

FUNDAMENTAL

BGRIM

Neutral

3Q68 กำไรปกติลดลง QoQตามคาด...แนวโน้มยังลงต่อไป 4Q68

Flash Points

- BGRIM รายงานกำไรสุทธิ 3Q68 เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 521 ล้านบาท จาก 6.8 ล้านบาทในงวด 2Q68 ตามคาด หนุนหลักจากกำไรพิเศษ Fx ของบริษัทใหญ่ และกำไรจากการขายเงินลงทุนในบริษัทร่วมสุทธิ 106.6 ล้านบาท เทียบกับขาดทุน Fx 468.2 ล้านบาทใน 2Q68
- อย่างไรก็ตาม กำไรปกติลดลง 12.8%qoq มาอยู่ที่ 414.4 ล้านบาท กดดันจากการบันทึกกลับเป็นส่วนของขาดทุนบริษัทร่วม 169 ล้านบาท ตามผลประกอบการของกลุ่มโรงไฟฟ้าในต่างประเทศที่อ่อนตัว และมีการบันทึกกลับเป็นขาดทุน Unrealized Fx ของโครงการ KOPOS และ GIFU จากที่เคยเป็นกำไรในงวดก่อนหน้า อีกทั้งรายรวมได้จากการขายไฟฟ้าลดลง 11.4%qoq มาอยู่ที่ 1.4 หมื่นล้านบาท กดดันจากทั้งปริมาณขายไฟฟ้าที่ลดลง ตามการปิดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้า ABP3 และ BGPAT1 รวม 24 วัน และราคาขายไฟฟ้าที่อ่อนตัวตามการปรับลดค่า Ft อย่างไรก็ดีตาม ต้นทุนก๊าซฯ ลดลง 19.4%qoq มาอยู่ที่ 298.6 บาท/ล้านบีทียู เนื่องจากไม่มีการเรียกเก็บคืนส่วนต่างราคาก๊าซฯ ย้อนหลังของ ปตท. ดังที่เคยเกิดขึ้นในงวดก่อนหน้า ประกอบกับค่าใช้จ่าย SG&A ปรับตัวลดลง QoQ จากค่าใช้จ่ายด้านกฎหมาย และที่ปรึกษาที่ลดลง แต่ยังคงขาดได้ไม่หมด

Impact Insight

- ส่งผลให้กำไรปกติ 9M68 อยู่ที่ 1.6 พันล้านบาท ลดลง 13.6%yoy และคิดเป็น 84.7% ของประมาณการกำไรปกติทั้งปี 2568 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้
- คงประมาณการกำไรปกติทั้งปี 2568 ที่ 1.9 พันล้านบาท ลดลง 13.0%yoy จากค่า Ft เฉลี่ยทั้งปี 2568 ที่ลดลง ขณะที่ราคาก๊าซฯยังทรงตัวในระดับใกล้เคียงเดิม YoY
- ช่วงสั้นงวด 4Q68 คาดกำไรปกติอ่อนตัว QoQ กดดันจากปริมาณขายไฟฟ้าโดยรวมที่คาดอ่อนตัว QoQ ตามการเข้าสู่ช่วง low season และค่าใช้จ่าย SG&A ที่คาดเพิ่มขึ้นเป็นปกติในช่วงปลายปี แม้อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) จะเพิ่มขึ้นตามต้นทุนก๊าซฯที่ลดลงก็ตาม

Execution

- FV ปี 2569 อยู่ที่ 18 บาท/หุ้น แม้ช่วงสั้น แนวโน้มกำไร 4Q68 ยังไม่สดใส แต่คาดการณ์ยังมีแรงบวกหนุนตามทิศทางจากกระแส AI และ Data center อีกทั้งสถานการณ์ค่าไฟในประเทศเวียดนามเริ่มมีแนวโน้มคลี่คลาย ส่งผลให้คาดมี downside ที่จำกัดมากขึ้น เน้นหาจังหวะเข้าสะสมลงทุนเมื่อราคาหุ้นอ่อนตัว

Technical Chart



แนวโน้มราคา : REVERSAL

แนวรับ : 13.40 บาท

แนวต้าน : 15.20 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

จัดทำโดย จัดทำโดย บล.สินธร กิตติคำพลรัตน์
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ 018350

สัญญา อุดม
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 066756

คำเตือน

การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูล และทำความเข้าใจลักษณะสินค้า เงื่อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยง ก่อนตัดสินใจลงทุน

ราคาปัจจุบัน (บาท)	14.40
ราคาเป้าหมาย (บาท)	18.00
Upside (%)	25.00
Dividend yield (%)	4.02

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	0.74	0.65	14%
2569F	0.92	0.82	12%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Global Peers

Company	REC/BB Rating	PBV		PER	
		2568F	2569F	2568F	2569F
CHINA					
CHINA YANGTZE-A	4.79	3.1	3.0	20.2	19.2
HUANENG POWER-H	4.41	0.8	0.8	7.1	6.9
DATANG INTL PO-H	5.00	0.6	0.5	6.9	6.4
HONGKONG					
CHINA POWER INTE	4.53	0.8	0.8	10.4	8.6
CHINA RES POWER	4.32	0.9	0.8	6.9	6.4
CLP HOLDINGS	4.00	1.6	1.5	15.2	14.4
KOREA					
KOREA ELEC POWER	4.64	0.6	0.5	3.6	3.1
JAPAN					
ELECTRIC POWER D	3.00	0.4	0.4	5.4	7.7
CHUBU ELEC POWER	4.33	0.6	0.6	8.6	9.6
CHUGOKU ELEC PWR	3.50	0.4	0.4	4.6	6.0
MALAYSIA					
TENAGA NASIONAL	4.65	1.2	1.2	17.0	15.7
PETRONAS GAS BHD	3.44	2.6	2.5	19.7	18.9
INDIA					
POWER GRID CORP	3.79	2.5	2.4	15.9	14.9
NTPC LTD	4.62	1.6	1.5	13.2	12.3
NHPC LTD	3.38	1.9	1.8	18.8	14.3
PHILIPPINES					
FIRST GEN CORP	4.20	0.3	0.3	3.3	2.6
ABOTITZ POWER	4.53	1.3	1.2	9.5	9.0
THAILAND					
RATCHABURI ELEC	Neutral	0.6	0.5	9.4	8.8
ELEC GENERATING	Underperform	0.6	0.6	9.4	8.5
GLOBAL POWER SYNERGY	Neutral	1.0	0.9	24.5	21.5
GULF ENERGY	Outperform	1.8	1.7	25.8	23.2
CK POWER	Outperform	0.7	0.6	13.3	13.1
BANPU POWER	Neutral	0.6	0.6	9.2	9.3
BGRIM POWER	Neutral	0.8	0.7	21.7	17.5
		1.1	1.1	11.9	11.6

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2566	2567	2568F	2569F	2570F
รายได้ (ล้านบาท)	57,115	55,853	55,266	54,971	55,224
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	1,889	1,557	1,934	2,393	3,452
Norm Profit	2,105	2,224	1,934	2,393	3,452
Norm EPS (บาท)	0.81	0.85	0.74	0.92	1.32
PER (เท่า)	17.8	16.9	19.4	15.7	10.9
DPS (บาท)	0.36	0.43	0.47	0.58	0.83
Dividend Yield (%)	2.5%	3.0%	3.2%	4.0%	5.8%
ROE (%)	4.0%	3.0%	3.6%	4.3%	5.9%
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	2,607	2,607	2,607	2,607	2,607

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ESG Assessment

SET ESG Ratings	AAA
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง	yes

ที่มา : SET

การดำเนินการด้าน ESG ของ BGRIM

Environment (E) :

มีเป้าหมายเป็นองค์กรที่ไม่ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ภายในปี 2593 และร่วมเป็นผู้สนับสนุนการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับสภาพภูมิอากาศอย่างเป็นทางการ อีกทั้งกำหนดนโยบายให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมเพื่อให้การดำเนินงานเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และไม่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในทุกกระบวนการ รวมถึงปกป้องและส่งเสริมการปลูกป่าไม้เพื่อเพิ่มพื้นที่สีเขียวหรือความหลากหลายทางชีวภาพ ซึ่งในปี 2566 BGRIM สามารถลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อหน่วยการผลิตลง 9.4%จากปี 2561 ด้วยการขยายการลงทุนในโครงการพลังงานทดแทนอย่างต่อเนื่องรวมถึงการปรับปรุงประสิทธิภาพโรงไฟฟ้าและเครื่องจักร พร้อมใช้เทคโนโลยีใหม่ๆเพื่อลดก๊าซเรือนกระจกของโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วม

Social (S) :

วางกลยุทธ์ตามหลักปฏิบัติสากล ซึ่งสอดคล้องกับหลักการดำเนินธุรกิจและสิทธิมนุษยชนแห่งสหประชาชาติ (UNGP) รวมถึงมาตรฐานและหลักการสากลที่เกี่ยวข้อง เพื่อรักษาสภาพแวดล้อมในที่ทำงานให้พนักงานแต่ละคนได้รับการปฏิบัติอย่างเท่าเทียม และทุกโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วมของ BGRIM จะต้องได้รับการรับรองมาตรฐานระบบการจัดการด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัย และได้รับมาตรฐานระบบการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อม อีกทั้งยังกำหนดให้มีการจัดทำประเมินความเสี่ยงด้านอาชีวอนามัย ความปลอดภัยและสภาพแวดล้อมในการทำงานอย่างสม่ำเสมอ

Governance (G) :

ได้รับการยอมรับด้านความยั่งยืนในระดับนานาชาติ โดยได้รับรางวัลจากหน่วยงานต่างๆ อาทิ The S&P Global Sustainability Yearbook 2024 เป็นปีที่ 3 ติดต่อกัน, MSCI ESG Rating ในระดับ BBB, SET ESG Rating ในระดับ AAA เป็นต้น

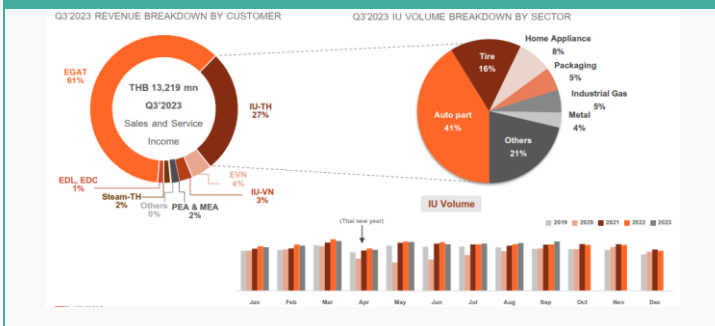
ESG Comment: BGRIM วางกลยุทธ์ขับเคลื่อนธุรกิจเพื่อความยั่งยืนในระยะยาวไปจนถึงปี 2573 โดยมุ่งเน้นการเติบโตด้านพลังงานสะอาด ควบคู่กับการพัฒนาชุมชนและเป็นหนึ่งเดียวกับธรรมชาติ ถือเป็นส่วนช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่บริษัท ควบคู่ไปกับการเติบโตที่ยั่งยืน สอดคล้องกับการได้ SET ESG Ratings ที่ระดับ AAA

ตารางผลการดำเนินงานงวด 3Q68

BGRIM (ล้านบาท)	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	1Q68	2Q68	3Q68	%QoQ	%YoY	9M68	9M67	%YoY
รายได้	13,254	14,165	13,651	14,679	13,358	13,705	15,068	13,351	-11.4%	-9.0%	42,125	42,495	-0.9%
ต้นทุนขาย	(10,773)	(11,612)	(10,920)	(11,869)	(10,846)	(11,210)	(12,680)	(10,773)	-15.0%	-9.2%	(34,663)	(34,401)	0.8%
กำไรขั้นต้น	2,481	2,552	2,731	2,810	2,513	2,495	2,388	2,578	8.0%	-8.2%	7,462	8,094	-7.8%
SG&A	(707)	(525)	(608)	(650)	(774)	(577)	(665)	(572)	-14.0%	-11.9%	(1,815)	(1,782)	1.8%
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	71	(21)	30	236	(206)	162	276	(169)	-161.3%	n.m.	269	246	9.3%
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	1,102	616	683	1,322	946	1,125	641	1,067	66.5%	-19.3%	2,832	2,621	8.1%
ดอกเบี้ยจ่าย	(602)	(2,166)	(2,020)	865	(2,232)	(1,316)	(825)	(1,384)	67.7%	n.m.	(3,525)	(3,322)	6.1%
ภาษีเงินได้	(48)	(45)	(98)	(276)	23	(89)	(225)	(188)	-16.3%	-31.7%	(502)	(419)	19.9%
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	465	379	229	163	787	654	7	521	7510.2%	220.1%	1,182	770	53.5%
unrealizedFx และรายการพิเศษอื่นๆ	37	(115)	(367)	(645)	459	(95)	(468)	107	n.m.	n.m.	(457)	(1,127)	-59.5%
Norm Profit (ล้านบาท)	428	493	596	808	327	749	475	414	-12.8%	-48.7%	1,638	1,897	-13.6%
EPS (บาท/หุ้น)	0.18	0.15	0.09	0.06	0.30	0.25	0.00	0.20	7510.2%	220.1%	0.45	0.30	53.5%
Norm EPS (บาท/หุ้น)	0.16	0.19	0.23	0.31	0.13	0.29	0.18	0.16	-12.8%	-48.7%	0.63	0.73	-13.6%
Gross margin	18.7%	18.0%	20.0%	19.1%	18.8%	18.2%	15.8%	19.3%			17.7%	19.0%	
Net profit margin	3.5%	2.7%	1.7%	1.1%	5.9%	4.8%	0.0%	3.9%			2.8%	1.8%	

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

สัดส่วนรายได้ของ BGRIM



ที่มา : BGRIM

เงินลงทุนและแผนขยายกำลังการผลิตของ BGRIM



ที่มา : BGRIM

โครงสร้างค่าไฟฟ้า BGRIM

SPP

- 1) Located in strategic industrial estates, near users
- 2) IU tariff is linked to market price while EGAT tariff is based on a cost-plus model
- 3) Provide both electricity and steam to IUs

Round 1: 1992
 Round 2: 2007
 Round 3: 2010
 Replacement: 2018

SPP

IPP

Contracted Capacity	30-90 MW	The rest	All (> 90 MW)
Off-taker	EGAT	Industrial Users	EGAT
Tenors	20-25	10-15	20-25
Product and Service	Electricity	Electricity, Stream, Demin Water	Electricity
Tariff Structure	CP+EP+FS	Base Tariff + Ft	AP+EP
Minimum	CP	Base Tariff	AP
Fuel cost pass-through mechanism	CP	Ft	EP
Incentive from the government	FS*	-	None

CP = Capacity Payment
 EP = Energy Payment
 FS = Fuel Saving
 AP = Availability Payment

*Fuel saving payment is made to cogeneration when the plant achieves a certain degree of cogeneration efficiency > 0.36 Btu/kWh

ที่มา : BGRIM

ประเด็นความเสี่ยง

1. โครงการโรงไฟฟ้าที่กำลังก่อสร้างอาจไม่สามารถผลิตเชิงพาณิชย์ได้ตามแผน (Construction risk)
2. การหยุดซ่อมฉุกเฉินของโรงไฟฟ้า (Unplanned shutdown)
3. กลุ่มลูกค้าอุตสาหกรรมไม่ต่อสัญญาซื้อไฟฟ้ากับ BGRIM
4. ความเสี่ยงจากความผันผวน Fx และอัตราดอกเบี้ย เพราะ BGRIM
5. ภูมิลักษณ์โรงไฟฟ้า บางส่วนด้วยสกุลเงินต่างประเทศ

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2570 ของ BGRIM

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
รายได้	55,853	55,266	54,971	55,224	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	(45,247)	(45,152)	(44,813)	(45,173)	กำไรสุทธิก่อนภาษี	3,567	4,241	4,651	5,764
กำไรขั้นต้นรวม	10,606	10,114	10,158	10,050	ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	5,658	6,207	6,315	6,851
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(2,557)	(2,405)	(2,416)	(2,428)	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	4,741	-	-	-
ดอกเบี้ยจ่าย	(5,554)	(4,761)	(5,011)	(4,807)	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(7,042)	5,132	(816)	(825)
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	40	493	1,120	2,148	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	7,443	15,116	9,685	11,329
รายได้สิ้น	1170	800	800	800					
กำไรก่อนหักภาษี	3,567	4,241	4,651	5,764	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ภาษีเงินได้	(396)	(463)	(465)	(462)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้นและเกี่ยวข้อง	(12,297)	(1,460)	(25,557)	(25,518)
ส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	(1,614)	(1,843)	(1,794)	(1,851)	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(3,381)	(7,312)	(17,464)	(17,815)
กำไรสุทธิ	1,557	1,934	2,393	3,452	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(15,678)	(8,772)	(43,021)	(43,333)
Unrealized Fx และรายการพิเศษอื่นๆ	(668)	-	-	-					
กำไรปกติ	2,224	1,934	2,393	3,452	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
EPS	0.60	0.74	0.92	1.32	เพิ่ม/ลด เงินกู้	15,722	21,946	45,900	10,299
การเติบโตของรายได้	-2.2%	-1.1%	-0.5%	0.5%	เงินปันผลจ่าย	#REF!	(1,219)	(1,507)	(2,175)
การเติบโตของกำไรสุทธิ	5.7%	-13.0%	23.7%	44.3%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(1,349)	(2,804)	32,744	52,910
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	19.0%	18.3%	18.5%	18.2%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(9,583)	3,540	(592)	20,907
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	4.0%	3.5%	4.4%	6.3%					
งบกำไรขาดทุนรวมไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	4Q67	1Q68	2Q68	3Q68	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
รายได้	13,358	13,705	15,068	13,351	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	18,785	22,325	21,733	42,640
ต้นทุนขาย	(10,846)	(11,210)	(12,680)	(10,773)	ลูกหนี้การค้า	14,851	8,290	8,246	8,284
กำไรขั้นต้นรวม	2,513	2,495	2,388	2,578	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ	92,118	93,223	104,372	115,336
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(774)	(577)	(665)	(572)	สินทรัพย์ไม่มีตัวตน สุทธิ	11,488	11,143	10,809	9,728
ดอกเบี้ยจ่าย	(2,232)	(1,316)	(825)	(1,384)	สินทรัพย์รวม	180,901	181,360	218,494	277,039
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	(206)	162	276	(169)					
รายได้สิ้น	299	247	325	270	เจ้าหนี้การค้า	7,744	7,224	7,170	7,228
กำไรก่อนหักภาษี	946	1,125	641	1,067	หนี้สินระยะสั้น	12,780	5,379	13,330	12,094
ภาษีเงินได้	23	(89)	(225)	(188)	หนี้สินระยะยาว	92,650	97,902	123,595	179,232
ส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	182	382	409	357	หนี้สินรวม	129,229	127,032	161,368	216,612
กำไรสุทธิ	787	654	7	521					
Unrealized Fx และรายการพิเศษอื่นๆ	459	(95)	(468)	107	ทุนที่ชำระแล้ว	5,214	5,214	5,214	5,214
กำไรปกติ	327	749	475	414	กำไรสะสม	5,765	6,577	7,582	9,032
EPS	0.30	0.25	0.00	0.20	ส่วนของผู้ถือหุ้น	51,672	54,327	57,126	60,426
การเติบโตของรายได้	-9.0%	2.6%	9.9%	-11.4%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	180,901	181,360	218,494	277,039
การเติบโตของกำไรสุทธิ	383.5%	-16.9%	-99.0%	7510.2%					
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	18.8%	18.2%	15.8%	19.3%	สมมติฐานในการประมาณการ				
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	5.9%	4.8%	0.0%	3.9%	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
อัตราส่วนทางการเงิน					กำลังการผลิตไฟฟ้า (Equity MW)	2,675	2,713	2,814	2,915
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	ราคาขายไฟฟ้าให้ EGAT (บาท/หน่วย)	3.17	3.17	3.10	3.10
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน	1.5	1.8	1.4	2.1	ราคาขายไฟฟ้าให้ผลิตสหกรณ์ (บาท/หน่วย)	4.18	3.97	3.77	3.77
อัตราส่วนหนี้หมุนเวียนต่อการดำเนินงาน (เท่า)	4.5	4.8	6.7	6.7	ราคาขายโอนน้ำเสีย (บาท/ตัน)	1,100	1,100	1,100	1,100
อัตราส่วนหนี้หมุนเวียนต่อค่าคงเหลือ (เท่า)	5.8	6.0	6.3	6.3	ราคาขายธรรมชาติเฉลี่ย (บาท/MMBTU)	350	330	300	300
หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	2.5	2.3	2.8	3.6	อัตราแลกเปลี่ยน (USD/THB)	33.0	33.0	33.0	33.0
หนี้สินที่มีการดอกเบี้ยจ่ายต่อทุน(เท่า)	1.3	1.3	1.8	2.4	จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	2,606.9	2,606.9	2,606.9	2,606.9
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (ROA)	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%					
ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (ROE)	3.0%	3.6%	4.3%	5.9%					

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส