



ELECTRICITY GENERATING PCL

EGCO TB Outperform

Target Price Bt 289.00

Price (07/10/2021) Bt 178.50

Upside % 61.90

Valuation DCF

Sector Energy & Utilities

Market Cap Btm 93,974

30-day avg turnover Btm 243.25

No. of shares on issue m 526

CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020A	2021E	2022E	2023E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	33,578	32,555	33,031	32,591
Core profit (Btmn)	8,738	8,661	8,963	9,340
Net profit (Btmn)	8,733	8,390	8,963	9,340
Net EPS (Bt)	16.59	15.94	17.03	17.74
DPS (Bt)	6.50	6.50	6.75	7.00
BVPS (Bt)	194.21	204.14	214.42	225.41
Net EPS growth (%)	-33.13	-3.93	6.84	4.20
ROA (%)	4.14	3.98	4.28	4.47
ROE (%)	8.45	8.00	8.14	8.07
Net D/E (x)	0.74	0.77	0.67	0.58
Valuation				
P/E (x)	11.60	11.20	10.48	10.06
P/BV (x)	0.99	0.87	0.83	0.79
EV/EBITDA (x)	15.80	18.67	17.52	16.87
Dividend yield (%)	3.38	3.64	3.78	3.92

EGCO 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

8 October 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

ซื้อหุ้น 17.46% ใน Apex

- ▶ EGCO ซื้อหุ้น 17.46% ในบริษัท Apex Clean Energy Holdings, LLC (Apex) และคาดว่าจะปิดได้ในปี 2564
- ▶ ดีลรายการนี้ช่วยให้ EGCO ขยายธุรกิจไปยังการพัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนและจะช่วยให้เข้าถึงโครงการโรงไฟฟ้าหมุนเวียนในสหรัฐฯ ได้ในอนาคต
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 289 บาท EGCO มีงบดุลที่แข็งแกร่ง ที่สามารถนำไปใช้ขยายกิจการในอนาคตได้

Investment Highlights

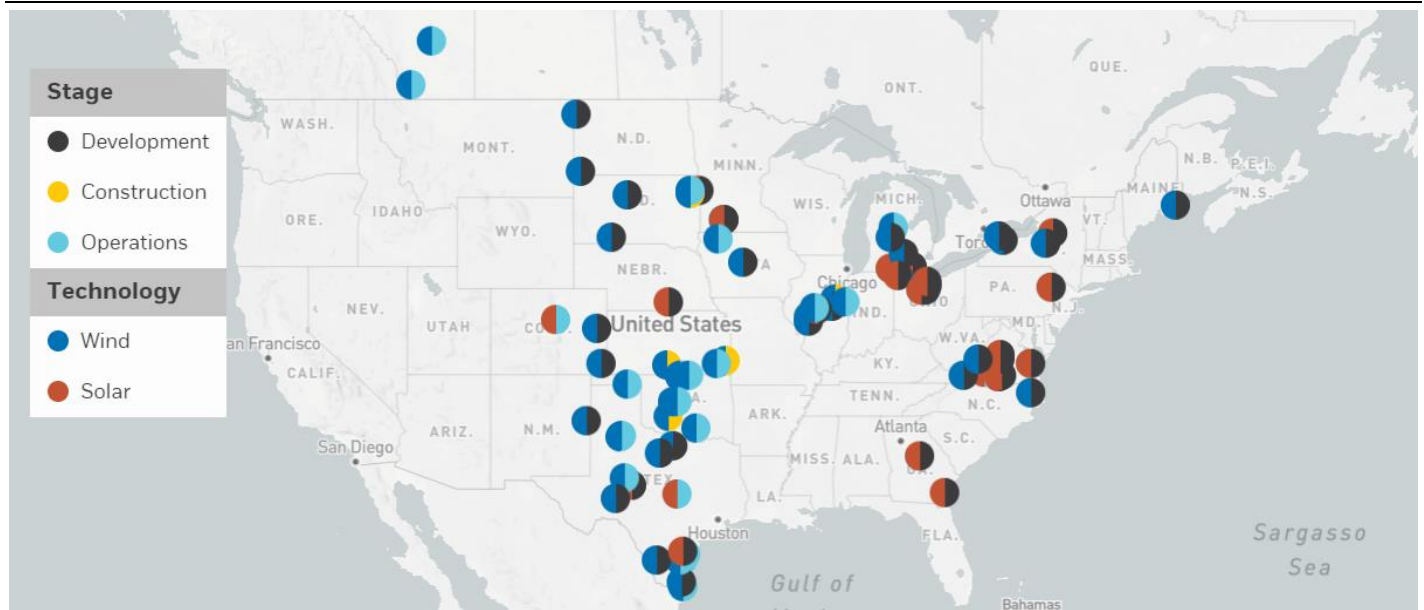
- ▶ **เข้าซื้อหุ้น 17.46% ใน Apex** EGCO ลงทุนทางอ้อมในบริษัท Apex Clean Energy Holdings, LLC (Apex) ผ่านบริษัท เอ็กโก พلاس จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่ EGCO ถือหุ้นทั้งหมด เอ็กโก พلاس ลงนามในข้อตกลงเมื่อวันที่ 5 ตุลาคม 2564 เพื่อซื้อหุ้นทางอ้อม 17.46% ใน APEX ในฐานะที่เป็นผู้ร่วมลงทุนในเครื่องมือการลงทุนที่บริหารจัดการโดยกลยุทธ์โครงสร้างพื้นฐานและพลังงานของ Ares Management Corporation (NYSE: ARES) โดยคาดว่าจะการซื้อหุ้นดังกล่าวแล้วเสร็จในไตรมาส 4/2564
- ▶ **Apex คือใคร** Apex ซึ่งมีสำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ที่รัฐเวอร์จิเนียในสหรัฐฯ เป็นบริษัทที่มุ่งเน้นไปยังการพัฒนา ก่อสร้างและประกอบการโรงไฟฟ้าพลังงานลมและพลังงานแสงอาทิตย์ระดับ utility-scale บริษัททำเงินไปได้แล้วกว่า 9 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนระดับ utility-scale และได้กระจายพอร์ตโฟลิโอพลังงานสะอาดที่หลากหลาย ด้วยโครงการที่กำลังพัฒนามากกว่า 30,000 MW ซึ่งถือเป็นหนึ่งในโครงการพัฒนาพลังงานหมุนเวียนขนาดใหญ่ที่สุดในสหรัฐฯ ทาง Apex เป็นผู้ขายพลังงานสะอาดรายหลักให้กับตลาดการค้าและอุตสาหกรรมในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา
- ▶ **ผลบวกที่ EGCO จะได้รับ** เราคาดว่า การลงทุนใน Apex จะช่วยให้ EGCO 1) กระจายความเสี่ยงทางธุรกิจ โดยการลงทุนใน Apex จะเป็นการขยายกิจการแบบย้อนกลับไปสู่การพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าจากธุรกิจหลักปัจจุบันที่เป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าและเป็นผู้ลงทุนในโครงการโดยคาดว่าจะโรงไฟฟ้ากำลังการผลิต 5,910 MW จะเริ่มผลิตได้ในปี 2564 2) ขยายธุรกิจสหรัฐฯ จากปัจจุบันที่ถือหุ้น 28% ในโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ Linden กำลังการผลิต 272 MW ในรัฐนิวเจอร์ซีย์ สหรัฐฯ และ 3) โอกาสเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทน ผู้บริหารตั้งเป้าปล่อยก๊าซคาร์บอนเป็นศูนย์ในปี 2593 และเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนเป็น 25-30% ในปี 2573 จาก 20% ในปัจจุบัน

Valuation and Recommendation

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 289.00 บาท** เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายเดิมที่ 289.00 บาท เรายังไม่ได้รวม upside จากการลงทุนของ Apex ในประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา เนื่องจากความไม่แน่นอนเกี่ยวกับขนาดการลงทุนของ EGCO และแผนพัฒนาโครงการใหม่ของ Apex (แผนภาพ 3) ด้าน EGCO มีงบดุลที่แข็งแกร่งด้วยสัดส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่ 0.8 เท่า ซึ่งทำให้ยังสามารถเพิ่มหนี้สินได้อีก 7.8 หมื่นลบ. สำหรับการขยายกิจการในอนาคตจนกว่าจะถึงระดับนโยบายภายในที่กำหนดไว้ที่ 1.5 เท่า เราคาดว่าหนี้สินที่เพิ่มเข้ามาจะถูกนำไปใช้สำหรับการลงทุนในโครงการใหม่ มูลค่า 1.3 แสนลบ. นอกจากนี้ พอร์ตโรงไฟฟ้าของ EGCO ยังมีความหลากหลายทางภูมิศาสตร์และแหล่งพลังงานที่มีความแตกต่างกันไปซึ่งจะช่วยสนับสนุนการขยายธุรกิจในอนาคต



Fig 1 Apex's portfolio



Source: apexcleanenergy.com

Fig 2 Apex's pipeline

	Wind		Solar		Total			Wind		Solar		Total	
	Additional (MW)	No. of projec	Additional (MW)	No. of projec	Additional (MW)	No. of projec		Accumulate (MW)	No. of projec	Accumulate (MW)	No. of projec	Accumulate (MW)	No. of projec
2011	88	1			88	1		88	1	0	0	88	1
2012	300	1	1	1	301	2		388	2	1	1	389	3
2014	46	1			46	1		434	3	1.2	1	435.2	4
2015	862	4			862	4		1,296	7	1.2	1	1297.2	8
2016	450	2			449.8	2		1,746	9	1.2	1	1747	10
2017	451	3	15	1	466	4		2,196	12	17	2	2,213	14
2018	447	2	-	-	447	2		2,644	14	17	2	2,660	16
2019	341	2	-	-	341	2		2,985	16	17	2	3,001	18
2020	1,867	6	-	-	1,867	6		4,851	22	17	2	4,868	24
2021	1,728	6	80	1	1,808	7		6,579	28	97	3	6,676	31
2022	1,192	5	538	4	1,730	9		7,771	33	634	7	8,406	40
2023	2,762	12	1,839	14	4,601	26		10,533	45	2,473	21	13,007	66
2024	2,831	11	500	2	3,331	13		13,365	56	2,973	23	16,338	79
2025	295	1	-	-	295	1		13,660	57	2,973	23	16,633	80

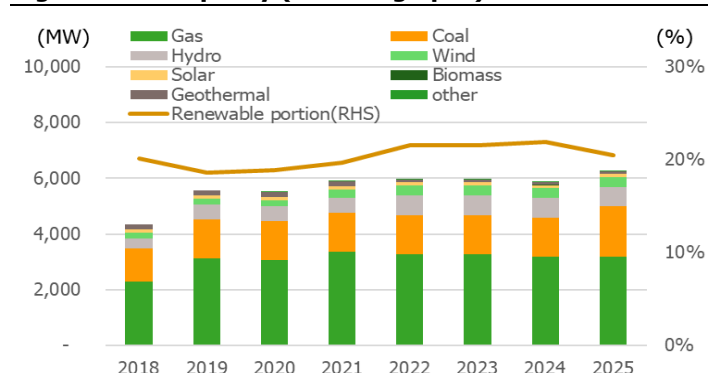
Source: Apexcleanenergy

Fig 3 Pontential benefit from the deal

Project assumption		
EGCO hold 17.5% stake in Apex		
Investment	(Btmn)	12,000 -18,000
Project debt funding	(%)	60%
PIRR	(%)	8%-10%
Estimate addition NP from the project	(Btmn)	106-232
Estimate additional TP	(Bt/sh)	20.4-33
Apex performance		
Total project development	(MW)	30,000
Project development per annum	(MW)	3,000
Portion project sole out	(%)	80%

Source: KS Research

Fig 4 EGCO's capacity (excluding Apex)



Source: KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)						Cashflow (Btmn)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	37,511	33,578	32,555	33,031	32,591	Net profit	13,127	8,760	8,466	9,043	9,418
Cost of sales and services	-28,420	-25,258	-25,342	-25,055	-24,472	Depreciation & amortization	3,067	3,131	3,082	3,082	3,082
Gross Profit	9,091	8,320	7,213	7,976	8,120	Change in working capital	248	1,652	1,486	1,690	1,782
SG&A	-2,890	-2,613	-2,934	-2,956	-2,979	Others	-5,012	-1,830	-2,873	-3,297	-3,959
Other income	2,895	2,413	2,157	1,647	1,485	CF from operation activities	11,430	11,713	10,161	10,518	10,323
EBIT	18,238	13,651	13,258	13,605	13,835	Capital expenditure	-258	276	-1,000	-1,000	-1,000
EBITDA	12,162	11,251	9,519	9,749	9,708	Investment in subs and affiliates	-29,450	-15,753	-8,163	-1,126	-1,366
Interest expense	-4,252	-3,869	-4,211	-3,807	-3,430	Others	11,893	6,160	6,010	5,932	6,164
Equity earnings	6,897	6,259	7,093	6,938	7,209	CF from investing activities	-17,816	-9,316	-3,153	3,806	3,797
EBT	13,986	9,782	9,047	9,798	10,404	Cash dividend	-3,615	-3,325	-3,159	-3,554	-3,554
Income tax	-859	-1,022	-581	-755	-987	Net proceeds from debt	-2,874	-2,105	-14,174	-9,564	-9,925
NPAT	13,127	8,760	8,466	9,043	9,418	Capital raising	0	0	0	0	0
Minority Interest	-67	-27	-76	-79	-78	Others	0	0	0	0	0
Core Profit	10,368	8,738	8,661	8,963	9,340	CF from financing activities	-6,490	-5,430	-17,333	-13,117	-13,478
Extraordinary items	-114	-259	0	0	0	Net change in cash	-12,876	-3,033	-10,325	1,207	642
FX gain (loss)	2,805	254	-271	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	13,059	8,733	8,390	8,963	9,340	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	24.81	16.59	15.94	17.03	17.74
Cash & equivalents	20,488	17,237	6,912	8,119	8,761	Core EPS	19.69	16.60	16.45	17.03	17.74
Accounts receivable	5,583	6,204	6,511	6,606	6,518	DPS	6.50	6.50	6.50	6.75	7.00
Inventories	2,534	2,760	3,041	3,007	2,937	BV	198.48	194.21	204.14	214.42	225.41
Total current assets	35,794	34,911	26,435	27,603	27,975	EV	458.93	337.66	337.48	324.40	310.99
Investment in subs & others	87,281	96,612	106,085	108,382	110,974	Free Cash Flow	21.22	22.77	17.40	18.08	17.71
Fixed assets-net	53,301	50,268	48,654	47,040	45,427	Valuation analysis					
Total assets	208,523	214,438	211,321	210,962	210,181	Reported P/E (x)	13.22	11.60	11.20	10.48	10.06
Short-term debt	5,792	11,309	5,757	6,494	6,232	Core P/E (x)	16.65	11.60	10.85	10.48	10.06
Accounts payable	2,908	4,937	5,125	5,004	4,880	P/BV (x)	1.65	0.99	0.87	0.83	0.79
Total current liabilities	12,479	16,290	11,207	11,829	11,438	EV/EBITDA (x)	19.87	15.80	18.67	17.52	16.87
Long-term debt	83,773	81,758	84,185	77,690	71,458	Price/Cash flow (x)	15.11	8.65	9.25	8.93	9.10
Total liabilities	103,416	111,603	103,180	97,332	90,687	Dividend yield (%)	1.98	3.38	3.64	3.78	3.92
Paid-up capital	5,265	5,265	5,265	5,265	5,265	Profitability ratios					
Share premium	8,601	8,601	8,601	8,601	8,601	Gross margin (%)	24.24	24.78	22.16	24.15	24.91
Retained earnings	97,172	102,196	107,427	112,837	118,623	EBITDA margin (%)	32.42	33.51	29.24	29.51	29.79
Minority interests	616	591	667	746	824	EBIT margin (%)	48.62	40.66	40.73	41.19	42.45
Total shareholders' equity	105,106	102,834	108,141	113,630	119,494	Net profit margin (%)	34.99	26.09	26.00	27.38	28.90
Total equity & liabilities	208,523	214,438	211,321	210,962	210,181	ROA (%)	6.33	4.14	3.98	4.28	4.47
Key Assumptions						ROE (%)	12.76	8.45	8.00	8.14	8.07
THB/USD-Average	31.2	31.5	30.4	30.5	30.5	Liquidity ratios					
THB/USD-Ending	30.3	30.2	30.5	30.5	30.5	Current ratio (x)	2.87	2.14	2.36	2.33	2.45
						Quick ratio (x)	2.15	1.44	1.20	1.24	1.34
Effective capacity (MWe)	5,566	5,518	5,910	5,973	5,973	Leverage Ratios					
Domestic capacity portion (%)	56.9	56.3	55.1	53.4	53.4	D/E ratio (x)	0.98	1.09	0.95	0.86	0.76
Oversea capacity portion (%)	43.1	43.7	44.9	46.6	46.6	Net debt/EBITDA (x)	5.62	6.74	8.72	7.80	7.10
						Net debt/equity (x)	0.65	0.74	0.77	0.67	0.58
						Int. coverage ratio (x)	4.29	3.53	3.15	3.57	4.03
						Growth					
						Revenue (%)	5.60	-10.49	-3.05	1.46	-1.33
						EBITDA (%)	-0.48	-7.49	-15.40	2.42	-0.42
						Reported net profit (%)	-38.03	-33.13	-3.93	6.84	4.20
						Reported EPS (%)	-38.03	-33.13	-3.93	6.84	4.20
						Core profit (%)	12.76	-15.72	-0.88	3.49	4.20
						Core EPS (%)	12.76	-15.72	-0.88	3.49	4.20

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, AMATA, AOT, AWC, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TESCO, TISCO, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.