

EQUITY TALK

COMPANY UPDATE

ยังต้องรอโครงการใหม่ ที่จะเข้ามาขับเคลื่อนความยั่งยืน

BCPG มุ่งขยายการลงทุนในธุรกิจพลังงานสีเขียว และธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับคาร์บอนเครดิต เพื่อคงเป้าหมายเป็นบริษัทที่เป็นกลางทางคาร์บอน และส่งเสริมรายได้ในระยะยาว สอดคล้องกับหลักด้าน ESG ที่เน้นการเติบโตไปพร้อมกับความยั่งยืน ส่วนโครงการใน PIPELINE ภาพรวมยังมีคืบหน้าตามแผน พร้อมอยู่ระหว่างศึกษาโครงการใหม่ๆอีกหลายโครงการ แต่ปัจจุบันยังไม่ได้เผยแพร่รายละเอียดที่ชัดเจน

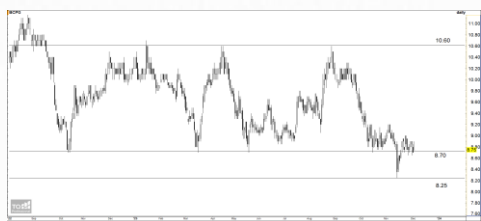
ประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2568 อยู่ที่ 8.5 บาท/หุ้น ด้วยวิธี DCF และ SUM OF THE PART ภายใต้ WACC ที่ 5.9% - 8.2% โดย WACC ที่ลดลงทุก 0.015% จากการออก GREEN BOND จะส่งผลให้ FV ของ BCPG เพิ่มขึ้น 0.03 บาท/หุ้น ช่วงสั้นยังขาดแรงขับเคลื่อนราคาหุ้น จากแผนลงทุนโครงการใหม่ที่ยังไม่ชัดเจน และภาพกำไร 4Q67 ที่ลดลง QOQ ประกอบกับยังมี SENTIMENT ลบ จากการเปิดรับซื้อไฟฟ้าพลังงานสะอาดในไทยที่อาจล่าช้ากว่าแผน จึงคงคำแนะนำ UNDERPERFORM

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566	2567F	2568F	2569F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	2,630	1,104	1,757	1,034	1,673
Norm Profit (ล้านบาท)	2,066	873	973	1,034	1,673
Norm EPS (บาท)	0.71	0.29	0.32	0.35	0.56
PER (เท่า)	7.81	19.05	17.09	16.08	9.94
DPS	0.36	0.25	0.25	0.22	0.25
Dividend Yield (%)	6.5%	4.5%	4.5%	4.0%	4.5%
BVS	10.07	9.88	10.72	11.29	12.10
ROE (%)	9.3%	3.7%	5.7%	3.1%	6.0%
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	2908	2996	2996	2996	2996

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

TECHNICAL CHART/COMMENT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มราคา : Sideway

แนวรับ : 8.70 บาท

แนวต้าน : 10.60 บาท

OUTPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX

NEUTRAL: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX

UNDERPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX

🕒 20 พฤศจิกายน 2567

BCPG

Underperform

ราคาปัจจุบัน (บาท)	5.70
ราคาเป้าหมาย (บาท)	8.50
Upside (%)	49.12
Dividend yield (%)	3.94

CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2567F	0.32	0.65	-51%
2568F	0.35	0.39	-12%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ESG RATING

SET ESG Ratings	AA
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง	Yes
ที่มา: SET	

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ธัญญา อุดม

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 066756

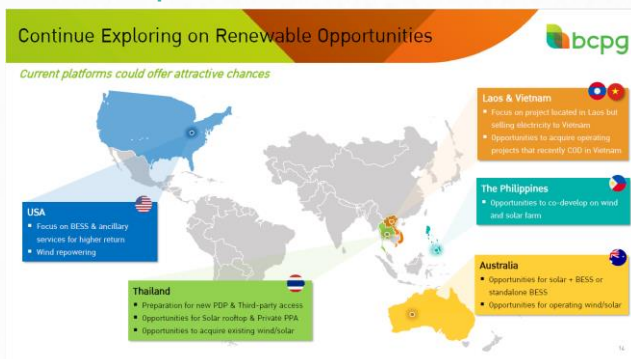
EQUITY TALK

มุ่งสู่ผู้นำธุรกิจพลังงานหมุนเวียน พร้อมการเติบโตที่ยั่งยืน

จากการประชุมนักวิเคราะห์ ประเด็นสำคัญอยู่ที่กลยุทธ์การดำเนินธุรกิจของ BCPG ยังคงเป้าหมายสู่การเป็นผู้นำด้านธุรกิจพลังงานสะอาดควบคู่กับการให้ความสำคัญด้านการเติบโตที่ยั่งยืน โดยจะเน้นการแสวงหาโอกาสเข้าลงทุนในโครงการใหม่ๆ ทั้งในธุรกิจโรงไฟฟ้า, แบตเตอรี่, และธุรกิจอื่นๆที่เกี่ยวข้อง ในกลุ่มประเทศที่มีศักยภาพ อาทิ ประเทศไทย, สหรัฐอเมริกา, ลาว, เวียดนาม, ฟิลิปปินส์, และออสเตรเลีย เพื่อขยายฐานกำลังการผลิตของ BCPG จากปัจจุบันที่มีอยู่ 1,959.4 เมกะวัตต์ ให้เติบโต พร้อมกำหนดเป้าหมายพัฒนา ESG rating จากปัจจุบันที่ได้รับ SET ESG ที่ระดับ AA ให้อยู่ในระดับที่สูงขึ้นในอนาคต และตั้งเป้าเข้าสู่ดัชนี DJSI และ SET50 ภายในปี 2030 ผ่านการดำเนินงานหลัก 3 แนวทาง ได้แก่

1. เพิ่มน้ำหนักโครงการพลังงานหมุนเวียนให้มีสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็น 70% ของพอร์ตโฟลิโอ จากปัจจุบันที่มีอยู่ราว 38% ของ portfolio
2. เข้าลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับคาร์บอนเครดิต โดยจะรวบรวมคาร์บอนเครดิตที่ได้จากทั้งการผลิตไฟฟ้าจากโครงการพลังงานทดแทนของ BCPG และการเข้าซื้อคาร์บอนเครดิตผ่าน platform ที่บริษัทพัฒนาขึ้น เพื่อให้มั่นใจว่า BCPG จะเป็นผู้ประกอบการที่ได้รับการรับรองการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์สุทธิเป็นศูนย์ต่อเนื่องในอนาคต
3. ตั้งเป้าเป็นผู้พัฒนาโครงการที่มีศักยภาพในต่างประเทศ อาทิ โครงการโรงไฟฟ้าในประเทศไต้หวัน เพื่อรับรู้รายได้จากการดำเนินงาน และจะมีการขายโครงการบางส่วนที่พัฒนาแล้วเสร็จออกไป เพื่อนำกระแสเงินสดที่ได้รับจากการขายโครงการฯ ไปลงทุนต่อยอดในโครงการอื่นๆที่มีศักยภาพเติบโตได้ในอนาคต

กลุ่มประเทศเป้าหมายของ BCPG



ที่มา: BCPG

กลยุทธ์สู่ความยั่งยืนของ BCPG



ที่มา: BCPG

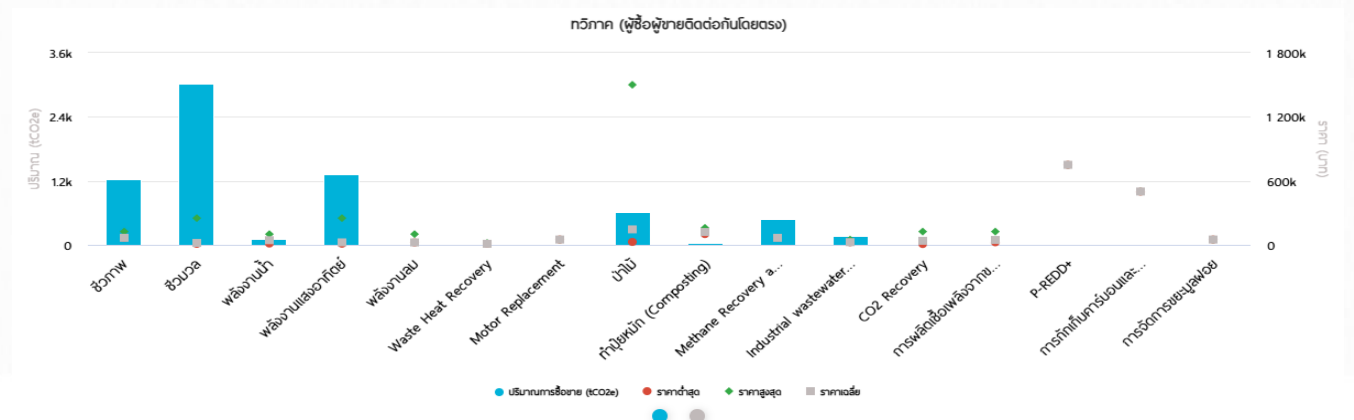
EQUITY TALK

ขั้นสู่บริษัทเป็นกลางทางคาร์บอน พร้อมต่อยอดธุรกิจใหม่ในระยะยาว

ปัจจุบัน BCPG ได้รับการรับรองจากองค์การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก (อบก.) ให้เป็นองค์กรที่มีความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutral) ติดต่อกันเป็นปีที่ 2 จากการชดเชยปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่ปล่อยจากกิจกรรมภายในประเทศไทยได้ทั้งหมด ซึ่งถือเป็นการบรรลุเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนได้ภายในปี 2573 และยังคงมุ่งเน้นสู่เป้าหมายระยะยาว คือการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ให้ได้ภายในปี 2593 ผ่านกระบวนการต่างๆ เช่นการใช้ไฟฟ้าพลังงานสีเขียว, พัฒนาเทคโนโลยี, การปลูกป่า เป็นต้น

นอกจากนี้ BCPG ยังมีคาร์บอนเครดิต ที่ได้รับการรับรองจาก อบก. อยู่ราว 7.4 แสนตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า โดยสามารถนำไปจำหน่ายในตลาดคาร์บอนภาคสมัครใจภายในประเทศไทยได้ ซึ่งราคาขายเฉลี่ยในตลาด TVERs ปัจจุบันจะอยู่ที่ราว 20-290 บาท/ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า ขึ้นอยู่กับแต่ละประเภทโครงการ ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าเบื้องต้นโดยกำหนดสมมติฐานให้ใช้ราคาเฉลี่ยอ้างอิงของโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ในปี 2567 ของ TVERs ที่ 46.96 บาท/ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า พบว่าปริมาณคาร์บอนเครดิตสะสมของ BCPG ที่มีอยู่ในปัจจุบันจะช่วยสร้างรายได้ให้แก่บริษัทราว 35 ล้านบาท หากมีการจำหน่ายออกไป และหากพิจารณางบการเงินของ BCPG พบว่าในปี 2565-2566 บริษัทมีรายได้จากการขายคาร์บอนเครดิตที่ราว 33 ล้านบาท/ปี และในช่วง 9M67 รับรู้รายได้จากธุรกิจดังกล่าวที่ 12 ล้านบาท แม้จะคิดเป็นสัดส่วนราว 1% ของประมาณการกำไรปกติทั้งปี 2567 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ ซึ่งถือว่ายังไม่มีนัย แต่ถือเป็นการเริ่มต้นเข้าสู่ธุรกิจใหม่ และเป็นส่วนหนึ่งในการช่วยสร้างรายได้ให้แก่ BCPG ได้ในระยะยาว โดยยังถือเป็น upside ส่วนเพิ่มที่ยังไม่ถูกรวมในประมาณการของฝ่ายวิจัย

ราคาซื้อขาย TVERs ปี2567 แยกตามประเภทโครงการ



ที่มา: TGO

EQUITY TALK

เดินหน้าตามแผน และคาดหวังดีลใหม่อีกหลายโครงการ

BCPG ยังเดินหน้าโครงการที่อยู่ในมือ (Backlogs) ตามแผน ซึ่งอยู่ระหว่างก่อสร้างและพัฒนา โดยมีโครงการที่สำคัญๆ ได้แก่

1. โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม Monsoon 290 MWe ประเทศลาว : ปัจจุบันอยู่ในช่วงดำเนินการก่อสร้าง ซึ่งปัจจุบันมีความคืบหน้าแล้วกว่า 88% และคาดว่าจะเริ่มเปิด COD ได้ตามแผนภายในช่วง 2H68
2. โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 469 MWe ประเทศไต้หวัน : ส่วนใหญ่อยู่ระหว่างการรวบรวมที่ดิน อย่างไรก็ตามมีบางส่วนสามารถจัดหาพื้นที่และได้รับสัญญา PPA แล้ว โดยคาดว่าจะทยอย COD ราว 100 MWe ในช่วง 4Q68

รายละเอียดโรงไฟฟ้าพลังงานลม ประเทศลาว



ที่มา: BCPG

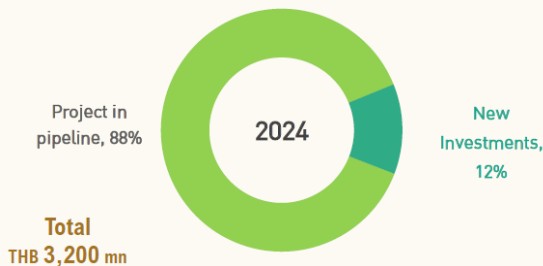
รายละเอียดโรงไฟฟ้า SOLAR ประเทศไต้หวัน



ที่มา: BCPG

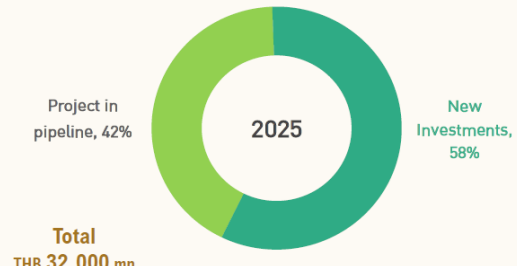
นอกจากนี้ BCPG ยังอยู่ระหว่างศึกษาลงทุนในโครงการใหม่ๆหลายโครงการ โดยมีเป้าหมายที่จะช่วยชดเชยฐานกำไรหลังจากขายโครงการโรงไฟฟ้า solar ประเทศญี่ปุ่น กำลังการผลิต 117.0 เมกะวัตต์ ออกไปใน 2Q67 โดยกำหนดแผนเงินลงทุนโครงการฯ (CAPEX) ในปี 2567-2568 จะอยู่ที่ราว 3.2 พันล้านบาท และ 3.2 หมื่นล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งคาดว่าจะมีการใช้เงินสำหรับการลงทุนในโครงการใหม่ๆนอก pipeline ในปี 2567-68 ที่ราว 384 ล้านบาท และ 1.9 หมื่นล้านบาท ตามลำดับ แต่อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันยังไม่ได้มีการเปิดเผยในรายละเอียดที่ชัดเจน

แผน CAPEX ปี 2567 ของ BCPG



ที่มา: BCPG

แผน CAPEX ปี 2568 ของ BCPG



ที่มา: BCPG

EQUITY TALK

4Q67 คาดกำไรปกติลด QoQ แต่ทั้งปี 2567 เพิ่มขึ้น 12%yoy

สำหรับผลการดำเนินงานงวด 4Q67 ของ BCPG คาดกำไรปกติจะลดลงจากงวด 3Q67 กดดันหลักจากผลการดำเนินงานของทั้งกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำในประเทศลาวที่ลดลง หลังจากผ่านพ้นช่วง peak ของฤดูน้ำมาแล้ว และส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วมในสหรัฐฯ ที่คาดปริมาณขายไฟฟ้าลดลง ตามความต้องการใช้ไฟฟ้าที่อ่อนตัว QoQ ตามช่วงฤดูกาล และมีการหยุดซ่อมบำรุงทุกโรงเป็นเวลาราว 1-2 สัปดาห์ เพื่อเตรียมความพร้อมสำหรับการผลิตไฟฟ้าในช่วงฤดูหนาว ประกอบกับคาดปริมาณผลิตไฟฟ้าในกลุ่มโรงไฟฟ้า solar ในประเทศไทยจะลดลงต่อเนื่อง QoQ ตามเข้าสู่ช่วง low season ของแสงแดด แม้คาดยังมีแรงหนุนบางส่วนจากโรงไฟฟ้าพลังงานลมในประเทศไทย ที่คาดผลิตกระแสไฟฟ้าได้มากขึ้นตามการเข้าสู่ช่วง peak ของลม แต่ยังคงชดเชยได้ไม่หมด

ในขณะที่ภาพใหญ่รายปี 2567 ยังคงมุมมองคาดการณ์กำไรปกติเพิ่มขึ้น 11.5%yoy มาอยู่ที่ 972.8 ล้านบาท จากฐานเดิมในปี 2566 ที่อยู่ในระดับต่ำ โดยคาดจะมีแรงหนุนหลักจากการรับรู้โครงการโรงไฟฟ้าในสหรัฐฯ ทั้ง 4 โครงการ รวม 857 MWe ที่เริ่มทยอยซื้อหุ้นแล้วเสร็จตั้งแต่ 31 มี.ค. - 31 ต.ค. 2566 และธุรกิจคลังน้ำมันและท่าเทียบเรือ (ซื้อหุ้นแล้วเสร็จ 31 พ.ค. 2566) ได้เต็มทั้งปี รวมถึงกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ Nam San 3A-3B 114 MWe ที่คาดจะผลิตกระแสไฟฟ้าได้มากขึ้น เนื่องจากไม่มีการหยุดเดินเครื่องเป็นเวลา 6 เดือน เพื่อเตรียมสายส่งไปยังประเทศเวียดนาม ดังที่เคยเกิดขึ้นในปีก่อนหน้า ถึงแม้ว่าในปี 2567 จะรับรู้รายได้จากกลุ่มโรงไฟฟ้าในประเทศญี่ปุ่นได้เพียง 4 เดือน และยังมีปัจจัยกดดันจากรายได้ Adder โครงการ BSE-BNN, BSE-BPH กำลังการผลิตโครงการละ 16 MW (สิ้นสุด มี.ค. และ เม.ย. 2566) ที่หมดอายุลงเต็มทั้งปีก็ตาม

ตารางผลการดำเนินงานย้อนหลังรายไตรมาส

BCPG (ล้านบาท)	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	%QoQ	%YoY	9M67	9M66	%YoY
ยอดขาย	1,267	1,057	1,093	1,564	1,318	1,194	1,084	1,125	3.8%	-28.1%	3,402	3,714	-8.4%
ต้นทุนขาย	-533	-520	-567	-703	-768	-693	-712	-538	-24.4%	-23.4%	-1,943	-1,790	8.6%
กำไรขั้นต้น	734	538	525	861	550	501	372	586	57.8%	-31.9%	1,459	1,924	-24.1%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	-205	-154	-168	-139	-127	-122	-244	-149	-38.8%	7.3%	-515	-461	11.8%
รายได้อื่น	5	2	4	11	48	21	384	2	-99.4%	-78.9%	407	17	2362.7%
EBIT	533	385	361	732	470	400	512	440	-14.1%	-40.0%	1,351	1,479	-8.7%
ดอกเบี้ยจ่าย	-193	-229	-248	-370	-421	-419	-411	-370	-9.9%	0.0%	-1,200	-847	41.6%
ภาษีเงินได้	-52	-96	-70	-131	-39	-117	-112	-122	9.4%	-6.7%	-351	-297	18.4%
กำไรสุทธิ	296	512	201	565	-174	441	1,243	-28	N/A	N/A	1,656	1,278	29.6%
Norm Profit	374	160	183	492	39	343	99	453	355.9%	-7.9%	895	834	7.3%
EPS (บาท/หุ้น)	0.10	0.18	0.07	0.19	-0.06	0.15	0.43	-0.01	N/A	N/A	0.57	0.44	29.6%
Norm EPS (บาท/หุ้น)	0.13	0.05	0.06	0.17	0.01	0.12	0.03	0.16	355.9%	-7.9%	0.31	0.29	7.3%
Gross margin	57.9%	50.9%	48.1%	55.0%	41.7%	42.0%	34.3%	52.1%			42.9%	51.8%	
Net profit margin	23.4%	48.4%	18.4%	36.1%	-13.2%	36.9%	114.7%	-2.5%			48.7%	34.4%	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

EQUITY TALK

FV ปี 2568 ที่ 8.5 บาท ช่วงสั้นยังมีหลายปัจจัยกดดันราคาหุ้น

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐานของ BCPG ณ สิ้นปี 2568 อิงวิธี DCF และ Sum of the part เท่ากับ 8.5 บาท/หุ้น (ภายใต้ WACC เฉลี่ยที่ 5.9% - 8.2% ขึ้นอยู่กับโครงการ) โดยแสดงในรายละเอียดดังตารางด้านล่าง

มูลค่าพื้นฐานของ BCPG ด้วยวิธี SOTP

โครงการ	Equity (%)	Installed Capacity (MW)	Contracted Capacity (MW)	Tariff Power Structure	COD/SCOD	FV @2568	WACC
BCPG1	100%	9.5	8.0	Adder THB 8.0/kWh	5/8/2554	0.09	5.9%
BCPG2	100%	35.5	30.0	Adder THB 8.0/kWh	16/07/2555	0.30	5.9%
BSE-BNN	100%	25.0	16.0	Adder THB 8.0/kWh	6/3/2556	0.13	5.9%
BSE-BPH	100%	25.0	16.0	Adder THB 8.0/kWh	5/4/2556	0.14	5.9%
BSE-BRM	100%	12.5	8.0	Adder THB 8.0/kWh	19/3/2557	0.07	5.9%
BSE-BRM1	100%	12.5	8.0	Adder THB 8.0/kWh	11/4/2557	0.07	5.9%
BSE-CPM1	100%	12.5	8.0	Adder THB 8.0/kWh	24/4/2557	0.07	5.9%
BSE-NMA	100%	12.5	8.0	Adder THB 8.0/kWh	10/4/2557	0.07	5.9%
BSE-PR1	100%	25.0	16.0	Adder THB 8.0/kWh	21/4/2557	0.08	5.9%
Co-op: WSC	100%	5.0	5.0	FIT THB 5.66/kWh	23/12/2559	0.05	6.9%
Co-op: BP	100%	5.0	5.0	FIT THB 5.66/kWh	14/03/2560	0.06	6.9%
Co-op: AYA	100%	2.0	2.0	FIT THB 5.66/kWh	23/12/2559	0.03	6.9%
Wind-Nabas	40%	36.0	14.4	7.40 PHP/kWh	10/7/2558	0.21	7.8%
Co-op (WVO) Saraburi	100%	5.0	5.0	FIT THB 4.12/kWh	20/7/2561	0.04	6.9%
Co-op (WVO)Kanchanabur	100%	3.9	3.9	FIT THB 4.12/kWh	23/7/2561	0.03	6.9%
Lomligor	100%	10.0	9.0	Adder THB 3.5/kWh	14/4/2562	0.07	5.5%
NamSan3A	100%	69.0	69.0	6.95 Uscent/kWh	29/07/2559	0.83	7.4%
NamSan3B	100%	45.0	45.0	6.95 Uscent/kWh	25/09/2558	0.80	7.4%
Wind Laos 290 MWe	48%	800.0	289.5	6.95 Uscent/kWh	2568	1.54	6.3%
PRV JKR Lopburi	100%	5.0	5.0	Adder THB 8.0/kWh	4/2/2557	0.16	6.3%
Prachinburi	100%	5.0	5.0	FIT:THB 5.66/kWh	30/12/2559	0.07	6.3%
คลังน้ำมัน และท่าเทียบเรือ	100%				31/05/2566	0.78	8.2%
USA CCE	49%	701.0	341.4	PJM Market	Dec. 2560	0.42	8.2%
USA SFE	8%	182.0	13.8	PJM Market	Oct. 2564	0.46	8.2%
USA Liberty	25%	848.0	212.0	PJM Market	Jul. 2559	0.96	8.2%
USA Patriot	25%	857.0	214.3	PJM Market	Jul. 2559	0.96	8.2%
Total						8.50	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ทั้งนี้ หากพิจารณา PER ปี 2568 ของ BCPG ภายใต้สมมติฐานราคา 8.5 บาท และอิงจาก EPS ปี 2568 ที่ 0.35 หุ้น พบว่า forward P/E จะอยู่ที่ราว 24.6 เท่า ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ย forward P/E กลุ่มพลังงานทดแทนที่ฝ่ายวิจัยศึกษา ที่มี forward P/E อยู่ที่ 19.3 เท่า ในขณะที่คาดการณ์การจ่ายปันผลปี 2568 อยู่ที่ 0.22 บาท/หุ้น คิดเป็น Dividend yield ปี 2568 ที่ 2.64%

เปรียบเทียบหุ้นกลุ่มพลังงานทดแทนที่ฝ่ายวิจัย COVER

กลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน	ราคาหุ้นปัจจุบัน	FV@2568	upside	EPS 2568	Forward P/E	div. yield	คำแนะนำ
CKP	3.22	4.40	36.65%	0.19	23.02	2.05%	Neutral
BCPG	5.55	8.50	53.15%	0.35	24.63	2.64%	Underperform
GUNKUL	2.30	3.60	56.52%	0.18	19.69	3.07%	Underperform
TPIPP	3.00	3.10	3.33%	0.26	14.41	4.73%	Underperform
SSP	5.65	7.90	39.82%	0.54	14.73	2.04%	Neutral
Average					19.30	2.91%	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ช่วงสั้นคาดยังมีปัจจัยกดดันราคาหุ้นให้ปรับตัวลดลงต่ำกว่าตลาดฯ จากทิศทางกำไรปกติ 4Q67 ที่คาดลดลง QoQ หลังผ่านพ้นช่วง peak สุดของปีมาแล้ว ประกอบกับยังรอความชัดเจนในแผนโครงการใหม่ๆที่จะเข้ามาชดเชยกำไรหลังขายโครงการเดิมออกไป และ sentiment ซึ่งลบกดดันกลุ่มฯ จากความกังวลด้านการเปิดรับซื้อไฟฟ้าพลังงานสะอาดของไทยที่อาจล่าช้ากว่าแผนเดิม ช่วงสั้นคงจึงคงคำแนะนำ Underperform

EQUITY TALK

การดำเนินการด้าน ESG ของ BCPG :

BLOOMBERG ESG SCORES ของ BCPG

BCPG ESG Scores	2021	2022	2023
ESG :	1.29	5.42	5.58
Environment :	0.00	7.72	7.72
Social :	1.89	2.60	2.78
Governance :	4.05	4.10	4.46

ที่มา: BLOOMBERG

ESG SCORES หุ่นกลุ่มพลังงานทดแทน

โรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน	SET ESG Rating (BBB-AAA)	Global ESG Ratings by Third Party			
		MSCI (CC-C-AAA)	ESG Book (0-100)	S&P Global (0-100)	Bloomberg (0-10)
BCPG	AA	A	61.24	31.00	5.58
SSP	-	-	-	-	-
GUNKUL	AA	AAA	63.88	38.00	2.75
TPIPP	AA	CCC	66.40	33.00	-
CKP	AAA	BBB	66.67	54.00	4.80

ที่มา: SETTRADE, BLOOMBERG

ESG Comment: ฝ่ายวิจัยมีความเห็นว่า BCPG ได้ตระหนัก และให้น้ำหนักความสำคัญในด้าน ESG เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง สะท้อนได้จากการได้รับการจัดอันดับ จาก SET ESG rating ที่ระดับ AA และมีคะแนน ESG score จาก Bloomberg ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ มาอยู่ที่ 5.58 จาก 1.29 ในปี 2021 โดยได้รับคะแนนที่โดดเด่นในด้านสิ่งแวดล้อม และมีการพัฒนาปรับปรุงคะแนนในด้านสังคม และธรรมาภิบาล ที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง

สำหรับความคืบหน้าที่สำคัญด้านการพัฒนาองค์กรด้วยหลักความยั่งยืน ฝ่ายวิจัยเห็นว่า จากการได้รับการประกาศเป็นผู้ประกอบการที่ได้รับการปลดปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์สุทธิเป็นศูนย์ ของ BCPG ถือเป็นบรรลุเป้าหมายได้เร็วกว่าแผนที่วางไว้ในกรอบปี 2573 ซึ่งเป็นส่วนช่วยหนุนให้บริษัทฯ มีภาพลักษณ์องค์กรที่ดี และช่วยสร้างโอกาสในการแข่งขันทางธุรกิจให้แก่กลุ่มลูกค้าที่ให้ความสำคัญในเรื่องพลังงานสะอาดได้อีกด้วย นอกจากนี้ BCPG ยังได้นำเป้าหมายด้านความยั่งยืนมารวมไว้ในแผนกลยุทธ์ของทางบริษัทฯ และมีแนวทางในการบรรลุเป้าหมายที่ชัดเจน ทำให้คาดหวังจะได้รับการปรับเพิ่มน้ำหนัก ESG Rating จากสถาบันจัดอันดับทั้งในประเทศไทย และต่างประเทศได้ไม่ยาก

ในเชิงของผลกระทบต่อประมาณการ และมูลค่าพื้นฐานของ BCPG คาดว่าธุรกิจที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการสนับสนุน ESG อาทิ การรวบรวมจัดเก็บคาร์บอนเครดิต และการพัฒนาแพลตฟอร์มการซื้อขายคาร์บอนเครดิตของ BCPG จะเป็นส่วนช่วยสร้างรายได้ และกำไรให้แก่บริษัทฯ ได้อีกหนึ่งช่องทาง อีกทั้งยังถือเป็นส่วนช่วยส่งเสริมตลาดคาร์บอนเครดิตในประเทศไทย ให้มีสภาพคล่อง และมีศักยภาพเป็นที่ยอมรับตามมาตรฐานสากลได้มากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ ในปี 2564 BCPG ยังได้ระดมเงินทุนด้วยการออกตราสารหนี้สีเขียว (Green Bond) เพื่อใช้สำหรับโครงการที่สอดคล้องกับการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม มูลค่ารวม 10,000 ล้านบาท อัตราดอกเบี้ยที่ 2.14%-3.61% ต่อปี ซึ่งถือว่าเป็น

EQUITY TALK

อัตราที่ต่ำกว่าการออกตราสารหนี้ทั่วไปของ BCPG ที่มีอัตราดอกเบี้ยในระดับ 3.1%-4.3% ส่งผลให้ BCPG ประหยัดต้นทุนทางการเงินลงในแต่ละปีได้ นอกจากนี้ยังถือเป็นส่วนช่วยเพิ่มมูลค่าหุ้น จากต้นทุนเฉลี่ย (WACC) ที่ปรับตัวลดลง โดยฝ่ายวิจัยได้รวมไว้ในมูลค่าพื้นฐานปัจจุบันของ BCPG แล้ว

ทั้งนี้ จากการคำนวณ sensitivity ในเบื้องต้น พบว่า ภายใต้สมมติฐานที่กำหนดให้ ทุกๆการออก Green Bond ในสัดส่วน 10% ของต้นทุนเงินกู้ยืมรวม โดยมีอัตราดอกเบี้ยจาก Green Bond ต่ำกว่าต้นทุนปกติ 0.25% ซึ่งภายใต้สมมติฐานดังกล่าว ส่งผลให้ WACC ปรับตัวลดลงราว 0.015% และราคาหุ้นของ BCPG ปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.03 บาท/หุ้น โดยแสดงรายละเอียดการเปลี่ยนแปลงดังนี้

FVปัจจุบันของ BCPG

BCPG (unit : mil. Bath)	2568F	2569F	2570F
EBIT	1,414	1,397	1,428
Less Tax	(89)	(97)	(121)
Net EBIT after Tax	1,324	1,300	1,307
Plus Depreciation & Amortization	1,497	1,527	1,557
Less Capital Expenditures	(600)	(600)	(600)
Less Change in Working Capital	(76)	(90)	(106)
FCFF (Firm Value)	2,146	2,137	2,158
Discount Rate (WACC)	7.23%	7.23%	7.23%
PV of FCFF			
Terminal Value			
PV of FCFF	26,444		
PV of Terminal Value	5,846		
Firm Value	32,291		
Plus Cash	10,523		
Less Total External Debt	(17,332)		
Value of Equity	25,482		
No. of shares outstanding	2,996		
Value of BCPG per share	8.50		

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

FV ของ BCPG ภายใต้สมมติฐาน GREEN BOND 10%

BCPG (unit : mil. Bath)	2568F	2569F	2570F
EBIT	1,414	1,397	1,428
Less Tax	(89)	(97)	(121)
Net EBIT after Tax	1,324	1,300	1,307
Plus Depreciation & Amortization	1,497	1,527	1,557
Less Capital Expenditures	(600)	(600)	(600)
Less Change in Working Capital	(76)	(90)	(106)
FCFF (Firm Value)	2,146	2,137	2,158
Discount Rate (WACC)	7.22%	7.22%	7.22%
PV of FCFF			
Terminal Value			
PV of FCFF	26,478		
PV of Terminal Value	5,875		
Firm Value	32,353		
Plus Cash	10,528		
Less Total External Debt	(17,328)		
Value of Equity	25,553		
No. of shares outstanding	2,996		
Value of SPRC per share	8.53		

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

สมมติฐานที่ใช้คำนวณ WACC เดิม

สมมติฐาน WACC	
cost of debt	6.20%
Tax	20%
Interest Rate after tax	4.96%
beta	1.54
Risk Free	2.50%
Market Return	10.00%
CAPM	14.05%
Target capital structure	
Debt	75.0%
Equity	25.0%
WACC	7.233%
Growth rate	0.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

สมมติฐาน WACC ภายใต้ GREEN BOND 10%

สมมติฐาน WACC	
cost of debt	6.18%
Tax	20%
Interest Rate after tax	4.94%
beta	1.54
Risk Free	2.50%
Market Return	10.00%
CAPM	14.05%
Target capital structure	
Debt	75.0%
Equity	25.0%
WACC	7.218%
Growth rate	0.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

EQUITY TALK

สำหรับการดำเนินงานด้าน ESG ที่สำคัญของ BCPG ในแต่ละด้านเป็นดังนี้

Environment (E – Bloomberg score 2023 : 7.72) :

- ตั้งเป้าสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอนในประเทศไทยภายในปี 2573 และปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 ซึ่งปัจจุบันได้รับการรับรองเป็นองค์กรที่เป็นกลางทางคาร์บอนแล้วจาก อบก.
- มุ่งสร้างรายได้จากธุรกิจพลังงานอัจฉริยะ โดยตั้งเป้าหมายลดเขยการปล่อยก๊าซเรือนกระจกให้กับองค์กรต่างๆ 2 แสน tCO₂e ซึ่งปี 2566 สามารถบรรลุเป้าหมายดังกล่าว โดยมีการลดเขยการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้ถึง 4.6 แสน tCO₂e พร้อมพัฒนาแพลตฟอร์มซื้อขายคาร์บอนเครดิตแล้วเสร็จ
- เพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนให้ทุกคนเข้าถึงได้ ผ่านการติดตั้ง solar บนหลังคาในบริเวณสถานบริการน้ำมันบางจาก และโรงพยาบาลที่อยู่รอบพื้นที่โครงการ โดยกำหนดเป้าที่ 1 เมกะวัตต์ ซึ่งในปี 2566 ติดตั้งได้ 843 กิโลวัตต์

Social Contribution (S – Bloomberg score 2023 : 2.78) :

- สภาพแวดล้อมในการทำงานอยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน และอุบัติเหตุจากการทำงานเป็นศูนย์ โดยในปี 2566 มีผลการตรวจสอบสภาพแวดล้อมในสถานประกอบการเป็นไปตามที่กฎหมายกำหนด และไม่มีอุบัติเหตุ หรือการเจ็บป่วยถึงขั้นหยุดงานและเสียชีวิตจากการทำงาน
- กำหนดกรอบเป้าหมายคะแนนความพึงพอใจของพนักงานมากกว่า 72% และมีการจ้างงานในชุมชนรอบพื้นที่โรงไฟฟ้ามากกว่า 200 คน ซึ่งปี 2566 สามารถบรรลุเป้าหมายโดยมีคะแนนความพึงพอใจที่ 74% และการจ้างงานในชุมชนจำนวน 230 คน ผ่านโครงการ Good Job in the Village
- จ้างเรียนจากผู้มีส่วนได้เสียเป็นศูนย์ ไม่มีการใช้ฟอมในอาคารสำนักงานใหญ่ ลดการใช้ถุงพลาสติก ซึ่งบริษัทฯ สามารถบรรลุเป้าหมายดังกล่าว

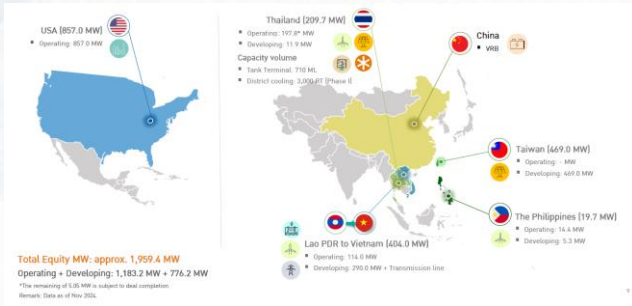
Governance (G – Bloomberg score 2023 : 4.46) :

- ตั้งเป้าได้คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) มากกว่า 90% ซึ่งปี 2566 BCPG ได้รับคะแนนดังกล่าวที่ 106% รวมทั้งยังได้รับการต่ออายุเป็นสมาชิกแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (CAC) ต่อเนื่องเป็นครั้งที่ 3 ซึ่งถือได้ว่าบรรลุเป้าหมายขององค์กรที่วางไว้

EQUITY TALK

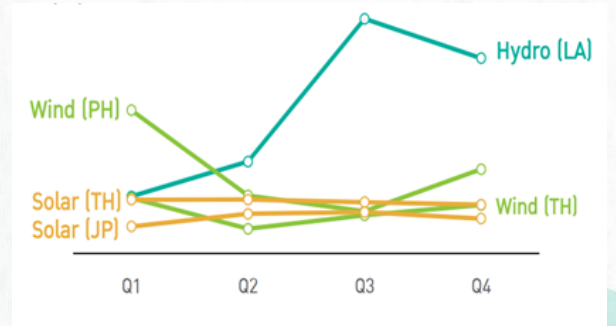
- ได้รับมอบรางวัลต่างๆ ในด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น รางวัล SET ESG Ratings ระดับ AA, รางวัล ESG100, โล่ประกาศเกียรติคุณ องค์กรผู้นำด้านก๊าซเรือนกระจก เป็นต้น

กำลังการผลิตไฟฟ้า ณ ปัจจุบัน



ที่มา: BCPG

สัดส่วนเมกะวัตต์ในแต่ละประเภท



ที่มา: BCPG

รายละเอียด ADDER ในแต่ละโครงการของ BCPG

No.	Project	Installed Capacity (MW)	Contracted Capacity (MW)	Tariff Power Structure	Off Taker	COD	Expiration of Adder
1	BCPG 1	9.5	8.0	Adder THB 8.0/kWh	PEA	5/8/2554	5/8/2564
2	BCPG 2	35.5	30.0	Adder THB 8.0/kWh	EGAT	16/7/2555	16/07/2565
3	RPR Energy	5.5	5.0	Adder THB 8.0/kWh	PEA	15/10/2555	15/10/2565
4	JKR Energy	5.5	5.0	Adder THB 8.0/kWh	PEA	15/10/2555	15/10/2565
5	BSE-BNN	25.0	16.0	Adder THB 8.0/kWh	PEA	6/3/2556	6/3/2566
6	BSE-BPH	25.0	16.0	Adder THB 8.0/kWh	PEA	5/4/2556	5/4/2566
7	BSE-BRM	12.5	8.0	Adder THB 8.0/kWh	PEA	19/3/2557	19/3/2567
8	BSE-BRM1	12.5	8.0	Adder THB 8.0/kWh	PEA	11/4/2557	11/4/2567
9	BSE-CPM1	12.5	8.0	Adder THB 8.0/kWh	PEA	24/4/2557	24/4/2567
10	BSE-NMA	12.5	8.0	Adder THB 8.0/kWh	PEA	10/4/2557	10/4/2567
11	BSE-PR1	25.0	16.0	Adder THB 8.0/kWh	PEA	21/4/2557	21/4/2567
12	Lopburi Solar	6.0	5.0	Adder THB 8.0/kWh	PEA	4/2/2557	4/2/2567
13	Lomligor	10.0	9.0	Adder THB 3.5/kWh	PEA	14/4/2562	14/4/2572

ที่มา: BCPG

ประเด็นความเสี่ยง

1. ความล่าช้าจากการก่อสร้างโรงไฟฟ้า อาจทำให้เกิดค่าใช้จ่ายมากกว่าที่คาดการณ์ (COST OVERRUN) กระทบต่อ IRR ได้
2. ความเสี่ยงจากการชำรุดอุปกรณ์ของเทคโนโลยีที่ใช้ในการผลิตไฟฟ้า
3. การหยุดฉุกเฉินของโรงไฟฟ้า (UNPLANNED SHUTDOWN)

ที่มา: BCPG

EQUITY TALK

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ BCPG

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
รายได้จากการขาย	5,031	3,269	3,334	3,323
ต้นทุนขาย	(2,558)	(1,522)	(1,541)	(1,546)
กำไรขั้นต้น	2,473	1,747	1,794	1,776
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(588)	(599)	(610)	(609)
รายได้อื่น	302	230	230	230
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	2,187	1,378	1,414	1,397
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	252	764	774	1,339
ดอกเบี้ยจ่าย	(1,268)	(1,074)	(1,065)	(966)
ภาษีเงินได้	(336)	(94)	(89)	(97)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	834	973	1,034	1,673
รายการพิเศษสุทธิ	231	784	-	-
ส่วนได้ส่วนเสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	(2)	-	-	-
กำไรสุทธิ	1,104	1,757	1,034	1,673
กำไรปกติ	873	973	1,034	1,673
การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (%)	-6.9%	-35.0%	2.0%	-0.4%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	-58.0%	59.2%	-41.2%	61.8%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	49.2%	53.4%	53.8%	53.5%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	21.9%	53.8%	31.0%	50.3%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67
รายได้จากการขาย	1,318	1,194	1,084	1,125
ต้นทุนขาย	(768)	(693)	(712)	(538)
กำไรขั้นต้น	550	501	372	586
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(127)	(122)	(244)	(149)
รายได้อื่น	48	21	384	2
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	470	400	512	440
ดอกเบี้ยจ่าย	(421)	(419)	(411)	(370)
ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบ.ร่วม	59	446	(182)	412
ภาษีเงินได้	(39)	(117)	(112)	(122)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	39	343	99	453
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และรายการพิเศษ	(212)	97	1,144	(481)
ส่วนได้ส่วนเสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	0	(1)	(1)	0
กำไรสุทธิ	(174)	441	1,243	(28)
กำไรปกติ	39	343	99	453
การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (%) qoq	-15.7%	-9.4%	-9.2%	3.8%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%) qoq	-130.8%	-353.6%	182.3%	-102.3%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	41.7%	42.0%	34.3%	52.1%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	-13.2%	36.9%	114.7%	-2.5%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.04	1.03	1.16	1.31
Interest coverage ratio	1.94	2.01	1.33	1.45
Net gearing	0.59	0.47	0.45	0.43
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	1.7%	2.3%	1.4%	2.2%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	3.7%	5.7%	3.1%	4.8%

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

EQUITY TALK

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ BCPG

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิก่อนภาษี	1,106	1,757	1,034	1,673
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	1,808	1,467	1,497	1,527
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	316	(2,318)	366	(282)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	3,230	906	2,898	2,918
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(651)	(3,219)	(1,360)	(1,404)
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	222	-	-	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(29,294)	491	(586)	(65)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด เงินกู้	7,324	(4,480)	(786)	(690)
ลด จ่ายปันผล	(756)	749	672	753
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	15,451	(1,714)	(1,261)	(1,550)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(10,613)	(317)	1,051	1,303
งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	9,790	9,472	10,523	11,826
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	2,545	2,665	2,802	2,947
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ	23,011	24,044	23,146	22,219
หนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น	15,483	16,203	16,964	17,769
สินทรัพย์รวม	74,240	75,536	76,394	77,574
เงินกู้ระยะสั้น	5,191	4,926	4,688	4,474
เจ้าหนี้อื่น	1,708	2,146	2,360	2,596
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	2,413	2,413	2,413	2,413
เงินกู้ระยะยาว	13,798	10,649	11,197	11,745
หนี้สินไม่หมุนเวียน	859	859	859	859
หนี้สินรวม	44,628	43,419	42,571	41,326
ทุนที่ชำระแล้ว	14,979	14,979	14,979	14,979
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	8,095	8,095	8,095	8,095
กำไรสะสม	6,269	8,775	10,481	12,906
ส่วนของผู้ถือหุ้น	29,612	32,117	33,823	36,248
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	74,240	75,536	76,394	77,574
สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
Total Contracted Capacity (MWe)	1,300	1,183	1,573	1,942
อัตราแลกเปลี่ยน (THB/USD)	33	33	33	33
อัตราแลกเปลี่ยน (THB/JPY)	0.30	0.30	0.30	0.30
Total Net Margin (%)	21.9%	53.8%	31.0%	50.3%
SG&A/Sales (%)	11.7%	18.3%	18.3%	18.3%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส