

BCPG TB Outperform

Target Price Bt 12.70

Price (07/11/2023) Bt 8.95

Upside % 41.90

Valuation SOTP

Sector Energy & Utilities

Market Cap Btm 26,812

30-day avg turnover Btm 35.95

No. of shares on issue m 2,996

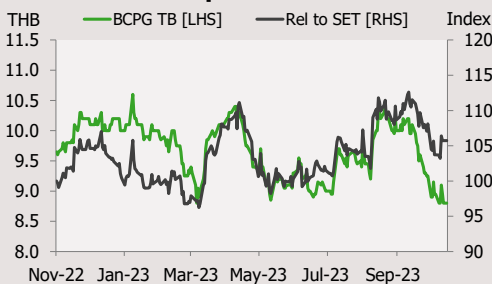
CG Scoring (IOD-Y2022) Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	5,405	5,320	5,254	5,826
Core profit (Btmn)	2,067	1,223	1,612	1,640
Net profit (Btmn)	2,630	1,572	1,612	1,610
Net EPS (Bt)	0.90	0.52	0.54	0.54
DPS (Bt)	0.41	0.34	0.35	0.35
BVPS (Bt)	10.05	10.06	10.25	10.43
Net EPS growth (%)	30.18	-42.00	2.54	-0.13
ROA (%)	4.69	2.19	1.76	1.55
ROE (%)	9.00	5.30	5.30	5.20
Net D/E (x)	0.17	1.44	1.81	2.36
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	9.89	17.06	16.64	16.66
P/BV (x)	0.89	0.89	0.87	0.86
EV/EBITDA (x)	7.30	16.39	18.64	20.98
Dividend yield (%)	4.58	3.80	3.91	3.91

BCPG TB rel SET performance



Source: LSEG, KS (All figures in THB unless noted.)

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Suksit Wongwanich, CFA

Suksit.w@kasikornsecurities.com

8 November 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

กำไรปกติไตรมาส 3/2566 ดีกว่าคาดเล็กน้อย

- BCPG รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 3/66 ที่ 565 ลบ. โดยมีกำไรปกติที่ 492 ลบ. ลดลง 22%YoY จากกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังน้ำที่ลดลง แต่เพิ่มขึ้น 169% QoQ
- คาดกำไรปกติไตรมาส 4/66 จะเพิ่มขึ้น YoY จากกำลังการผลิตไฟฟ้าเพิ่มเติมของโรงไฟฟ้าในสหรัฐฯ แต่ลดลง QoQ เนื่องจากหมดช่วงไฮซีซั่นของโรงไฟฟ้าพลังน้ำ
- คงคำแนะนำ "ซื้อ" และ TP ที่ 12.70 บาท แม้เราจะมองบวกต่อแนวโน้มในระยะยาวของ BCPG แต่ adder ที่กำลังจะหมดอายุ จะส่งผลกระทบต่อกำไรในปี 2567-2568

Investment Highlights

- **สรุปผลประกอบการไตรมาส 3/2566** BCPG รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 3/2566 ที่ 565 ลบ. ลดลง 12% YoY แต่เพิ่มขึ้น 181% QoQ หากไม่รวมรายการพิเศษจำนวน 73 ลบ. ซึ่งส่วนใหญ่มาจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX) กำไรปกติอยู่ที่ 492 ลบ. ลดลง 22% YoY แต่เพิ่มขึ้น 169% QoQ สูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 472 ลบ. อยู่ 4% จากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ที่น้อยกว่าคาด
- ⇒ กำไรที่ลดลงเชิง YoY สาเหตุหลักมาจาก 1) การผลิตไฟฟ้าที่ลดลงจากโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ Nam San 3A และ Nam San 3B สปป.ลาว ซึ่งเป็นผลมาจากปริมาณน้ำฝนและการบำรุงรักษาสายส่งที่ลดลง 2) รายได้ลดลงเนื่องจากส่วนเพิ่มราคาซื้อไฟฟ้า (adder) ของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ของไทยจำนวน 32 เมกะวัตต์ หมดอายุลงในปี 66 โดยราคาขายไฟฟ้าเฉลี่ย ลดลงเป็น 7.0 บาท/kWh เทียบกับ 9.2 บาท/kWh ในไตรมาส 3/2565 และ 7.2 บาท/kWh ในไตรมาส 3/2566
- ⇒ อย่างไรก็ตาม กำไรที่เพิ่มขึ้นเชิง QoQ สาเหตุหลักมาจาก 1) การกลับมาดำเนินการของโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ Nam San ในช่วงไฮซีซั่น 2) ส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าพลังงานก๊าซในสหรัฐฯ เนื่องจากโครงการใหม่ทั้ง 2 โครงการ (426 เมกะวัตต์) ได้แก่ Liberty และ Patriot เริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรหลังการเข้าซื้อกิจการเสร็จสิ้นในเดือน ก.ค. 2566 3) ส่วนแบ่งกำไรเต็มไตรมาสจากคลังน้ำมันในไทย
- **ต้นทุนทางการเงินสูงขึ้น** ต้นทุนทางการเงินของ BCPG เพิ่มขึ้นอย่างมากเป็น 370 ลบ. คิดเป็นการเพิ่มขึ้น 65% YoY และ 49% QoQ สาเหตุหลักมาจาก 1) สิ้นเชื้อระยะยาวจากสถาบันการเงินเพิ่มขึ้นเป็น 1.60 หมื่นลบ. ในไตรมาส 3/2566 เทียบกับ 1.26 หมื่นลบ. ในไตรมาส 3/2565 2) การออกหุ้นกู้มูลค่า 8.2 พันลบ. ในเดือน มิ.ย. 2566 ด้วยอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย 3.8% 3) อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยที่สูงขึ้น 4.0% ในไตรมาส 3/2566 เทียบกับ 3.5% ในไตรมาส 3/2565 และ 3.2% ในไตรมาส 3/2566 โดยมีสาเหตุมาจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่สูงขึ้น
- **แนวโน้มไตรมาส 4/2566** เราคาดว่ากำไรปกติไตรมาส 4/2566 ของ BCPG จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย YoY จากส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นหลังการเข้าลงทุนเพิ่มเติมอีก 280 เมกะวัตต์ในโรงไฟฟ้าพลังงานก๊าซธรรมชาติในสหรัฐฯ ในเดือนตุลาคม 2566 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรปกติจะลดลง QoQ สาเหตุหลักมาจากช่วงไฮซีซั่นของโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำใน สปป.ลาวได้ผ่านไปแล้ว ทั้งนี้ในแง่ของงบดุล บริษัทฯ มีลูกหนี้การค้าที่เกินกำหนดชำระหนี้มากกว่า 6 เดือน เป็นมูลค่า 1.2 พันลบ. ซึ่งบริษัทฯ มีแนวโน้มที่จะแปลงเป็นเงินลงทุนในไตรมาส 4/2566 ซึ่งเป็นการทำในลักษณะเดียวกับที่บริษัทเคยทำในปี 2565 กับโครงการสายส่ง Nam Tai มูลค่า 1 พันลบ. ใน สปป.ลาว

Valuation and Recommendation

- **คงคำแนะนำ "ซื้อ"** ด้วยราคาเป้าหมายเดิมอิงวิธี SOTP ที่ 12.70 บาท ราคาหุ้นมี upside 42% ต่อราคาเป้าหมายปี 2567 ของเราที่ 12.70 บาท เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" BCPG โดยแนวโน้มระยะยาวของ BCPG ยังคงดี จากการที่บริษัทฯ สามารถหาโครงการใหม่มาปิดช่องว่างกำไรจำนวน 2 พันลบ. ที่หายไปจาก adder ที่กำลังจะหมดอายุ ได้ภายในปี 2569 นอกจากนี้ งบดุลที่แข็งแกร่งของบริษัทฯ ซึ่งมีอัตราส่วน D/E อยู่ที่ 1.3 เมื่อเทียบกับ covenant ที่ 3 เท่า แสดงให้เห็นว่าบริษัทยังสามารถกู้เงินเพื่อรองรับการขยายกำลังการผลิตเพิ่มเติมได้อีก อย่างไรก็ตาม แนวโน้มระยะกลาง (ปี 2567-68) อาจจะยังไม่โดดเด่นนัก โดยเฉพาะจากการที่บริษัทฯ มี adder ที่กำลังจะหมดอายุอีกจำนวน 53 เมกะวัตต์ในปี 2567 และยังอยู่ระหว่างการรอโครงการใหม่ที่จะเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ในปี 2568-69 เพื่อมาอุดช่องว่างของกำไรจาก adder ที่กำลังจะหมดอายุ

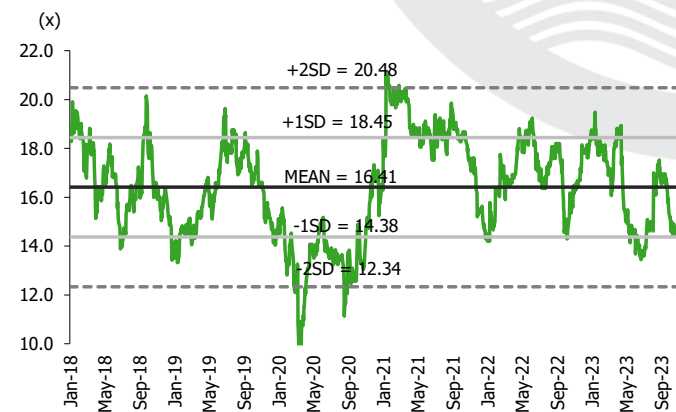


Fig 1 3Q23 performance review

	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	%YoY	%QoQ	3Q23E	% Var	%YTD2023E	2023E	% change
<b>Financials</b>												
Sales (Btmn)	1,544	1,267	1,057	1,093	1,564	1.3	43.1	1,563	0.1	69.8	5,320	-1.6
EBITDA (Btmn)	1,228	990	810	881	1,284	4.5	45.7	1,164	10.3	69.2	4,299	1.3
Operating profit (Btmn)	830	599	427	460	782	-5.8	70.1	780	0.2	72.6	2,298	-16.1
Share of profit (Btmn)	-17	14	40	-31	183	NM	NM	130	40.9	64.2	300	131.0
Core profit (Btmn)	626	375	160	183	492	-21.5	169.2	472	4.0	68.2	1,223	-40.8
Net profit (Btmn)	641	296	512	201	565	-11.9	180.8	522	8.1	81.3	1,572	-40.2
Net EPS (Bt)	0.22	0.10	0.18	0.07	0.19	-12.8	179.2	0.18	7.5	83.6	0.52	-42.0
<b>Performance Drivers</b>												
Effective capacity (MWe)	454	454	605	605	1,031	127.1	70.4	1,031	0.0	78.7	1,311	188.8
Power output (GWh)	321	224	113	146	300	-6.3	106.3	300	0.0	69.8	800	-18.4
FX gain/loss (Btmn)	163	-62	103	91	58	-64.7	-36.7	50	15.1	NM	100.0	NM
<b>Ratios</b>												
						Change		Avg YTD		2023E	Change	
Gross margin (%)	66.2	57.9	50.9	48.1	55.0	-11.2	7.0	57.3	-2.3	51.3	53.1	-10.3
EBITDA margin (%)	79.6	78.2	76.6	80.7	82.1	2.5	1.4	74.5	7.6	79.8	80.8	2.3
Operating margin (%)	53.8	47.2	40.4	42.1	50.0	-3.8	7.9	49.9	0.1	44.2	43.2	-7.5
ROE (%)	8.8	4.0	6.9	2.7	7.5	-1.3	4.8	7.0	0.5	5.7	5.3	-3.7

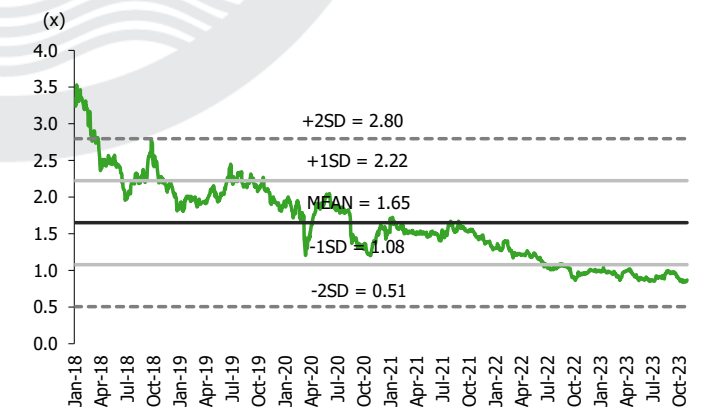
Source: Company, KS Research

Fig 2 12-month forward PER



Source: LSEG

Fig 3 12-month forward PBV



Source: LSEG



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	4,669	5,405	5,320	5,254	5,826
Cost of sales and services	-1,608	-1,978	-2,495	-2,882	-3,558
<b>Gross Profit</b>	3,061	3,427	2,825	2,371	2,268
SG&A	-655	-840	-748	-786	-835
Other income	72	153	222	553	548
<b>EBIT</b>	2,970	4,091	2,947	3,180	3,275
<b>EBITDA</b>	3,658	4,244	4,299	4,425	4,802
Interest expense	-895	-882	-1,049	-1,336	-1,474
Equity earnings	600	130	300	1,041	1,323
<b>EBT</b>	2,075	3,209	1,898	1,843	1,801
Income tax	-64	-577	-326	-231	-191
<b>NPAT</b>	2,010	2,632	1,572	1,612	1,610
Minority Interest	0	-2	-0	-0	-0
<b>Core Profit</b>	2,284	2,067	1,223	1,612	1,640
Extraordinary items	-308	729	249	0	0
FX gain (loss)	34	-166	100	0	-30
<b>Reported net profit</b>	2,011	2,630	1,572	1,612	1,610

Balance Sheet (Btmn)

Cash & equivalents	11,228	20,333	12,225	7,407	4,802
Accounts receivable	2,317	1,762	1,809	1,786	1,981
Inventories	0	0	0	0	0
<b>Total current assets</b>	13,933	22,878	14,428	9,582	7,211
Investment in subs & others	13,486	1,342	27,788	31,356	34,770
Fixed assets-net	28,595	27,820	41,804	50,898	66,108
<b>Total assets</b>	58,721	56,160	87,642	95,434	111,664
Short-term debt	3,575	2,571	1,627	1,499	1,669
Accounts payable	888	701	701	701	701
<b>Total current liabilities</b>	4,678	3,462	2,518	2,391	2,560
Long-term debt	25,980	22,658	54,172	61,521	77,020
<b>Total liabilities</b>	31,493	26,884	57,454	64,675	80,344
Paid-up capital	14,470	14,538	14,985	14,985	14,985
Share premium	41	41	41	41	41
Retained earnings	5,056	6,615	6,813	7,383	7,944
Minority interests	69	51	51	51	51
<b>Total shareholders' equity</b>	27,228	29,276	30,188	30,759	31,320
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	58,721	56,160	87,642	95,434	111,664

Key Assumptions

Currency (Bt/100JPY)	29.5	26.7	25.9	25.6	25.5
Effective capacity (MWe)	552	454	1,311	1,382	1,835
Power output (GWh)	868	980	800	1,039	1,205

Cashflow (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Net profit	2,011	2,630	1,572	1,612	1,610
Depreciation & amortization	1,180	1,504	2,001	2,286	2,820
Change in working capital	-1,178	-555	343	27	-235
Others	414	-544	-512	-1,585	-1,862
<b>CF from operation activities</b>	2,426	3,035	3,404	2,341	2,334
Capital expenditure	-3,349	-1,911	-15,486	-11,356	-18,006
Investment in subs and affiliates	-780	-139	-26,417	-3,463	-3,282
Others	13	14,340	482	1,481	1,730
<b>CF from investing activities</b>	-4,117	12,290	-41,421	-13,339	-19,559
Cash dividend	-883	0	-1,375	-1,041	-1,049
Net proceeds from debt	-11,472	-6,289	30,569	7,221	15,669
Capital raising	0	0	714	0	0
Others	13,977	66	0	0	0
<b>CF from financing activities</b>	1,622	-6,223	29,909	6,180	14,620
<b>Net change in cash</b>	-68	9,102	-8,107	-4,818	-2,606

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)

Reported EPS	0.69	0.90	0.52	0.54	0.54
Core EPS	0.79	0.71	0.41	0.54	0.55
DPS	0.33	0.41	0.34	0.35	0.35
BV	9.38	10.05	10.06	10.25	10.43
EV	18.26	10.65	23.51	27.52	33.62
Free Cash Flow	-0.32	0.39	-4.03	-3.01	-5.23

Valuation analysis

Reported P/E (x)	17.13	9.89	17.06	16.64	16.66
Core P/E (x)	15.08	12.59	21.93	16.64	16.36
P/BV (x)	1.27	0.89	0.89	0.87	0.86
EV/EBITDA (x)	14.44	7.30	16.39	18.64	20.98
Price/Cash flow (x)	14.19	8.57	7.88	11.46	11.49
Dividend yield (%)	2.77	4.58	3.80	3.91	3.91

Profitability ratios

Gross margin (%)	65.56	63.40	53.10	45.14	38.93
EBITDA margin (%)	78.35	78.52	80.81	84.22	82.41
EBIT margin (%)	63.61	75.68	55.39	60.52	56.20
Net profit margin (%)	43.06	48.69	29.55	30.69	27.63
ROA (%)	3.66	4.69	2.19	1.76	1.55
ROE (%)	8.10	9.00	5.30	5.30	5.20

Liquidity ratios

Current ratio (x)	2.98	6.61	5.73	4.01	2.82
Quick ratio (x)	2.90	6.38	5.57	3.85	2.65

Leverage Ratios

D/E ratio (x)	1.16	0.92	1.90	2.10	2.57
Net debt/EBITDA (x)	5.01	1.15	10.14	12.57	15.39
Net debt/equity (x)	0.67	0.17	1.44	1.81	2.36
Int. coverage ratio (x)	3.32	4.64	2.81	2.38	2.22

Growth

Revenue (%)	10.36	15.77	-1.57	-1.25	10.90
EBITDA (%)	8.55	16.04	1.29	2.92	8.53
Reported net profit (%)	5.15	30.80	-40.22	2.54	-0.13
Reported EPS (%)	-4.06	30.18	-42.00	2.54	-0.13
Core profit (%)	16.58	-9.53	-40.81	31.79	1.72
Core EPS (%)	6.37	-9.95	-42.57	31.79	1.72

Source: Company, KS estimates



### Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

### Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

### General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

### Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at The Thai Institute of Directors Association (IOD). The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.



#### Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying: AAV, ADVANC, AMATA, AOT, AP, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, EGCO, ESSO, FORTH, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KEX, KKP, KTB, KTC, LH, MEGA, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RATCH, RCL, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SINGER, SIRI, SJWD, SPALI, SPRC, STA, STGT, TCAP, THG, TIDLOR, TIPH, TISCO, TOP, TQM, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.

