

FUNDAMENTAL

BGRIM

Neutral

กำลังการขับเคลื่อนใหม่จากนโยบายรัฐ และ Data Center

Flash Points

- จากการประชุมนักวิเคราะห์ BGRIM ให้นำหนักไปที่โอกาสในการเติบโตจากนโยบายภาครัฐ Quick big win และธุรกิจพลังงานหมุนเวียน โดย BGRIM เตรียมยื่นโครงการรองรับนโยบายที่เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะโครงการ Solar ร่วมกับพันธมิตร ขนาดรวม 300–500 MW และโครงการพลังงานสำหรับ Data Center อีกราว 300–500 MW
- ในส่วนของธุรกิจ Data Center (BGRIM ถือหุ้น 40% ร่วมกับ Digital Edge 60%) ถือเป็นหนึ่งในยุทธศาสตร์หลักของ BGRIM ซึ่งคาดว่าจะช่วยสร้างฐานการเติบโตในระยะยาว ความคืบหน้าปัจจุบัน โครงการแรก 96 MW อยู่ระหว่างเจรจากับลูกค้า hyperscale 2-3 ราย โดย phase แรก 48 MW อยู่ระหว่างก่อสร้างและคาดว่าจะ COD ในช่วง 4Q69 ก่อนขยายกำลังการผลิตต่อไปในอนาคต ขณะที่โครงการอื่นๆใน pipeline ยังเป็นไปตามแผน
- ในด้านปัญหาค่าไฟฟ้าที่ประเทศเวียดนาม ปัจจุบันยังอยู่ระหว่างรอประกาศอย่างเป็นทางการจากรัฐบาลเวียดนาม ดังนั้นในส่วนของภาระรับรู้ค่าไฟฟ้ายังคงเป็นไปตามที่ระบุไว้ในสัญญา PPA ที่ราว 9 cent/หน่วย และบันทึกลูกค้าบางส่วนจากรัฐบาลเวียดนาม โดยคาดว่าจะได้อิสระรูปแบบเป็นทางการภายในสิ้นปี 2568 ตามเดิม

Impact Insight

- จากแนวโน้มราคาก๊าซช่วง 4Q68 ที่คาดลดลง QoQ มาอยู่ราว 290 บาท/ล้านบีทียู และปี 2569 คาดอยู่ในกรอบ 290–310 บาท/MMBTU ดังนั้นภาพรวมอัตรากำไร (margin) ในช่วง 4Q68 และภาพใหญ่ปี 2569 ยังคงเป็นไปในทิศทางที่ดีขึ้น โดยเบื้องต้น ฝ่ายวิจัยคงประมาณการกำไรปกติทั้งปี 2568 ที่ 1.9 พันล้านบาท ลดลง 13.0%yoy จากค่า Ft เวย์สทั้งปี 2568 ที่ลดลง ขณะที่ราคาก๊าซยังทรงตัวในระดับใกล้เคียงเดิม YoY ขณะที่ช่วงสิ้น 4Q68 คาดกำไรปกติก่อนตัว QoQ กดดันจากปริมาณขายไฟฟ้าโดยรวมที่คาดอ่อนตัวตามฤดูกาล และค่าใช้จ่าย SG&A ที่เพิ่มขึ้น แม้อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) จะเพิ่มขึ้นก็ตาม

Execution

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

Technical Chart



แนวโน้มราคา : SIDEWAYS UP

แนวรับ : 14.50 บาท

แนวต้าน : 15.60 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

จัดทำโดย จัดทำโดย บล.เอเชียพลัส
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ 018350

สัญญา อุดม
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 066756

ราคาปัจจุบัน (บาท)	15.10
ราคาเป้าหมาย (บาท)	18.00
Upside (%)	19.21
Dividend yield (%)	3.83

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

ประมาณการตัวเลขสำคัญ ทางการเงิน

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)	18.7	17.7	20.4	16.5	11.4
DPS (บาท)	0.36	0.43	0.47	0.58	0.83
Dividend Yield (%)	2.4%	2.8%	3.1%	3.8%	5.5%
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

คำเตือน

การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูล และทำความเข้าใจลักษณะสินค้า เงื่อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยง ก่อนตัดสินใจลงทุน

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

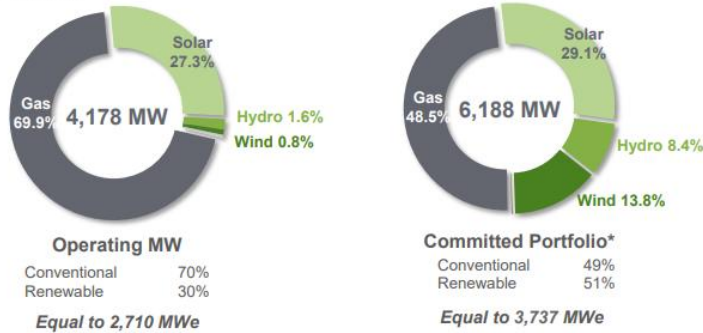
Governance (G) :

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

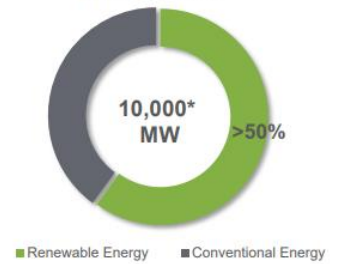
ภาพรวม กำลังการผลิต และเป้าหมายของ BGRIM

CAPACITY BREAKDOWN BY FUEL TYPES (November 2025)



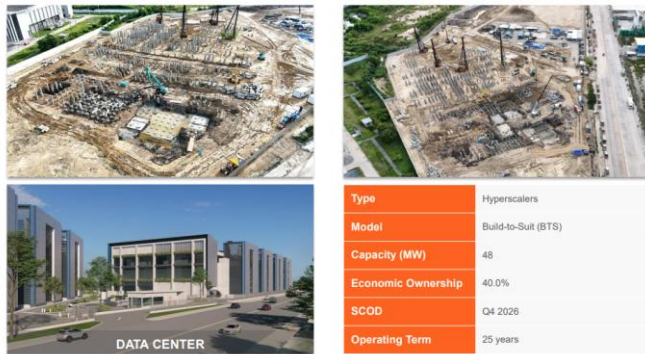
Gas	2,920 MW
Solar	1,783 MW
Hydro	518 MW
Wind	851 MW
Hybrid	98 MW
WTE	5 MW
Backup	13 MW**

2030 TARGET



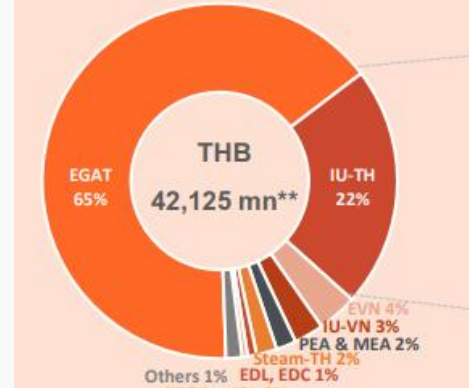
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Project data center



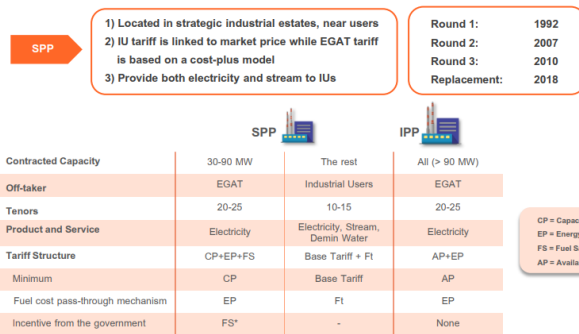
ที่มา : BGRIM

สัดส่วนโครงสร้างรายได้ของ BGRIM



ที่มา : BGRIM

โครงสร้างค่าไฟฟ้า BGRIM



ที่มา : BGRIM

ประเด็นความเสี่ยง

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

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

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส