

# Fundamental Story

## Electricity Generating (EGCO TB) - BUY, Price Bt173, TP Bt275

Results Comment

Nuttapop Prasitsuksant | Email: nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

### ผลการดำเนินงาน 3Q22 แข็งแกร่งกว่าคาด

- EGCO รายงานผลขาดทุนสุทธิ 392 ลบ. ใน 3Q22 แต่หากไม่รวมรายการ FX ที่ไม่ใช่เงินสด เราคาดว่ากำไรจากการดำเนินงานปกติอยู่ที่ 3.36 พันลบ. เพิ่มขึ้น 7% y-y แต่ลดลง 5% q-q ผลกำไรนี้ดีกว่าเราคาดมาก เนื่องจากกำไรที่ตีเกินคาดจากโรงไฟฟ้า IPP
- การเติบโตกำไร y-y ได้แรงหนุนจากการปิดซ่อมบำรุงที่ลดลง และการขยายกำลังการผลิต ส่วนการลดลง q-q นั้นมาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงจากโรงไฟฟ้า SPP และต้นทุนดอกเบี้ยที่สูงขึ้น
- EBITDA รวมเพิ่มขึ้น 22% y-y เป็น 2.76 พันลบ. ใน 3Q22 โดยได้แรงหนุนจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของโรงไฟฟ้า KEGCO IPP และโรงไฟฟ้าถ่านหิน Quezon ที่มีการซ่อมบำรุงน้อยลงในปี EBITDA ลดลง 5% q-q จากอัตรากำไรที่ลดลงของโรงไฟฟ้า SPP ในประเทศ เนื่องจากต้นทุนเชื้อเพลิงเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง
- ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการภายใต้บริษัทในเครือลดลง 3% y-y เป็น 2.29 พันลบ. ใน 3Q22 จากผลผลิตที่ลดลงของโครงการไฟฟ้าพลังน้ำ NTPC และการหมดอายุของ adders ของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่บางส่วน ส่วนการเติบโต 5% q-q มาจากผลกำไรที่แข็งแกร่งของโครงการ XPCL การเริ่มดำเนินการของโรงไฟฟ้าพลังน้ำ Nam Thuen 1 รวมทั้งผลประโยชน์จากเงินบาทที่อ่อนค่าต่อโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนใต้พิภพในอินโดนีเซีย
- ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้น 10% y-y และ 4% q-q เป็น 1.04 พันลบ. ใน 3Q22 เนื่องจาก EGCO กู้หนี้เพิ่มขึ้นเพื่อรองรับการขยายกำลังการผลิต และผลกระทบเชิงลบจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นทั่วโลก
- กำไรรวม 9M22 ของ EGCO คิดเป็น 94% ของประมาณการปี 2022F ของเรา เราจึงมองว่า upside อย่างมีนัยสำคัญต่อประมาณการกำไรของเรา และด้วยมูลค่าพื้นฐานที่ยังคงน่าสนใจสำหรับเรา เราจึงคำแนะนำ "ซื้อ"

Income Statement		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	
Revenue	8,743	11,345	11,985	13,891	16,810	
<b>Gross profit</b>	<b>1,995</b>	<b>2,311</b>	<b>1,609</b>	<b>2,629</b>	<b>2,483</b>	
SG&A	538	663	672	525	559	
Operating profit	1,458	1,648	937	2,104	1,925	
<b>EBITDA</b>	<b>2,255</b>	<b>2,448</b>	<b>1,720</b>	<b>2,907</b>	<b>2,759</b>	
Other income	515	692	514	532	469	
Other expense	0	0	0	0	0	
Interest expense	948	957	919	997	1,039	
<b>Profit before tax</b>	<b>1,024</b>	<b>1,383</b>	<b>532</b>	<b>1,639</b>	<b>1,355</b>	
Income tax	222	251	178	298	295	
Equity & invest. income	2,352	484	3,817	2,184	2,289	
Minority interests	(12)	(3)	14	2	11	
Extraordinary items	(2,069)	(680)	(69)	(4,304)	(3,753)	
<b>Net profit</b>	<b>1,074</b>	<b>934</b>	<b>4,116</b>	<b>(777)</b>	<b>(392)</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>3,142</b>	<b>1,614</b>	<b>4,185</b>	<b>3,527</b>	<b>3,360</b>	
EPS (Bt)	2.04	1.77	7.82	(1.48)	(0.75)	
Normalized EPS (Bt)	5.97	3.07	7.95	6.70	6.38	

Balance Sheet		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	
Cash & equivalent	16,988	17,898	20,943	19,556	21,705	
A/C receivable	5,811	7,060	5,700	8,328	11,222	
Inventory	3,103	2,947	2,519	4,527	5,474	
Other current assets	9,738	10,591	9,966	10,658	8,343	
Investment	117,727	124,979	128,156	135,128	141,006	
Fixed assets	50,921	49,597	49,057	50,139	51,461	
Other assets	30,313	28,860	29,788	30,620	33,843	
<b>Total assets</b>	<b>234,600</b>	<b>241,932</b>	<b>246,130</b>	<b>258,956</b>	<b>273,054</b>	
S-T debt	15,417	19,670	7,818	8,281	11,521	
A/C payable	3,643	4,380	3,923	6,728	7,967	
Other current liabilities	7,787	2,970	2,437	3,185	3,931	
L-T debt	82,198	90,074	101,824	106,906	109,756	
Other liabilities	12,118	10,802	9,554	9,138	9,316	
Minority interest	596	596	582	631	340	
<b>Shareholders' equity</b>	<b>82,198</b>	<b>90,074</b>	<b>101,824</b>	<b>106,906</b>	<b>109,756</b>	
Working capital	5,271	5,626	4,297	6,127	8,730	
Total debt	80,628	91,846	88,699	95,630	99,571	
<b>Net debt</b>	<b>112,841</b>	<b>113,441</b>	<b>119,991</b>	<b>124,087</b>	<b>130,224</b>	

Income Statement		9M as				
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2022F	2022F	2023F	
Revenue	21	92	121	35,816	35,405	
<b>Gross profit</b>	<b>(6)</b>	<b>24</b>	<b>79</b>	<b>8,676</b>	<b>8,494</b>	
SG&A	6	4	65	2,673	2,708	
Operating profit	(9)	32	86	6,003	5,786	
<b>EBITDA</b>	<b>(5)</b>	<b>22</b>	<b>83</b>	<b>9,053</b>	<b>8,858</b>	
Other income	(12)	(9)	91	2,120	1,664	
Other expense			na	0	0	
Interest expense	4	10	72	4,222	4,082	
<b>Profit before tax</b>	<b>(17)</b>	<b>32</b>	<b>105</b>	<b>3,901</b>	<b>3,368</b>	
Income tax	(1)	33	114	780	674	
Equity & invest. income	5	(3)	91	8,764	9,115	
Minority interests	629	na	(55)	(50)	(49)	
Extraordinary items	na	na	na	0	0	
<b>Net profit</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>25</b>	<b>11,835</b>	<b>11,760</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>(5)</b>	<b>7</b>	<b>94</b>	<b>11,835</b>	<b>11,760</b>	
EPS (Bt)	na	na	25	22.48	22.34	
Normalized EPS (Bt)	(4.73)	6.93	94	22.48	22.34	

Financial Ratios		%				
(%)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	
Sales grow th	5.0	52.6	68.6	59.6	92.3	
Operating profit grow th	(14.3)	52.0	3.2	25.0	32.0	
EBITDA grow th	(9.4)	31.0	3.2	18.6	22.3	
Norm profit grow th	10.9	35.8	92.3	19.5	6.9	
Norm EPS grow th	10.9	35.8	92.3	19.5	6.9	
Gross margin	22.8	20.4	13.4	18.9	14.8	
Operating margin	16.7	14.5	7.8	15.1	11.5	
EBITDA margin	25.8	21.6	14.4	20.9	16.4	
Norm net margin	35.9	14.2	34.9	25.4	20.0	
D/E (x)	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	
Net D/E (x)	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	
Interest coverage (x)	2.4	2.6	1.9	2.9	2.7	
Interest rate	4.0	3.7	3.4	3.5	3.5	
Effective tax rate	21.7	18.1	33.5	18.2	21.8	
ROA	5.5	2.7	6.9	5.6	5.1	
ROE	11.4	5.7	14.3	11.6	10.6	

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 88 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2211A, ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AMATA16C2212A, AOT16C2212A, AOT16C2302A, BANPU16C2212A, BANPU16C2302A, BBL16C2212A, BCH16C2211A, BGRIM16C2212A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2212A, BH16C2212B, BLA16C2212A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, COM716C2302A, CPALL16C2211A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, DTAC16C2212A, EA16C2211A, EA16C2303A, ESSO16C2302A, FORTH16C2211A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2211A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2211A, IVL16C2212A, IVL16C2301A, JMART16C2211A, JMART16C2303A, JMT16C2211A, JMT16C2302A, KBANK16C2211A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2211A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, KTC16C2211A, MINT16C2211A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2212A, MTC16C2301A, PSL16C2212A, PTG16C2211A, PTTEP16C2212A, PTTEP16C2303A, SAWAD16C2211A, SAWAD16C2302A, SCB16C2211A, SCB16C2301A, SCGP16C2212A, SCGP16C2303A, SET5016C2212A, SET5016C2212B, SET5016C2212C, SET5016P2212A, SET5016P2212B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TRUE16C2212A, TTA16C2211A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPALL, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, KTC, MINT, MTC, PSL, PTG, PTTEP, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, SINGER, SPRC, TIDLOR, TOP, TTA, VGI, TRUE)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาศูนย์บริการนำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นาง อัคริณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมเนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมเนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)