

# Fundamental Story

## Banpu Power Pcl (BPP TB) - BUY, Price Bt11.70, TP Bt16.00

### Results Comment

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

### กำไร 3Q24 ออกมาต่ำกว่าคาด

- BPP รายงานกำไรการดำเนินงานปกติ (ไม่รวมกำไร/ขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนและการป้องกันความเสี่ยง รวมถึงรายการทางบัญชีที่เกี่ยวข้องอื่น) อยู่ที่ 802 ลบ. ใน 3Q24 ลดลงหนักที่ 65% y-y และ 35% q-q โดยการลดลงจากปีก่อนมาจากอัตรากำไรการขายไฟฟ้าที่ลดลงของโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติในสหรัฐฯ ส่วนการอ่อนตัวจากไตรมาสที่ผ่านมาจากกำไรที่ลดลงของโรงไฟฟ้า IPP ในไทยและค่าใช้จ่ายการขายและบริหารที่เพิ่มขึ้น
- กำไรขั้นต้นลดลง 92% y-y (จากฐานสูงในปีก่อนที่โรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐฯ มีอัตรากำไรการขายไฟฟ้าสูงเป็นพิเศษช่วงที่เกิดคลื่นความร้อนรุนแรงใน 3Q23) เหลือ 619 ลบ. ใน 3Q24 และลดลง 23% q-q จากอัตรากำไรการขายไฟฟ้าที่ลดลงของโรงไฟฟ้าในสหรัฐฯ เช่นกัน แม้เป็นไตรมาสที่ควรเป็น high season ส่วนกำไรจากโรงไฟฟ้าถ่านหินในจีนทรงตัวได้ทั้งเมื่อเทียบ y-y และ q-q
- ค่าใช้จ่ายการขายและบริหารลดลง 12% y-y มาเหลือ 524 ลบ. ใน 3Q24 จากค่าใช้จ่ายที่ปรึกษาที่ลดลงจากช่วงที่มีการเข้าซื้อกิจการในสหรัฐฯ แต่เพิ่มขึ้น 20% เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน
- EBITDA รวมลดลง 93% y-y และ 36% q-q เหลือเพียง 538 ลบ. ตามการลดลงของกำไรขั้นต้นในไตรมาสนี้ ส่วนอัตรากำไร EBITDA ออกมาอ่อนแอที่ 7.8% ใน 3Q24 จาก 11.9% ใน 2Q24 และ 45.9% ใน 3Q23 จากอัตรากำไรการขายไฟฟ้าที่ลดลงของโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติในสหรัฐฯ
- ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมปรับเพิ่มขึ้นถึง 76% y-y มาเป็น 1.1 พันลบ. ใน 3Q24 หนุนโดยผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งขึ้นของโรงไฟฟ้า IPP หงสา ที่มีการปิดซ่อมบำรุงในปีก่อน แต่ลดลง 27% q-q จากค่าใช้จ่ายการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นของโรงไฟฟ้า IPP ทั้งสองแห่งและผลขาดทุนที่เพิ่มขึ้นของธุรกิจ Banpu Next
- เรามองว่ามีความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการกำไร BPP ปี 2024F ของเรา หลังกำไร 9M24 ออกมาเป็นเพียง 68% ของประมาณการ
- แต่เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" BPP โดยมองมูลค่าพื้นฐานอยู่ในระดับน่าสนใจในขณะที่ราคาหุ้นที่ปรับตัวลงมา น่าจะสะท้อนผลกำไรที่ออกมาต่ำกว่าคาดในไตรมาสนี้ไปแล้ว

Income Statement (consolidated)						Income Statement					
Yr-end Dec (Bt m)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2024F	2024F	2025F
Revenue	17,290	4,611	6,746	7,021	6,882	Revenue	(2)	(60)	52	39,385	38,531
<b>Gross profit</b>	<b>8,049</b>	<b>(235)</b>	<b>836</b>	<b>807</b>	<b>619</b>	<b>Gross profit</b>	<b>(23)</b>	<b>(92)</b>	<b>53</b>	<b>4,250</b>	<b>4,586</b>
SG&A	592	699	509	437	524	SG&A	20	(12)	72	2,029	2,070
Operating profit	7,456	(934)	327	370	95	Operating profit	(74)	(99)	36	2,221	2,517
<b>EBITDA</b>	<b>7,929</b>	<b>(429)</b>	<b>780</b>	<b>838</b>	<b>538</b>	<b>EBITDA</b>	<b>(36)</b>	<b>(93)</b>	<b>51</b>	<b>4,190</b>	<b>4,454</b>
Other income	(1,791)	758	419	206	289	Other income	40	na	126	728	671
Other expense	0	0	0	0	0	Other expense					
Interest expense	731	748	765	784	754	Interest expense	(4)	3	83	2,763	2,483
<b>Profit before tax</b>	<b>4,934</b>	<b>(923)</b>	<b>(19)</b>	<b>(207)</b>	<b>(370)</b>	<b>Profit before tax</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>(322)</b>	<b>185</b>	<b>705</b>
Income tax	720	136	28	68	6	Income tax	(91)	(99)	219	46	176
Equity & invest. income	623	640	466	1,493	1,096	Equity & invest. income	(27)	76	78	3,904	4,393
Minority interests	(2,552)	504	123	22	81	Minority interests	274	na	(89)	(255)	(658)
Extraordinary items	(186)	(316)	136	(258)	332	Extraordinary items	na	na	na	0	0
<b>Net profit</b>	<b>2,099</b>	<b>(231)</b>	<b>677</b>	<b>982</b>	<b>1,134</b>	<b>Net profit</b>	<b>16</b>	<b>(46)</b>	<b>74</b>	<b>3,788</b>	<b>4,264</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>2,285</b>	<b>84</b>	<b>542</b>	<b>1,240</b>	<b>802</b>	<b>Normalized profit</b>	<b>(35)</b>	<b>(65)</b>	<b>68</b>	<b>3,788</b>	<b>4,264</b>
EPS (Bt)	0.69	(0.08)	0.22	0.32	0.37	EPS (Bt)	16	(46)	74	1.24	1.40
Normalized EPS (Bt)	0.75	0.03	0.18	0.41	0.26	Normalized EPS (Bt)	(35)	(65)	68	1.24	1.40

  

Balance Sheet (consolidated)						Financial Ratios (%)					
Yr-end Dec (Bt m)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24		3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Cash & ST investment	9,208	9,352	8,258	7,151	6,848	Sales grow th	248.9	(59.2)	89.4	140.6	(60.2)
A/C receivable	3,152	2,086	2,426	2,456	2,201	Operating profit grow th	944.3	na	na	5,160.3	(98.7)
Inventory	1,318	1,274	1,018	1,405	1,600	EBITDA grow th	665.8	na	na	169.2	(93.2)
Other current assets	3,479	1,131	1,156	1,613	1,470	Norm profit grow th	84.6	(62.2)	(30.3)	1.4	(64.9)
Investment	44,214	45,809	49,379	50,969	48,408	Norm EPS grow th	84.6	(62.2)	(30.3)	1.4	(64.9)
Fixed assets	40,298	37,450	39,322	39,352	34,479	Gross margin	46.6	(5.1)	12.4	11.5	9.0
Other assets	2,005	1,801	1,801	1,820	2,338	Operating margin	43.1	(20.3)	4.8	5.3	1.4
<b>Total assets</b>	<b>103,673</b>	<b>98,903</b>	<b>103,359</b>	<b>104,766</b>	<b>97,345</b>	EBITDA margin	45.9	(9.3)	11.6	11.9	7.8
S-T debt	7,006	4,052	5,139	5,916	6,601	Norm net margin	13.2	1.8	8.0	17.7	11.6
A/C payable	232	212	144	134	102	D/E (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Other current liabilities	5,482	5,623	5,318	5,939	3,664	Net D/E (x)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
L-T debt	32,874	34,212	35,247	35,163	31,884	Interest coverage (x)	10.8	(0.6)	1.0	1.1	0.7
Other liabilities	437	126	76	1,149	443	Interest rate	9.5	7.7	7.8	7.7	7.6
Minority interest	5,802	4,492	4,501	3,993	5,219	Effective tax rate	14.6	(14.7)	(145.7)	(32.6)	(1.6)
<b>Shareholders' equity</b>	<b>51,841</b>	<b>50,185</b>	<b>52,935</b>	<b>52,471</b>	<b>49,433</b>	ROA	10.0	0.3	2.1	4.8	3.2
Working capital	4,238	3,148	3,299	3,727	3,700	ROE	17.9	0.7	4.2	9.4	6.3
Total debt	39,880	38,264	40,386	41,079	38,485						
<b>Net debt</b>	<b>30,672</b>	<b>28,912</b>	<b>32,128</b>	<b>33,927</b>	<b>31,636</b>						

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 และบริษัทจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นร่วมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 8/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"