

BCPG TB Outperform

Target Price Bt 15.10

Price (15/02/2022) Bt 12.70

Upside % 18.90

Valuation DCF

Sector Energy & Utilities

Market Cap Btm 36,755

30-day avg turnover Btm 197.89

No. of shares on issue m 2,894

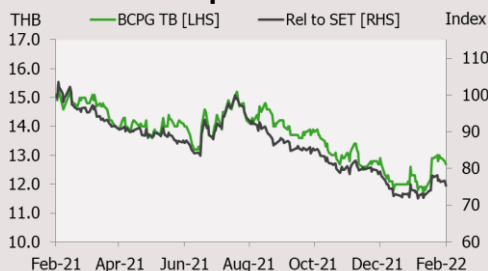
CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020	2021	2022E	2023E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	4,231	4,669	5,526	6,713
Core profit (Btmn)	1,959	2,284	1,659	1,553
Net profit (Btmn)	1,912	2,011	3,337	1,553
Net EPS (Bt)	0.72	0.69	1.04	0.47
DPS (Bt)	0.33	0.33	0.47	0.31
BVPS (Bt)	8.51	9.38	10.12	10.19
Net EPS growth (%)	-19.64	-4.06	49.58	-54.72
ROA (%)	4.33	3.66	4.75	1.97
ROE (%)	10.07	8.10	10.26	4.70
Net D/E (x)	0.71	0.67	0.44	0.85
Valuation				
P/E (x)	19.61	17.13	12.22	26.99
P/BV (x)	1.67	1.27	1.25	1.25
EV/EBITDA (x)	15.87	14.44	12.61	12.83
Dividend yield (%)	2.32	2.77	3.70	2.44

BCPG TB rel SET performance



Source: Bloomberg (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

Ornmongkol Tantitanatorn

ornmongkol.t@kasikornsecurities.com

18 February 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

กำไรไตรมาส 4/2564 น้อยกว่าคาด

- กำไรไตรมาส 4/2564 อยู่ที่ 238 ลบ. น้อยกว่าที่เราคาดไว้ 37% จากผลขาดทุนจาก FX ที่สูงกว่าคาดและการตัดจำหน่ายลูกหนี้การค้าของบริษัทผลิตไฟฟ้าลาว
- BCPG ขายหุ้นบริษัท สตาร์ เอ็นเนอร์ยี อินเวสท์เม้นท์ จำกัด ที่ 440 ล้านดอลลาร์ฯ แต่ลงทุนใน Lao Holding State Enterprise ที่ 100 ล้านดอลลาร์ฯ
- แนะนำ "ซื้อ" แต่ลดราคาเป้าหมายลงเป็น 15.1 บาท จาก 18.5 บาท เพื่อสะท้อนการขายทรัพย์สินในอินโดนีเซียและการลงทุนในลาว

Investment Highlights

- **กำไรสุทธิไตรมาส 4/2564 ต่ำกว่าคาด** BCPG รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/2564 ที่ 238 ลบ. น้อยกว่าที่เราคาดไว้ที่ 375 ลบ. จาก 1) ผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (FX) ที่สูงกว่าคาดมาอยู่ที่ 219 ลบ. (เทียบกับที่เราคาดไว้ที่ 145 ลบ.) จากทรัพย์สินในสกุลเงินต่างประเทศที่สูงขึ้นหลังรีไฟแนนซ์หนี้สิน 2) ค่าใช้จ่ายที่ 67 ลบ. จากการตัดจำหน่ายลูกหนี้การค้าของ EDL และ 3) ผลขาดทุนจากการขายทรัพย์สินที่ 42 ลบ. หลังเสร็จสิ้นการพัฒนาโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ในประเทศไทย
- **กำไรสุทธิไตรมาส 4/2564 ลดลง YoY และ QoQ** กำไรสุทธิไตรมาส 4/2564 ปรับลดลง 23% YoY ด้วยสาเหตุหลักจาก 1) ผลขาดทุนจาก FX (หลังหักภาษี) ที่ 219 ลบ. เทียบกับผลขาดทุนที่ 63 ลบ. ในไตรมาส 4/2563 จากการลงทุนในลาวผลจากเงินบาทที่แข็งค่า 0.3 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ มาอยู่ที่ 33.7 บาท/ดอลลาร์ฯ 2) ค่าใช้จ่ายครั้งเดียวที่ 109 ลบ. จากการตัดมูลค่าลูกหนี้การค้าและผลขาดทุนจากการขายทรัพย์สิน อย่างไรก็ตามกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 9% YoY จากค่าไฟฟ้าที่สูงขึ้น การปิดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนใต้พิภพที่สั้นลงในอินโดนีเซียและการขาดหายไปของค่าใช้จ่ายครั้งเดียวในการรีไฟแนนซ์ที่ 172 ลบ. เหมือนในไตรมาส 4/2563 ดังนั้น ส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าจึงอยู่ที่ 156 ลบ. พลิกกลับจากผลขาดทุนที่ 74 ลบ. ในไตรมาส 4/2563 กำไรสุทธิปรับลดลง 65% QoQ จากผลขาดทุนจาก FX (หลังหักภาษี) มาอยู่ที่ 219 ลบ. เทียบกับกำไรจาก FX (หลังหักภาษี) ที่ 133 ลบ. ในไตรมาส 3/2564 จากเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น ด้านกำไรปกติอ่อนตัวลง 18% QoQ มาอยู่ที่ 583 ลบ. เพราะโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำในประเทศลาวอยู่นอกฤดูกาลผลิต อัตราการจ่ายไฟฟ้าลดลงมาอยู่ที่ 58% จาก 85% ในไตรมาส 3/2564 รายได้จากการขายจากโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำในลาวลดลง 32% QoQ มาอยู่ที่ 315 ลบ.
- **แนวโน้มกำไรสุทธิไตรมาส 1/2565** เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 1/2565 จะปรับสูงขึ้น YoY และ QoQ จาก 1) กำไรจากการขายเงินลงทุน 2) การเริ่มผลิตของโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ กำลังการผลิต 60 MW ในญี่ปุ่น และ 3) ค่า Ft ที่สูงขึ้น ทั้งนี้ คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงานปรับเพิ่มค่า Ft ขึ้น 0.167 บาท/ยูนิต เป็น 0.014 บาท/ยูนิต ระหว่างเดือน ม.ค.-เม.ย.2565 ซึ่งส่งผลบวกต่อผู้ผลิตโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนที่อยู่ภายใต้ adder scheme ทั้งนี้ BCPG มีโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ในประเทศไทย กำลังการผลิตรวม 193 MW ที่อยู่ภายใต้ adder scheme
- **ขายหุ้นในอินโดนีเซียแต่ลงทุนในลาว** BCPG รายงานต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 17 ก.พ. ว่าบริษัทฯ จะขายหุ้น 33.3% ในบริษัท สตาร์ เอ็นเนอร์ยี อินเวสท์เม้นท์ จำกัด (SEGHPL) ด้วยเงินลงทุนที่ 440 ล้านดอลลาร์ฯ SEGHPL เป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนใต้พิภพในประเทศอินโดนีเซีย เราคาดว่า BCPG จะบันทึกกำไรที่ 1.6 พันลบ. ในไตรมาส 1/2565 แต่ส่วนแบ่งกำไรจะลดลง 502 ลบ./ปี อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ จะลงทุนใน Lao Holding State Enterprise (LHSE) ด้วยวงเงิน 100 ล้านดอลลาร์ฯ หลังได้รับอนุญาตจากรัฐบาลลาวภายในช่วงครึ่งหลังปีนี้ ผู้บริหารคาดว่าจะได้รับเงินปันผลตอบแทนที่ 11% หรือ 358 ลบ./ปี ดังนั้น เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2565 ขึ้น 47% เป็น 3.3 พันลบ. แต่ลดประมาณการกำไรปี 2566-67 ลง 9%/11% มาอยู่ที่ 1.5 พันลบ./989 ลบ.

Valuation and Recommendation

- **คงคำแนะนำ "ซื้อ" แต่ลดราคาเป้าหมายลงเป็น 15.1 บาท** เราปรับลดราคาเป้าหมายลงเป็น 15.1 บาท จาก 18.5 บาท เพื่อสะท้อน 1) มูลค่าที่ลดลง 4.3 บาท จากการขายหุ้น SEGHPL และ 2) มูลค่าที่เพิ่มขึ้น 0.9 บาท จากการลงทุนใน LHSE เราคาดว่า BCPG จะใช้เงินลงทุนที่ได้รับจากการเพิ่มทุนในไตรมาส 4/2563 และจากการขายหุ้นในอินโดนีเซียเพื่อเพิ่มกำลังการผลิต ผู้บริหารตั้งเป้าจัดสรรเงินลงทุนอีก 9.5 หมื่นลบ. ระหว่างปี 2565-69 เพื่อเพิ่มกำลังการผลิตและมองหาธุรกิจที่สร้างการเติบโตแบบ S-curve ใหม่ เช่น โครงการเมืองอัจฉริยะ



Fig 1 4Q21 performance review

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	%YoY	%QoQ	2020	2021	% change	2022E
Financials											
Sales (Btmn)	1,137	1,047	1,088	1,302	1,232	8.4	-5.4	4,231	4,669	10.4	5,526
EBITDA (Btmn)	894	832	850	1,078	897	0.3	-16.7	3,370	3,658	8.5	4,375
Operating profit (Btmn)	596	540	559	791	587	-1.5	-25.8	2,292	2,478	8.1	2,718
Core profit (Btmn)	536	489	504	709	583	8.8	-17.8	1,959	2,284	16.6	1,659
Net profit (Btmn)	310	523	565	685	238	-23.4	-65.3	1,912	2,011	5.2	3,337
Net EPS (Bt)	0.12	0.18	0.20	0.24	0.08	-30.1	-65.3	0.72	0.69	-4.1	1.04
Performance Drivers											
Effective capacity (MWe)	525	525	525	525	552	5.1	5.1	525	552	5.1	543
Power output (GWh)	238	157	189	295	234	-1.7	-20.5	772	868	12.3	1,014
FX gain/loss (Btmn)	-69	23	80	177	-246	NM	NM	215.6	34.3	NM	79
Ratios											
Gross margin (%)	65.2	62.4	63.6	69.7	65.6	0.4	-4.2	66.1	65.6	-0.5	60.7
EBITDA margin (%)	78.7	79.5	78.1	82.8	72.9	-5.8	-9.9	79.7	78.3	-1.3	79.2
Operating margin (%)	52.4	51.6	51.3	60.8	47.7	-4.8	-13.1	54.2	53.1	-1.1	49.2
ROE (%)	6.5	9.1	9.5	11.0	3.6	-2.9	-7.4	10.1	8.1	-2.0	10.3

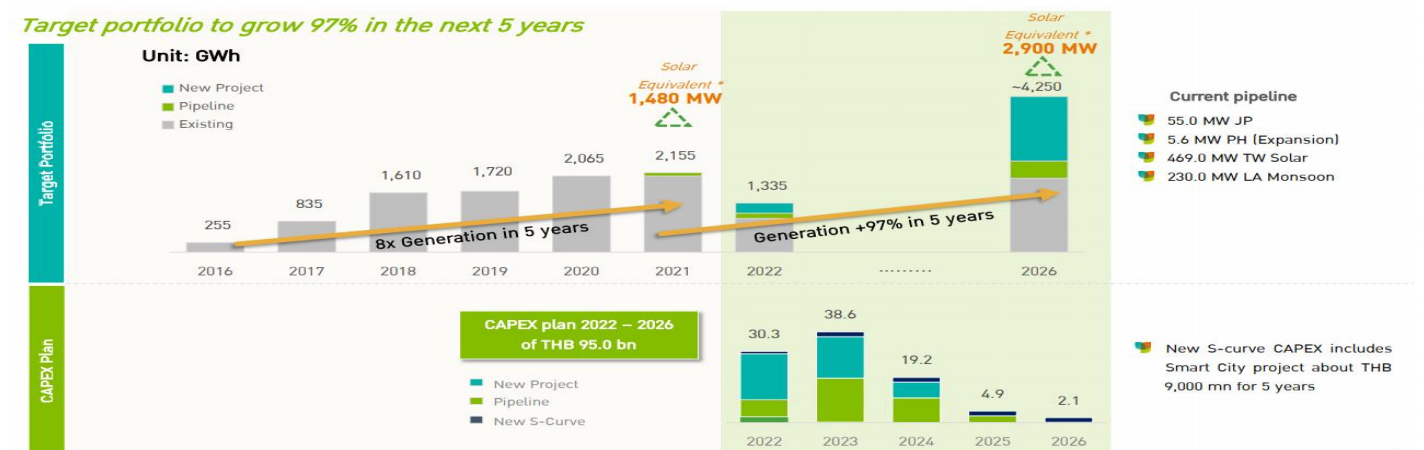
Source: KS Research

Fig 2 Earnings revisions

New		2022E (+/-)	2023E (+/-)	2024E (+/-)
Sales revenue (Btmn)	5,526	0%	6,713	0%
Core profit (Btmn)	1,659	-24%	1,553	-9%
Net Profit (Btmn)	3,337	47%	1,553	-9%
EPS (Bt/sh)	1.04	47%	0.47	-9%
No. of share (mn share)	3,211	0%	3,301	0%
Net D/E (x)	0.44	-52%	0.85	-37%
Capacity (MW)	543	-25%	736	-20%
TP (Bt)	15.10	-18%		
Old		2022E (+/-)	2023E (+/-)	2024E (+/-)
Sales revenue (Btmn)	5,526		6,713	6,979
Core profit (Btmn)	2,188		1,698	1,107
Net Profit (Btmn)	2,266		1,698	1,107
EPS (Bt/sh)	0.71		0.51	0.34
No. of share (mn share)	3,211		3,301	3,301
Net D/E (x)	0.92		1.35	1.51
Capacity (MW)	725		918	1,034
TP (Bt)	18.50			

Source: KS Research

Fig 3 5-year CAPEX plan



Source: Company data



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
Revenue	3,427	4,231	4,669	5,526	6,713
Cost of sales and services	-961	-1,436	-1,608	-2,169	-3,235
Gross Profit	2,465	2,794	3,061	3,357	3,478
SG&A	-575	-532	-655	-719	-835
Other income	20	29	72	80	448
EBIT	2,360	2,764	2,970	4,561	3,179
EBITDA	2,600	3,370	3,658	4,375	5,518
Interest expense	-568	-820	-895	-1,064	-1,472
Equity earnings	355	270	600	164	88
EBT	1,792	1,944	2,075	3,497	1,707
Income tax	8	-33	-64	-160	-154
NPAT	1,801	1,912	2,010	3,337	1,553
Minority Interest	1	1	0	-0	-0
Core Profit	1,726	1,959	2,284	1,659	1,553
Extraordinary items	-20	-263	-308	1,600	0
FX gain (loss)	95	216	34	79	0
Reported net profit	1,801	1,912	2,011	3,337	1,553

Balance Sheet (Btmn)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
Cash & equivalents	1,445	11,138	11,228	21,389	23,242
Accounts receivable	640	1,219	2,317	1,879	2,282
Inventories	0	0	0	0	0
Total current assets	2,453	12,493	13,933	23,736	26,075
Investment in subs & others	13,624	11,723	13,486	5,308	5,756
Fixed assets-net	20,359	25,455	28,595	38,556	53,251
Total assets	37,137	51,220	58,721	70,223	87,682
Short-term debt	3,855	3,472	3,575	1,809	1,874
Accounts payable	398	540	888	888	888
Total current liabilities	4,987	4,046	4,678	2,911	2,977
Long-term debt	16,026	23,590	25,980	33,894	50,165
Total liabilities	21,581	28,671	31,493	37,640	53,977
Paid-up capital	9,994	13,202	14,470	16,056	16,503
Share premium	41	41	41	41	41
Retained earnings	2,654	3,927	5,056	6,770	7,178
Minority interests	49	69	69	69	69
Total shareholders' equity	15,555	22,549	27,228	32,582	33,705
Total equity & liabilities	37,137	51,220	58,721	70,223	87,682

Key Assumptions	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
Currency (Bt/100JPY)	28.4	29.7	29.5	28.7	28.5
Effective capacity (MWe)	460	525	552	543	736
Power output (GWh)	386	772	868	1,014	1,325

Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
Net profit	1,801	1,912	2,010	3,337	1,553
Depreciation & amortization	690	1,078	1,180	1,657	2,427
Change in working capital	-246	-584	-1,178	358	-486
Others	-126	673	414	-235	-527
CF from operation activities	2,120	3,079	2,426	5,118	2,967
Capital expenditure	-1,305	-1,140	-3,349	-11,534	-17,099
Investment in subs and affiliates	0	-4,132	-780	8,195	-439
Others	-4,646	-37	13	218	518
CF from investing activities	-5,951	-5,309	-4,117	-3,121	-17,021
Cash dividend	-1,279	-640	-883	-1,624	-1,145
Net proceeds from debt	4,156	5,449	-11,472	6,147	16,336
Capital raising	0	7,268	0	3,641	714
Others	25	-10	13,977	0	0
CF from financing activities	2,902	12,068	1,622	8,164	15,906
Net change in cash	-930	9,838	-68	10,162	1,852

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
Reported EPS	0.90	0.72	0.69	1.04	0.47
Core EPS	0.86	0.74	0.79	0.52	0.47
DPS	0.64	0.33	0.33	0.47	0.31
BV	7.76	8.51	9.38	10.12	10.19
EV	25.45	20.26	18.26	17.18	21.45
Free Cash Flow	0.41	0.73	-0.32	-2.00	-4.28
Valuation analysis	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
Reported P/E (x)	17.98	19.61	17.13	12.22	26.99
Core P/E (x)	18.76	19.14	15.08	24.59	26.99
P/BV (x)	2.09	1.67	1.27	1.25	1.25
EV/EBITDA (x)	19.56	15.87	14.44	12.61	12.83
Price/Cash flow (x)	15.28	12.18	14.19	7.97	14.13
Dividend yield (%)	3.95	2.32	2.77	3.70	2.44
Profitability ratios	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
Gross margin (%)	71.94	66.05	65.56	60.75	51.81
EBITDA margin (%)	75.89	79.65	78.35	79.16	82.20
EBIT margin (%)	68.88	65.33	63.61	82.53	47.36
Net profit margin (%)	52.55	45.19	43.06	60.39	23.14
ROA (%)	5.24	4.33	3.66	4.75	1.97
ROE (%)	11.76	10.07	8.10	10.26	4.70
Liquidity ratios	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
Current ratio (x)	0.49	3.09	2.98	8.15	8.76
Quick ratio (x)	0.42	3.05	2.90	7.99	8.57
Leverage Ratios	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
D/E ratio (x)	1.39	1.27	1.16	1.16	1.60
Net debt/EBITDA (x)	7.09	4.73	5.01	3.27	5.22
Net debt/equity (x)	1.19	0.71	0.67	0.44	0.85
Int. coverage ratio (x)	4.16	3.37	3.32	4.29	2.16
Growth	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
Revenue (%)	3.20	23.46	10.36	18.37	21.47
EBITDA (%)	1.21	29.59	8.55	19.60	26.13
Reported net profit (%)	-18.83	6.15	5.15	65.97	-53.46
Reported EPS (%)	-18.91	-19.64	-4.06	49.58	-54.72
Core profit (%)	2.16	13.50	16.58	-27.39	-6.35
Core EPS (%)	2.05	-14.08	6.37	-34.57	-8.89

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 <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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 Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.