

BGRIM

Neutral

4Q67 กำไรปกติต่ำกว่าคาด...แต่ยังได้ปันผล 2H67 อีก 0.25 บาท

Flash Points

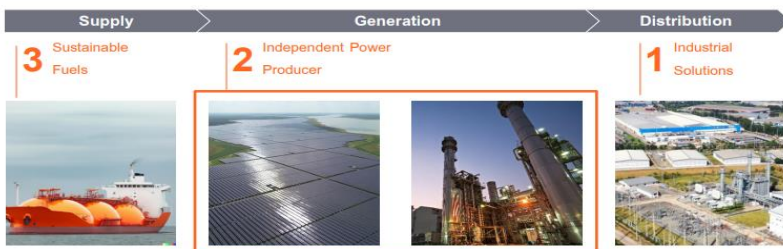
- กำไรสุทธิ 4Q67 เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 787 ล้านบาท จาก 162.7 ล้านบาท ใน 3Q67 ตามคาด หนุนหลักจากกำไรพิเศษสุทธิ 459.5 ล้านบาท จากกำไร Fx เป็นหลัก
- อย่างไรก็ตามกำไรปกติ 4Q67 ลดลง 59.5% qoq มาอยู่ที่ 327.5 ล้านบาท ต่ำกว่าคาด จากต้นทุนขาย และ SG&A สูงกว่าที่คาดไว้ อีกทั้งกำไรปกติยังถูกกดดันจากปริมาณขายไฟฟ้าที่ลดลงตามฤดูกาล และรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนในบริษัทร่วม 206 ล้านบาท จากเดิมที่เป็นกำไร 236 ล้านบาท จากผลขาดทุน Fx ของกลุ่มโรงไฟฟ้าในต่างประเทศ

Impact Insight

- ส่งผลให้ทั้งปี 2567 กำไรสุทธิลดลง 17.6% yoy ขณะที่กำไรปกติเพิ่มขึ้น 5.7% yoy หนุนหลักจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับตัวขึ้นตามราคาก๊าซเฉลี่ยที่ลดลงเป็นหลัก
- Outlook ปี 2568 ยังมีปัจจัยกดดันจากนโยบายปรับลดค่าไฟฟ้าที่ยังคงอยู่ ก่อนคาดฟื้นตัวในปี 2569 จากต้นทุนก๊าซที่คาดทยอยลดลง และการรับรู้โครงการใหม่ๆ เพิ่มเติม
- 1Q68 คาดกำไรปกติฟื้นตัว QoQ จากปริมาณขายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น และ SG&A ที่ลดลง

Execution

- คงน้ำหนัก Neutral จากทิศทางกำไรปกติช่วงสั้นที่คาดการณ์การฟื้นตัวได้ QoQ และโอกาสเติบโตในระยะยาวจากธุรกิจ Data Center ที่ยังไม่รวมไว้ในประมาณการ ประกอบกับราคาหุ้นปรับฐานลงมีนัยยะ เชื้อสะท้อนประเด็นลบหลายปัจจัยไปแล้วระดับหนึ่ง จนคาดมี downside จำกัดมากขึ้น เน้นหาจังหวะเข้าสะสม สำหรับการลงทุนในระยะยาว
- ประกาศจ่ายปันผล 2H67 ที่ 0.25 บาท/หุ้น คิดเป็น Dividend yield ครึ่งปีหลังที่ 2.2% (รวมถึงปี 2567 จ่ายที่ 0.43 บาท/หุ้น คิดเป็น dividend yield ปี 2567 ที่ 3.8%)



ที่มา : BGRIM

Technical Chart



แนวโน้มราคา : Sideways Down

แนวรับ : 11.00 บาท

แนวต้าน : 15.90/18.20 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ราคาปัจจุบัน (บาท)

11.20

Upside (%)

96.43

ราคาเป้าหมาย (บาท)

22.00

Dividend yield (%)

4.03

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	0.72	0.66	9%
2569F	0.89	0.82	9%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Global Peers

Company	REC/BB Rating	PBV	PER
CHINA			
YANGTZE A	4.88	3.1	2.9
HUANENG POWER-H	4.53	0.7	0.6
DATANG INTL PO-H	5.00	-	-
HONGKONG			
CHINA POWER INTE	4.71	0.7	0.7
CHINA RES POWER	4.71	0.9	0.8
CLP HOLDINGS	4.33	1.5	1.4
KOREA			
KOREA ELEC POWER	4.71	0.3	0.3
JAPAN			
ELECTRIC POWER D	3.00	0.4	0.4
CHUBU ELEC POWER	4.20	0.4	0.4
CHUGOKU ELEC PWR	3.50	0.5	0.4
MALAYSIA			
TENAGA NASIONAL	4.22	1.3	1.2
PETRONAS GAS BHD	3.47	2.4	2.4
INDIA			
POWER GRID CORP	3.77	2.5	2.4
NTPC LTD	4.46	1.8	1.6
NHPC LTD	3.50	1.8	1.7
PHILIPPINES			
FIRST GEN CORP	4.83	-	-
ABBOT POWER	4.56	1.6	1.5
THAILAND			
RATCHABURI ELEC	Underperform	0.5	0.5
ELEC GENERATING	Underperform	0.4	0.4
GLOBAL POWER SYNERGY	Neutral	0.7	0.7
GULF ENERGY	Outperform	3.4	3.2
CK POWER	Neutral	0.7	0.7
BANPU POWER	Underperform	0.4	0.4
B GRIMM POWER	Neutral	0.5	0.5
		1.2	1.1
		11.1	10.8

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F	2570F
รายได้ (ล้านบาท)	57,115	55,853	55,266	54,971	55,224
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	1,889	1,557	1,867	2,329	3,394
Norm Profit	2,105	2,224	1,867	2,329	3,394
Norm EPS (บาท)	0.81	0.85	0.72	0.89	1.30
PER (เท่า)	13.9	13.1	15.6	12.5	8.6
DPS (บาท)	0.36	0.43	0.45	0.56	0.82
Dividend Yield (%)	3.2%	3.8%	4.0%	5.0%	7.3%
ROE (%)	4.0%	3.0%	3.5%	4.2%	5.9%
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	2,607	2,607	2,607	2,607	2,608

ESG Assessment

SET ESG Ratings

CG Score

Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง

ที่มา : SET

AAA

ดีเลิศ

Yes

การดำเนินการด้าน ESG ของ BGRIM

Environment (E) : มีเป้าหมายเป็นองค์กรที่ไม่ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ภายในปี 2593 และร่วมเป็นผู้สนับสนุนการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับสภาพภูมิอากาศอย่างเป็นทางการ อีกทั้งกำหนดนโยบายให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมเพื่อให้การดำเนินงานเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และไม่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในทุกกระบวนการ รวมถึงปกป้องและส่งเสริมการปลูกป่าไม้เพื่อเพิ่มพันธุ์ไม้หรือความหลากหลายทางชีวภาพ ซึ่งในปี 2566 BGRIM สามารถลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อหน่วยการผลิตลง 9.4%จากปี 2561 ด้วยการขยายการลงทุนในโครงการพลังงานทดแทนอย่างต่อเนื่องรวมถึงการปรับปรุงประสิทธิภาพโรงไฟฟ้าและเครื่องจักร พร้อมใช้เทคโนโลยีใหม่ๆเพื่อลดก๊าซเรือนกระจกของโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วม

Social (S) : วางกลยุทธ์ตามหลักปฏิบัติสากล ซึ่งสอดคล้องกับหลักการค้าและสิทธิมนุษยชนแห่งสหประชาชาติ (UNGP) รวมถึงมาตรฐานและหลักการสากลที่เกี่ยวข้อง เพื่อรักษาสภาพแวดล้อมในที่ทำงานให้พนักงานแต่ละคนได้รับการปฏิบัติอย่างเท่าเทียม และทุกโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วมของ BGRIM จะต้องได้รับการรับรองมาตรฐานระบบการจัดการด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัย และได้รับมาตรฐานระบบการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อม อีกทั้งยังกำหนดให้มีการจัดทำประเมินความเสี่ยงด้านอาชีวอนามัย ความปลอดภัย และสภาพแวดล้อมในการทำงานอย่างสม่ำเสมอ

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

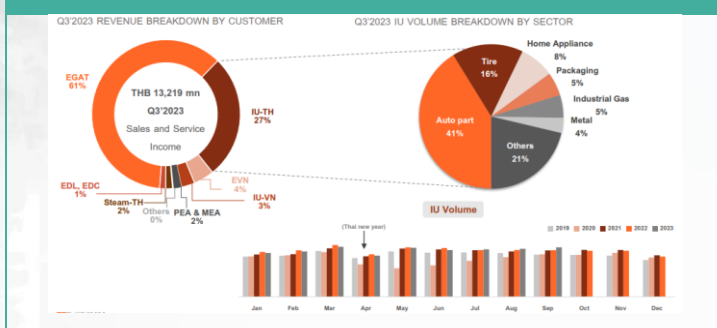
ESG Comment: BGRIM วางกลยุทธ์ขับเคลื่อนธุรกิจเพื่อความยั่งยืนในระยะยาวไปจนถึงปี 2573 โดยมุ่งเน้นการเติบโตด้านพลังงานสะอาด ควบคู่กับการพัฒนาชุมชนและเป็นหนึ่งเดียวกับธรรมชาติ ถือเป็นส่วนช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่บริษัท ควบคู่ไปกับการเติบโตที่ยั่งยืน สอดคล้องกับการได้ SET ESG Ratings ที่ระดับ AAA

ตารางผลการดำเนินงานย้อนหลังรายไตรมาส

BGRIM (ล้านบาท)	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	%QoQ	%YoY	2567	2566	%YoY
รายได้	15,750	14,891	13,219	13,254	14,165	13,651	14,679	13,358	-9.0%	0.8%	55,853	57,115	-2.2%
ต้นทุนขาย	(13,401)	(12,228)	(10,523)	(10,773)	(11,612)	(10,920)	(11,869)	(10,846)	-8.6%	0.7%	(45,247)	(46,926)	-3.6%
กำไรขั้นต้น	2,349	2,664	2,696	2,481	2,552	2,731	2,810	2,513	-10.6%	1.3%	10,606	10,189	4.1%
SG&A	(537)	(471)	(571)	(707)	(525)	(608)	(650)	(774)	19.2%	9.5%	(2,557)	(2,285)	11.9%
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	64	(6)	(36)	71	(21)	30	236	(206)	n/a	n/a	40	93	-56.8%
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	870	1,038	962	1,102	616	683	1,322	946	-28.5%	-14.2%	3,567	3,973	-10.2%
ดอกเบี้ยจ่าย	(1,064)	(1,661)	(1,850)	(602)	(2,166)	(2,020)	865	(2,232)	n/a	270.6%	(5,554)	(5,177)	7.3%
ภาษีเงินได้	(61)	(42)	(131)	(48)	(45)	(98)	(276)	23	-108.2%	-146.8%	(396)	(282)	40.5%
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	400	679	345	465	379	229	163	787	383.5%	69.3%	1,557	1,889	-17.6%
unrealizedFX และรายการพิเศษอื่นๆ	20	(8)	(264)	37	(115)	(367)	(645)	459	n/a	1147.2%	(668)	(215)	209.9%
Norm Profit (ล้านบาท)	380	687	609	428	493	596	808	327	-59.5%	-23.5%	2,224	2,105	5.7%
EPS (บาท/หุ้น)	0.15	0.26	0.13	0.18	0.15	0.09	0.06	0.30	383.5%	69.3%	0.60	0.72	-17.6%
Norm EPS (บาท/หุ้น)	0.15	0.26	0.23	0.16	0.19	0.23	0.31	0.13	-59.5%	-23.5%	0.85	0.81	
Gross margin	14.9%	17.9%	20.4%	18.7%	18.0%	20.0%	19.1%	18.8%			19.0%	17.8%	
Net profit margin	2.5%	4.6%	2.6%	3.5%	2.7%	1.7%	1.1%	5.9%			2.8%	3.3%	

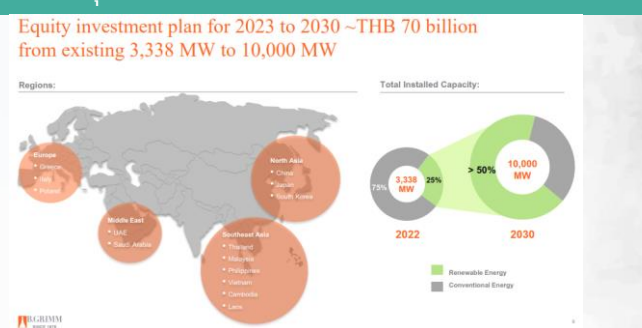
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

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
	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, Steam, Demin Water	Electricity
	Tariff Structure	CP+EP+FS	Base Tariff + FI	AP+EP
	Minimum	CP	Base Tariff	AP
	Fuel cost pass-through mechanism	EP	FI	EP
	Incentive from the government	FS*	-	None

ที่มา : BGRIM

ประเด็นความเสี่ยง

1. โครงการโรงไฟฟ้าที่กำลังก่อสร้างอาจไม่สามารถผลิตเชิงพาณิชย์ได้ตามแผน (Construction risk)
2. การหยุดซ่อมฉุกเฉินของโรงไฟฟ้า (Unplanned shutdown)
3. กลุ่มลูกค้าอุตสาหกรรมไม่ตอบสนองสัญญาซื้อไฟฟ้ากับ BGRIM
4. ความเสี่ยงจากความผันผวน Fx และอัตราดอกเบี้ย IWSR: BGRIM กู้เงินลงทุนโรงไฟฟ้า บางส่วนด้วยสกุลเงินต่างประเทศ

รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2570ของ 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	3,641	4,051	5,164
กำไรขั้นต้นรวม	10,606	10,114	10,158	10,050	ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	5,858	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	14,676	9,245	10,889
รายได้อื่น	1170	200	200	200					
กำไรก่อนหักภาษี	3,567	3,641	4,051	5,164	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ภาษีเงินได้	(396)	(303)	(305)	(302)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้นและเกี่ยวข้อง	(12,297)	(1,460)	(25,557)	(25,518)
ส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	(1,614)	(1,470)	(1,417)	(1,468)	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(3,381)	(7,312)	(17,464)	(45,681)
กำไรสุทธิ	1,557	1,867	2,329	3,394	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(15,678)	(8,772)	(43,021)	(71,199)
Unrealized FX และรายการพิเศษอื่นๆ	(668)	-	-	-					
กำไรปกติ	2,224	1,867	2,329	3,394	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
EPS	0.60	0.72	0.89	1.30	เพิ่ม/ลด เงินกู้	15,722	21,946	45,900	10,299
การเติบโตของรายได้	-2.2%	-1.1%	-0.5%	0.5%	เงินปันผลจ่าย	#REF!	(1,176)	(1,467)	(2,138)
การเติบโตของกำไรสุทธิ	5.7%	-16.1%	24.7%	45.7%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(1,349)	(2,766)	32,781	52,944
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	19.0%	18.3%	18.5%	18.2%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(9,583)	3,139	(995)	(7,366)
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	4.0%	3.4%	4.2%	6.1%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
รายได้	14,165	13,651	14,679	13,358	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	18,785	21,924	20,929	13,563
ต้นทุนขาย	(11,612)	(10,920)	(11,869)	(10,846)	ลูกหนี้การค้า	14,851	8,290	8,246	8,284
กำไรขั้นต้นรวม	2,552	2,731	2,810	2,513	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	92,118	93,223	104,372	143,202
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(525)	(608)	(650)	(774)	สินทรัพย์ไม่มีตัวตน สุทธิ	11,488	11,143	10,809	9,728
ดอกเบี้ยจ่าย	(2,166)	(2,020)	865	(2,232)	สินทรัพย์รวม	180,901	180,959	217,690	275,828
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	(21)	30	236	(206)					
รายได้อื่น	231	298	342	299	เจ้าหนี้การค้า	7,744	7,224	7,170	7,228
กำไรก่อนหักภาษี	616	683	1,322	946	หนี้สินระยะสั้น	12,780	5,379	13,330	12,094
ภาษีเงินได้	(45)	(98)	(276)	23	หนี้สินระยะยาว	92,650	97,902	123,595	179,232
ส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	192	356	884	182	หนี้สินรวม	129,229	127,032	161,368	216,612
กำไรสุทธิ	379	229	163	787					
Unrealized FX และรายการพิเศษอื่นๆ	(115)	(367)	(645)	459	ทุนที่ชำระแล้ว	5,214	5,214	5,214	5,214
กำไรปกติ	493	596	808	327	กำไรสะสม	5,765	6,549	7,527	8,953
EPS	0.15	0.09	0.06	0.30	ส่วนของผู้ถือหุ้น	51,672	53,926	56,321	59,215
การเติบโตของรายได้	6.9%	-3.6%	7.5%	-9.0%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	180,901	180,959	217,690	275,828
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-18.5%	-39.6%	-28.8%	383.5%					
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	18.0%	20.0%	19.1%	18.8%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	2.7%	1.7%	1.1%	5.9%					
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน	1.5	1.8	1.3	1.1	กำลังการผลิตไฟฟ้า (Equity MW)	2,675	2,713	2,814	2,915
อัตราส่วนทุนหมุนเวียนจากการค้า (trading)	4.5	4.8	6.7	6.7	ราคาขายไฟฟ้าให้ EGAT (บาท/หน่วย)	3.17	3.17	3.10	3.10
อัตราส่วนทุนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (trading)	5.8	6.0	6.3	6.3	ราคาขายไฟฟ้าให้อุตสาหกรรม (บาท/หน่วย)	4.18	3.97	3.77	3.57
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	2.5	2.4	2.9	3.7	ราคาขายไฟฟ้าเฉลี่ย (บาท/หน่วย)	1,100	1,100	1,100	1,100
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายต่อทุน(trading)	1.3	1.3	1.8	2.5	ราคาซื้อขายธรรมชาติเฉลี่ย (บาท/MMBTU)	350	330	300	301
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (ROA)	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%	อัตราแลกเปลี่ยน (USD/THB)	33.0	33.0	33.0	33.0
ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (ROE)	3.0%	3.5%	4.2%	5.9%	จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	2,606.9	2,606.9	2,606.9	2,607.9

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส