

บมจ. ผลิตไฟฟ้า (EGCO)

ราคาหุ้น 100 บาท

เราคาดว่ากำไรหลักจะฟื้นตัวใน 2H25 ถึงปี 2026 โดยได้รับแรงหนุนจากสินทรัพย์ในต่างประเทศ รวมถึงอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง ขณะที่กลยุทธ์การหมุนเวียนสินทรัพย์ (asset recycling) ของบริษัท และความเป็นไปได้ในการขายหุ้นใน CDIA อาจสร้างอัตรากำไรอย่างมีนัยสำคัญ โดยมูลค่าหุ้น 30% ที่ EGCO ถืออยู่ใน CDIA อยู่ที่ประมาณ 100 พันล้านบาท ซึ่งสูงกว่ามูลค่าตลาดปัจจุบันที่ 61 พันล้านบาทอย่างมาก สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่ซ่อนอยู่ของบริษัท ด้วยการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายไว้ที่ 6.50 บาทต่อหุ้น (คิดเป็นผลตอบแทน 5.7%) เรามองว่ามีปัจจัยสนับสนุนมูลค่าที่แข็งแกร่ง คงคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย: 125.00 บาท

WHAT'S NEW

- ประเด็นบวกจากการประชุมนักวิเคราะห์ หลังจากการเข้าร่วมประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวันที่ 27 สิงหาคม เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อ EGCO เช่นเดียวกับ RATCH (อ้างอิงจากบทวิเคราะห์วันที่ 25 สิงหาคม) เราคาดว่ากำไรหลักของบริษัทจะฟื้นตัวในช่วง 2H25 ถึงปี 2026 โดยเฉพาะใน 3Q25 ที่คาดว่ากำไรหลักจะเพิ่มขึ้น qoq เป็น 2.2-3.5 พันล้านบาท (เทียบกับ 1.9 พันล้านบาทใน 2Q25) ปัจจัยหนุนหลักๆ มาจากส่วนแบ่งรายได้จากต่างประเทศที่แข็งแกร่งขึ้น, แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ผ่อนคลายลง และโอกาสในการเติบโตจากกลยุทธ์การหมุนเวียนสินทรัพย์ โดยเฉพาะการขายหุ้น 1-5% ใน PT Chandra Daya Investasi Tbk (CDIA) ที่ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (IDX)
- ได้รับประโยชน์จากพอร์ตในต่างประเทศ แม้จะมีการหยุดซ่อมบำรุงตามแผนที่โรงไฟฟ้า Quezon Power (QPL) ในช่วงเดือนมิถุนายนถึงกันยายน 2025 แต่โรงไฟฟ้าก๊าซ Marcus Hook ขนาด 456 เมกะวัตต์ ในตลาด PJM (Pennsylvania-New Jersey-Maryland Interconnection) จะช่วยหนุนกำไรอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากค่าความพร้อมจ่าย (capacity payments) ได้ปรับเพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดจาก 29 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อเมกะวัตต์ต่อวัน เป็น 270 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อเมกะวัตต์ต่อวัน นอกจากนี้ ผู้บริหารยังให้ข้อมูลว่าโรงไฟฟ้าอื่นๆ ของ EGCO ในสหรัฐ จะมีการจ้างสูงขึ้นด้วย ส่วนสินทรัพย์โรงไฟฟ้าพลังน้ำในลาว (เขื่อนน้ำเทิน 2, โซยะบุรี, น้ำเทิน 1) คาดว่าจะสร้างส่วนแบ่งรายได้มากกว่า 800 ล้านบาท ใน 3Q25 เนื่องจากระดับน้ำที่เอื้ออำนวย (แข็งแกร่งขึ้นทั้ง qoq และ yoy) นอกจากนี้ อัปเดตตามฤดูกาลยังคาดว่าจะมาจากโรงไฟฟ้า San Buenaventura ในฟิลิปปินส์ และ Paju ในเกาหลี
- อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าสนใจ EGCO ประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลที่ 3.25 บาทต่อหุ้น (คิดเป็นอัตราผลตอบแทน 2.8% จากกำไรใน 1H25) และยังคงยืนยันที่จะจ่ายเงินปันผลปี 2025 ที่ 6.50 บาทต่อหุ้น ซึ่งคิดเป็นอัตราผลตอบแทนที่น่าสนใจถึง 5.7% การจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอช่วยหนุนมูลค่าหุ้นได้อย่างแข็งแกร่ง
- อัปเดตจากกลยุทธ์การหมุนเวียนสินทรัพย์ รวมถึงการขายหุ้น APEX และ CDIA กลยุทธ์การหมุนเวียนสินทรัพย์ของ EGCO ที่กำลังดำเนินการอยู่สามารถสร้างกำไรพิเศษจากการขายสินทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) ต่ำ จำนวน 1-2 โครงการ นอกจากนี้ ผู้บริหารยังมีแผนที่จะขายโครงการเพิ่มเติมภายใต้ Apex Clean Energy (APEX) ในช่วง 2H25 เราเห็นอัตรากำไร 30% ที่ EGCO ถืออยู่ใน CDIA ซึ่งเพิ่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (IDX) เมื่อเดือนที่แล้ว ด้วยมูลค่าตลาดประมาณ 300 พันล้านบาท (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Net turnover	49,627	40,317	42,049	41,702	32,970
EBITDA	10,621	11,042	10,311	8,785	8,874
Operating profit	7,636	7,887	7,456	6,230	6,029
Net profit (rep./act.)	(8,384)	5,411	8,493	8,296	7,929
Net profit (adj.)	8,736	9,283	7,493	8,296	7,929
EPS (Bt)	16.6	17.6	14.2	15.8	15.1
PE (x)	6.8	6.4	7.9	7.2	7.5
P/B (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	14.6	14.1	15.1	17.7	17.5
Dividend yield (%)	5.8	5.8	5.7	5.7	5.7
Net margin (%)	(16.9)	13.4	20.2	19.9	24.1
Net debt/(cash) to equity (%)	87.2	81.6	87.3	79.6	73.4
Interest cover (x)	2.3	1.6	1.4	1.2	1.2
ROE (%)	(7.4)	5.2	7.9	7.4	6.8
Consensus net profit (Btm)	-	-	8,093	8,361	8,808
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.93	0.99	0.90

Source: Electricity Generating, Bloomberg, UOB Kay Hian

BUY

(Maintained)

Share Price	Bt115.00
Target Price	Bt125.00
Upside	+8.7%

COMPANY DESCRIPTION

EGCO is the first independent power producer in Thailand to be established in May 1992, through the partial privatisation of the state enterprise, the Electricity Generating Authority of Thailand (EGAT). EGCO now operates a total of 4,260 MW of power generation capacity in Thailand and has expanded its portfolio through investments in various energy projects both domestically and internationally.

STOCK DATA

GICS sector	Utilities
Bloomberg ticker:	EGCO TB
Shares issued (m):	526.5
Market cap (Btm):	55,805.3
Market cap (US\$m):	1,637.9
3-mth avg daily t'over (US\$m):	2.8

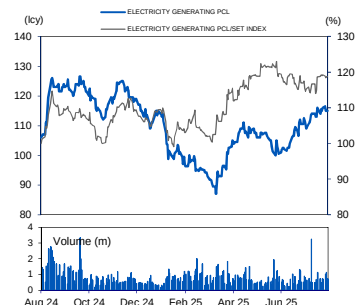
Price Performance (%)

52-week high/low			Bt136.50/Bt96.00	
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
(5.0)	(22.4)	(22.4)	(18.0)	(18.4)

Major Shareholders

	%
EGAT	25.4
One Energy Thailand	22.4
NVDR	11.1
FY24 NAV/Share (Bt)	206.25
FY24 Net Debt/Share (Bt)	184.23

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Arsit Pamaranont
+662 659 8317
arsit@uobkayhian.co.th

Company Update

Thursday, 28 August 2025

- ตัวเลขดังกล่าวหมายความว่ามูลค่าหุ้นที่ EGCO ถืออยู่นั้นสูงถึงประมาณ 100 พันล้านบาท ซึ่งสูงกว่ามูลค่าตามราคาตลาดในปัจจุบันของ EGCO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่ 61 พันล้านบาท อย่างมาก สิ่งนี้สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่ซ่อนอยู่ และอ็อปชันที่อาจเกิดขึ้น หาก EGCO ตัดสินใจนำหุ้นบางส่วนออกมาสร้างรายได้ในอนาคต

STOCK IMPACT

- **คาดการณ์หุ้นปรับตัวดีกว่า SET** การผ่อนคลายนโยบายทางการเงินจะช่วยหนุนทั้งกำไรและมูลค่าของหุ้นในกลุ่มโรงไฟฟ้าไทย หลังจากธนาคารแห่งประเทศไทย (BOT) ปรับลดอัตราดอกเบี้ย 0.25bp ในเดือนสิงหาคม และคาดว่าธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยในเดือนหน้า EGCO จะได้รับอานิสงส์จากหุ้นที่มีภาวะดอกเบี้ยถึง 114.0 พันล้านบาท (net D/E 1.24x) โดยทุกๆ การลดอัตราดอกเบี้ย 0.25% จะช่วยลดต้นทุนทางการเงินได้ประมาณ 70 ล้านบาท (คิดเป็นประมาณ 1% ของกำไรปี 2025) นอกจากนี้ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 5.6% ยังดูน่าสนใจมากเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่ต่ำกว่า 2.5% ซึ่งจะช่วยเสริมความน่าสนใจในฐานะหุ้น defensive stock และมีโอกาสที่ราคาจะปรับตัวสูงขึ้น เรามองว่าราคาหุ้นของ EGCO มีปัจจัยสนับสนุนราคาหุ้นที่สำคัญจาก: 1) แนวโน้มการฟื้นตัวของกำไร ใน 3Q25, 2) โอกาสอ็อปชันจากกลยุทธ์การหมุนเวียนสินทรัพย์ และ 3) มูลค่าที่ซ่อนอยู่ในหุ้น CDIA ตามที่กล่าวไปข้างต้น

EARNINGS REVISION/RISK

- ไม่มีปรับประมาณการ

VALUATION/RECOMMENDATION

- **คำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 125.00 บาท** อิง dividend discount model (DPS ที่ 6.50 บาท/หุ้น, cost of equity ที่ 5.5% สะท้อนถึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยที่ลดลง) แม้ราคาเป้าหมายมีอ็อปชันเพียง 9% แต่เราคิดว่าราคาหุ้นของ EGCO จะปรับตัวได้ดีกว่า SET โดยมีแรงหนุนจาก: 1) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูดถึง 5.8%, 2) โอกาสในการรับรู้กำไรพิเศษ จากการขายสินทรัพย์ และ 3) มูลค่าที่ซ่อนอยู่อย่างมีนัยสำคัญจากการถือหุ้นใน CDIA ซึ่งยังมีโอกาสอ็อปชันจากการขายหุ้นบางส่วนในอนาคต

SHARE PRICE CATALYST

- 3Q25: มีปัจจัยบวกจากปริมาณน้ำที่สูงซึ่งเป็นประโยชน์ต่อโรงไฟฟ้าพลังน้ำ
- กันยายน 25: จะมีการจ่ายเงินปันผลด้วยอัตราผลตอบแทนที่น่าประทับใจสำหรับ 1H25

ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE (ESG)

CG Report: 5

SET ESG Rating: AA

• Environmental

- EGCO has goals to become carbon neutral by 2040 and to curb carbon emission intensity by 10% by 2030. The company plans to increase electricity generated from renewable energy to 30% by 2030.

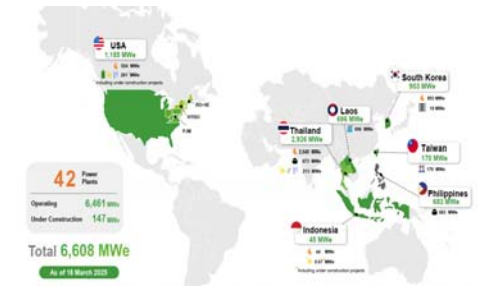
• Social

- EGCO is a prominent Thai company committed to sustainability, with a strong focus on communities and the environment. The company aims to create a positive impact and foster mutual growth between its power plants, the environment and local communities. EGCO undertakes various initiatives to enhance the quality of life in surrounding communities, including special projects, educational materials on energy and environmental conservation, and open house events at its power plants.

• Governance

- EGCO received an "Excellent - 5 Star" CG score by the Thai Institute of Directors.

INVESTMENT MAP



Source: EGCO

QPL TIMELINE



Source: EGCO

PROFIT & LOSS

Year to 31 Dec (Btm)	2024	2025F	2026F	2027F
Net turnover	40,317	42,049	41,702	32,970
EBITDA	11,042	10,311	8,785	8,874
Deprec. & amort.	3,155	2,855	2,555	2,845
EBIT	7,887	7,456	6,230	6,029
Total other non-operating income	(2,700)	0	0	0
Associate contributions	8,473	9,593	10,640	10,414
Net interest income/(expense)	(7,056)	(7,150)	(7,200)	(7,200)
Pre-tax profit	6,605	9,899	9,670	9,243
Tax	(1,183)	(1,386)	(1,354)	(1,294)
Minorities	(10)	(20)	(20)	(20)
Net profit	5,411	8,493	8,296	7,929

BALANCE SHEET

Year to 31 Dec (Btm)	2024	2025F	2026F	2027F
Fixed assets	44,635	41,780	39,225	36,380
Other LT assets	136,123	147,602	150,509	153,084
Cash/ST investment	35,438	22,863	27,688	34,032
Other current assets	24,867	25,429	25,788	26,889
Total assets	241,063	237,673	243,210	250,386
ST debt	17,535	17,684	18,000	18,547
Other current liabilities	7,571	5,080	5,258	5,358
LT debt	103,077	100,677	100,677	102,677
Other LT liabilities	8,240	4,501	4,650	4,651
Shareholders' equity	104,373	109,445	114,319	118,826
Minority interest	267	287	307	327
Total liabilities & equity	241,063	237,673	243,210	250,386

CASH FLOW

Year to 31 Dec (Btm)	2024	2025F	2026F	2027F
Year to 31 Dec (Btm)	2024	2025F	2026F	2027F
Operating	17,318	(4,694)	9,817	8,322
Pre-tax profit	6,605	9,899	9,670	9,243
Tax	(1,183)	(1,386)	(1,354)	(1,294)
Deprec. & amort.	3,155	2,855	2,555	2,845
Associates	(8,473)	(9,593)	(10,640)	(10,414)
Other operating cashflows	18,107	323	9,618	8,942
Investing	(2,333)	(2,229)	(1,905)	(1,123)
Capex (growth)	(853)	0	0	0
Investment	103,296	112,546	113,548	115,000
Others	(104,776)	(114,775)	(115,453)	(116,123)
Financing	(5,709)	(5,653)	(3,086)	(855)
Dividend payments	(3,422)	(3,422)	(3,422)	(3,422)
Loan repayment	(2,255)	(2,251)	316	2,547
Others/interest paid	(32)	20	20	20
Net cash inflow (outflow)	9,276	(12,575)	4,825	6,344
Beginning cash & cash equivalent	28,862	35,438	22,863	27,688
Ending cash & cash equivalent	38,138	22,863	27,688	34,032

KEY METRICS

Year to 31 Dec (%)	2024	2025F	2026F	2027F
Profitability				
EBITDA margin	27.4	24.5	21.1	26.9
Pre-tax margin	16.4	23.5	23.2	28.0
Net margin	13.4	20.2	19.9	24.1
ROA	2.2	3.5	3.5	3.2
ROE	5.2	7.9	7.4	6.8
Growth				
Turnover	(18.8)	4.3	(0.8)	(20.9)
EBITDA	4.0	(6.6)	(14.8)	1.0
Pre-tax profit	n.a.	49.9	(2.3)	(4.4)
Net profit	n.a.	57.0	(2.3)	(4.4)
Net profit (adj.)	6.3	(8.5)	(2.3)	(4.4)
EPS	6.3	(8.5)	(2.3)	(4.4)
Leverage				
Debt to total capital	53.5	51.9	50.9	50.4
Debt to equity	115.6	108.1	103.8	102.0
Net debt/(cash) to equity	81.6	87.3	79.6	73.4
Interest cover (x)	1.6	1.4	1.2	1.2

TeA	TEE A	TC9A	T2sN00 A	T N A	T V A	TVCQA	T4SFT A	T4CTA	T40A	ICUA	IC0(SN A
IC4A	I)NDCA	I2N A	IHU A	NSOA	NUDA	NDTVTOA	NDTo0 A	NDCM	ND0(CA	NC(aA	N N A
NGTOS2A	N4GA	ES300 A	E0E A	EGTCOA	EHm	ST400 A	SF0V2 A	SPDA	S4(TV A	S(2 A	FO4A
UI3 A	USON0 A	U(I A	Uo(A	CNA	CCN	C DA	CVNQA	)A	)NPD A	)(A	)GTVPA
V A	4G A	)sIC2S A	PI4 A	PNTVA	PCT(A	PC44A	PPA	PaN A	2ENA	2S0 A	NT A
S(T A	UN A	C(4CI A	P A	OT A	O0HTA	O(HA	OHA	0UN A	GTN0 A	GTOS2A	GDUA
GCQA	GVTGT(A	GVQA	GVCQA	GV0SOA	GV04 A	G(NA	VSTEO A	VON(SN A	4T2SS A	4T N0 A	4TOP0 A
4NQA	4SA	4S1SEA	4COUSVA	4C4I A	4POA	4Po A	4 Ercc A	4 C(A	40VP00 A	4GUA	44(A
4(N A	4(0aSV A	4(G A	4HVA	4aN A	(TPSOCA	(N A	(FCA	(2RA	(N A	(C A	(OGA
(0GG A	(Vs A	sSNA	s0IPD A	H2A	aTHS A	aF3 A	aCCA	a402 A	30 A	3GUA	ost4T A
VTT A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A

HAI NSUEE T	OFDRFC(P	TTTTTTTTTT	NGV2VGO	T	T						
HA AAT T	TTTTTTTTTTTT	443R0111									
NANH T	T	T	4aVGC	TTT	T	T	TTT				
SASH T	T	T	4a								
UAUH T	T	T	4a31JHu	T	T	T	T	T			
EAEHT T	T	T	IAGE	T	T	T	T	T	T		

Disclaimer : (IOD) a (Corporate Governance) i

(MAI) a a a i a

i a a aa a i i () () i

