียอันตรายรองรับการเริ่มต้นธุรกิจแบตเตอรี่ และ EV ใหม่ ซึ่งก่อให้เกิดของเสียมากขึ้นมากเมื่อเทียบกับธุรกิจเดิมที่เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน - EA ให้การสนับสนุนอย่างมากในการสร้างชุมชนสังคมคาร์บอนต่ำ และช่วยกำหนดมาตรฐานการค้าคาร์บอนเครดิตสำหรับประเทศไทย เพื่อเร่งให้ประเทศบรรลุเป้าหมายคาร์บอนเป็นกลางและสุทธิเป็นศูนย์
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- EA ยึดมั่นในมาตรฐานและแนวปฏิบัติด้านสิทธิมนุษยชนระดับโลก นอกจากนี้ยังได้นำพระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล (PDPA) มาใช้ในการดำเนินงานปกติและขั้นตอนการทำงานระหว่างผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย - EA มีการหมุนเวียนพนักงาน 21% ในปี 2022 ดีขึ้นจาก 26% ในปี 2021 บริษัทฯ อ้างถึงการเปลี่ยนแปลงแนวทางธุรกิจอาจไม่เหมาะกับพนักงานบางราย เราจะติดตามปัญหาระดับการหมุนเวียนที่ยังสูงนี้ต่อไป - EA ไม่มีรายงานอุบัติเหตุใหญ่ซึ่งทำให้เกิดการบาดเจ็บรุนแรงหรือการหยุดชะงักทางธุรกิจในช่วงห้าปีที่ผ่านมา นอกจากนี้ยังได้รับการเรียกร้องจากลูกค้าเกี่ยวกับคุณภาพของผลิตภัณฑ์อีกด้วย - EA ให้การสนับสนุนอย่างมากแก่ชุมชนโดยรอบ โดยเฉพาะพื้นที่โรงงานแบตเตอรี่และนิคมอุตสาหกรรมแห่งใหม่ในระยอง เช่น การสนับสนุนด้านการศึกษาแก่เด็ก การฝึกอบรม และการจ้างงานในท้องถิ่นสำหรับชาวบ้าน และการปรับปรุงคุณภาพชีวิตผ่านทางโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและสิ่งอำนวยความสะดวกต่างๆ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริหารของ EA ประกอบด้วยสมาชิก 11 คน กรรมการทุกคนเป็นกรรมการอิสระ อย่างไรก็ตามพวกเขายังคงเป็นผู้ขาย ซึ่งอาจจะมีประเด็นถึงความหลากหลายและความเท่าเทียมทางเพศ - EA เคารพกับชาวเชิงลบเกี่ยวกับการซื้อขายหุ้นและการตรวจสอบภายในในช่วงหลายปีที่ผ่านมา แต่เราพอใจกับการบริหารจัดการและแก้ไขปัญหาอย่างรวดเร็ว - เราขอขอบคุณทางธุรกิจของ EA ในการดูแลห่วงโซ่อุปทานทั้งหมดในธุรกิจ S-curve ใหม่ของตนอย่างเต็มที่เพื่อให้แน่ใจว่าการดำเนินการเป็นไปอย่างราบรื่นและมีการจัดซื้อจัดจ้างที่ดี บริษัทฯ เสริมโรงงานผลิตแบตเตอรี่ด้วยโรงงาน EV เชิงพาณิชย์ภายในบริษัท และการลงทุนในธุรกิจบริการขนส่งสาธารณะ EA ยังวางแผนที่จะลงทุนในธุรกิจแบตเตอรี่มากขึ้นด้วย - EA ลงทุนอย่างมากในการวิจัยและพัฒนาสำหรับนวัตกรรมผลิตภัณฑ์ ตั้งแต่การซื้อทีมวิจัยแบตเตอรี่ Li-ion จาก Amita Group การพัฒนาแท่นชาร์จแบบเร็วพิเศษ และการพัฒนาผลิตภัณฑ์ EV เชิงพาณิชย์ด้วยตนเอง

Sources: Thanachart , Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	25,355	30,074	38,138	44,563	55,594
Cost of sales	17,394	19,695	25,842	31,807	40,640
Gross profit	7,961	10,380	12,296	12,755	14,954
% gross margin	31.4%	34.5%	32.2%	28.6%	26.9%
Selling & administration expenses	1,427	1,387	1,423	1,573	1,853
Operating profit	6,534	8,993	10,873	11,182	13,101
% operating margin	25.8%	29.9%	28.5%	25.1%	23.6%
Depreciation & amortization	3,767	3,778	3,611	3,944	4,366
EBITDA	10,301	12,771	14,484	15,126	17,467
% EBITDA margin	40.6%	42.5%	38.0%	33.9%	31.4%
Non-operating income	365	334	381	446	556
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,413)	(2,287)	(2,486)	(2,427)	(2,318)
Pre-tax profit	5,486	7,039	8,769	9,201	11,340
Income tax	145	236	438	460	567
After-tax profit	5,341	6,803	8,330	8,741	10,773
% net margin	21.1%	22.6%	21.8%	19.6%	19.4%
Shares in affiliates' Earnings	218	260	94	571	833
Minority interests	198	106	(433)	(873)	(1,310)
Extraordinary items	1,848	437	0	0	0
NET PROFIT	7,604	7,606	7,991	8,439	10,296
Normalized profit	5,756	7,169	7,991	8,439	10,296
EPS (Bt)	2.0	2.0	2.1	2.3	2.8
Normalized EPS (Bt)	1.5	1.9	2.1	2.3	2.8

Emerging CEV business
is the key earnings driver
for 2024-26F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	22,527	24,441	27,478	30,287	34,700
Cash & cash equivalent	3,272	2,475	2,511	3,011	3,511
Account receivables	6,330	8,800	9,404	9,767	10,662
Inventories	5,516	7,412	8,496	9,586	11,134
Others	7,410	5,754	7,067	7,923	9,393
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	54,221	58,675	61,895	63,656	63,791
Other assets	26,616	31,113	31,445	31,983	32,532
Total assets	103,364	114,229	120,817	125,926	131,024
LIABILITIES:					
Current liabilities:	26,475	24,387	27,518	26,585	25,026
Account payables	4,801	708	3,540	3,486	3,340
Bank overdraft & ST loans	11,225	8,727	11,898	11,384	10,572
Current LT debt	8,320	12,426	9,518	9,107	8,457
Others current liabilities	2,129	2,524	2,562	2,609	2,656
Total LT debt	31,417	41,592	38,074	36,427	33,830
Others LT liabilities	4,168	4,241	4,150	4,169	4,206
Total liabilities	62,060	70,220	69,742	67,181	63,061
Minority interest	2,375	2,310	2,744	3,616	4,926
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	373	373	373	373	373
Share premium	3,681	3,681	3,681	3,681	3,681
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(777)	(4,494)	(4,494)	(4,494)	(4,494)
Retained earnings	35,653	42,140	48,772	55,569	63,477
Shareholders' equity	38,929	41,699	48,332	55,128	63,036
Liabilities & equity	103,364	114,229	120,817	125,926	131,024

Healthy balance sheet
despite being in an
investment cycle

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	5,486	7,039	8,769	9,201	11,340
Tax paid	(145)	(236)	(438)	(460)	(567)
Depreciation & amortization	3,767	3,778	3,611	3,944	4,366
Chg In working capital	(2,230)	(8,459)	1,144	(1,507)	(2,589)
Chg In other CA & CL / minorities	(3,647)	3,485	(1,181)	(238)	(589)
Cash flow from operations	3,231	5,608	11,904	10,939	11,961
Capex	552	(8,132)	(6,750)	(5,623)	(4,418)
Right of use	4	5	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	(852)	(1,133)	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	(9,179)	(4,010)	(484)	(581)	(575)
Cash flow from investments	(9,476)	(13,270)	(7,254)	(6,224)	(5,014)
Debt financing	7,749	11,701	(3,256)	(2,572)	(4,059)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,119)	(1,119)	(1,359)	(1,643)	(2,388)
Warrants & other surplus	(58)	(3,717)	0	0	0
Cash flow from financing	6,572	6,865	(4,615)	(4,215)	(6,447)
Free cash flow	3,783	(2,525)	5,154	5,316	7,542

*Capex plan is supported
by hefty cashflow from
renewable plants*

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	20.2	16.3	14.6	13.8	11.3
Normalized PE - at target price (x)	29.2	23.4	21.0	19.9	16.3
PE (x)	15.3	15.3	14.6	13.8	11.3
PE - at target price (x)	22.1	22.1	21.0	19.9	16.3
EV/EBITDA (x)	15.9	13.8	12.0	11.3	9.5
EV/EBITDA - at target price (x)	20.9	17.9	15.5	14.7	12.4
P/BV (x)	3.0	2.8	2.4	2.1	1.8
P/BV - at target price (x)	4.3	4.0	3.5	3.0	2.7
P/CFO (x)	36.1	20.8	9.8	10.7	9.7
Price/sales (x)	4.6	3.9	3.1	2.6	2.1
Dividend yield (%)	1.0	1.0	1.4	1.4	2.6
FCF Yield (%)	3.2	(2.2)	4.4	4.6	6.5
(Bt)					
Normalized EPS	1.5	1.9	2.1	2.3	2.8
EPS	2.0	2.0	2.1	2.3	2.8
DPS	0.3	0.3	0.4	0.5	0.8
BV/share	10.4	11.2	13.0	14.8	16.9
CFO/share	0.9	1.5	3.2	2.9	3.2
FCF/share	1.0	(0.7)	1.4	1.4	2.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Valuation is much more
attractive now, in our
view*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	25.7	18.6	26.8	16.8	24.8
Net profit (%)	24.7	0.0	5.1	5.6	22.0
EPS (%)	24.7	0.0	5.1	5.6	22.0
Normalized profit (%)	(4.4)	24.5	11.5	5.6	22.0
Normalized EPS (%)	(4.4)	24.5	11.5	5.6	22.0
Dividend payout ratio (%)	14.7	14.7	20.0	20.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.4	34.5	32.2	28.6	26.9
Operating margin (%)	25.8	29.9	28.5	25.1	23.6
EBITDA margin (%)	40.6	42.5	38.0	33.9	31.4
Net margin (%)	21.1	22.6	21.8	19.6	19.4
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.4	1.2	1.0	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.4	1.1	0.9	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	6.1	6.6	6.8	6.8	8.0
ROE - using norm profit (%)	16.1	17.8	17.8	16.3	17.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	15.0	16.9	18.5	16.9	18.2
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
- operating margin (%)	27.2	31.0	29.5	26.1	24.6
- leverage (x)	2.6	2.7	2.6	2.4	2.2
- interest burden (%)	79.5	75.5	77.9	79.1	83.0
- tax burden (%)	97.4	96.7	95.0	95.0	95.0
WACC (%)	5.0	5.0	5.0	5.2	5.2
ROIC (%)	8.7	10.0	10.1	10.1	11.4
NOPAT (Bt m)	6,361	8,692	10,329	10,623	12,446
invested capital (Bt m)	86,620	101,970	105,311	109,035	112,384

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Profitability trending up as
new businesses are
reaching critical scale*

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 130.00 (From: Bt 160.00)

Upside : 18.2%

26 APRIL 2024

Electricity Generating (EGCO TB)

สะท้อนเรื่องราวไปแล้ว

เราคำนวณค่า "ซื้อ" EGCO โดยเชื่อว่าความล่าช้า ด้านทุนการลงทุนที่สูงกว่าคาด และการด้อยค่าในโครงการ Yunlin ถูกสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว มูลค่าพื้นฐาน EGCO ดูน่าสนใจที่ PE เพียง 5 เท่า P/BV 0.5 เท่า และอัตราผลตอบแทนปันผล 6% ในปี 2024F ส่วนกำไรเติบโต 6/14% ในปี 2024-25F



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

เรามองมูลค่าพื้นฐานน่าสนใจ

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภคไทย "PDP ใหม่เป็นปัจจัยหนุน" วันที่ 26 เมษายน 2024 เรายังแนะนำ "ซื้อ" EGCO จาก 1) เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ลดลง 29% จากจุดสูงสุดในปีก่อนได้สะท้อนความล่าช้าของการพัฒนา เงินลงทุนที่สูงกว่าคาด และผลกระทบจากการด้อยค่าในโครงการ Yunlin ไปแล้ว ทำให้มูลค่าพื้นฐานดูน่าสนใจที่เพียง 5 เท่า PE และ 0.5 เท่า P/BV และยังมีอัตราผลตอบแทนปันผลถึง 6% ในปี 2024F 2) โครงการ Yunlin ได้เริ่มการ COD ไปครึ่งหนึ่งของแผนกำลังการผลิตเมื่อปลายปีที่แล้ว และคาดว่าจะเริ่มดำเนินงานทั้งหมดในที่สุดได้ใน 3Q24F 3) เราคาดว่ากำไรเติบโต 6/14% ในปี 2024-25F จากส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐฯ และโครงการ Yunlin โดยเรายังไม่ได้รวมผลบวกจากการที่ EGCO มีแผนจะซื้อโรงไฟฟ้าที่ดำเนินงานแล้วปีละ 1.0GW และโอกาสการเติบโตกำลังการผลิตพลังงานทดแทนที่เพิ่มขึ้นจากแผน PDP ใหม่ ในประมาณการของเรา

ความกังวลต่อโครงการ Yunlin ใกล้สิ้นสุด

EGCO ลงทุนในสัดส่วน 25% ในโครงการ Yunlin ขนาดกำลังการผลิตรวม 640MW ตั้งแต่ปี 2021 และใส่เงินลงทุนไปในโครงการแล้วราว 2.4 หมื่น ลบ. เดิมที Yunlin มีกำหนดการ COD ในปี 2022 แต่เมื่อปลายปี 2023 ที่ผ่านมามีความล่าช้าและเงินลงทุนที่มากกว่าคาด ทำให้ EGCO ต้องด้อยค่าเงินลงทุนส่วนใหญ่ใน Yunlin ในช่วงปี 2022-23 โดยปัจจุบัน EGCO คาดว่าโครงการจะดำเนินงานกำลังการผลิตได้ทั้งหมดภายใน 3Q24F เรายังคาดว่า Yunlin สร้างกำไรในรูปของส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมให้ EGCO ได้ 260/300 ลบ. ในปี 2025-26F จากขาดทุน 1,500/200 ลบ. ในปี 2023-24F

โครงการในสหรัฐฯ

EGCO ได้เข้าซื้อกลุ่มโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซธรรมชาติสามแห่งในสหรัฐฯ "Compass" ขนาดกำลังการผลิตรวมตามสัดส่วนการถือหุ้น 652MW แล้วเสร็จเมื่อต้นปีนี้ ซึ่งเป็นการเข้าซื้อกิจการที่สามและเป็นการซื้อโครงการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติที่ใหญ่ที่สุด หลังการเข้าซื้อโครงการ Linden ขนาด 272MW ในปี 2021 และโรงไฟฟ้า Riscow ขนาด 298MW ในปี 2023 เราคาดการณ์การเข้าซื้อกิจการครั้งนี้ และการฟื้นตัวของปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำจะหนุนให้กำไร EGCO เติบโต 6% ในปี 2024F แม้ผลการดำเนินงานของโครงการ IPP จะอ่อนแอลง เราคาดว่ากำไรเติบโตเร่งตัวเป็น 15% ในปีจากการรับรู้กำไรเต็มปีจากโครงการ Yunlin

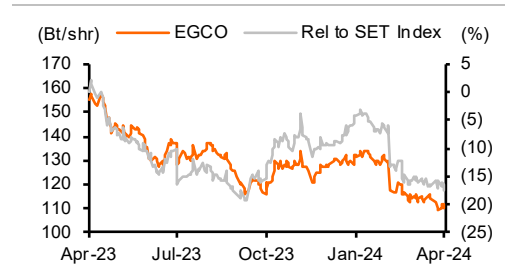
มูลค่าพื้นฐานไม่แพง

เราปรับราคาเป้าหมาย (ปี 2024F) ลงเหลือ 130 บาท (จาก 160 บาท) เพื่อสะท้อนผลจากการด้อยค่าในโครงการ Yunlin ที่มากกว่าคาด แต่เราเชื่อว่าปัจจัยลบด้านราคาหุ้นได้สะท้อนแล้ว และ Yunlin กำลังทยอยเริ่มดำเนินการผลิต เรายังมองว่ามี upside ถึง 18% จากราคาเป้าหมายของเรา บนมูลค่าพื้นฐานที่ PE เพียง 5 เท่า และ P/BV 0.5 เท่าในปี 2024F และอัตราผลตอบแทนปันผล 6% ภายใต้ประมาณการของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	49,627	46,173	42,998	36,379
Net profit	(8,384)	10,664	12,169	10,662
Consensus NP	—	8,506	8,753	7,913
Diff frm cons (%)	—	25.4	39.0	34.7
Norm profit	10,098	10,664	12,169	10,662
Prev. Norm profit	—	9,775	10,479	9,492
Chg frm prev (%)	—	9.1	16.1	12.3
Norm EPS (Bt)	19.2	20.3	23.1	20.3
Norm EPS grw (%)	(20.3)	5.6	14.1	(12.4)
Norm PE (x)	5.7	5.4	4.8	5.4
EV/EBITDA (x)	18.2	17.6	15.5	19.2
P/BV (x)	0.6	0.5	0.5	0.5
Div yield (%)	5.9	5.9	5.9	5.9
ROE (%)	9.0	9.8	10.4	8.6
Net D/E (%)	87.1	74.3	58.9	46.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Apr-24 (Bt)	110.00
Market Cap (US\$ m)	1,563.7
Listed Shares (m shares)	526.5
Free Float (%)	44.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.2
12M Price H/L (Bt)	157.50/109.50
Sector	Utilities
Major Shareholder	EGAT 25.41%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P47

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การบริการแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: 12-month SOTP-derived DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

Projects	Valuation method	WACC	Value (Bt/share)
TH Conventional - IPP			56.2
- BLCP	DCF	0.0%	13.3
- GPG	DCF	7.3%	19.1
- KEGCO	DCF	4.7%	23.8
TH Conventional - SPP			9.1
- EGCO Cogen	DCF	6.7%	0.2
- BPU	DCF	6.7%	6.8
- KLU	DCF	6.7%	2.2
TH Renewables			21.4
- Roi-et Green	DCF	4.6%	0.1
- GYG	DCF	4.6%	1.1
- NED	DCF	4.9%	2.7
- SPP 2-5	DCF	4.6%	1.6
- GPS	DCF	7.2%	2.2
- Solarco	DCF	4.3%	5.8
- CWF	DCF	4.8%	6.7
- TWF	DCF	5.1%	1.2
Overseas power plants			201.1
- Laos hydro	DCF	5.6%	46.4
- Australia wind	DCF	6.3%	8.1
- Philippines coal	DCF	9.4%	22.1
- Korea gas	DCF	5.4%	58.7
- Taiwan wind	DCF	5.4%	3.1
- US gas	DCF	5.9%	62.7
Subtotal - existing projects			287.8
Other businesses & net debts			(157.9)
Grand total			130.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ธุรกิจของบริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน) (EGCO) ดำเนินธุรกิจและลงทุนในโรงไฟฟ้าทั่วโลกด้วยเชื้อเพลิงหลายประเภท เช่น ก๊าซธรรมชาติ ถ่านหิน พลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม และพลังงานน้ำ โดยมีกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 6.8GW ณ ปี 2023F โดยมีเป้าหมายการเติบโตของกำลังการผลิตที่ 1.0GW ต่อปี EGCO ยังให้บริการเดินเครื่องและบำรุงรักษา (O&M) และงานก่อสร้างทางวิศวกรรมแก่อุตสาหกรรมไฟฟ้าและน้ำมันและก๊าซอีกด้วย นอกจากนี้บริษัทฯ กำลังจัดตั้งธุรกิจเทคโนโลยีพลังงานใหม่ โดยมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่รายหนึ่งคือการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพโครงข่ายไฟฟ้าของประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

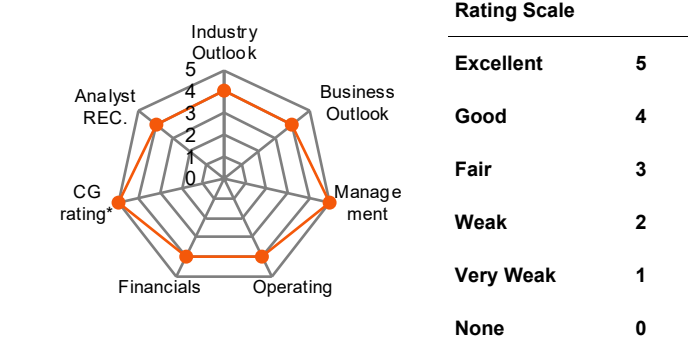
S — Strength

- มีการดำเนินงานที่มีลักษณะ defensive ค่าไฟฟ้าที่กำหนดไว้ตามอายุในสัญญา PPAs ซึ่งสร้างรายได้ และกำไรที่แน่นอนให้บริษัทฯ
- เข้าถึงแหล่งเงินทุนที่ถูก เนื่องจากธุรกิจมีความเสี่ยงต่ำโดยธรรมชาติ และมีผู้ถือหุ้นที่น่าเชื่อถือ และมีชื่อเสียง

O — Opportunity

- การขยายกำลังการผลิตจำนวนมากในประเทศในเอเชีย ทั้งกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานทั่วไปและพลังงานทดแทน
- โอกาสในการนำเข้า LNG ในอาเซียน

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าใหม่อาจจะส่งผลต่อกำลังการผลิตและทำให้ต้นทุน O&M เพิ่มขึ้น
- ค่าไฟฟ้าที่ลดลงจากโครงการใหม่ เนื่องจากแนวโน้มของโลก
- กระบวนการตัดสินใจช้า เนื่องจากรัฐวิสาหกิจเป็นหนึ่งในผู้ถือหุ้นรายใหญ่

T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านกฎหมาย และความเข้มงวดด้านสิ่งแวดล้อมมาก โดยเฉพาะการขยายตัวในต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	147.38	130.00	-12%
Net profit 24F (Bt m)	8,506	10,664	25%
Net profit 25F (Bt m)	8,753	12,169	39%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 4	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2024-25F ของเรสูงกว่าของตลาดฯ 25/39% เชื่อว่าเป็นเพราะเราให้สมมติฐานในเชิงรุกมากขึ้นจากราคาโครงการพลังงานลมนอกชายฝั่ง - Yunlin
- แต่อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า 12% เนื่องจากเรามิ่มุมมองที่ระมัดระวังมากกว่าตลาดเรื่องความสามารถในการได้มาซึ่งโครงการใหม่ของ EGCO

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

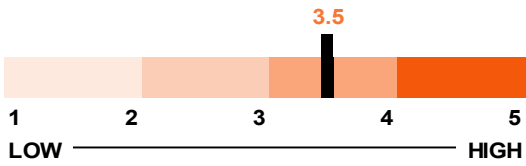
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความต้องการไฟฟ้าที่อ่อนแอกว่าที่คาดในประเทศที่โรงไฟฟ้าหลักของ EGCO ที่ตั้งอยู่ใน เช่น ฟิลิปปินส์ เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา จะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของโรงไฟฟ้าเหล่านั้นลดลง และจะเป็นความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- ราคาเชื้อเพลิงที่พุ่งสูงขึ้นอาจส่งผลให้อัตรากำไรของบางโครงการหดตัว ซึ่งเป็นความเสี่ยงด้านลบอีกประการหนึ่งต่อตัวเลขของเรา
- การปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยทั่วโลกที่เร็วหรือมากกว่าคาด อาจกดดันผลตอบแทนจากการลงทุนในขนาดของ EGCO และอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อการประเมินมูลค่าของเรา

Source: Thanachart

EGCO ดำเนินงานธุรกิจโรงไฟฟ้า 6.8GW ณ ปี 2023F ซึ่ง 63% ใช้เชื้อเพลิง ก๊าซธรรมชาติ 20% เป็นถ่านหิน และอีก 17% เป็นพลังงานทดแทน โดยเพียง 46% ของกำลังการผลิตอยู่ในไทย และ 54% อยู่ในต่างประเทศ (เช่น ลาว ฟิลิปปินส์ เกาหลีใต้ และสหรัฐฯ) เราให้คะแนน ESG ที่ 3.5 เพื่อสะท้อนถึง เป้าหมายที่ชัดเจน และมุ่งเน้นไปที่เทคโนโลยีพลังงานที่เป็นนวัตกรรมเพื่อ ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกจากโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิง และมี โรงไฟฟ้าถ่านหินปริมาณมาก และการทำกิจกรรมเพื่อสังคมและส่วนรวมที่ ชัดเจน

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
EGCO	YES	AA	YES	BB	49.34	67.73	85.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- EGCO มีเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมที่ชัดเจน โดยตั้งเป้าจะมี 30% ของกำลังการผลิตมาจากพลังงานหมุนเวียนภายในปี 2030 (จาก 18% ในปี 2022) ซึ่งคาดว่าจะลดความเข้มข้นของการปล่อยคาร์บอนลงได้ 10% จากปีฐาน 2022 และตั้งเป้าหมายการเข้าสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050 และปล่อยคาร์บอนเป็นศูนย์ภายในปี 2065 - EGCO ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ 0.49 ตันเทียบเท่าต่อการผลิตไฟฟ้าเมกะวัตต์-ชั่วโมงในปี 2022 ซึ่งคงที่จากปีที่แล้ว แต่อาจเกินเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ 0.503 ตัน - EGCO ใช้หลักการ “3Rs” (ลด ใช้ซ้ำ และรีไซเคิล) เพื่อรักษาแหล่งน้ำสำหรับการดำเนินงานของตนเอง และป้องกันผลกระทบที่ไม่เอื้ออำนวยต่อสิ่งแวดล้อมโดยรอบ ขั้นตอนเดียวกันนี้ขยายไปถึงแนวทางการจัดการเชื้อเพลิงเพื่อให้แน่ใจว่ามีการจ่ายเชื้อเพลิงเพียงพอสำหรับการผลิตไฟฟ้า
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- EGCO ยึดตามหลักการชี้แนะของสหประชาชาติ (UNGP) ว่าด้วยสิทธิมนุษยชนในการปกป้องพนักงานจากการเลือกปฏิบัติและการล่วงละเมิด โดยเฉพาะการใช้แรงงานเด็กและการค้ามนุษย์ โดยได้ขยายนโยบายดังกล่าวไปถึงคู่ค้าและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดที่เกี่ยวข้อง - EGCO ได้กำหนดเป้าหมายระยะยาวที่มั่นคงสำหรับแผนการจัดการพนักงาน มีแผนสำหรับโปรแกรมการวางแผนสืบทอดตำแหน่งพนักงาน 100% เพื่อรับรองความยั่งยืนในการปฏิบัติงาน นอกจากนี้ยังตั้งเป้าหมายที่จะเพิ่มพนักงานหญิงให้กลายเป็น 30% ของพนักงานทั้งหมดภายในปี 2025 - EGCO มีผู้ถือหุ้นหลัก (25%) คือ การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) ซึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจ จึงมีการทำงานร่วมกันอย่างเข้มข้นด้านกิจกรรมลดผลกระทบจากการดำเนินงานที่มีต่อชุมชน บริษัทได้ริเริ่มโครงการหลายด้านเพื่อสนับสนุนการจ้างงานในท้องถิ่น พัฒนาทักษะและให้การศึกษาแก่เด็กในชุมชน และปรับปรุงคุณภาพชีวิตของชาวบ้าน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการของ EGCO ประกอบด้วยสมาชิก 15 คน ซึ่งถือว่าใหญ่เกินไปในความเห็นของเรา นอกจากนี้ส่วนใหญ่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ทำให้เหลือกรรมการอิสระเพียง 6 คนเท่านั้น - EGCO มีการแจ้งแผนการลงทุนให้สาธารณชนทราบได้อย่างชัดเจน อย่างไรก็ตามโครงการที่ลงทุนส่วนใหญ่อยู่นอกงบดุล ดังนั้นจึงยากที่จะติดตามผลการดำเนินงานอย่างใกล้ชิด - เราชอบพอร์ตผลิตภัณฑ์ไฟฟ้าที่มีความหลากหลายของ EGCO ทั้งในแง่ของประเภทเชื้อเพลิงและเทคโนโลยีการผลิต และความหลากหลายทางภูมิศาสตร์ในประเทศที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนาทั่วทั้งภูมิภาค - เรายังขอความคิดเห็นในการใช้ประโยชน์จากงบดุลที่แข็งแกร่ง ด้วยใช้กระแสเงินสดที่ยืดหยุ่นจากโรงไฟฟ้าที่ดำเนินงานอยู่ เพื่อลงทุนในเทคโนโลยีโซลูชันพลังงานที่เป็นนวัตกรรมใหม่เพื่อความยั่งยืนทางธุรกิจในระยะยาว ปัจจุบันบริษัทฯ มีความมุ่งมั่นอย่างยิ่งในการนำเชื้อเพลิงไฮโดรเจนเข้าสู่อุตสาหกรรมการผลิตไฟฟ้าเพื่อช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนให้กับประเทศไทย

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	59,632	49,627	46,173	42,998	36,379
Cost of sales	50,512	40,916	38,290	34,894	30,639
Gross profit	9,120	8,711	7,883	8,105	5,740
% gross margin	15.3%	17.6%	17.1%	18.8%	15.8%
Selling & administration expenses	2,754	3,537	2,978	2,857	2,697
Operating profit	6,366	5,174	4,905	5,248	3,043
% operating margin	10.7%	10.4%	10.6%	12.2%	8.4%
Depreciation & amortization	3,285	3,040	3,114	3,114	3,115
EBITDA	9,651	8,213	8,019	8,362	6,158
% EBITDA margin	16.2%	16.5%	17.4%	19.4%	16.9%
Non-operating income	2,093	3,657	1,101	1,142	1,160
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,019)	(4,829)	(5,188)	(4,878)	(4,464)
Pre-tax profit	4,440	4,001	818	1,512	(261)
Income tax	1,120	1,029	204	378	0
After-tax profit	3,320	2,972	613	1,134	(261)
% net margin	5.6%	6.0%	1.3%	2.6%	-0.7%
Shares in affiliates' Earnings	9,300	7,123	10,060	11,044	10,932
Minority interests	57	2	(10)	(9)	(8)
Extraordinary items	(9,994)	(18,482)	0	0	0
NET PROFIT	2,683	(8,384)	10,664	12,169	10,662
Normalized profit	12,677	10,098	10,664	12,169	10,662
EPS (Bt)	5.1	(15.9)	20.3	23.1	20.3
Normalized EPS (Bt)	24.1	19.2	20.3	23.1	20.3

Earnings base is likely to remain stable

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	61,649	54,710	61,871	66,391	70,352
Cash & cash equivalent	37,458	28,862	35,000	40,000	45,000
Account receivables	10,123	6,523	6,325	5,890	4,983
Inventories	4,180	4,150	4,196	3,824	3,358
Others	9,888	15,175	16,350	16,677	17,011
Investments & loans	113,899	115,835	116,911	116,911	116,911
Net fixed assets	48,160	46,936	45,325	42,713	40,102
Other assets	30,335	25,751	25,231	24,752	24,310
Total assets	254,043	243,233	249,339	250,767	251,675
LIABILITIES:					
Current liabilities:	31,373	22,873	27,258	25,858	24,517
Account payables	6,322	4,115	4,721	4,302	3,777
Bank overdraft & ST loans	56	0	0	0	0
Current LT debt	20,528	14,096	17,785	16,702	15,783
Others current liabilities	4,467	4,662	4,753	4,854	4,956
Total LT debt	94,026	106,465	100,780	94,646	89,437
Others LT liabilities	7,847	8,669	8,823	9,029	9,239
Total liabilities	133,246	138,007	136,861	129,533	123,193
Minority interest	303	299	309	318	326
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	4,038	277	277	277	277
Retained earnings	102,590	90,784	98,026	106,773	114,014
Shareholders' equity	120,494	104,927	112,169	120,916	128,156
Liabilities & equity	254,043	243,233	249,339	250,767	251,675

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	4,440	4,001	818	1,512	(261)
Tax paid	(1,120)	(1,029)	(204)	(378)	0
Depreciation & amortization	3,285	3,040	3,114	3,114	3,115
Chg In working capital	(2,355)	1,423	757	388	849
Chg In other CA & CL / minorities	9,473	1,878	9,300	10,845	10,728
Cash flow from operations	13,723	9,313	13,785	15,482	14,430
Capex	(1,847)	(1,816)	(1,500)	(500)	(500)
Right of use	40	29	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	1,779	154	(325)	(27)	(28)
LT loans & investments	10,563	(1,937)	(1,076)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(12,457)	(11,915)	721	733	698
Cash flow from investments	(1,922)	(15,483)	(2,230)	156	120
Debt financing	3,390	4,757	(1,996)	(7,216)	(6,128)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,422)	(3,424)	(3,422)	(3,422)	(3,422)
Warrants & other surplus	7,793	(3,760)	0	0	0
Cash flow from financing	7,760	(2,426)	(5,418)	(10,638)	(9,550)
Free cash flow	11,875	7,498	12,285	14,982	13,930

Cash generation from existing power plants remains resilient

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	4.6	5.7	5.4	4.8	5.4
Normalized PE - at target price (x)	5.4	6.8	6.4	5.6	6.4
PE (x)	21.6	na	5.4	4.8	5.4
PE - at target price (x)	25.5	na	6.4	5.6	6.4
EV/EBITDA (x)	14.0	18.2	17.6	15.5	19.2
EV/EBITDA - at target price (x)	15.1	19.5	19.0	16.7	20.9
P/BV (x)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
P/CFO (x)	4.2	6.2	4.2	3.7	4.0
Price/sales (x)	1.0	1.2	1.3	1.3	1.6
Dividend yield (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
FCF Yield (%)	20.5	12.9	21.2	25.9	24.1
(Bt)					
Normalized EPS	24.1	19.2	20.3	23.1	20.3
EPS	5.1	(15.9)	20.3	23.1	20.3
DPS	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
BV/share	228.9	199.3	213.1	229.7	243.4
CFO/share	26.1	17.7	26.2	29.4	27.4
FCF/share	22.6	14.2	23.3	28.5	26.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

EGCO's valuations look attractive, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	66.1	(16.8)	(7.0)	(6.9)	(15.4)
Net profit (%)	(34.6)	na	na	14.1	(12.4)
EPS (%)	(34.6)	na	na	14.1	(12.4)
Normalized profit (%)	23.6	(20.3)	5.6	14.1	(12.4)
Normalized EPS (%)	23.6	(20.3)	5.6	14.1	(12.4)
Dividend payout ratio (%)	127.5	(40.8)	32.1	28.1	32.1
Operating performance					
Gross margin (%)	15.3	17.6	17.1	18.8	15.8
Operating margin (%)	10.7	10.4	10.6	12.2	8.4
EBITDA margin (%)	16.2	16.5	17.4	19.4	16.9
Net margin (%)	5.6	6.0	1.3	2.6	(0.7)
D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.1	1.1	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.9	0.7	0.6	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	1.6	1.1	0.9	1.1	0.7
Interest coverage - EBITDA (x)	2.4	1.7	1.5	1.7	1.4
ROA - using norm profit (%)	5.1	4.1	4.3	4.9	4.2
ROE - using norm profit (%)	10.8	9.0	9.8	10.4	8.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	2.8	2.6	0.6	1.0	na
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
- operating margin (%)	14.2	17.8	13.0	14.9	na
- leverage (x)	2.1	2.2	2.3	2.1	2.0
- interest burden (%)	52.5	45.3	13.6	23.7	(6.2)
- tax burden (%)	74.8	74.3	75.0	75.0	na
WACC (%)	7.2	7.2	7.2	7.7	7.7
ROIC (%)	2.3	1.9	1.9	2.0	1.2
NOPAT (Bt m)	4,760	3,843	3,679	3,936	2,282
invested capital (Bt m)	197,645	196,625	195,734	192,264	188,377

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 57.00

(From: Bt 58.00)

26 APRIL 2024

Upside : 16.9%

Global Power Synergy (GPSC TB)

ได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของ SPP

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" GPSC ด้วยมีเรื่องราวการฟื้นตัวของโรงไฟฟ้า SPP และการเติบโตโครงการพลังงานทดแทนในต่างประเทศ เรามอง GPSC เป็นตัวเลือกการลงทุนพลังงานทดแทนที่ดีที่สุดในกลุ่มฯ โดยสัดส่วนกำไรพลังงานทดแทนเพิ่มเป็นเกือบครึ่งของฐานกำไรปี 2028F จาก 23% ในปีนี้

NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

มีเรื่องราวการฟื้นตัวของกำไร

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภคไทย "PDP ใหม่เป็นปัจจัยหนุน" วันที่ 26 เมษายน 2024 เรายังแนะนำ "ซื้อ" GPSC ซึ่งเป็นอีก Top Pick ในกลุ่มฯของเรา ร่วมกับ บมจ.กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ (GULF "ซื้อ") บนการฟื้นตัวที่แข็งแกร่ง โดยเราคาด GPSC จะมี EPS เติบโต 28/49/15% ในปี 2024-26F หนุนโดย 1) อัตรากำไรโรงไฟฟ้า SPP ที่กลับสู่ปกติจากการลดต้นทุนราคาไฟฟ้าและราคา pool gas ลดลง และ 2) กำไรที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนที่ลงทุนไว้ในต่างประเทศ ดูบทวิเคราะห์ GPSC "ฟื้นตัวแข็งแกร่ง" วันที่ 16 กุมภาพันธ์ 2024 ประมาณการกำไรของเรายังอิงเฉพาะจากโครงการที่มีอยู่ในปัจจุบัน และยังไม่ได้รวมโอกาสการเติบโตจาก PDP ใหม่ เราปรับกำไรปี 2024-26F ลง 3/8/3% จากราคาพลังงานโลกที่สูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ราคาเป้าหมาย (ปี 2024F) จึงลดลงเหลือ 57 บาท (จากเดิม 58 บาท)

SPP มีความเสี่ยงด้านนโยบายที่ลดลง

SPP คิดเป็น 35% ของกำลังการผลิตรวมของ GPSC และ 60% ของฐานกำไร ในปี 2023 แต่หลังจากราคา pool gas เริ่มปรับลดลงตามราคาพลังงานโลกที่เริ่มเข้าสู่ภาวะปกติ หลังปรับขึ้นอย่างมากในปี 2022 รวมถึงการเปลี่ยนสูตรราคา pool gas เพื่อลดต้นทุนราคาก๊าซในประเทศให้ลดลง เราคาดว่ากำไรขั้นต้นของโรงไฟฟ้า SPP ของ GPSC จะอยู่ที่ 1.2/1.2 บาท/kWh ในปี 2024-25F (เทียบกับ 0.4/0.9 บาท ในปี 2022-23) ทั้งนี้ในอดีตที่ผ่านมา ความเสี่ยงด้านนโยบายของโรงไฟฟ้า SPP เกิดจากการที่รัฐบาลตรึงราคาไฟฟ้า แม้ต้นทุนเชื้อเพลิงจะเพิ่มขึ้นมาก แต่ตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมาเรามองว่าความเสี่ยงด้านนโยบายดังกล่าวถูกผลักไปยังผู้จำหน่ายก๊าซธรรมชาติ (เช่น กลุ่ม ปตท.) มากขึ้น ผ่านการปรับโครงสร้างราคาก๊าซ และเราเชื่อว่ารัฐบาลยังหาแนวทางในการลดราคาก๊าซในประเทศลงอีก

มีสัดส่วนพลังงานทดแทนที่เพิ่มขึ้น

เราคาดกำลังการผลิตจากพลังงานทดแทนจะคิดเป็น 62% ของกำลังการผลิตรวมของ GPSC และ 42% ของฐานกำไรในปี 2028F เราคาดโรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่งในใต้หวันขนาด 149MW ตามสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทฯ จะสร้างกำไรได้ 0.9/1.5 พันลบ. ในปี 2024-25F หลังดำเนินงานได้เต็มกำลังการผลิตตั้งแต่ 3Q24F และคาด Avadaa Energy ที่ลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในอินเดียซึ่ง GPSC ถือหุ้น 43% จะขยายกำลังการผลิตได้ตามเป้าหมายที่ 11GW และสร้างกำไรได้ 2.2 พันลบ. ในปี 2028F (จาก 0.5 พันลบ. ในปี 2024F) โครงการพลังงานทดแทนเหล่านี้เป็นปัจจัยหลักหนุนกำไรของ GPSC ในช่วงสามปีข้างหน้า

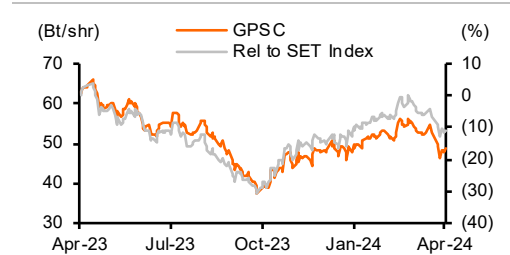
มี Upside จาก PDP ใหม่

เราคาดว่า GPSC จะเข้าร่วมประมูลโครงการพลังงานทดแทนในประเทศ ทั้งแผนการประมูล PPAs พลังงานทดแทน 3.6GW ที่จะเกิดขึ้นภายในปี 2025F ทั้งนี้ GPSC ได้ PPA มาเพียง 8MW จากการประมูลโครงการ 'RE Proposal' ครั้งก่อน (จากโควตา 5.2GW) ในปี 2023 แต่ด้วยโควตา PPA ที่มากขึ้นจาก PDP ใหม่ เราคาดว่า GPSC จะชนะ PPA มากขึ้นจากการประมูลโควตาพลังงานทดแทนเดิมอีก 3.6GW ที่จะเกิดขึ้นในปีนี้ และอีก 28GW จาก PDP ใหม่ ซึ่งเรายังคงไม่รวมในตัวเลขของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	90,303	100,012	91,356	88,205
Net profit	3,694	4,613	6,877	7,896
Consensus NP	—	5,328	6,727	7,191
Diff frm cons (%)	—	(13.4)	2.2	9.8
Norm profit	3,596	4,613	6,877	7,896
Prev. Norm profit	—	4,773	7,505	8,158
Chg frm prev (%)	—	(3.4)	(8.4)	(3.2)
Norm EPS (Bt)	1.3	1.6	2.4	2.8
Norm EPS grw (%)	1,551.6	28.3	49.1	14.8
Norm PE (x)	38.2	29.8	20.0	17.4
EV/EBITDA (x)	14.9	14.5	13.3	11.8
P/BV (x)	1.3	1.3	1.2	1.2
Div yield (%)	1.5	1.8	2.8	3.2
ROE (%)	3.4	4.3	6.2	6.9
Net D/E (%)	102.8	98.5	95.8	78.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Apr-24 (Bt)	48.75
Market Cap (US\$ m)	3,711.8
Listed Shares (m shares)	2,819.7
Free Float (%)	24.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.0
12M Price H/L (Bt)	66.00/37.50
Sector	Utilities
Major Shareholder	PTT Group 67.27%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P54

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Our 12-month DCF-derived Valuation Plus Potential Capacity

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	17,578	19,258	20,161	20,275	18,656	18,690	17,577	17,625	17,675	17,724	17,774	17,825	
Free cash flow	6,548	232	19,551	19,606	17,843	17,586	16,698	16,533	16,583	16,640	16,699	16,765	
PV of free cash flow	6,204	207	16,420	15,536	13,338	12,402	11,111	10,037	9,457	8,916	8,406	7,929	110,009
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.8												
WACC (%)	5.5												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	229,971												
Net debt (2023A)	120,778												
Minority interest	11,330												
Equity value	97,863												
# of shares (m)	2,820												
Equity value / share (Bt)	34.7												

	Valuation method	WACC	Equity value	Value per share (Bt)
BIC	DCF	5.1%	1,258	0.4
TSR/SSE	DCF	6.4%	2,142	0.8
NNEG	DCF	5.0%	3,137	1.1
GRP	DCF	6.7%	1,359	0.5
NL1PC	DCF	5.0%	3,012	1.1
RPCL	DCF	4.8%	905	0.3
XPCL	DCF	5.8%	18,572	6.6
Avaada	DCF	7.1%	16,522	5.9
Taiwan wind farms	DCF	5.8%	16,054	5.7
Total				22.3
Grand total				57.0

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (GPSC) ก่อตั้งขึ้นในเดือนมกราคม 2013 โดยเป็นบริษัทแกนนำของกลุ่ม ปตท. ในธุรกิจไฟฟ้า GPSC ผลิตและจำหน่ายไฟฟ้า ไอน้ำ และน้ำเพื่อการอุตสาหกรรม (Processed Water) ให้แก่ลูกค้าระบบกริดแห่งชาติและลูกค้าอุตสาหกรรมทั่วประเทศ ไทย GPSC เข้าซื้อกิจการบริษัท โกลว์ พลังงาน ซึ่งทำให้กำลังการผลิตไฟฟ้าเพิ่มเป็นสองเท่าในเดือนมีนาคม 2019 โดยบริษัทฯ มีกำลังการผลิตไฟฟ้าในโรงไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 7.2GW (ทั้งในและต่างประเทศ) ซึ่ง 47% มาจากแหล่งพลังงานทดแทน ณ ปี 2023 ปัจจุบันกลยุทธ์มุ่งเน้นไปที่การขยายกำลังการผลิตพลังงานทดแทนในต่างประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เติบโตตามการขยายตัวของกลุ่ม PTT ในอนาคต
- ชื่อเสียงอันแข็งแกร่งของกลุ่ม ปตท. ช่วยปูทางให้ธุรกิจเติบโตในระดับภูมิภาค
- เข้าถึงต้นทุนทางการเงินในระดับต่ำ ด้วยเป็นบริษัทในเครือ PTT

O — Opportunity

- การขยายอุตสาหกรรมไฟฟ้าของประเทศเพื่อนบ้าน ทั้งการขยายในประเทศและต่างประเทศ ผ่านการพัฒนาโครงการใหม่และการควบรวมกิจการ
- เข้าไปยังอุตสาหกรรมยานยนต์ไฟฟ้า (EV) และระบบกักเก็บพลังงาน (ESS) ที่มีการเติบโตแบบ S-curve ใหม่ ผ่านการลงทุนในโรงงานผลิตแบตเตอรี่ Li-ion กับกลุ่ม PTT

CONSENSUS COMPARISON

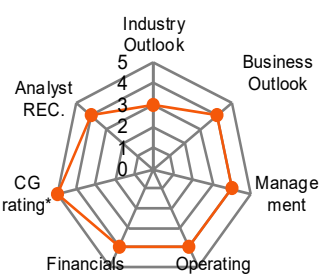
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	58.31	57.00	-2%
Net profit 24F (Bt m)	5,328	4,613	-13%
Net profit 25F (Bt m)	6,727	6,877	2%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการปี 2024F ของเรต่ำกว่าของ Bloomberg consensus 13% ซึ่งน่าจะเกิดจากการที่เราคาดให้สมมติฐาน gas pool ที่สูงขึ้นในปีนี้ แต่กำไรปี 2025F ของเรใกล้เคียงกับของตลาด
- ราคาเป้าหมายของเราก่อนช่วงสอคล้องกับตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG rating

W — Weakness

- ไม่มีประสบการณ์โดยตรงในการลงทุนในต่างประเทศ
- เข้าลงทุนในกลุ่มพลังงานทดแทน และแบตเตอรี่ Li-ion ช้า
- ข้อจำกัดด้านของ gearing จากกลุ่ม ปตท

T — Threat

- ศักยภาพในการเติบโตของการผลิตในตลาดภายในประเทศมีจำกัด เนื่องจากปัจจุบันประเทศไทยมีอัตราสำรองสูง ในขณะที่นโยบายของรัฐบาลในการประมูลพลังงานทดแทนยังคงช้า
- พึ่งพิงนโยบายของกลุ่มในการตัดสินใจลงทุนที่สำคัญ

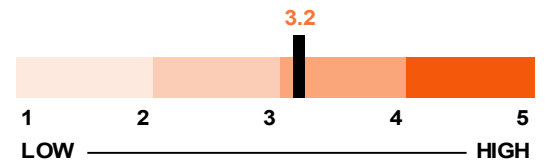
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวของอัตราค่าไฟของ SPP ที่ช้ากว่าคาด ไม่ว่าจากราคาก๊าซที่สูงขึ้น หรือการอุดหนุนค่าไฟฟ้าที่มากกว่า เป็นความเสี่ยงทางผลตอบแทนและการและราคาเป้าหมายของเรา
- ส่วนแบ่งกำไรที่ต่ำกว่าที่คาดจากโครงการพลังงานทดแทนที่กำลังพัฒนาในต่างประเทศ (โดยหลักคือ Avaada และ CFXD) ไม่ว่าจากการขยายกำลังการผลิตที่ช้าหรือผลตอบแทนของโครงการที่อ่อนแอ เป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญอีกประการหนึ่งต่อตัวเลขของเรา
- ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าที่คาดจากการลงทุนในอนาคต ทั้งในอุตสาหกรรมการผลิตไฟฟ้าหรือธุรกิจอื่นที่เกี่ยวข้อง เป็นความเสี่ยงด้านความยั่งยืนในระยะยาวสำหรับ GPSC

Source: Thanachart

GPSC เป็นบริษัทด้านสาธารณูปโภคของกลุ่ม PTT มีกำลังการผลิตไฟฟ้า 6.1GW ในปี 2022 โดยเป็น ก๊าซ 52% ถ่านหิน 17% และพลังงานทดแทน 31% นโยบาย ESG ของบริษัทฯ ค่อนข้างแข็งแกร่ง เนื่องจากต้องดำเนินการให้สอดคล้องกับกลุ่ม PTT ดังนั้นเราจึงให้คะแนน ESG ที่ 3.2 แต่เราเห็นปัจจัยลบบางประการเกี่ยวกับความยั่งยืนทางธุรกิจและด้านนวัตกรรม

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
GPSC	YES	AA	YES	B	62.22	56.78	85.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- GPSC มีเป้าหมายเดียวกันกับกลุ่ม ปตท. ในการบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050 และการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2060 ซึ่งเร็วกว่าเป้าหมายของประเทศเล็กน้อย แผนระยะสั้นของบริษัทฯ คือการเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนเป็น 45% ของกำลังการผลิตภายในปี 2025 (จาก 35% ในปี 2022) และลดการปล่อยคาร์บอนลง 35% ภายในปี 2030 จากฐานของปี 2020 - GPSC จัดสรรงบประมาณประจำปีสำหรับอุปกรณ์และเทคโนโลยีการลดการปล่อยมลพิษ ตามนโยบายการกำหนดราคาคาร์บอนภายในเพื่อลดมลพิษทางอากาศและน้ำจากโรงไฟฟ้า - บริษัทฯ ใช้แนวทาง 3Rs (Reduce, Reuse, Recycle) เพื่อลดการสร้างขยะจากทุกกิจกรรมทางธุรกิจ - GPSC ประหยัดการใช้ไฟฟ้าได้ 2.17MWh ในปี 2022 (จาก 1.78MWh ในปี 2021) ผ่านมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพและการลงทุนในโซลาร์รูฟท็อป ขณะที่การปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) อยู่ที่ 0.45kg เทียบเท่า CO2 ต่อ KWh ของการผลิตไฟฟ้าในปี 2022 สูงกว่าในปี 2021 เล็กน้อยที่อยู่ที่ 0.44kg
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- GPSC ยึดถือหลักการชี้แนะสหประชาชาติ (UN Guiding Principles: UNGP) ในการพัฒนานโยบายด้านสิทธิมนุษยชนเพื่อปกป้องสิทธิของพนักงานและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดโดยตรง - GPSC มุ่งมั่นที่จะจัดหาแพลตฟอร์มการพัฒนาตนเอง และสร้างเส้นทางอาชีพที่ชัดเจนให้กับพนักงาน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความเชื่อของบริษัทฯ ที่ว่าความสำเร็จของธุรกิจขึ้นอยู่กับ 1) แผนการสืบทอดตำแหน่งภายในองค์กร 2) การเตรียมความพร้อมเพื่อให้พนักงานทันต่อการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรม 3) สร้างขวัญกำลังใจ/ความสามัคคีในหมู่พนักงาน และ 4) การสร้างแบรนด์นายจ้างที่ดี - GPSC ให้ความร่วมมือกับหน่วยงานธุรกิจอื่นๆ ในกลุ่ม ปตท. ในการสนับสนุนการบริจาคเงินแก่ชุมชนรอบโรงไฟฟ้าและโรงงานอื่นๆ ซึ่งมีผลอย่างมากในการส่งเสริมเศรษฐกิจท้องถิ่นและคุณภาพชีวิต
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการของ GPSC ประกอบด้วยกรรมการ 14 คน ซึ่งในความเห็นของเราดูมากไป โดยมีกรรมการอิสระเพียง 6 คน (ไม่ถึงครึ่ง) สมาชิก 3 คนในคณะกรรมการบริหารเป็นผู้หญิง - เราเห็นว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีของ GPSC (รวมถึง ความโปร่งใส) นั้นแข็งแกร่งมาก ซึ่งสอดคล้องกับระเบียบปฏิบัติของกลุ่ม ปตท. - เรามีความกังวลเล็กน้อยเกี่ยวกับความยั่งยืนทางธุรกิจของ GPSC เนื่องจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้าสำหรับโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่บางแห่งกำลังจะหมดอายุลง และปัจจุบันดูเหมือนจะเป็นเรื่องยากที่จะหาโอกาสในการลงทุนเพื่อซื้อโรงไฟฟ้าใหม่เพื่อชดเชยโรงเก่าท่ามกลางสถานการณ์ตลาดในปัจจุบัน - GPSC มีความคิดริเริ่มที่ดีผ่านการลงทุนในเทคโนโลยีแบตเตอรี่ Li-ion ของ 24M ในปี 2017 อย่างไรก็ตาม ยังไม่ถึงขั้นดำเนินการเชิงพาณิชย์ แม้ว่าจะมีการเปิดตัวต้นแบบผลิตภัณฑ์ต่างๆ ไปแล้ว โดยได้รับการสนับสนุนจากกลุ่ม ปตท.

Sources: Thanachart, Company note

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	123,685	90,303	100,012	91,356	88,205
Cost of sales	120,324	80,258	89,588	80,111	76,579
Gross profit	3,361	10,045	10,424	11,246	11,627
% gross margin	2.7%	11.1%	10.4%	12.3%	13.2%
Selling & administration expenses	1,817	2,250	2,295	2,410	2,458
Operating profit	1,544	7,795	8,129	8,836	9,169
% operating margin	1.2%	8.6%	8.1%	9.7%	10.4%
Depreciation & amortization	9,293	9,483	9,568	10,544	11,116
EBITDA	10,837	17,278	17,697	19,379	20,285
% EBITDA margin	8.8%	19.1%	17.7%	21.2%	23.0%
Non-operating income	1,076	1,238	1,204	1,122	1,094
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,299)	(5,297)	(5,654)	(5,164)	(4,591)
Pre-tax profit	(1,679)	3,736	3,679	4,794	5,671
Income tax	(746)	405	441	719	851
After-tax profit	(932)	3,331	3,238	4,075	4,821
% net margin	-0.8%	3.7%	3.2%	4.5%	5.5%
Shares in affiliates' Earnings	1,716	1,202	2,286	3,948	4,431
Minority interests	(566)	(937)	(910)	(1,146)	(1,355)
Extraordinary items	674	98	0	0	0
NET PROFIT	891	3,694	4,613	6,877	7,896
Normalized profit	218	3,596	4,613	6,877	7,896
EPS (Bt)	0.3	1.3	1.6	2.4	2.8
Normalized EPS (Bt)	0.1	1.3	1.6	2.4	2.8

*Strong turnaround from
SPP margin recovery and
rising renewable capacity*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	52,822	41,823	39,249	32,327	36,660
Cash & cash equivalent	14,236	13,197	10,000	5,000	10,000
Account receivables	20,178	10,886	10,960	10,012	9,666
Inventories	11,915	11,431	9,818	8,779	8,392
Others	6,494	6,310	8,471	8,536	8,602
Investments & loans	54,135	61,788	71,637	71,820	71,820
Net fixed assets	92,647	92,799	85,865	95,368	85,175
Other assets	89,206	85,293	83,225	81,158	79,094
Total assets	288,810	281,703	279,976	280,673	272,750
LIABILITIES:					
Current liabilities:	32,193	38,667	32,197	30,970	28,695
Account payables	10,887	7,060	6,627	5,926	5,665
Bank overdraft & ST loans	3,371	111	1,290	1,254	1,124
Current LT debt	11,457	26,960	19,154	18,618	16,688
Others current liabilities	6,478	4,537	5,127	5,172	5,218
Total LT debt	123,033	106,904	108,538	105,502	94,567
Others LT liabilities	18,483	18,607	18,504	18,602	18,700
Total liabilities	173,710	164,178	159,240	155,075	141,962
Minority interest	10,370	11,330	12,240	13,386	14,741
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	(16,441)	(17,185)	(17,185)	(17,185)	(17,185)
Retained earnings	22,798	25,007	27,308	31,025	34,859
Shareholders' equity	104,730	106,195	108,496	112,213	116,047
Liabilities & equity	288,810	281,703	279,976	280,673	272,750

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	(1,679)	3,736	3,679	4,794	5,671
Tax paid	746	(405)	(441)	(719)	(851)
Depreciation & amortization	9,293	9,483	9,568	10,544	11,116
Chg In working capital	(7,232)	5,948	1,106	1,286	471
Chg In other CA & CL / minorities	4,787	(76)	714	3,928	4,269
Cash flow from operations	5,915	18,685	14,625	19,833	20,677
Capex	(6,179)	(9,460)	(2,515)	(19,925)	(800)
Right of use	116	(134)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	1,060	(449)	0	0	0
LT loans & investments	(16,475)	(7,653)	(9,849)	(183)	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	2,282	4,492	1,897	2,093	2,230
Cash flow from investments	(19,195)	(13,205)	(10,517)	(18,065)	1,380
Debt financing	18,220	(4,291)	(4,993)	(3,608)	(12,995)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,384)	(1,692)	(2,312)	(3,160)	(4,063)
Warrants & other surplus	(1,112)	(537)	0	0	0
Cash flow from financing	13,724	(6,520)	(7,305)	(6,768)	(17,057)
Free cash flow	(264)	9,225	12,110	(92)	19,877

Multiple investment pipelines to grow capacity during 2024-26F

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	631.3	38.2	29.8	20.0	17.4
Normalized PE - at target price (x)	738.2	44.7	34.8	23.4	20.4
PE (x)	154.2	37.2	29.8	20.0	17.4
PE - at target price (x)	180.3	43.5	34.8	23.4	20.4
EV/EBITDA (x)	24.1	14.9	14.5	13.3	11.8
EV/EBITDA - at target price (x)	26.2	16.3	15.8	14.5	13.0
P/BV (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
P/BV - at target price (x)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
P/CFO (x)	23.2	7.4	9.4	6.9	6.6
Price/sales (x)	1.1	1.5	1.4	1.5	1.6
Dividend yield (%)	1.0	1.5	1.8	2.8	3.2
FCF Yield (%)	(0.2)	6.7	8.8	(0.1)	14.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	1.3	1.6	2.4	2.8
EPS	0.3	1.3	1.6	2.4	2.8
DPS	0.5	0.7	0.9	1.3	1.5
BV/share	37.1	37.7	38.5	39.8	41.2
CFO/share	2.1	6.6	5.2	7.0	7.3
FCF/share	(0.1)	3.3	4.3	(0.0)	7.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Rich valuation of 30x PE in 2024F looks justified given its earnings turnaround

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	65.2	(27.0)	10.8	(8.7)	(3.4)
Net profit (%)	(87.8)	314.4	24.9	49.1	14.8
EPS (%)	(87.8)	314.4	24.9	49.1	14.8
Normalized profit (%)	(96.8)	1,551.6	28.3	49.1	14.8
Normalized EPS (%)	(96.8)	1,551.6	28.3	49.1	14.8
Dividend payout ratio (%)	158.2	56.5	55.0	55.0	55.0
Operating performance					
Gross margin (%)	2.7	11.1	10.4	12.3	13.2
Operating margin (%)	1.2	8.6	8.1	9.7	10.4
EBITDA margin (%)	8.8	19.1	17.7	21.2	23.0
Net margin (%)	(0.8)	3.7	3.2	4.5	5.5
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	0.4	1.5	1.4	1.7	2.0
Interest coverage - EBITDA (x)	2.5	3.3	3.1	3.8	4.4
ROA - using norm profit (%)	0.1	1.3	1.6	2.5	2.9
ROE - using norm profit (%)	0.2	3.4	4.3	6.2	6.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	3.2	3.0	3.7	4.2
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
- operating margin (%)	na	10.0	9.3	10.9	11.6
- leverage (x)	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4
- interest burden (%)	(64.1)	41.4	39.4	48.1	55.3
- tax burden (%)	na	89.2	88.0	85.0	85.0
WACC (%)	5.5	5.5	5.5	6.0	6.0
ROIC (%)	0.7	3.0	3.2	3.3	3.4
NOPAT (Bt m)	1,544	6,950	7,154	7,510	7,793
invested capital (Bt m)	228,355	226,973	227,478	232,587	218,426

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 54.00

(From: Bt 50.00)

26 APRIL 2024

Upside : 30.9%

Gulf Energy Dev. Pcl (GULF TB)

ได้ประโยชน์มากที่สุดจาก PDP ใหม่

GULF เป็น Top Pick ในกลุ่มสาธารณูปโภคของเรา โดยเรามองว่า GULF จะเป็นผู้ได้ประโยชน์สูงสุดจากแผน PDP ใหม่ ด้วยการมีศักยภาพสูงในการการประมูล PPA พลังงานทดแทน และโครงการทดแทน IPP เราดำเนินการ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 54 บาท/หุ้น



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

แนะนำ "ซื้อ" และเป็น Top Pick กลุ่มฯของเรา

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภคไทย "PDP ใหม่เป็นปัจจัยหนุน" วันที่ 26 เมษายน 2024 เรากำหนดคำแนะนำ "ซื้อ" GULF ซึ่งเป็น Top Pick ในกลุ่มฯ ของเรา 1) เรามองว่า GULF จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากแผน PDP ใหม่ ซึ่งเราคาดว่าจะมาพร้อมกับโควตาการผลิตพลังงานทดแทนในปริมาณมาก 2) ด้วยเป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าเอกชนรายใหญ่ที่สุด เราเชื่อว่า GULF เป็นผู้ทำหลักที่จะได้สิทธิการพัฒนาโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงฟอสซิลใหม่เพื่อทดแทนโรงไฟฟ้า IPP ราย 13GW ที่จะทยอยหมดอายุในช่วงปี 2026-35F 3) แม้ยังสร้างกำไรที่จำกัดในระยะสั้น แต่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานด้านก๊าซธรรมชาติของบริษัทน่าจะได้ประโยชน์จากการเปิดเสรีตลาดก๊าซธรรมชาติในอนาคต แม้จะยังไม่ได้รับโอกาสการเติบโตจาก PDP ใหม่ เรายังคงคาดว่า GULF เพิ่มขึ้น 15/18/10% ในปี 2024-26F จากโครงการที่ได้รับ PPA แล้ว

ผู้ทำหลักในการประมูล PPA ใหม่

GULF ชนะการประมูลสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) รวม 2.0GW จากการจากโควตาการผลิตรวม 5.2GW เมื่อ 1Q23 ทำให้เรากำหนดว่า GULF จะยังเป็นผู้เข้าประมูลที่แข็งแกร่งในอนาคต โดยมีข้อได้เปรียบจากขนาดการซื้ออุปกรณ์และการจัดหาผู้ผลิต และการเป็นผู้ดำเนินการโรงไฟฟ้าเอกชนรายใหญ่ที่สุดในประเทศและต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ เรามอง GULF เป็นผู้เล่นสำคัญที่อาจได้รับสิทธิพัฒนาโรงไฟฟ้าเพื่อทดแทนโครงการ IPP ที่กำลังจะหมดอายุในช่วงปี 2026-35F ราย 13GW ซึ่งน่าจะรวมอยู่ในแผน PDP ใหม่ การประเมินมูลค่าของเราอยู่บนสมมติฐานว่า GULF จะชนะ 1) PPA พลังงานทดแทน 1.0GW จากการประมูลปลายปีนี้ 2) PPA พลังงานทดแทน 8.0GW จาก PDP ใหม่ และ 3) โครงการทดแทน IPP 3.0GW

ธุรกิจก๊าซเกิดใหม่

GULF ได้ลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานด้านก๊าซธรรมชาติ ซึ่งมีแนวโน้มที่จะเปิดเสรีตลาดในอนาคต การลงทุนดังกล่าวประกอบด้วยท่อขนส่งก๊าซ ท่าเทียบเรือและสถานีรับ-จ่ายก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG Terminal) และใบอนุญาตนำเข้า LNG แม้เรามองว่าธุรกิจจะยังไม่สร้างผลตอบแทนมากในช่วงสั้น แต่ผลกำไรน่าจะเริ่มมีนัยสำคัญมากขึ้นตั้งแต่ปี 2028F

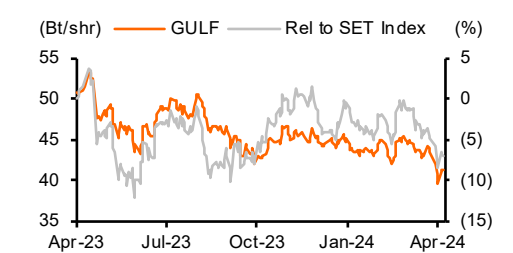
กำลังผลิตเติบโตต่อเนื่องไปยังปี 2033F

เรากำหนดกำลังการผลิตของ GULF เติบโต 8% ต่อปี ในอีกสิบปีข้างหน้าเป็น 13GW ในปี 2033F (จาก 6.1GW ในปี 2023) โดยอิงจากโครงการที่มี PPA แล้ว การเติบโตดังกล่าวมาจาก 1) กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 1.9GW ในโรงไฟฟ้า IPP เชื้อเพลิงก๊าซธรรมชาติ ที่จะเริ่มดำเนินงานในช่วงปี 2024-27F 2) กำลังการผลิต 2.0GW ของโครงการพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมที่ชนะการประมูลในปี 2023 ที่กำหนด COD ในช่วงปี 2025-30F และ 3) โรงไฟฟ้าพลังน้ำสามแห่งรวมกำลังการผลิต 1.0GW ที่จะเริ่มดำเนินการในปี 2030-33F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	114,054	145,316	161,336	163,940
Net profit	14,858	16,981	19,949	21,891
Consensus NP	—	18,546	21,261	23,600
Diff frm cons (%)	—	(8.4)	(6.2)	(7.2)
Norm profit	14,759	16,981	19,949	21,891
Prev. Norm profit	—	18,438	22,674	24,700
Chg frm prev (%)	—	(7.9)	(12.0)	(11.4)
Norm EPS (Bt)	1.3	1.4	1.7	1.9
Norm EPS grw (%)	28.0	15.1	17.5	9.7
Norm PE (x)	32.8	28.5	24.3	22.1
EV/EBITDA (x)	32.6	28.6	25.4	23.7
P/BV (x)	4.2	4.0	3.8	3.6
Div yield (%)	2.1	2.5	2.9	3.2
ROE (%)	13.0	14.3	16.0	16.7
Net D/E (%)	168.3	168.2	160.3	156.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Apr-24 (Bt)	41.25
Market Cap (US\$ m)	13,068.9
Listed Shares (m shares)	11,733.1
Free Float (%)	26.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	12.9
12M Price H/L (Bt)	53.25/39.50
Sector	Utilities
Major Shareholder	Mr. Sarath Rattanawadi 35.81%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P61

กรุณาดำเนินการตามฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Sum-of-the-Parts Valuation

SOTP Valuation	Equity value (Bt m)	Valuation method	WACC	Value (Bt/share)
Subsidiaries				
- GMP	41,291	DCF	4.4%	3.5
- GCG	1,014	DCF	5.0%	0.1
- GTN	1,510	DCF	5.6%	0.1
- Borkhum Riffgund	7,541	DCF	6.2%	0.6
- GSRC	40,102	DCF	4.2%	3.4
- GPD	42,349	DCF	4.4%	3.6
- Mab-Ta-Phut 3	35,788		20% IRR on project cost	3.1
- Domestic renewable (RE Proposal phase 1)	49,809	DCF	5.0%	4.2
- Hydropower projects in Laos	11,372	DCF	10.0%	1.0
Subtotal				19.7
Associates				
- GULF JP	12,113	DCF	4.4%	1.0
- Marafiq	5,768	DCF	5.7%	0.5
- Hin Kong	19,580	DCF	4.8%	1.7
- Burapa	6,765	DCF	4.3%	0.6
- Mekong wind	296	DCF	5.0%	0.0
- Gulf Gunkul	5,526	DCF	4.7%	0.5
- Jackson	18,750	DCF	6.4%	1.6
- UK Offshore	18,359	DCF	5.9%	1.6
- PTT NGD	25,920		15% IRR on project cost	2.2
- Lam Chabang 3	14,400		20% IRR on project cost	1.2
- One Bangkok	14,117		15% IRR on project cost	1.2
- M6, M81 motorways	23,000		10% IRR on project cost	2.0
Subtotal				14.0
Other investments				
- SPCG	1,072		10% discount from market price	0.1
- INTUCH	127,147	DCF	8.0%	10.8
- THCOM	6,237	DCF	8.2%	0.5
- 3BBIF	2,999	DDM	6.3%	0.3
- Datacenter partnership	8,173	DCF	7.6%	0.7
- Gulf Binance	4,214	DCF	10.0%	0.4
Subtotal				12.8
Potential projects				
- Domestic renewable (RE Proposal phase 2)	24,904	DCF	5.0%	2.1
- Renewable PPAs from PDP-2024 (8GW capacity)	39,847	DCF	8.0%	3.4
- Potential IPP replacement projects (3GW capacity)	24,000	DCF	8.0%	2.0
Subtotal				7.6
Grand Total				54.0

Sources: Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GULF) เป็นบริษัทผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ในไทย ที่มีความเชี่ยวชาญในโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ โดยมีกำลังการผลิตตามสัญญารวม 11.5GW ณ ปี 2023 ซึ่ง 6.6GW นั้นเริ่มดำเนินงานแล้ว GULF ยังมุ่งหากำลังการผลิตใหม่โดยเน้นโครงการพลังงานทดแทนเป็นสำคัญ GULF มีอีกธุรกิจหลักคือการให้บริการโทรคมนาคมผ่านการถือหุ้นทางอ้อมในบริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ซึ่งเป็นผู้ให้บริการโทรคมนาคมชั้นนำของไทย GULF ใช้กลยุทธ์ใช้กระแสเงินสดจากธุรกิจผลิตไฟฟ้าเพื่อขับเคลื่อนการเติบโตของธุรกิจ ผ่านการลงทุนในธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานอื่น เช่น มอเตอร์เวย์ ท่าเรือน้ำลึก และท่าเรือและสถานีรับจ่ายก๊าซธรรมชาติ (LNG)

Source: Thanachart

THANACHART’S SWOT ANALYSIS

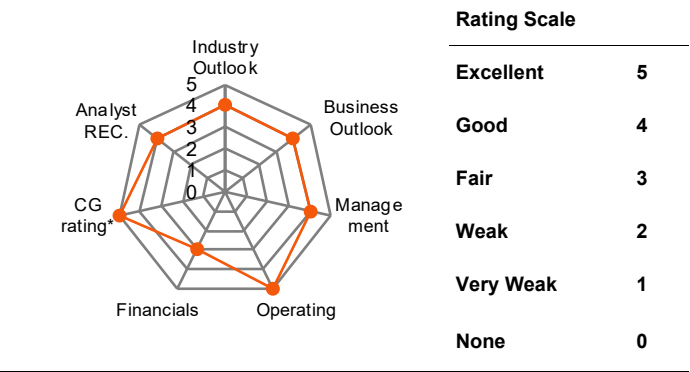
S — Strength

- มีพันธมิตรทางธุรกิจที่แข็งแกร่ง ซึ่งช่วยให้สามารถเข้าถึงต้นทุนทางการเงินที่ถูก และเทคโนโลยีที่ทันสมัยเพื่อพัฒนาประสิทธิภาพของโรงไฟฟ้า
- มีกำลังการผลิตขนาดใหญ่ผลักดันให้กำไรเติบโตต่อเนื่องไปจนถึงปี 2033F

O — Opportunity

- GULF มองหากำลังการผลิตใหม่ในอาเซียน และในประเทศ
- สำรวจธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานที่ไม่ใช่สาธารณูปโภคอื่นๆ ในเชิงรุกเพื่อขับเคลื่อนการเติบโต

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูง แม้ถูกออกแบบให้เป็นกลยุทธ์การเติบโตของธุรกิจของบริษัท และยังคงได้รับการสนับสนุนจากธนาคารในประเทศ

T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ โดยเฉพาะสำหรับโครงการในต่างประเทศ ซึ่งบริษัทฯ เริ่มให้ความสำคัญ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	54.83	54.00	-2%
Net profit 24F (Bt m)	18,546	16,981	-8%
Net profit 25F (Bt m)	21,261	19,949	-6%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2024-25F ของเรต่ำกว่าตลาด 8/6% น่าจะเป็นเพราะเราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อความสามารถในการทำกำไรของโรง IPPs ใหม่
- ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับประมาณการของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

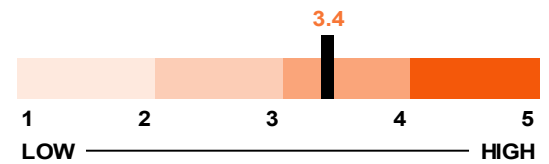
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ผลกระทบที่มากกว่าคาดจากอัตราค่าไฟที่หกดตัวของโรงไฟฟ้า SPP ทั้งจากราคาเชื้อเพลิงที่สูงขึ้น หรือการปรับราคาขายไฟฟ้าล่าช้าบนนโยบายอุดหนุนราคาไฟฟ้าของรัฐบาล เป็นความเสี่ยงด้านลบในระยะสั้นต่อประมาณการกำไรของเรา
- หาก GULF เติบโตกำลังการผลิตทั้งในและต่างประเทศได้น้อยกว่าคาดจะเป็นอีกความเสี่ยงต่อการประเมินมูลค่าของเรา
- การพัฒนาโครงการที่ล่าช้า หรือมีอัตรากำไรต่ำกว่าคาดจากโครงการใหม่จะเป็นความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

GULF เป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าพลังงานทั่วไป (ใช้ก๊าซเป็นหลัก) รายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยมีกำลังการผลิตสุทธิ 6.6 GW ณ สิ้นปี 2023 ได้เริ่มขยายธุรกิจที่ไม่ใช่ไฟฟ้า ได้แก่ โครงการคมนาคม สถานี LNG ท่าเรือหลัก และมอเตอร์เวย์ เพื่อการเติบโตในระยะยาวและความยั่งยืนของธุรกิจ เราให้คะแนน ESG ค่อนข้างสูงที่ 3.4 เนื่องจาก GULF มีเป้าหมายและแผนการลดก๊าซเรือนกระจก และ ESG ด้านอื่นๆ ที่ชัดเจน.

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
GULF	YES	AA	-	B	59.63	50.75	71.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- GULF มุ่งมั่นที่จะลดความเข้มข้นของคาร์บอนลง 30% (จากปี 2019) ภายในปี 2030F โดยหลักๆ จะเป็นการเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนเป็น 30% ของกำลังการผลิตทั้งหมดจากเพียง 8% ในปี 2021 GULF มีนโยบาย 'ไม่ใช้ถ่านหิน' และนโยบายในการซื้อคาร์บอนเครดิตเพื่อชดเชยการปล่อยคาร์บอน - การปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ของ GULF ในปี 2021 เท่ากับ 12.4mt ของ CO2 เทียบเท่า (หรือ 0.48 ตัน/MWh) และบริษัทฯ มีแผนที่จะลดการปล่อยก๊าซนี้ลง 25% ภายในปี 2030 - การดำเนินงานของ GULF ก่อให้เกิดของเสียน้อยที่สุด และแทบไม่มีของเสียอันตรายจากธุรกิจผลิตไฟฟ้าเลย บริษัทฯ มีเป้าหมายการฝังกลบของเสียเป็นศูนย์ตั้งแต่ปี 2020 - GULF ใช้น้ำจำนวนมากในโรงไฟฟ้าพลังงานก๊าซและชีวมวล บริษัทฯ นำน้ำกลับมาใช้ซ้ำหลายครั้งในกระบวนการผลิต หมุนเวียนกลับมาใช้เป็นไอน้ำเพื่อป้อนโรงงานโดยรอบ และแบ่งปันน้ำที่ผ่านการบำบัดแล้วกลับคืนสู่ชุมชนท้องถิ่น
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- GULF รับประกันว่าสิทธิมนุษยชนจะไม่ถูกกระทบกระเทือนต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมด และให้การปกป้องด้านสุขภาพและความปลอดภัยสำหรับพนักงานในสถานที่ทำงาน บริษัทฯ ใช้จรรยาบรรณเดียวกันนี้กับซัพพลายเออร์ - GULF มีพนักงานหญิงในสัดส่วน 31% บริษัทฯ ยังมีนโยบายที่ดีในการให้โอกาสในการทำงานแก่คนรุ่นใหม่ (อายุไม่เกิน 30 ปี) - แคมเปญ 'IMPACT' ของ GULF เพื่อการพัฒนาสังคมและชุมชนเกี่ยวข้องกับ: 1) การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานเพื่อคุณภาพชีวิตที่ดีขึ้นของชุมชน 2) การบริการทางการแพทย์สำหรับผู้ที่ต้องการ 3) การแบ่งปันความรู้ที่มีประสิทธิภาพสำหรับธุรกิจชุมชน 4) สนับสนุนกิจกรรมด้านกีฬาในชุมชน 5) การอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมร่วมกับชุมชน และ 5) กองทุนการเรียนรู้การสอนสำหรับสถานศึกษา
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการของ GULF (BOD) ประกอบด้วยกรรมการ 12 คน โดยเป็นกรรมการอิสระ 7 คน สมาชิกหญิงคิดเป็น 25% ของ BOD - ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา GULF ได้เข้าซื้อกิจการนอกเหนือไปจากธุรกิจสาธารณูปโภค ใหญ่ที่สุดคือการถือหุ้น 42% ในบมจ. อินทัช โฮลดิ้งส์ (INTUCH) ซึ่งถือหุ้น 40% ในบมจ. แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส (ADVANC) ซึ่งเป็นผู้ให้บริการโทรคมนาคมรายใหญ่ที่สุดของไทย เรามองว่าเป็นความพยายามของ GULF ในการกระจายธุรกิจและมองหาตัวขับเคลื่อนการเติบโตใหม่ๆ ให้กับบริษัทฯ ในระยะยาว - GULF ส่งเสริมความคิดด้านนวัตกรรมแก่พนักงานผ่านแพลตฟอร์มการฝึกอบรมอย่างต่อเนื่อง พร้อมเร่งการลงทุนในธุรกิจนวัตกรรมและดิจิทัล (เช่น อุตสาหกรรมโทรคมนาคม แพลตฟอร์มการซื้อขายสกุลเงินดิจิทัล และระบบอัจฉริยะสำหรับโครงข่ายไฟฟ้า)

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	94,151	114,054	145,316	161,336	163,940
Cost of sales	74,711	92,022	120,703	133,878	134,340
Gross profit	19,440	22,033	24,613	27,458	29,601
% gross margin	20.6%	19.3%	16.9%	17.0%	18.1%
Selling & administration expenses	2,955	3,915	4,141	4,317	4,529
Operating profit	16,485	18,118	20,472	23,140	25,072
% operating margin	17.5%	15.9%	14.1%	14.3%	15.3%
Depreciation & amortization	5,063	4,181	5,584	6,471	7,237
EBITDA	21,548	22,299	26,057	29,611	32,309
% EBITDA margin	22.9%	19.6%	17.9%	18.4%	19.7%
Non-operating income	355	2,595	2,328	2,269	2,028
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(7,652)	(9,817)	(10,931)	(10,982)	(10,722)
Pre-tax profit	9,189	10,896	11,869	14,427	16,377
Income tax	1,344	597	618	823	864
After-tax profit	7,845	10,299	11,251	13,604	15,513
% net margin	8.3%	9.0%	7.7%	8.4%	9.5%
Shares in affiliates' Earnings	6,664	9,530	11,651	12,748	13,364
Minority interests	(2,982)	(5,070)	(5,920)	(6,403)	(6,986)
Extraordinary items	(109)	99	0	0	0
NET PROFIT	11,418	14,858	16,981	19,949	21,891
Normalized profit	11,527	14,759	16,981	19,949	21,891
EPS (Bt)	1.0	1.3	1.4	1.7	1.9
Normalized EPS (Bt)	1.0	1.3	1.4	1.7	1.9

*Strong earnings growth
outlook among peers*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	70,249	72,686	81,259	74,999	65,637
Cash & cash equivalent	42,209	42,003	43,500	33,500	23,500
Account receivables	18,999	21,165	29,860	33,151	33,686
Inventories	1,561	2,958	3,307	3,668	3,681
Others	7,481	6,562	4,592	4,680	4,770
Investments & loans	177,379	201,616	207,699	208,951	208,951
Net fixed assets	99,555	90,222	110,029	125,943	152,937
Other assets	70,989	94,989	95,828	96,670	97,516
Total assets	418,172	459,514	494,815	506,563	525,040
LIABILITIES:					
Current liabilities:	51,868	65,623	75,497	76,697	77,628
Account payables	7,484	9,391	13,228	14,672	14,722
Bank overdraft & ST loans	6,669	4,789	3,045	3,021	3,068
Current LT debt	22,633	37,636	45,216	44,862	45,553
Others current liabilities	15,082	13,807	14,009	14,143	14,285
Total LT debt	220,770	242,137	256,223	254,216	258,133
Others LT liabilities	9,732	7,650	7,964	8,117	8,181
Total liabilities	282,370	315,410	339,684	339,031	343,942
Minority interest	25,015	27,519	33,440	39,843	46,829
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	11,733	11,733	11,733	11,733	11,733
Share premium	51,822	51,822	51,822	51,822	51,822
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	4,172	2,139	2,139	2,139	2,139
Retained earnings	43,060	50,891	55,998	61,995	68,575
Shareholders' equity	110,787	116,585	121,692	127,689	134,269
Liabilities & equity	418,172	459,514	494,815	506,563	525,040

*Stabilizing debt level on
rising cash generation
from operational plants*

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	9,189	10,896	11,869	14,427	16,377
Tax paid	(1,377)	(612)	(589)	(825)	(858)
Depreciation & amortization	5,063	4,181	5,584	6,471	7,237
Chg In working capital	(5,284)	(1,656)	(5,207)	(2,209)	(497)
Chg In other CA & CL / minorities	18,760	7,232	13,792	12,796	13,410
Cash flow from operations	26,351	20,040	25,450	30,661	35,669
Capex	25,511	5,151	(25,293)	(22,281)	(34,122)
Right of use	(1,697)	425	(100)	(100)	(100)
ST loans & investments	(443)	(638)	0	0	0
LT loans & investments	(35,150)	(24,238)	(6,083)	(1,251)	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(15,225)	(25,568)	(524)	(692)	(791)
Cash flow from investments	(27,004)	(44,868)	(32,000)	(24,324)	(35,013)
Debt financing	17,455	33,681	19,921	(2,385)	4,655
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(5,162)	(7,040)	(11,887)	(13,964)	(15,324)
Warrants & other surplus	7,936	(2,020)	13	13	13
Cash flow from financing	20,229	24,621	8,047	(16,337)	(10,656)
Free cash flow	51,862	25,192	157	8,380	1,547

Still sufficient gearing
room to support its
expansion plan

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	42.0	32.8	28.5	24.3	22.1
Normalized PE - at target price (x)	55.0	42.9	37.3	31.8	28.9
PE (x)	42.4	32.6	28.5	24.3	22.1
PE - at target price (x)	55.5	42.6	37.3	31.8	28.9
EV/EBITDA (x)	32.1	32.6	28.6	25.4	23.7
EV/EBITDA - at target price (x)	39.1	39.3	34.3	30.5	28.4
P/BV (x)	4.4	4.2	4.0	3.8	3.6
P/BV - at target price (x)	5.7	5.4	5.2	5.0	4.7
P/CFO (x)	18.4	24.2	19.0	15.8	13.6
Price/sales (x)	5.1	4.2	3.3	3.0	3.0
Dividend yield (%)	1.5	2.1	2.5	2.9	3.2
FCF Yield (%)	10.7	5.2	0.0	1.7	0.3
(Bt)					
Normalized EPS	1.0	1.3	1.4	1.7	1.9
EPS	1.0	1.3	1.4	1.7	1.9
DPS	0.6	0.9	1.0	1.2	1.3
BV/share	9.4	9.9	10.4	10.9	11.4
CFO/share	2.2	1.7	2.2	2.6	3.0
FCF/share	4.4	2.1	0.0	0.7	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

High valuation justified
by strong growth outlook,
in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	98.3	21.1	27.4	11.0	1.6
Net profit (%)	48.9	30.1	14.3	17.5	9.7
EPS (%)	48.9	30.1	14.3	17.5	9.7
Normalized profit (%)	30.2	28.0	15.1	17.5	9.7
Normalized EPS (%)	30.2	28.0	15.1	17.5	9.7
Dividend payout ratio (%)	61.7	69.5	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	20.6	19.3	16.9	17.0	18.1
Operating margin (%)	17.5	15.9	14.1	14.3	15.3
EBITDA margin (%)	22.9	19.6	17.9	18.4	19.7
Net margin (%)	8.3	9.0	7.7	8.4	9.5
D/E (incl. minor) (x)	1.8	2.0	2.0	1.8	1.7
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.7	1.7	1.6	1.6
Interest coverage - EBIT (x)	2.2	1.8	1.9	2.1	2.3
Interest coverage - EBITDA (x)	2.8	2.3	2.4	2.7	3.0
ROA - using norm profit (%)	3.0	3.4	3.6	4.0	4.2
ROE - using norm profit (%)	11.1	13.0	14.3	16.0	16.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.6	9.1	9.4	10.9	11.8
- asset turnover (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	17.9	18.2	15.7	15.7	16.5
- leverage (x)	3.8	3.9	4.0	4.0	3.9
- interest burden (%)	54.6	52.6	52.1	56.8	60.4
- tax burden (%)	85.4	94.5	94.8	94.3	94.7
WACC (%)	4.9	4.9	4.9	5.4	5.4
ROIC (%)	4.6	5.4	5.4	5.7	6.0
NOPAT (Bt m)	14,074	17,124	19,406	21,820	23,749
invested capital (Bt m)	318,651	359,145	382,676	396,288	417,522

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Strong profitability from
its large portion of IPP
plants in Thailand*

HOLD (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 2.70

Upside : 4.7%

(From: Bt 3.80)

26 APRIL 2024

Small Cap Research

Gunkul Engineering Pcl (GUNKUL TB)

แนวโน้มการเติบโตระดับต่ำ

เราปรับลดคำแนะนำ GUNKUL เป็น "ถือ" เนื่องจากเรามองว่าราคาหุ้นที่ปรับลงมาซื้อขายที่ PE 16 เท่า ในปี 2024F นั้นเหมาะสมแล้ว บนแนวโน้มกำไรที่มีการเติบโตต่ำในระยะสั้น ส่วนการเติบโตที่มาจาก PPA พลังงานทดแทนที่ชนะการประมูลมาในปีก่อนรวม 832MW ส่วนใหญ่จะมาในช่วงปี 2028-30F เราปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 2.7 บาท



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำ GUNKUL เป็น "ถือ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภคไทย "PDP ใหม่เป็นปัจจัยหนุน" วันที่ 26 เมษายน 2024 เราปรับคำแนะนำ GUNKUL ลงเป็น "ถือ" (จาก "ซื้อ") เนื่องจาก 1) เราคาดกำไรของ GUNKUL จะทรงตัวในปี 2024-26F 2) สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) พลังงานทดแทนรวม 832MW ที่ได้จากการประมูล "RE Proposal" ในปีที่แล้วส่วนใหญ่มีกำหนด COD ในช่วงปี 2028-30F แต่เนื่องจากจะมีปัจจัยกดดันจากการหมดอายุของการอุดหนุนราคาไฟฟ้า (adders) ของโรงไฟฟ้าพลังงานลมในประเทศในช่วงเดียวกัน เราจึงคาดกำไร GUNKUL เติบโตเพียง 9% ต่อปี ในช่วงปี 2028-31F 3) เรามองว่ามี upside จากการประมูลพลังงานทดแทนที่จะมีขึ้นในอนาคตมากขึ้น รวมถึงการเพิ่มขึ้นของงานก่อสร้างและวิศวกรรมจาก PDP ใหม่ และ 4) เรามองมูลค่าพื้นฐานที่ PE 16 เท่าในปี 2024F นั้นเหมาะสมแล้วกับกำไรระยะสั้นที่ทรงตัวและอาจมี upside จาก PDP ใหม่

ปรับราคาเป้าหมายลง

เราปรับลดราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2024F) ของเรลงเหลือ 2.7 บาท/หุ้น (จาก 3.8 บาท) และปรับประมาณการกำไร 26/25/13% ในปี 2024-26F จาก 1) เราปรับสมมติฐานรายได้งานก่อสร้างที่เกี่ยวกับโครงการพลังงานทดแทนมาจากการประมูลในปีก่อนลง (เช่น การติดตั้งโรงไฟฟ้า การขยายสายส่ง และการก่อสร้างสถานีไฟฟ้าย่อย) และ 2) การปรับลดค่า Ft ลงมากกว่าค่าของรัฐบาลใหม่ ทำให้ราคาขายไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนที่มีการอุดหนุนราคาไฟฟ้าลดลง ส่วนการปรับลดราคาเป้าหมายมีส่วนหนึ่งมาจากการนำมูลค่าจากธุรกิจกัญชง/กัญชาออก เนื่องจากเรามองว่ารัฐบาลปัจจุบันดูเหมือนจะไม่ส่งเสริมอุตสาหกรรมนี้แล้ว

แนวโน้มกำไรระยะสั้นทรงตัว

เราคาดกำไรของ GUNKUL เติบโต -6/4/0% ในปี 2024-26F เนื่องจากไม่มีการเติบโตของกำลังการผลิตในช่วงดังกล่าว การลดลง 6% ในปี 2024F นั้นมาจากการปรับค่า Ft ลงของรัฐบาล ทำให้ราคาขายไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมที่มี adders (รวม 112MW หรือ 17% ของกำลังการผลิตที่ดำเนินการแล้ว) แม้โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์รวม 177MW ที่ได้จากการประมูลล่าสุด (จาก PPA ที่ได้มาทั้งหมด 832MW) มีกำหนดจะเริ่มดำเนินการในปี 2026F แต่กำไรใหม่จะถูกหักล้างลงจากการหมดอายุ adders ของโรงไฟฟ้าพลังงานลมขนาด 30MW ในปีเดียวกัน

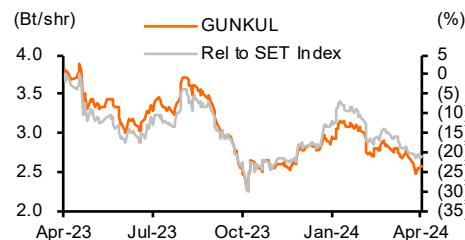
โอกาสการเติบโตจาก PDP ใหม่

เราคาดว่า GUNKUL จะได้ประโยชน์จาก PDP ใหม่ ในสองด้าน 1) หลังได้ PPA มารวมถึง 832MW หรือ 16% ของโควตาการประมูลพลังงานทดแทน 5.2GW ในปีก่อน เราคาด GUNKUL มีโอกาสสูงที่จะได้ PPA เพิ่มเติมจากการประมูลในอนาคต 2) การพัฒนาโครงการพลังงานทดแทนที่มากขึ้นในประเทศ ยังเพิ่มโอกาสการได้งานก่อสร้างที่มากขึ้นสำหรับ GUNKUL ซึ่งเป็นหนึ่งในผู้ให้บริการรับเหมาด้านวิศวกรรมในอุตสาหกรรมพลังงานชั้นนำของไทย เรายังไม่ได้รวม upside ทั้งสองนี้ในประมาณการ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	7,596	7,785	8,043	8,807
Net profit	1,474	1,477	1,530	1,525
Consensus NP	—	1,757	1,866	2,078
Diff frm cons (%)	—	(15.9)	(18.0)	(26.6)
Norm profit	1,576	1,477	1,530	1,525
Prev. Norm profit	—	2,003	2,043	1,760
Chg frm prev (%)	—	(26.3)	(25.1)	(13.3)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	26.9	(6.3)	3.6	(0.3)
Norm PE (x)	14.5	15.5	15.0	15.0
EV/EBITDA (x)	15.4	15.1	15.5	13.9
P/BV (x)	1.6	1.5	1.5	1.4
Div yield (%)	2.3	2.6	2.7	2.7
ROE (%)	11.3	10.3	10.0	9.4
Net D/E (%)	89.3	75.2	82.2	88.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Apr-24 (Bt)	2.58
Market Cap (US\$ m)	618.8
Listed Shares (m shares)	8,882.5
Free Float (%)	44.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.6
12M Price H/L (Bt)	3.92/2.28
Sector	Utilities
Major Shareholder	Gunkul Group 48.54%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P68

กรุณาดาวน์โหลดรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: 12-month DCF-derived SOTP-TP Calculation

	Valuation method	WACC (%)	Value per GUNKUL share (Bt)
Existing projects			
Solar farms TH	DCF	5.6-5.8%	0.74
Wind farms - TH	DCF	5.6-6.0%	0.79
Solar rooftop - TH	DCF	5.3-5.8%	0.23
832MW from 2023 RE Bid	DCF	5.2-5.6%	0.43
Subtotal - Domestic			2.20
Solar farms - JP	DCF	4.6%	0.39
Solar farms - VN	DCF	5.9%	0.13
Solar farms - MY	DCF	6.3%	0.04
Subtotal - Overseas			0.56
EPC and trading business	DCF	10.1%	0.47
Cash on hands			(0.51)
Grand total			2.71

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. กันกุลเอ็นจิเนียริง (GUNKUL) ดำเนินธุรกิจ 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่ 1) การค้าและการผลิตอุปกรณ์ไฟฟ้า 2) บริการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานด้านไฟฟ้า และ 3) โรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน โดยปัจจุบันมีการผลิตไฟฟ้าจากแหล่งพลังงานหมุนเวียนเป็นแหล่งรายได้หลัก ซึ่งมีกำลังการผลิตดำเนินงานแล้วรวม 506MW ประกอบด้วยโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมในประเทศไทย โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในต่างประเทศ และโครงการโซลาร์รูฟท็อปสำหรับขายไฟฟ้าให้ลูกค้าเอกชนในไทย

Source: Thanachart

THANACHART’S SWOT ANALYSIS

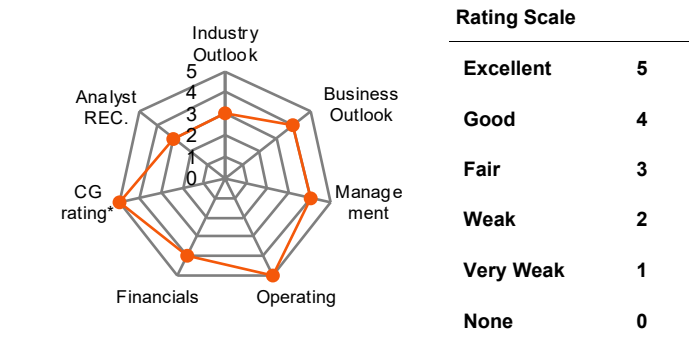
S — Strength

- ก่อตั้งมานาน และมีชื่อเสียงที่ดีในตลาด
- มีความสัมพันธ์ที่ดีกับการไฟฟ้าแห่งประเทศไทย
- มีกระแสเงินสดจำนวนมากจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนที่ได้รับเงินอุดหนุน (adders) ในประเทศไทย

O — Opportunity

- เติบโตสอดคล้องกับงบลงทุนของการไฟฟ้าแห่งประเทศไทย และ GDP ของประเทศ
- การขยายกำลังการผลิตพลังงานทดแทนในไทย ทั้งจากการประมูลของภาครัฐ และความต้องการของเอกชน

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- มีศักยภาพในการเติบโตในประเทศไทยที่จำกัด เนื่องจากสถานการณ์กำลังการผลิตไฟฟ้าที่สูงเกินความต้องการใช้งานของประเทศ
- ประสิทธิภาพการผลิตไฟฟ้าต้องอาศัยปัจจัยด้านสภาพอากาศเป็นอย่างมาก ซึ่งเป็นลักษณะปกติของโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน

T — Threat

- ขาดความเชี่ยวชาญในเทคโนโลยีพลังงานใหม่ เช่น ระบบการซื้อขายแบบ peer-to-peer และการจัดเก็บแบตเตอรี่และไฟฟ้า
- การเพิ่มขึ้นของจำนวนบริษัทที่เข้ามาลงทุนในธุรกิจพลังงานหมุนเวียนเพื่อให้ได้ประโยชน์จากก้าวไปสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอน (carbon neutrality)

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.30	2.70	-37%
Net profit 24F (Bt m)	1,757	1,477	-16%
Net profit 25F (Bt m)	1,866	1,530	-18%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรในปี 2024-25F ของเรต่ำกว่าตลาด 16/18% คาดว่าเนื่องจากเรามีมุมมองลบมากกว่าต่อธุรกิจก่อสร้างในปีดังกล่าว
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาด 37% เนื่องจากเราให้สมมติฐานความสามารถในการทำกำไรของโครงการพลังงานทดแทนใหม่ที่ลดลง และเรานำธุรกิจกัญชาออกจากประมาณการของเรา

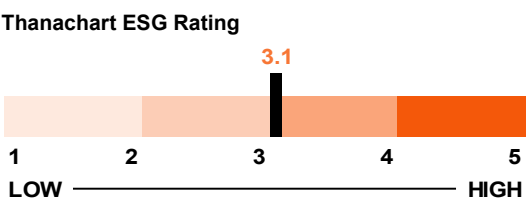
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สภาพธรรมชาติที่ไม่เอื้ออำนวยต่อการผลิตไฟฟ้า เช่น แสงอาทิตย์ต่ำและความเร็วลมต่ำ เป็นความเสี่ยงที่สำคัญประการหนึ่งต่อคาดการณ์ผลประกอบการของเรา
- กำลังการผลิตใหม่จากการร่วมทุนที่มีขนาดเล็กกว่าที่คาดไว้เป็นความเสี่ยงรองลงมาต่อประมาณการมูลค่าของเรา
- ความล่าช้าหรือการยกเลิกการประมูลพลังงานทดแทนโดยรัฐบาล เป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงด้านลบต่อการเติบโตของธุรกิจของ GUNKUL และต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

GUNKUL ดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนขนาด 506MW ในประเทศไทยและต่างประเทศ อีกทั้งยังมีธุรกิจผลิตและซื้อขายอุปกรณ์ไฟฟ้า บริษัทฯ ได้กระจายความเสี่ยงทางธุรกิจไปยังธุรกิจกัญชง เราให้คะแนน ESG ค่อนข้างสูงที่ 3.1 แก่ GUNKUL เนื่องจากเป็นบริษัทพลังงานทดแทนที่ดำเนินกิจกรรมทางสังคมที่หลากหลายเพื่อสนับสนุนชุมชน



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
GUNKUL	YES	AA	-	AAA	71.73	70.2	27.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- GUNKUL ซึ่งมีธุรกิจหลักเป็นโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ปลดปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นลบ (GHG) นั่นคือมีคาร์บอนเครดิตจากธุรกิจพลังงานสีเขียวซึ่งชดเชยการปล่อยก๊าซเรือนกระจกจากหน่วยงานหลังบ้าน (back office) และธุรกิจขนาดเล็กอื่นๆ - แม้จะมีคาร์บอนเครดิตอยู่แล้ว แต่ GUNKUL ให้ความสำคัญกับนโยบายการใช้พลังงานและการลดของเสียผ่านโปรแกรมปรับปรุงประสิทธิภาพ และแนวทาง 3R (ลด ใช้ซ้ำ และรีไซเคิล) บริษัทฯ มีเป้าหมายในการลดการใช้ไฟฟ้า การกำจัดขยะ และการใช้น้ำลง 5% ต่อปี - GUNKUL มีส่วนร่วมและสนับสนุนการพัฒนามาตรฐานการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและตลาดการค้าคาร์บอนเครดิตในไทย เพื่อส่งเสริมนโยบายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ของประเทศ ซึ่งทำให้บริษัทฯ สามารถขายคาร์บอนเครดิตที่ได้รับจากโครงการพลังงานหมุนเวียนเพื่อหารายได้เสริมได้ด้วย
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างของ GUNKUL พึ่งพาแรงงานจากภายนอกจำนวนมากจากพันธมิตร บริษัทฯ ให้ความสำคัญคุ้มครองสิทธิมนุษยชนอย่างสม่ำเสมอโดยไม่มีชั่วโมงทำงานล่วงเวลา มีสถานที่พักที่เหมาะสม และอุปกรณ์ความปลอดภัยในสถานที่ทำงาน - GUNKUL จัดหลักสูตรฝึกอบรมต่างๆ ให้กับพนักงานเพื่อให้ทันกับเทคโนโลยีใหม่ๆ และกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องซึ่งเชื่อมโยงกับธุรกิจหลักด้านพลังงานหมุนเวียนและบริการก่อสร้างสายส่ง - แม้ว่ากิจกรรมทางธุรกิจส่วนใหญ่ของบริษัทฯ จะเป็นงานวิศวกรรมที่มีความเสี่ยงด้านความปลอดภัย แต่ GUNKUL รายงานอุบัติเหตุเพียง 1-2 กรณีต่อปีในช่วงปี 2020-22 - เรามองว่าโครงการเพื่อสังคมของ GUNKUL แข็งแกร่งมาก ภายใต้แนวคิด 'เพื่อนบ้านที่ดี' GUNKUL ได้ให้การสนับสนุนชุมชนท้องถิ่นรอบโรงไฟฟ้ากว่า 42 ชุมชน โดยเฉพาะในด้านวิชาการและการดูแลสุขภาพในปี 2022 และบริษัทฯ ไม่ได้รับข้อร้องเรียนจากชาวบ้านในป็นัน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการ (BOD) ของ GUNKUL ลดขนาดลงเหลือ 10 คน ซึ่งเรามองว่าเหมาะสมกับขนาดและขอบเขตธุรกิจ จำนวนกรรมการอิสระอยู่ที่ 4 คน เป็นกรรมการหญิง 4 คน ซึ่งทั้งสองดีขึ้นในแง่ของสัดส่วนร้อยละ - เราเชื่อว่า GUNKUL มีจริยธรรมทางธุรกิจที่แข็งแกร่ง และให้ข้อมูลทางธุรกิจที่เพียงพอต่อสาธารณะเสมอในการดำเนินงานที่ผ่านมา แม้ว่าธุรกิจจะเชื่อมโยงอย่างมากกับโครงการและการประมูลของรัฐบาล แต่ก็ไม่มีมียื่นฟ้องคดีสำคัญในศาล - เราชอบรายงานการบริหารความเสี่ยงประจำปีของ GUNKUL เนื่องจากมีข้อมูลอย่างละเอียดเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่อาจเกิดขึ้น (ทั้งกฎระเบียบและเทคโนโลยี) ที่อาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจ และมีแผนการลดผลกระทบที่เหมาะสม - GUNKUL เป็นหนึ่งในผู้ริเริ่มรายแรกๆ ในอุตสาหกรรมสาธารณูปโภคของไทยที่ลงทุนในโครงการพลังงานสีเขียว จากนั้นบริษัทฯ ได้พัฒนาแพลตฟอร์มเพื่อจัดหาโซลูชันด้านพลังงานที่ได้รับความนิยมสำหรับลูกค้าองค์กร เช่น โซลาร์รูฟท็อปพร้อมแพลตฟอร์มการจัดการสมาร์ตกริด ตลาดซื้อขายคาร์บอนเครดิต และการซื้อขายไฟฟ้าแบบ peer-to-peer

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	6,890	7,596	7,785	8,043	8,807
Cost of sales	4,726	5,160	5,528	5,718	6,147
Gross profit	2,164	2,436	2,257	2,325	2,660
% gross margin	31.4%	32.1%	29.0%	28.9%	30.2%
Selling & administration expenses	1,027	1,155	1,039	1,074	1,149
Operating profit	1,137	1,281	1,218	1,251	1,511
% operating margin	16.5%	16.9%	15.6%	15.5%	17.2%
Depreciation & amortization	1,313	1,011	1,040	1,062	1,216
EBITDA	2,449	2,292	2,258	2,312	2,726
% EBITDA margin	35.5%	30.2%	29.0%	28.8%	31.0%
Non-operating income	676	142	98	101	109
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(865)	(687)	(677)	(658)	(703)
Pre-tax profit	948	736	639	693	917
Income tax	214	179	128	139	183
After-tax profit	735	557	511	554	733
% net margin	10.7%	7.3%	6.6%	6.9%	8.3%
Shares in affiliates' Earnings	511	1,019	975	987	803
Minority interests	(4)	(0)	(9)	(11)	(11)
Extraordinary items	1,769	(101)	0	0	0
NET PROFIT	3,011	1,474	1,477	1,530	1,525
Normalized profit	1,242	1,576	1,477	1,530	1,525
EPS (Bt)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2

*Flat earnings outlook
given no capacity
growth in near term*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	7,220	6,796	6,886	6,526	6,416
Cash & cash equivalent	3,726	2,751	2,683	2,183	1,683
Account receivables	944	1,125	1,280	1,322	1,448
Inventories	984	1,176	1,136	1,175	1,263
Others	1,566	1,744	1,787	1,846	2,022
Investments & loans	5,542	5,523	5,523	5,523	5,523
Net fixed assets	14,732	14,967	14,427	16,955	19,080
Other assets	4,838	5,565	5,695	5,871	6,394
Total assets	32,331	32,850	32,531	34,876	37,412
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,804	6,349	6,134	6,513	7,073
Account payables	1,693	1,814	1,893	1,958	2,105
Bank overdraft & ST loans	482	1,079	695	761	827
Current LT debt	1,766	2,649	2,641	2,892	3,141
Others current liabilities	863	807	905	902	1,000
Total LT debt	12,432	11,518	10,563	11,570	12,563
Others LT liabilities	956	993	919	939	997
Total liabilities	18,192	18,860	17,616	19,022	20,633
Minority interest	63	58	67	78	89
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	(1,130)	(1,688)	(1,688)	(1,688)	(1,688)
Retained earnings	7,807	8,221	9,136	10,065	10,979
Shareholders' equity	14,077	13,933	14,848	15,777	16,691
Liabilities & equity	32,331	32,850	32,531	34,876	37,412

*Healthy balance sheet
for further investment
opportunities*

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	948	736	639	693	917
Tax paid	(121)	(244)	(87)	(156)	(165)
Depreciation & amortization	1,313	1,011	1,040	1,062	1,216
Chg In working capital	358	(252)	(35)	(16)	(67)
Chg In other CA & CL / minorities	(220)	845	989	942	708
Cash flow from operations	2,278	2,096	2,544	2,525	2,609
Capex	10,491	(1,246)	(500)	(3,591)	(3,341)
Right of use	139	35	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(3,709)	19	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	2,871	(765)	(204)	(157)	(464)
Cash flow from investments	9,792	(1,957)	(704)	(3,747)	(3,805)
Debt financing	(10,157)	504	(1,346)	1,324	1,307
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,598)	(1,066)	(562)	(601)	(611)
Warrants & other surplus	(457)	(553)	0	0	0
Cash flow from financing	(12,212)	(1,114)	(1,908)	723	696
Free cash flow	12,769	850	2,044	(1,066)	(732)

Cash generation from
still resilient existing
power plants

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	18.5	14.5	15.5	15.0	15.0
Normalized PE - at target price (x)	19.3	15.2	16.2	15.7	15.7
PE (x)	7.6	15.5	15.5	15.0	15.0
PE - at target price (x)	8.0	16.3	16.2	15.7	15.7
EV/EBITDA (x)	13.8	15.4	15.1	15.5	13.9
EV/EBITDA - at target price (x)	14.3	15.9	15.6	16.0	14.2
P/BV (x)	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
P/BV - at target price (x)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
P/CFO (x)	10.1	10.9	9.0	9.1	8.8
Price/sales (x)	3.3	3.0	2.9	2.8	2.6
Dividend yield (%)	2.3	2.3	2.6	2.7	2.7
FCF Yield (%)	55.7	3.7	8.9	(4.7)	(3.2)
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
EPS	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9
CFO/share	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
FCF/share	1.4	0.1	0.2	(0.1)	(0.1)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Its 16x PE in 2024F
already looks fair to us

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	(13.3)	10.2	2.5	3.3	9.5
Net profit (%)	35.0	(51.0)	0.1	3.6	(0.3)
EPS (%)	35.0	(51.0)	0.1	3.6	(0.3)
Normalized profit (%)	(38.6)	26.9	(6.3)	3.6	(0.3)
Normalized EPS (%)	(38.6)	26.9	(6.3)	3.6	(0.3)
Dividend payout ratio (%)	17.7	36.1	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.4	32.1	29.0	28.9	30.2
Operating margin (%)	16.5	16.9	15.6	15.5	17.2
EBITDA margin (%)	35.5	30.2	29.0	28.8	31.0
Net margin (%)	10.7	7.3	6.6	6.9	8.3
D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.1	0.9	1.0	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	1.3	1.9	1.8	1.9	2.1
Interest coverage - EBITDA (x)	2.8	3.3	3.3	3.5	3.9
ROA - using norm profit (%)	3.3	4.8	4.5	4.5	4.2
ROE - using norm profit (%)	9.1	11.3	10.3	10.0	9.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.4	4.0	3.5	3.6	4.5
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	26.3	18.7	16.9	16.8	18.4
- leverage (x)	2.8	2.3	2.3	2.2	2.2
- interest burden (%)	52.3	51.7	48.5	51.3	56.6
- tax burden (%)	77.5	75.7	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	5.8	5.8	5.8	6.0	6.0
ROIC (%)	2.6	3.9	3.7	3.8	4.2
NOPAT (Bt m)	881	969	974	1,000	1,208
invested capital (Bt m)	25,031	26,428	26,064	28,817	31,538

Sources: Company data, Thanachart estimates

ROE remains at a decent
level in our view

BUY

(From: HOLD)

TP: Bt 33.00

(From: Bt 36.00)

26 APRIL 2024

Change in Recommendation

Upside : 17.9%

RATCH Group Pcl (RATCH TB)

ปรับตัวลงมากเกินไป

เราปรับคำแนะนำ RATCH ขึ้นเป็น “ซื้อ” โดยคาดการณ์เข้าโรงไฟฟ้า Paiton ใน 2H24F จะผลักดันให้กำไรเติบโต 44/36% ในปี 2024-25F เรามองมูลค่าพื้นฐานที่ PE 10 เท่า เทียบกับการเติบโตดังกล่าวนั้นเป็นการปรับตัวลงมาเพียงพอต่อความกังวลจากการเลือกลงทุนในโรงไฟฟ้าถ่านหินแล้ว



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ปรับคำแนะนำขึ้นเป็น “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภคไทย “PDP ใหม่เป็นปัจจัยหนุน” วันที่ 26 เมษายน 2024 เราปรับคำแนะนำ RATCH ขึ้นเป็น “ซื้อ” (จาก ถือ) แม้จะปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2024F) ลงเหลือ 33 บาทต่อหุ้น (จาก 36 บาท) หลังปรับกำไรลง 30/9/2% จากการเข้าซื้อกิจการที่ล่าช้ากว่าคาดและกำไรที่ต่ำกว่าคาดในปีก่อน ทั้งนี้ 1) เรามองว่าราคาหุ้นปรับตัวลงมามากแล้วถึง 36% จากระดับสูงสุดของปีที่แล้ว คาดเป็นเพราะความกังวลด้าน ESG จากการเลือกลงทุนใหม่ในโรงไฟฟ้าถ่านหิน 2) เราคาด RATCH จะเข้าซื้อกิจการโรงไฟฟ้า Paiton แล้วเสร็จใน 3Q24F และคาดว่าโครงการจะหนุนกำไรเติบโต 44/36% ในปี 2024-25F 3) กำไรจากโครงการ Paiton และโครงการพลังงานทดแทนใหม่จะช่วยลดผลกระทบจากโรงไฟฟ้า IPP ที่ทยอยหมดอายุในปี 2025-27F หลังรวมผลจากการสิ้นอายุโรงไฟฟ้า IPP รวม 3.6GW ในช่วงปี 2025-27F เราคาดการณ์กำลังการผลิตรวมของ RATCH ลดลงเป็น 6.5GW ในปี 2028F จาก 7.8GW ในปัจจุบัน

การเข้าซื้อกิจการ Paiton ใกล้เสร็จสิ้น

เราคาดว่า RATCH ปิดดีลการเข้าซื้อโครงการโรงไฟฟ้า Paiton ได้ใน 3Q24F หลังจากที่เราเข้ามาตั้งแต่ 1H22 แผนการลงทุนดังกล่าวคือการเข้าซื้อหุ้น 36% ในโรงไฟฟ้าถ่านหิน Paiton ที่เริ่มดำเนินการแล้วและมีกำลังการผลิตติดตั้ง 2.1GW ในอินโดนีเซีย แต่เนื่องจาก RATCH ใช้การระดมทุนผ่านเพิ่มทุนไปตั้งแต่เมื่อ 2Q22 เพื่อใช้ลงทุนในดีลดังกล่าว ความล่าช้าจึงสร้างความผิดหวังอย่างมากให้กับตลาด เราคาด Paiton จะสร้างกำไรได้ 0.9/2.1/2.7 พันลบ. ในปี 2024-26F ซึ่งจะช่วยชดเชยผลลบจากการสิ้นอายุของโรงไฟฟ้า IPP ของ RATCH รวม 3.6GW ในช่วงปี 2025-27F หลังรวมกำลังการผลิตใหม่ดีลนี้ สัดส่วนโรงไฟฟ้าถ่านหินจะเพิ่มขึ้นเป็น 25% ของกำลังการผลิตรวมของ RATCH (จาก 11% ในปัจจุบัน)

เร่งลงทุนพลังงานทดแทนมากขึ้น

RATCH เริ่มลงทุนพลังงานทดแทนมากขึ้นตั้งแต่ปี 2021 โดยหากรรมเฉพาะโครงการในมือ กำลังการผลิตจากพลังงานทดแทนจะเพิ่มขึ้นเป็น 2.8GW (จาก 1.5GW ในปี 2023) หรือคิดเป็น 40% ของกำลังการผลิตรวมที่ 6.9GW ในปี 2030F โครงการที่สำคัญ ได้แก่ 1) โซลาร์ฟาร์มขนาด 263MW (ถือหุ้น 50%) พร้อมแบตเตอรี่จัดเก็บพลังงานในออสเตรเลียที่จะทยอย COD ช่วงปี 2024-26F 2) โรงไฟฟ้าพลังลม Lincoln Gap 3 ขนาด 252MW (100%) ในออสเตรเลีย ซึ่งจะ COD ในปี 2026 และ 3) โรงไฟฟ้าพลังงานลม 440MW ในฟิลิปปินส์ ซึ่งจะ COD ในปี 2028-29

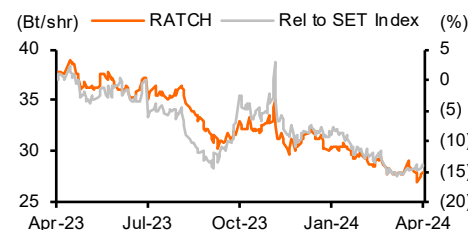
มูลค่าพื้นฐานปรับลงมามากแล้ว

หลังราคาหุ้นปรับลงมาแล้ว 36% จากจุดสูงสุดในปีก่อน หุ้น RATCH ดูไม่แพงที่ 10/7/6 เท่า PE ในปี 2024-26F เมื่อเทียบกับ EPS ที่เราคาดเติบโต 44/36/12% ในปี 2024-26F และมีอัตราผลตอบแทนปันผลสูงที่ 6% ซึ่งเรามองว่าทรงตัวได้ระยะยาว มูลค่าพื้นฐานที่ปรับลงมามากน่าจะสะท้อนความกังวลด้าน ESG ไปแล้ว หลังบริษัทเลือกลงทุนโรงไฟฟ้าถ่านหิน ซึ่งขัดกับแนวโน้มการลงทุนพลังงานสีเขียวในปัจจุบัน ทั้งนี้ RATCH มีมุมมองด้าน ESG จากสัดส่วนกำลังการผลิตจากพลังงานทดแทนที่เพิ่มขึ้นเป็น 40% ของกำลังการผลิตรวมในปี 2030F (จาก 19% ในปี 2023)

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	43,675	50,110	47,579	37,439
Net profit	5,167	6,355	8,653	9,673
Consensus NP	—	6,930	7,883	8,246
Diff frm cons (%)	—	(8.3)	9.8	17.3
Norm profit	4,406	6,355	8,653	9,673
Prev. Norm profit	—	9,053	9,498	9,911
Chg frm prev (%)	—	(29.8)	(8.9)	(2.4)
Norm EPS (Bt)	2.0	2.9	4.0	4.4
Norm EPS grw (%)	(29.3)	44.2	36.2	11.8
Norm PE (x)	13.8	9.6	7.0	6.3
EV/EBITDA (x)	16.4	20.3	16.2	14.7
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.5
Div yield (%)	5.7	5.7	6.4	7.1
ROE (%)	4.5	6.4	8.4	8.9
Net D/E (%)	52.3	73.8	63.8	56.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Apr-24 (Bt)	28.00
Market Cap (US\$ m)	1,644.4
Listed Shares (m shares)	2,175.0
Free Float (%)	46.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.7
12M Price H/L (Bt)	39.00/27.00
Sector	Utilities
Major Shareholder	EGAT 45%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P75

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ฯ จากัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Our 12-month DCF-derived SOTP-based Valuation (2024F Base Year)

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	7,001	8,312	8,808	8,570	9,102	9,890	9,974	9,794	9,807	9,700	9,749	9,804	29,086
Free cash flow	(22,827)	7,869	4,672	(3,814)	(5,202)	3,582	8,609	8,511	8,539	8,490	8,544	8,587	33,489
PV of free cash flow	0	6,808	3,760	(2,855)	(3,621)	2,319	5,185	4,618	4,291	3,953	3,685	3,431	11,124
Risk Free (%)	2.5												
Market Risk Premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
Wacc (%)	7.1												
Terminal Growth (%)	2.0												
Enterprise Value, incl investments*	52,795												
# of Shares	2,175												
Enterprise Value / Share	24.3												
Plus projects under associates and affiliates													Bt/share
Enterprise Value - subsidiaries													24.3
Associates and affiliates													
1. Domestic conventional													25.8
- IPP plants													20.8
(RPCL, HPC, Hin Kong)													
- SPP plants													5.0
(RW, NNEG, Berkprai, REN)													
2. Domestic renewables													1.3
- Solar farms (Solarta, Korat-3/4/7)													0.6
- Wind farm (Houy Bong)													0.7
3. Laos hydropower													4.4
- NN2													1.7
- Xepian Xe Namnoy													2.0
- Xekong 4A & 4B													0.7
4. Overseas projects													2.8
- Riau (Gas, Indonesia)													0.8
- Paiton (Coal, Indonesia)													1.5
- Thang Long (Coal, Vietnam)													0.5
5. Other investments													4.5
- BAFS													0.9
- PRINC													0.6
- SCG													0.7
- Motorway M6 and M81													0.7
- MRT Pink and Yellow Line													1.5
Net debt													(25.8)
Minority													(4.2)
Total													33.0

Source: Thanachart estimates

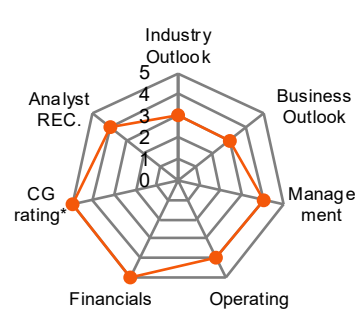
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) (RATCH) บริษัทย่อยของการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (EGAT) ซึ่งถือหุ้นใน RATCH 45% RATCH ตั้งเป้ากำลังการผลิตรวม 10GW ภายในปี 2025F RATCG ได้ลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าหลายแห่งในต่างประเทศ (ลาว ออสเตรเลีย และ อินโดนีเซีย) เพื่อชดเชยการเติบโตของภาคไฟฟ้าของไทยที่ชะลอตัวลง และล่าสุดได้ขยายไปสู่ธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานที่ไม่ใช่พลังงาน เช่น โรงพยาบาลมอเตอร์เวย์ และบริการรถไฟฟ้า

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีการดำเนินงานที่มีลักษณะ defensive ค่าไฟฟ้าที่กำหนดไว้ตามอายุในสัญญา PPAs ซึ่งสร้างรายได้ และกำไรที่แน่นอนให้บริษัท
- เข้าถึงแหล่งเงินทุนที่ถูก เนื่องจากธุรกิจมีความเสี่ยงต่ำโดยธรรมชาติ และมีผู้ถือหุ้นที่น่าเชื่อถือ และมีชื่อเสียง
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ต่ำ ซึ่งเปิดโอกาสในการทำ M&As ในต่างประเทศ

O — Opportunity

- โครงการขยายกำลังการผลิตขนาดใหญ่ในประเทศแถบเอเชีย ทั้งกำลังการผลิตทั่วไปและพลังงานหมุนเวียน
- โอกาสการกระจายการลงทุนสำหรับการนำเข้า LNG ในอาเซียน

W — Weakness

- ใช้แนวทางอนุรักษ์นิยมต่อการเปลี่ยนแปลงแนวโน้มเทคโนโลยี

T — Threat

- มีปัจจัยเสี่ยงทางด้านกฎหมายและมีปัจจัยกังวลในเรื่องสิ่งแวดล้อมเพิ่มขึ้น
- ปัจจัยกังวลในเรื่องสิ่งแวดล้อมที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนในการลงทุนเพิ่มขึ้น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	34.20	33.00	-4%
Net profit 24F (Bt m)	6,930	6,355	-8%
Net profit 25F (Bt m)	7,883	8,653	10%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 4	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเชื่อว่าประมาณการกำไรปี 2024-25F ที่แตกต่างจากตลาดของเรานั้นเป็นเพราะสมมติฐานที่ต่างกันในเรื่องของวันที่สามารถปิดดีล และเริ่มรับรู้กำไรจากโครงการ Paiton
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด 4% คาดเป็นเพราะเรามีมุมมองที่เป็นลบมากกว่าต่อการสร้างกระแสเงินสดของ RATCH ในระยะยาว และเราใช้อัตราคิดลดกระแสเงินสดต่อโรงไฟฟ้าถ่านหินที่สูงกว่าตลาด

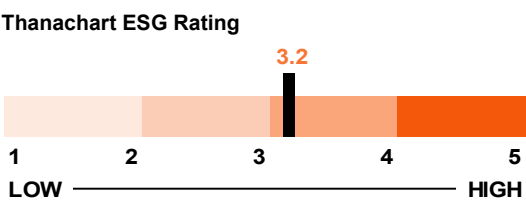
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากการดำเนินโครงการขยายและการปิดดีล M&A ใหญ่กว่า/เร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้ อาจเป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา
- หาก RATCH สามารถใช้เงินที่ได้จากการเพิ่มทุนเพื่อลงทุนในโครงการที่มีกำลังการผลิตที่ใหญ่กว่า หรือให้ผลกำไรสูงกว่าที่เราคาดไว้ จะเป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา
- หาก RATCH สามารถสร้างกำลังการผลิตใหม่ที่มากกว่าที่คาดไว้หรือความสามารถในการทำกำไรของโครงการใหม่สูงกว่าที่เราคาดไว้ จะทำให้เกิดความเสี่ยงด้านบวกอีกประการต่อการประเมินมูลค่าของเรา

Source: Thanachart

เราให้คะแนน ESG แก่ RATCH ที่ 3.2 แม้ว่าจะมีรายงาน ESG ที่ชัดเจนและละเอียดมากก็ตาม การเพิ่มพลังงานทดแทนในพอร์ตโฟลิโอยังทำได้ช้า และต้องมีการลงทุนในโรงไฟฟ้าถ่านหินเพื่อสร้างความต่อเนื่องของกำไร ด้านกิจกรรมทางสังคมเป็นมุมที่แข็งแกร่งที่สุด รวมทั้งความจำเป็นที่ต้องชี้แจงการดำเนินงานอย่างละเอียดในฐานะบริษัทลูกของรัฐวิสาหกิจ ช่วยเพิ่มความโปร่งใสของธุรกิจได้อย่างมาก แม้อาจทำให้การตัดสินใจทางธุรกิจของ RATCH อาจช้าลงบ้างในมุมมองของเรา



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
RATCH	YES	AA	-	BB	52.82	59.49	62.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- RATCH ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนในกำลังการผลิตไฟฟ้าทั้งหมดเป็น 25% ภายในปี 2025 (จาก 19% ณ 2Q23) โดยมีเป้าหมายระยะยาวที่จะบรรลุเป้าหมายคาร์บอนเป็นกลางภายในปี 2050 - RATCH ปลดปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) 7.4 ล้านตัน เทียบเท่า CO2 ในปี 2022 บริษัทฯ กำลังดำเนินการตามนโยบายลดการใช้ไฟฟ้าภายในต่างๆ และติดตั้งโซลาร์รูฟท็อป และโครงการลอยน้ำเพิ่มขึ้นเพื่อเพิ่มแหล่งพลังงานสีเขียวของบริษัทเอง - RATCH เป็นหนึ่งในแรงผลักดันที่แข็งแกร่งในการส่งเสริมนโยบายการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และตลาดคาร์บอนเครดิตในประเทศไทย เพื่อเร่งรัดให้ประเทศบรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซคาร์บอนตามที่ได้ให้คำมั่นไว้ในการประชุม COP-26 - RATCH ยังมีความตั้งใจที่ดีในการลดมลพิษทางอากาศ น้ำ และเสียงจากโรงไฟฟ้า ติดตามและตรวจสอบปริมาณการปล่อยมลพิษอย่างใกล้ชิดซึ่งรายงานไว้ในรายงานประจำปี เพื่อประเมินผลการดำเนินการตามมาตรการลดมลพิษที่เหมาะสมอย่างต่อเนื่อง
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- RATCH จัดให้มีการควบคุมสภาพแวดล้อมในการทำงานและความปลอดภัยในโรงงานอย่างเพียงพอ เพื่อป้องกันพนักงานจากอุบัติเหตุที่ไม่คาดคิดและความเสี่ยงในการทำงานให้มากที่สุด บริษัทฯ ได้รับรายงานปัญหาจากพนักงาน 21 เรื่องเกี่ยวกับสภาพแวดล้อมในการทำงานในปี 2022 (ลดลงจาก 26 เรื่องในปี 2021 และ 41 เรื่องในปี 2019) บริษัทฯ แก้ไขปัญหาที่รายงานทั้งหมดภายในหนึ่งปี - RATCH มีแผนการจัดการภาวะวิกฤตที่ดีและรัดกุม เช่น โรคระบาดและอุบัติเหตุที่ไม่คาดคิดที่โรงไฟฟ้าของบริษัทฯ เพื่อให้มั่นใจถึงความปลอดภัยทางธุรกิจและความปลอดภัยสำหรับพนักงาน - RATCH ให้ความสำคัญกับการสนับสนุนด้านการศึกษาและการรักษาพยาบาลแก่ชุมชนรอบโรงไฟฟ้าในฐานะกิจกรรมเพื่อสังคมที่สำคัญของบริษัทฯ บริษัทฯ ยังจัดให้มีการเยี่ยมเยียนชาวบ้านใกล้เคียงเป็นประจำเพื่อช่วยแก้ปัญหาการดำรงชีวิตไม่ว่าจะเกิดจากการดำเนินงานหรือไม่ก็ตาม
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการของ RATCH ประกอบด้วยกรรมการ 12 คน โดย 6 คนในจำนวนนี้ (50%) เป็นกรรมการอิสระ มีกรรมการหญิงสามคน (25%) ในคณะกรรมการ - ในฐานะที่เป็นส่วนหนึ่งของรัฐวิสาหกิจ RATCH ให้ความสำคัญและจริยธรรมทางธุรกิจที่แข็งแกร่ง อย่างไรก็ตาม ข้อกำหนดในการรายงานต้องการการอนุมัติจากคณะกรรมการในประเด็นสำคัญๆ นั้นเป็นอุปสรรคต่อการตัดสินใจทางธุรกิจซึ่งทำให้เกิดความล่าช้าในมุมมองของเรา - RATCH กระจ่ายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่ใช่ธุรกิจไฟฟ้า เช่น มอเตอร์เวย์ การขนส่ง และบริการด้านสุขภาพ แม้ว่าเรามองว่าการดำเนินการนี้ไม่ได้ส่งผลประโยชน์ทางการเงินของ RATCH นัก แต่ก็ยังเป็นแนวทางที่เหมาะสมในการสร้างความยั่งยืนทางธุรกิจในระยะยาว เนื่องจาก RATCH มีสัญญาโรงไฟฟ้าจำนวนมากที่จะหมดอายุในอีก 5 ปีข้างหน้า - นอกจากการเป็นส่วนร่วมกับบริษัทต่างๆ ในกลุ่ม กฟผ. แล้ว เราเห็นว่า RATCH ยังขาดความคิดริเริ่มในการนำเทคโนโลยีและนวัตกรรมใหม่ๆ มาปรับปรุงหรือขยายธุรกิจ

Sources: Thanachart , Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	74,725	43,675	50,110	47,579	37,439
Cost of sales	69,287	37,558	44,311	40,195	29,333
Gross profit	5,439	6,117	5,798	7,384	8,106
% gross margin	7.3%	14.0%	11.6%	15.5%	21.7%
Selling & administration expenses	2,779	3,037	2,789	2,814	2,840
Operating profit	2,660	3,080	3,009	4,570	5,266
% operating margin	3.6%	7.1%	6.0%	9.6%	14.1%
Depreciation & amortization	3,037	4,065	3,992	3,742	3,542
EBITDA	5,697	7,145	7,001	8,312	8,808
% EBITDA margin	7.6%	16.4%	14.0%	17.5%	23.5%
Non-operating income	1,011	3,158	1,801	1,315	1,258
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,751)	(4,443)	(4,414)	(4,372)	(4,121)
Pre-tax profit	920	1,795	396	1,513	2,403
Income tax	600	860	127	499	841
After-tax profit	320	934	269	1,014	1,562
% net margin	0.4%	2.1%	0.5%	2.1%	4.2%
Shares in affiliates' Earnings	4,934	3,783	6,274	8,092	9,059
Minority interests	106	(312)	(188)	(453)	(948)
Extraordinary items	422	761	0	0	0
NET PROFIT	5,782	5,167	6,355	8,653	9,673
Normalized profit	5,360	4,406	6,355	8,653	9,673
EPS (Bt)	3.1	2.4	2.9	4.0	4.4
Normalized EPS (Bt)	2.9	2.0	2.9	4.0	4.4

Acquisition deal drives strong earnings growth in 2024-25F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	55,484	41,618	26,059	30,544	33,618
Cash & cash equivalent	37,500	30,069	13,000	18,000	23,000
Account receivables	12,582	5,324	6,864	6,518	5,129
Inventories	1,946	2,513	2,428	2,202	1,607
Others	3,456	3,712	3,767	3,824	3,882
Investments & loans	62,136	64,850	89,974	89,974	89,974
Net fixed assets	52,338	51,492	53,542	50,550	51,058
Other assets	55,845	51,728	52,762	53,818	54,894
Total assets	225,803	209,687	222,338	224,886	229,545
LIABILITIES:					
Current liabilities:	29,173	33,127	19,120	18,168	16,331
Account payables	11,577	6,393	7,284	6,607	4,822
Bank overdraft & ST loans	8,685	1,945	2,129	2,072	2,064
Current LT debt	7,580	24,131	9,215	8,968	8,933
Others current liabilities	1,332	659	492	521	512
Total LT debt	78,999	60,023	82,931	80,709	80,395
Others LT liabilities	10,227	9,403	10,091	10,393	10,705
Total liabilities	118,400	102,554	112,141	109,270	107,431
Minority interest	9,375	9,136	9,324	9,777	10,725
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	(4,461)	(6,179)	(6,179)	(6,179)	(6,179)
Retained earnings	61,460	63,147	66,022	70,989	76,538
Shareholders' equity	98,029	97,997	100,873	105,839	111,388
Liabilities & equity	225,803	209,687	222,338	224,886	229,545

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Healthy cashflow stream
from existing projects

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	920	1,795	396	1,513	2,403
Tax paid	(589)	(802)	(154)	(484)	(863)
Depreciation & amortization	3,037	4,065	3,992	3,742	3,542
Chg In working capital	208	1,506	(563)	(104)	199
Chg In other CA & CL / minorities	4,308	2,135	6,078	8,049	9,014
Cash flow from operations	7,883	8,700	9,749	12,716	14,294
Capex	(18,929)	(2,697)	(5,542)	(250)	(3,550)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	1,063	110	0	0	0
LT loans & investments	(10,412)	(2,714)	(25,125)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(8,274)	2,624	(4,639)	(1,253)	(1,265)
Cash flow from investments	(36,552)	(2,677)	(35,306)	(1,503)	(4,815)
Debt financing	35,999	(8,239)	8,176	(2,526)	(357)
Capital increase	24,998	0	0	0	0
Dividends paid	(3,697)	3,480	(3,480)	(3,687)	(4,123)
Warrants & other surplus	609	(8,678)	0	0	0
Cash flow from financing	57,909	(13,437)	4,696	(6,213)	(4,480)
Free cash flow	(11,046)	6,003	4,207	12,466	10,744

VALUATION

We see its valuation as
having de-rated enough

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	9.8	13.8	9.6	7.0	6.3
Normalized PE - at target price (x)	11.5	16.3	11.3	8.3	7.4
PE (x)	9.1	11.8	9.6	7.0	6.3
PE - at target price (x)	10.7	13.9	11.3	8.3	7.4
EV/EBITDA (x)	19.3	16.4	20.3	16.2	14.7
EV/EBITDA - at target price (x)	21.0	17.9	21.9	17.5	15.9
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
P/BV - at target price (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
P/CFO (x)	6.6	7.0	6.2	4.8	4.3
Price/sales (x)	0.8	1.4	1.2	1.3	1.6
Dividend yield (%)	5.7	5.7	5.7	6.4	7.1
FCF Yield (%)	(21.1)	9.9	6.9	20.5	17.6
(Bt)					
Normalized EPS	2.9	2.0	2.9	4.0	4.4
EPS	3.1	2.4	2.9	4.0	4.4
DPS	1.6	1.6	1.6	1.8	2.0
BV/share	45.1	45.1	46.4	48.7	51.2
CFO/share	4.2	4.0	4.5	5.8	6.6
FCF/share	(5.9)	2.8	1.9	5.7	4.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	100.2	(41.6)	14.7	(5.0)	(21.3)
Net profit (%)	(26.0)	(10.6)	23.0	36.2	11.8
EPS (%)	(39.5)	(23.2)	23.0	36.2	11.8
Normalized profit (%)	(17.6)	(17.8)	44.2	36.2	11.8
Normalized EPS (%)	(32.5)	(29.3)	44.2	36.2	11.8
Dividend payout ratio (%)	60.2	67.3	54.8	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	7.3	14.0	11.6	15.5	21.7
Operating margin (%)	3.6	7.1	6.0	9.6	14.1
EBITDA margin (%)	7.6	16.4	14.0	17.5	23.5
Net margin (%)	0.4	2.1	0.5	2.1	4.2
D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.8	0.9	0.8	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	1.0	0.7	0.7	1.0	1.3
Interest coverage - EBITDA (x)	2.1	1.6	1.6	1.9	2.1
ROA - using norm profit (%)	2.8	2.0	2.9	3.9	4.3
ROE - using norm profit (%)	6.4	4.5	6.4	8.4	8.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	0.4	1.0	0.3	1.0	1.4
- asset turnover (x)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	4.9	14.3	9.6	12.4	17.4
- leverage (x)	2.3	2.2	2.2	2.2	2.1
- interest burden (%)	25.1	28.8	8.2	25.7	36.8
- tax burden (%)	34.8	52.1	68.0	67.0	65.0
WACC (%)	7.1	7.1	7.1	7.5	7.5
ROIC (%)	0.8	1.0	1.3	1.7	1.9
NOPAT (Bt m)	925	1,603	2,046	3,062	3,423
invested capital (Bt m)	155,793	154,027	182,148	179,587	179,780

Sources: Company data, Thanachart estimates

Profitability looks set to improve after completion of acquisition deal

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed [here](#).

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart 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 Thanachart 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.

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:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูมธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูมธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูมธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.31 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูมธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูมธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมร่วมกันได้แก่นางอัคริณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 7/2566 ชุดที่ 1-3" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น ผู้ร่วมจัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย ให้กับบริษัท บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) Moshi Moshi Retail Corporation Pcl (MOSHI) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "บริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ ครั้งที่ 2/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคม, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา ศรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นลินกรณ คลังเปรมจิตต์, CISA Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สถาพร Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th