

บริษัท โคลเวอร์ เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)  
บริษัท โคลเวอร์ เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน) (CV)

ผลดีออกนอกผลพร้อมศักยภาพการเติบโตอีกมาก

เราประเมินมูลค่าพื้นฐานบริษัท โคลเวอร์ เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน) (CV) ที่ 5.00 บาท อิงวิธี SOTP โดย CV เป็นผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจก่อสร้างโรงไฟฟ้า (EPC) และดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน เราคาดกำไรสุทธิปี 2564-66 เติบโตก้าวกระโดดเฉลี่ย 29% จาก 142 ล้านบาทในปี 64 เป็น 304 ล้านบาทในปี 2566 จากการรับรู้กำไรเต็มปีครบทุกโครงการที่รวมทั้ง Backlog งาน EPC ที่สูงถึง 345 ล้านบาท ในขณะที่แนวโน้มอุตสาหกรรมพลังงานทดแทนกำลังขยายตัวเปิดให้ CV มีโอกาสในการรับงานมากขึ้น ทั้งนี้ CV ยังอยู่ระหว่างการเจรจาเข้าซื้อโครงการทั้งในและต่างประเทศอีกราว 65MW ซึ่งคาดว่าจะซื้อสรุปภายในปี 64 และเป็นแรงหนุนให้ราคาหุ้นได้อีก

ประเด็นการลงทุน

แนวโน้มกำไรเติบโตสูงถึง 29% CAGR ในปี 64-66 จาก 142 ล้านบาทในปี 64 เป็น 239 ล้านบาทในปี 65 และ 304 ล้านบาทในปี 66 ซึ่งถือว่าเป็นการเติบโตที่โดดเด่นเทียบกับกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในปัจจุบัน หนุนโดยเปิดดำเนินการเต็มปีครบทุกโครงการโรงไฟฟ้า (CV, CPL, RTB (COD 3Q63 และ CPX (COD 4Q63)) และต้นทุนค่าเชื้อเพลิงที่ลดลงหลังมีการเปิดโรง RDF ใน 4Q64 เพื่อผลิตเชื้อเพลิง RDF บ้อนเข้าโรงไฟฟ้าพลังงานขยะของตัวเองและขายออกให้กับลูกค้าโรงไฟฟ้าขยะอื่นๆ รวมทั้ง CV ยังมี Backlog งาน EPC ที่รอรับรู้สูงถึง 345 ล้านบาทในช่วง 2Q64-2565 และโอกาสการได้งาน EPC โครงการโรงไฟฟ้าชุมชนเชื้อเพลิงชีวมวลเพื่อเศรษฐกิจฐานราก ซึ่งทำให้ backlog ยังแข็งแกร่งต่อเนื่อง

โอกาสเติบโตทางธุรกิจจากการส่งเสริมนโยบายพลังงานทดแทน นอกจากโครงการโรงไฟฟ้าที่เปิดดำเนินการไปแล้วรวม 1.67MW และงาน backlog ที่มีในปัจจุบัน CV ยังอยู่ระหว่างการรอลงนามเข้าซื้อโรงไฟฟ้า Co-gen ขนาดกำลังการผลิต 7.4 MW ที่คาดว่าจะจบใน 3Q64 รวมทั้งมีโอกาสดำเนินโครงการโรงไฟฟ้าชุมชนเชื้อเพลิงชีวมวลเพื่อเศรษฐกิจฐานรากอีก 24MW ที่ปัจจุบัน CV ผ่านคุณสมบัติทางเทคนิคและอยู่ระหว่างการพิจารณาอนุมัติในปีนี นอกจากนี้ในภาวะที่สดใสของอุตสาหกรรมพลังงานทดแทนทำให้ CV มีโอกาสได้งานรับเหมาก่อสร้างโรงไฟฟ้าที่คาดว่าจะออกมาในอนาคตอีก 3.0-4.0 พันล้านบาทและเป็น potential upside ของกำไรในอนาคต

ความยั่งยืนในระยะยาว จากการทำธุรกิจครบวงจรนับตั้งแต่การออกแบบก่อสร้างโรงไฟฟ้าตลอดจนถึงงานบำรุงรักษาและเดินเครื่องโรงไฟฟ้า โดยทีมผู้บริหารที่มีประสบการณ์ยาวนานทำให้ต้นทุนในการก่อสร้างโรงไฟฟ้าชีวมวลของ CV อยู่เพียง 40-50 ล้านบาท/MW ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่ประมาณ 70-90 ล้านบาท/MW ให้เรามอง CV มีศักยภาพในการเข้าร่วมประมูลโครงการโรงไฟฟ้าอีกมาก และสร้างความยั่งยืนให้กับธุรกิจในระยะยาว

ประเมินราคาพื้นฐานที่ 5.00 บาท เราให้ราคาเหมาะสมของ CV ที่ 5.00 บาท/หุ้น บนวิธี SOTP แบ่งเป็น 1) การประเมินมูลค่าบนวิธี Discount cash flow ของธุรกิจโรงไฟฟ้า (CV, CPL, RTB, CPX, Co-gen, โครงการโรงไฟฟ้าชุมชนเชื้อเพลิงชีวมวลเพื่อเศรษฐกิจฐานรากและโรงไฟฟ้าชีวมวลในญี่ปุ่น) 2) ประเมินมูลค่าบนวิธี P/E ratio ที่ 25 เท่าเทียบค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีของธุรกิจรับเหมา

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Net turnover	610	2,469	1,469	1,612	1,913
Net profit (rep./act.)	22	216	142	239	304
EPS (Bt)		0.43	0.11	0.19	0.24
PE (x)			17.5	10.4	8.2
P/B (x)			1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)			17.3	13.6	12.1
Dividend yield (%)		0.0	1.1	1.9	2.4
ROE (%)		55.3	11.2	11.9	14.0

Source: CV, UOB Kay Hian

n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

ข้อมูลพื้นฐานหลักทรัพย์

ราคาพื้นฐาน 5.00 บาทต่อหุ้น

Valuation method	Sum-of-the-parts
Target Price	5.00

รายละเอียดการเสนอขายหลักทรัพย์

จำนวนหุ้นเพิ่มทุน 320 ล้านหุ้น  
จำนวนหุ้นหลัง IPO 1,280 ล้านหุ้น  
จำนวนหุ้นที่เสนอขายทั้งหมด 320 ล้านหุ้น

โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัง IPO

ครอบครัวศักดิ์สิทธิ์เสรีกุล	28.2%
ครอบครัวบัณฑิตกฤษดา	16.7%
ครอบครัวเลิศเรืองศุกกุล	14.6%
ผู้ถือหุ้นอื่น	15.5%
IPO	25.0%

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

อัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและหลังหักเงินสำรองตามกฎหมายจากงบเฉพาะกิจการ

UOBKayhian เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย  
หุ้นสามัญเพิ่มทุน(IPO) บริษัท โคลเวอร์ เพาเวอร์ จำกัด  
(มหาชน) หรือ CV

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

อาคิส ภมรานนท์  
02-659-8317  
arsit@uobkayhian.co.th

**ภาพรวมธุรกิจ**

บริษัท โคลเวอร์ เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน) (CV) ประกอบกิจการด้านพลังงานหมุนเวียนแบบครบวงจร โดยธุรกิจของกลุ่มบริษัทฯ สามารถจำแนกออกเป็น 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่

**1) ธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน** โดยใช้เทคโนโลยีจากพลังงานหมุนเวียนหลากหลายประเภท โดย ณ สิ้นปี 2563 CV มีโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนที่เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้วจำนวน 4 โครงการ ขนาดกำลังการผลิตติดตั้งรวม 26.2 MW ( PPA 16.7 MW) แบ่งเป็นโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวลจำนวน 3 โครงการ (CV CPL และ RTB) และโครงการโรงไฟฟ้าขยะจำนวน 1 โครงการ (CPX) และมีโครงการโรงคัดแยกและแปรรูปขยะมูลฝอยเพื่อผลิตเป็นเชื้อเพลิงขยะ (Refuse Derived Fuel: RDF) อยู่ระหว่างก่อสร้างอีก 1 โครงการ ขนาดกำลังการผลิตประมาณ 150 ตัน/วัน รวมทั้งเตรียมเข้าซื้อโครงการโรงไฟฟ้าแบบพลังงานความร้อนร่วมที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิง 1 โครงการ ขนาดกำลังการผลิต 7.36 MW

**2) ธุรกิจด้านวิศวกรรม** งานให้บริการงานก่อสร้างโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน และงานโครงการที่เกี่ยวข้อง โดยดำเนินงานให้บริการงานด้านการออกแบบ จัดหาเครื่องจักรและอุปกรณ์ และก่อสร้าง (Engineering Procurement and Construction: EPC) แบบครบวงจร ทั้งโครงการขนาดเล็กไปจนถึงขนาดใหญ่ มูลค่าโครงการตามสัญญาตั้งแต่ 50 ล้านบาท จนถึง 2,000 ล้านบาท

**3) ธุรกิจเกี่ยวเนื่องกับพลังงานหมุนเวียน** ให้บริการเดินเครื่องและบำรุงรักษา (Operation and Maintenance: O&M) ให้แก่ลูกค้าโรงไฟฟ้าทั่วไป มุ่งเน้นให้บริการเดินเครื่องและบำรุงรักษาโรงไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน

**โครงการที่เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้ว**

ลำดับ	โครงการ	ที่ตั้ง	ดำเนินงานโดย	ขนาดกำลังการผลิตติดตั้ง (เมกะวัตต์)	ปริมาณเสนอขาย (เมกะวัตต์)		เริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD)
					ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า	ตามสัดส่วนการถือหุ้น	
<b>โครงการโรงไฟฟ้าชีวมวล</b>							
1	CV *	อ.วังชัน จ.แพร่	บริษัทฯ หรือ CV	9.40	8.00	8.00	5-ก.พ.-59
2	CPL	อ.พรหมพิราม จ.พิษณุโลก	CPL บริษัทย่อย (ถือหุ้น 100%)	4.90	4.50	4.50	9-ส.ค.-61
3	RTB	อ.สะบ้าย้อย จ.สงขลา	RTB บริษัทร่วม (บริษัทฯ ถือหุ้น 25%)	9.9	9.25	2.31	16-ก.ค.-63
<b>โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานขยะ</b>							
4	CPX	อ.วชิรบำรุง จ.พิจิตร	CPX บริษัทย่อย (บริษัทฯ ถือหุ้น 48.99% และถือสิทธิ 51%)	2	1.88	1.88	30-ต.ค.-63
<b>รวม</b>				<b>26.20</b>	<b>23.63</b>	<b>16.69</b>	

Source: CV, UOB Kay Hian

\* ในปี 2562-2563 โรงไฟฟ้า CV ประสบปัญหาภาวะภัยแล้ง ทำให้ capacity factor ลดลงมาที่ระดับ 70-80% (ระดับปกติ >90%) อย่างไรก็ตามปัญหาดังกล่าวได้รับการแก้ไขจนบริหารจัดการน้ำเรียบร้อยแล้ว ซึ่งคาดว่า capacity factor จะกลับเข้าสู่ภาวะปกติ

**โครงการในปัจจุบันที่รับซื้ออัตราไฟฟ้าในรูปแบบ FEED-IN TARIFF.**

ชื่อโครงการ	FIT (บาท/หน่วย)			FIT Premium (บาท/หน่วย)	
	FIT	FIT <sub>2021</sub>	FIT	ส่วนเกินโครงการกลุ่มเชื้อเพลิงชีวภาพ (8 ปีแรก)	ส่วนเกินโครงการไบโอดีเซล (จูงจูงตามเกณฑ์) (ตลอดอายุโครงการ)
<b>โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานชีวมวล</b>					
CV	2.39	1.88	4.27	0.30	-
CPL	2.39	1.88	4.27	0.30	-
RTB	0.55	1.88	2.43	0.30	0.50
<b>โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานขยะ</b>					
CPX	3.39	2.74	6.13	0.70	-

Source: CV, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่เป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

I P O

โครงการในอนาคตหลังได้เงิน IPO

CV จะนำเงินที่ได้จากการเสนอขาย IPO ในครั้งนี้ไปใช้ในการขยายธุรกิจทั้งในและต่างประเทศ รวมทั้งชำระคืนเงินกู้ยืมบางส่วนจากกรรมการและสถาบันการเงิน ตลอดจนใช้เป็นทุนหมุนเวียนของบริษัท โดยโครงการในอนาคตประกอบไปด้วย

- 1) โครงการโรงคัดแยกและแปรรูปขยะมูลฝอยเพื่อผลิตเป็นเชื้อเพลิงขยะ (Refuse Derived Fuel: RDF) (โครงการ CVR) ซึ่ง CV ถือหุ้น 100% ขนาดกำลังการผลิตประมาณ 150 ตัน/วัน จังหวัดพิจิตรคาดว่าจะแล้วเสร็จใน 4Q64
- 2) การเข้าซื้อโครงการโรงไฟฟ้าแบบพลังงานความร้อนร่วมที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงหลักขนาดกำลังการผลิตติดตั้ง 7.4MW โดยมีมูลค่าการลงทุนตามสัดส่วนของบริษัทอีก 170 ล้านบาท
- 3) โครงการโรงไฟฟ้าชุมชนเพื่อเศรษฐกิจฐานราก ซึ่งล่าสุดผ่านคุณสมบัติทางด้านเทคนิคจำนวน 4 โครงการ (ประกาศเมื่อ ก.ค. 64) และอยู่ระหว่างการพิจารณาอนุมัติ ซึ่งคาดว่าจะได้ข้อสรุปและลงนามซื้อขายไฟฟ้าภายใน ธ.ค. 64 นี้
- 4) เข้าซื้อโรงไฟฟ้าชีวมวลขนาดกำลังการผลิตอีก 39.8MW โดยคาดว่าจะใช้เงินลงทุนทั้งโครงการราว 1.1 หมื่นล้านบาท (ถือหุ้น 100%) FIT 24 เยน โดยปัจจุบันอยู่ระหว่างขั้นตอนของ Forest Development Plan ก่อนจะเริ่มการก่อสร้างได้ภายในสิ้นปี 2565 และคาดว่า COD ได้ในปี 2566

เราประเมินเบื้องต้น CV จะสามารถลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าตามเป้าหมายในอนาคตที่จะมีกำลังการผลิตไฟฟ้า 180MW ในปี 2566 บนการลงทุนที่ประมาณ 40-50 บาท/MW ได้หลังทำการเพิ่มทุน

ในส่วนโครงการธุรกิจด้านวิศวกรรมนั้น ส่วนหนึ่งจะเป็นงานที่เกี่ยวข้องเนื่องจากงานโรงไฟฟ้าที่ CV ได้รับ ซึ่งมุ่งเน้นงานให้บริการงานก่อสร้างโรงไฟฟ้าประเภทชีวมวล ชยะ และชีวภาพ โดยเราประเมินงานวิศวกรรมในอนาคตทั้งในและต่างประเทศจะมีมูลค่าประมาณ 3,000-4,000 ล้านบาทในช่วงปี 65-66 ทั้งนี้ CV ยังมี backlog อยู่ในมือมูลค่ารวมราว 345 ล้านบาท โดยจะทยอยรับรายได้ในปี 2Q64-2565

ตัวอย่างเชื้อเพลิง RDF



Source: UOB Kay Hian

กรอบระยะเวลาโครงการโรงไฟฟ้าชุมชนเพื่อเศรษฐกิจฐานราก



Source: CV

รายงานฉบับนี้มีจัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณี่ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

### แนวโน้มอุตสาหกรรมพลังงานทดแทนยังคงสดใส

แนวโน้มอุตสาหกรรมพลังงานทดแทนในไทยยังมีการเติบโตที่สดใสตามนโยบายของภาครัฐ ตามทิศทางการพัฒนาพลังงานทั่วโลกที่มุ่งเน้นเพื่อรักษาผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม โดยภาครัฐมีนโยบายส่งเสริมการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนในทุกภาคส่วนตามแผนพัฒนา กำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศ (Power Development Plan: PDP2018 Revision 1) ซึ่งมีเป้าหมายกำลังการผลิตไฟฟ้ารวมทั้งสิ้น ณ สิ้นปี 2580 จำนวน 77,211MW โดยจาก แผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือก พ.ศ.2561 – 2580 (AEDP2018) ได้ เพิ่มเป้าหมายการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในปี 2580 รวมทั้งหมด 29,411MW คิดเป็นสูงถึง 34% จาก 10.0% ในแผน AEDP2015 ทั้งนี้แนวโน้มอุตสาหกรรมโรงไฟฟ้า พลังงานทดแทนในช่วงปี 2564-2565 คาดว่าจะเติบโตในอัตราที่เร่งขึ้นจากปีก่อนหน้า จากทิศทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวและความต้องการใช้ไฟฟ้ากลับมาขยายตัวซึ่ง สอดคล้องกับการขยายตัวของการผลิตภาคอุตสาหกรรมและการใช้ไฟฟ้าภาคครัวเรือน

เมื่อ ก.ค. 2564 CV ได้ผ่านคุณสมบัติทางด้านเทคนิคโครงการโรงไฟฟ้าชุมชนเพื่อเศรษฐกิจฐานราก (เชื้อเพลิงชีวมวล และชีวภาพ) ซึ่งมีเป้าหมายการรับซื้อไฟฟ้าทั้งหมด 150MW จำนวน 4 โครงการคิดเป็นกำลังการผลิต 24MW และคาดว่าจะประกาศรายชื่อผู้ผ่านการคัดเลือกในเดือน ส.ค. 64 นี้ ซึ่งถ้าผ่านคาดว่าจะ COD ได้ในปี 2567 นอกจากนี้ เราประเมินโครงการที่ CV มีศักยภาพเข้าไปร่วมที่ในส่วนโรงไฟฟ้าชุมชน 400 MW และ ชีวมวลพระราชวัง 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ 120 MW ทั้งนี้ภายในปี 2580ภาครัฐมีแผนที่จะ มีโรงไฟฟ้าชีวมวลจำนวนสูงถึง 6.8GW

### เป้าหมายการผลิตไฟฟ้าตาม ADEP2018



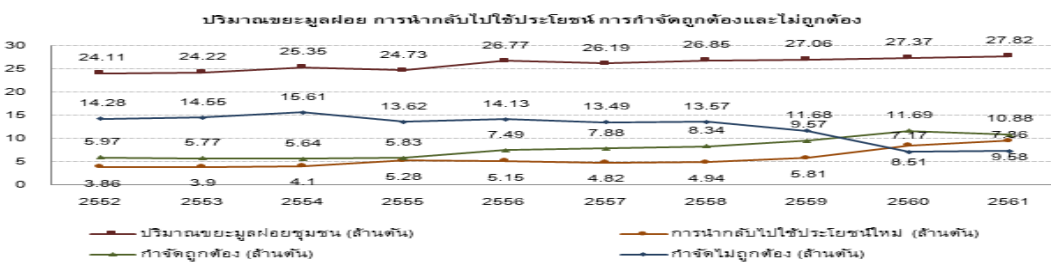
Source: CV

### โรงไฟฟ้าขยะในประเทศไทย

สถานะ	โรงไฟฟ้า SPP		โรงไฟฟ้า VSPP		รวมโรงไฟฟ้าทั้งหมด	
	จำนวน	ปริมาณขาย (MW)	จำนวน	ปริมาณขาย (MW)	จำนวน	ปริมาณขาย (MW)
ขยะชุมชน - Adder / FIT						
ตอบรับแล้ว ยังไม่เซ็น PPA	-	-	-	-	-	-
เซ็น PPA แล้ว ยังไม่ COD	-	-	7	48	7	48
COD แล้ว	3	163	30*	121	33	284
<b>รวม</b>	<b>3</b>	<b>163</b>	<b>37</b>	<b>169</b>	<b>40</b>	<b>332</b>
ขยะอุตสาหกรรม - FIT						
ตอบรับแล้ว ยังไม่เซ็น PPA	-	-	-	-	-	-
เซ็น PPA แล้ว ยังไม่ COD	-	-	2	4	2	4
COD แล้ว	-	-	5	27	5	27
<b>รวม</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>7</b>	<b>31</b>	<b>7</b>	<b>31</b>
<b>รวมทั้งรวม</b>	<b>3</b>	<b>163</b>	<b>44</b>	<b>200</b>	<b>47</b>	<b>363</b>

Source: UOB Kay Hlan

### ปริมาณขยะที่ต้องกำจัด



Source: UOB Kay Hlan

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการนี้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะ ชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

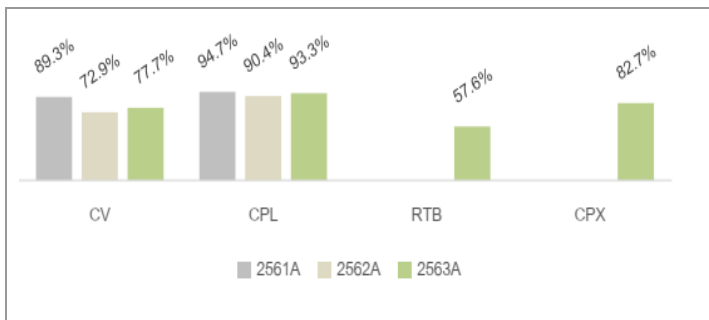
**แนวโน้มกำไรเติบโตสูงถึง 29% CAGR ในปี 64-66**

CV เริ่มรับรู้รายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้าตั้งแต่ ก.พ. 59 จากโรงไฟฟ้าโรงแรกคือโครงการ CV (กำลังการผลิต 9.4MW) และทยอยการเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ของโรงไฟฟ้า CPL (กำลังการผลิต 4.9MW) ในปี 61 โครงการ RTB ใน ก.ค.ปี 63 และโรงไฟฟ้าขยะ CPX ใน ต.ค. 63 รวมทั้งมีการรับงาน EPC ของโรงไฟฟ้าชีวมวลขนาด 85MW

ในปี 64 เราประเมิน CV จะรับรู้รายได้เต็มปีครบ 4 โครงการ ( CV, CPL, RTB และ CPX) รวมทั้งผ่านการแก้ไขปัญหาระบบจัดการน้ำของโรงไฟฟ้า CV ซึ่งคาดว่า capacity factor ของโครงการ CV จะกลับเข้าสู่ภาวะปกติที่มากกว่า 90% อีกทั้งยังมี backlog ของงานก่อสร้างส่วนที่เหลืออีก 345 ล้านบาทซึ่งจะทยอยส่งมอบในปี 64-65 นี้ โดยเราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 64 ที่ 142 ล้านบาท (EPS fully dilute = 0.11)

เราคาดว่ากำไรสุทธิจะเติบโตต่อเนื่อง 68% เป็น 239 ล้านบาท (EPS 0.19 บาท)ในปี 65 หลังการเข้าซื้อโรงไฟฟ้า Co-gen 7.4MW แล้วเสร็จใน 3Q64 การเปิดดำเนินการของโครงการ CVR ในช่วง 4Q64 ซึ่งนอกจากจะช่วยลดต้นทุน RDF ของโครงการโรงไฟฟ้า CPX และมีรายได้จากการขาย RDF อีกส่วนหนึ่ง นอกจากนี้เราคาดอัตรากำไรของงาน EPC จะกลับเข้ามาสู่ระดับปกติหลังจบการรับรู้รายได้โครงการโรงไฟฟ้าชีวมวลขนาดใหญ่ขนาด 85MW ซึ่งมีอัตรากำไรที่ต่ำ เพราะมีขนาดใหญ่ รวมทั้งมีโอกาสได้รับงานก่อสร้างโรงไฟฟ้าชีวมวลเพื่อเศรษฐกิจฐานรากอีกไม่ต่ำกว่า 24MW ซึ่งปัจจุบัน CV ได้ผ่านคุณสมบัติทางด้านเทคนิคโครงการและอยู่ระหว่างการพิจารณาคัดเลือกซึ่งคาดว่าจะประกาศรายชื่อผู้ผ่านการคัดเลือกในเดือน ส.ค. 64 นี้ ทั้งนี้เราประเมิน CV จะเติบโตต่อเนื่องอีก 27% เป็น 304 ล้านบาทในปี 2566 ตามงาน EPC ที่คาดว่าจะได้รับเพิ่มมากขึ้น

**Capacity factor**



Source: CV, \*(RTB CPX อยู่ในช่วงแรกของการ COD)

**อายุคงเหลือโรงไฟฟ้า**



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการนี้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

**การประเมินมูลค่า**

เราให้ราคาเหมาะสมของ CV ที่ 5.00 บาท/หุ้น บนวิธี sum-of-the-parts (SOTP) โดยแบ่งเป็นการประเมินมูลค่าบนวิธี Discount cash flow และ P/E ratio

- **ประเมินมูลค่าของธุรกิจโรงไฟฟ้าที่ 3.40 บาท/หุ้น** โดยเราใช้วิธี Discount cash flow (DCF) บนโครงการโรงไฟฟ้าที่ดำเนินงานอยู่ในปัจจุบันตามสัดส่วนการถือจำนวน 4 โครงการ ( CV, CPL, RTB และ CPX) และโครงการในอนาคต คือ 1) โครงการโรงไฟฟ้าแบบพลังงานความร้อนร่วมที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงหลักขนาดกำลังการผลิตติดตั้ง 7.4MW 2) โครงการโรงไฟฟ้าชุมชนเพื่อเศรษฐกิจฐานราก ซึ่งล่าสุดผ่านคุณสมบัติทางด้านเทคนิคและกำลังรอพิจารณาอนุมัติจำนวน 4 โครงการ รวมทั้ง 24MW 3) โรงไฟฟ้าชีวมวลในประเทศญี่ปุ่นขนาดกำลังการผลิตอีก 39.8W ที่อยู่ระหว่างขั้นตอนของ Forest Development Plan ก่อนจะเริ่มการก่อสร้างได้ภายในสิ้นปี 2565 4) โครงการผลิต RDF ( CVR) เพื่อป้อนโรงไฟฟ้า ภายใต้อัตราผลตอบแทน

- 1) cost of equity ที่ 8.0% และ WACC ของแต่ละโครงการที่อยู่ระหว่าง 4.9-5.3%
- 2) นอกจากนี้เรายัง apply terminal value ในส่วนของโครงการโรงไฟฟ้าแบบพลังงานความร้อนร่วมที่ใช้ก๊าซธรรมชาติบนอัตราการเติบโตในระยะยาวที่ 3% ตามการเติบโตของ GDP ในประเทศ

- **มูลค่าของธุรกิจธุรกิจรับเหมาก่อสร้างโรงไฟฟ้า ที่ 1.60 บาท/หุ้น** บน P/E ratio ที่ 25 เท่าของกำไรจากธุรกิจรับเหมาก่อสร้างโรงไฟฟ้า เทียบเท่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีของอุตสาหกรรมรับเหมา

ทั้งนี้ราคาเป้าหมายของเราที่ 5.00 บาท คิดเป็น PE ที่ 27 เท่าในปี 2564 เท่ากับค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน

**Peers**

Company	Rec.	Last Price (Bt)	Market Cap (US\$ m)	PE			EPS CAGR (%) 2020-22F	PEG 2021F (x)	P/B 2021F (x)	Yield 2021F (%)	ROE 2021F (%)
				2020A (x)	2021F (x)	2022F (x)					
ACE		3.70	1,156	24.7	18.2	10.2	55.6	0.5	2.8	3.3	13.1
BPCG	BUY	13.60	1,183	18.8	16.7	17.1	4.7	1.3	1.5	3.6	9.7
CKP		5.25	1,310	105.0	20.7	17.3	146.2	0.1	1.7	2.8	7.4
EA		59.25	6,783	42.5	34.9	29.8	19.3	1.6	6.5	0.7	20.0
ETC		2.96	203	29.6	21.1	19.7	22.5	0.5	2.5	2.0	12.6
GUNKUL		4.76	1,298	12.2	19.8	15.9	-12.3	-0.5	3.1	2.6	16.2
PSTC		2.32	169	-5.5	40.7	18.9	na	-0.4	0.9	1.6	2.3
SPCG		19.80	612	7.1	8.7	8.1	-6.8	-0.5	1.1	4.9	14.3
TPCH		10.40	132	11.7	8.6	7.2	51.9	0.1	1.3	4.1	14.9
<b>sector</b>			<b>12,846</b>	<b>39.2</b>	<b>27.1</b>	<b>22.6</b>			<b>4.4</b>	<b>1.9</b>	<b>16.1</b>

Source: UOB Kay Hian, bloomberg, settrade

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณัดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

## ปัจจัยความเสี่ยง

**การพัฒนาและก่อสร้างโครงการล่าช้ากว่าเวลาที่กำหนด** กระบวนการพัฒนาและก่อสร้างโครงการโรงไฟฟ้าอาจเกิดความล่าช้าหรือเกิดเหตุการณ์ที่อยู่นอกเหนือการควบคุม ซึ่งอาจส่งผลให้มีความเสี่ยงจากความล่าช้าในการดำเนินงานตามกำหนดการที่วางแผนไว้ และส่งผลให้มีค่าใช้จ่ายหรือผลการดำเนินงานในอนาคตไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้

**การได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในโครงการในอนาคต** อาจมีความเสี่ยงจากแผนการลงทุนไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งอาจไม่ได้รับผลตอบแทนจากการดำเนินการลงทุนในโครงการตามที่คาดการณ์ เนื่องจาก CV มีโครงการที่ยังอยู่ระหว่างการศึกษารisks และความเป็นไปได้ในการลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้าและธุรกิจเกี่ยวเนื่องหลายโครงการ โดยถึงแม้จะมีการคัดเลือก ศึกษา และจัดทำความเป็นไปได้ของโครงการ (Feasibility Study)

**ความเสี่ยงจากการขาดแคลนวัตถุดิบรวมทั้งราคาที่ผันผวนของเชื้อเพลิงชีวมวลและ RDF ที่ใช้ในกระบวนการผลิต** ซึ่งกระทบการผลิตไฟฟ้าและต้นทุนในการผลิต

**สถานการณ์โรคระบาดไวรัสโควิด 2019 (COVID-19)** ซึ่งมีโอกาสที่จะทำให้มีความล่าช้าในการก่อสร้างรวมทั้งการเจรจาการเข้าซื้อ

## PROFIT & LOSS

Year to 31 Dec (Btm)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Net turnover</b>	<b>2,469</b>	<b>1,469</b>	<b>1,612</b>	<b>1,913</b>
EBITDA	345	268	370	434
Deprec. & amort.	64	70	70	70
EBIT	236	178	290	356
Total other non-operating income	52	15	5	5
Associate contributions	(5.8)	5.2	5.2	3.6
Net interest income/(expense)	(34)	(36)	(38)	(36)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>247</b>	<b>162</b>	<b>262</b>	<b>329</b>
Tax	(31)	(5)	(8)	(10)
Minorities	0.0	(15.2)	(15.0)	(15.3)
<b>Net profit</b>	<b>216</b>	<b>142</b>	<b>239</b>	<b>304</b>
Net profit (adj.)	216	142	239	304

## BALANCE SHEET

Year to 31 Dec (Btm)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Fixed assets</b>	<b>1,141</b>	<b>1,681</b>	<b>2,211</b>	<b>2,641</b>
Other LT assets	177	189	209	219
Cash/ST investment	37	612	226	158
Other current assets	599	666	691	716
<b>Total assets</b>	<b>1,955</b>	<b>3,148</b>	<b>3,337</b>	<b>3,734</b>
ST debt	91	91	91	191
Other current liabilities	894	900	940	1,000
LT debt	328	178	178	228
Other LT liabilities	38	45	50	55
Shareholders' equity	604	1,934	2,077	2,259
Minority interest	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>1,955</b>	<b>3,148</b>	<b>3,337</b>	<b>3,734</b>

## CASH FLOW

Year to 31 Dec (Btm)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Operating</b>	<b>131</b>	<b>209</b>	<b>329</b>	<b>414</b>
Pre-tax profit	247	162	262	329
Tax	(31)	(5)	(8)	(10)
Deprec. & amort.	64	70	70	70
Associates	0.0	(15.2)	(15.0)	(15.3)
Working capital changes	64	(4)	20	40
Non-cash items	0	0	0	0
Other operating cashflows	(213)	0	0	0
<b>Investing</b>	<b>(256)</b>	<b>(622)</b>	<b>(620)</b>	<b>(510)</b>
Capex (growth)	(1,543)	(610)	(600)	(500)
Capex (maintenance)	0.0	0.0	0.0	0.0
Investments	0.0	0.0	0.0	0.0
Proceeds from sale of assets	0	0	0	0
Others	1,287	(12)	(20)	(10)
<b>Financing</b>	<b>189</b>	<b>988</b>	<b>(96)</b>	<b>29</b>
Dividend payments	0	(57)	(96)	(121)
Issue of shares	0.0	1,248	0.0	0.0
Proceeds from borrowings	0.0	0.0	0.0	0.0
Loan repayment	0	0	0	0
Others/interest paid	188.7	(200)	0	150
<b>Net cash inflow (outflow)</b>	<b>63</b>	<b>575</b>	<b>(386)</b>	<b>(68)</b>
<b>Beginning cash &amp; cash equivalent</b>	<b>95</b>	<b>37</b>	<b>612</b>	<b>226</b>
Changes due to forex impact	0	0	0	0
<b>Ending cash &amp; cash equivalent</b>	<b>158</b>	<b>612</b>	<b>226</b>	<b>158</b>

## KEY METRICS

Year to 31 Dec (%)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Profitability</b>				
EBITDA margin	14.0	18.2	23.0	22.7
Pre-tax margin	10.0	11.1	16.3	17.2
Net margin	8.7	9.7	14.9	15.9
ROA	10.8	5.6	7.4	8.6
ROE	55.3	11.2	11.9	14.0
<b>Growth</b>				
Turnover	304.6	(40.5)	9.7	18.7
EBITDA	150.2	(22.3)	38.2	17.3
Pre-tax profit	608.8	(34.3)	61.5	25.4
Net profit	895.0	(34.0)	68.2	26.9
Net profit (adj.)	196.5	(74.1)	68.2	26.9
EPS	196.5	(74.1)	68.2	26.9

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการนี้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน