

### บมจ. บริษัท ผลิตไฟฟ้า (EGCO)

#### แนวโน้มระยะยาวยังสดใส แต่ upside จำกัด

เรายังคงชื่นชอบ EGCO จากมุมมองระยะยาวที่สดใส และแม้ว่าจะเป็นช่วงใช้ไฟน้อย แต่เราเชื่อว่าผลประกอบการไม่โตแถมมากในไตรมาสสุดท้ายเพราะกำลังการผลิตใหม่ที่เพิ่มขึ้นของ 3 โครงการ SPPs อย่างไรก็ตาม EGCO จะมี upside ที่จำกัด โดยเราเชื่อว่าราคาหุ้นจะยังคงถูกกดดันจากการขาดกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นใหม่ในปีหน้า เรายังคงแนะนำ ถือ ราคาเป้าหมายที่ 220.00 บาท ราคาแนะนำเข้าซื้อ 200.00 บาท

#### เหตุการณ์ใหม่

เราไปเยี่ยมชมของโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำไชยะบุรี ที่เป็นโรงไฟฟ้าที่ประเภท Run of river จากแม่น้ำโขง ประเทศลาวเป็นแห่งแรก โดยความคืบหน้าดังกล่าวส่งผลให้มุมมองของ EGCO สดใสมากขึ้น

- **ความคืบหน้าการก่อสร้างโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำไชยะบุรีเป็นไปตามแผน** ตามการให้ข้อมูลของฝ่ายบริหาร เชื่อไชยะบุรี ได้มีความคืบหน้าอยู่ในระดับ 85% โดยมีแผนเริ่มต้นดำเนินการจ่ายไฟเชิงพาณิชย์ในเดือนตุลาคม 2562 ถึงอย่างไรก็ตามฝ่ายบริหารได้ให้ข้อมูลเพิ่มเติมว่า โครงการดังกล่าวจะสามารถขายไฟฟ้าก่อนกำหนดการจ่ายไฟเชิงพาณิชย์ (pre-COD) ให้ EGAT ในเดือนตุลาคม 2561 ทั้งนี้โรงไฟฟ้าพลังงานน้ำไชยะบุรีมีเครื่อง turbine-generators ขนาด 175MW จำนวน 4 ตัว และ ขนาด 60MW จำนวน 1 ตัว รวมเป็นกำลังการผลิตทั้งหมด 1,285MW หรือ ปริมาณผลิตไฟฟ้า 7,400Gwh p.a. และจากข้อมูลของสัญญาการซื้อขายไฟฟ้าระหว่าง EGCO, EGAT และ Electricite du Laos (EDL) ปริมาณไฟฟ้า 95% ของที่ผลิตได้จะถูกส่งไปยัง EGAT ผ่านสายส่ง 200 กิโลเมตร และปริมาณไฟฟ้าที่เหลือในระดับ 5% ของที่ผลิตได้จะถูกส่งไปยัง EDL ในด้านของราคาขายไฟอยู่ในระดับ 2.2 บาทต่อKwh ซึ่งจะส่งผลให้โรงไฟฟ้าพลังงานน้ำไชยะบุรีสร้างผลกำไรได้ในระดับ 7.5 พันล้านบาทต่อปี (หรือส่วนแบ่งกำไรให้ EGCO ที่ถือหุ้นอยู่ในระดับ 12.5% ในระดับ 900 ล้านบาท)

#### ผลกระทบ

- **แนวโน้มระยะยาวยังคงดี** เราเชื่อมั่นถึงแนวโน้มในระยะยาวของ EGCO จากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นในช่วง 4 ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตาม เราเห็นแรงกดดันจากการที่ไม่มีกำลังการผลิตใหม่ ๆ เข้าระบบในปี 2561 นี้ ซึ่งทำให้กำไรจากการดำเนินงานค่อนข้างจะทรงตัวในปีหน้า

#### คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำ ถือ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 220.00 บาท** เนื่องจากราคาหุ้นในระดับนี้ เหลือ Upside อยู่ในระดับจำกัด แต่เมื่อเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรมเดียวกัน (RATCH, GLOW) EGCO มีภาพที่ชัดเจนกว่าของการเติบโตในด้านกำลังการผลิต ซึ่ง EGCO มีโรงไฟฟ้า 4 โครงการใหม่ที่อยู่ในระหว่างการก่อสร้าง ทั้งนี้หลังจากแล้วเสร็จจะส่งผลให้กำลังการผลิตรวมของ EGCO เพิ่มขึ้น 732MW หรือ 16% เมื่อเปรียบเทียบกับ 4,574MW ในปัจจุบัน ทั้งนี้เราเชื่อว่าราคาหุ้น EGCO จะถูกกดดันจากการเติบโตของกำลังการผลิตจะไม่โดดเด่นในปี 2561 เราเชื่อว่า EGCO จะจ่ายเงินปันผลในระดับปกติที่ 3.1% ในปี 2561 เรายังคงราคาเป้าหมายเดิมที่ 220.00 บาท ราคาที่แนะนำเข้าซื้อ 200.00 บาท

#### KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Net turnover	15,914	22,794	35,153	40,975	41,207
EBITDA	8,125	9,349	10,290	10,747	11,362
Operating profit	5,866	6,969	7,810	8,167	8,332
Net profit (rep./act.)	4,319	8,321	10,121	10,456	11,598
Net profit (adj.)	6,968	9,157	10,121	10,456	11,598
EPS (Bt)	13.2	17.4	19.2	19.9	22.0
PE (x)	16.5	12.6	11.4	11.0	9.9
P/B (x)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	22.9	19.9	18.1	17.3	16.4
Dividend yield (%)	2.9	3.0	3.1	3.2	3.2
Net margin (%)	27.1	36.5	28.8	25.5	28.1
Net debt/(cash) to equity (%)	104.3	117.4	79.2	75.0	68.7
Interest cover (x)	1.2	2.6	2.9	3.0	3.1
ROE (%)	5.7	10.5	11.9	11.4	11.7
Consensus net profit	-	-	10,454	10,925	11,821
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.97	0.96	0.98

Source: EGCO, Bloomberg, UOB Kay Hian

### HOLD

(Maintained)

Share Price	Bt219.00
Target Price	Bt220.00
Upside	+0.5%

#### COMPANY DESCRIPTION

EGCO is the first independent power producer in Thailand with a current capacity of 4.5GW. The company's portfolio consists of power plants in Thailand and the Asia Pacific region

#### STOCK DATA

GICS sector	Utilities
Bloomberg ticker:	EGCO TB
Shares issued (m):	526.5
Market cap (Btm):	115,295.8
Market cap (US\$m):	3,534.8
3-mth avg daily t'over (US\$m):	4.4

#### Price Performance (%)

52-week high/low Bt237.00/Bt194.00

1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
(1.8)	(3.9)	4.3	10.3	10.1

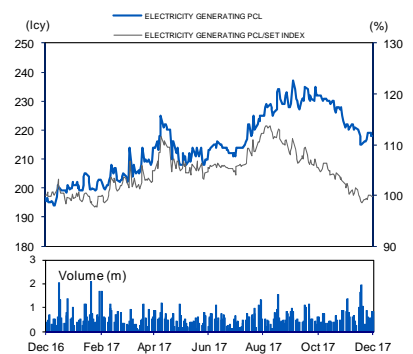
#### Major Shareholders

Shareholder	%
EGAT	25.4
One Energy Thailand	22.4
NVDR	11.1

FY17 NAV/Share (Bt) 168.18

FY17 Net Debt/Share (Bt) 133.19

#### PRICE CHART



Source: Bloomberg

#### ANALYST(S)

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

## PROFIT & LOSS

Year to 31 Dec (Btm)	2016	2017F	2018F	2019F
Net turnover	22,794	35,153	40,975	41,207
EBITDA	9,349	10,290	10,747	11,362
Deprec. & amort.	2,380	2,480	2,580	3,030
EBIT	6,969	7,810	8,167	8,332
Associate contributions	6,062	7,177	7,296	8,613
Net interest income/(expense)	(3,610)	(3,525)	(3,620)	(3,700)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>9,421</b>	<b>11,462</b>	<b>11,844</b>	<b>13,245</b>
Tax	(1,040)	(1,261)	(1,303)	(1,457)
Minorities	(60)	(80)	(85)	(190)
<b>Net profit</b>	<b>8,321</b>	<b>10,121</b>	<b>10,456</b>	<b>11,598</b>
Net profit (adj.)	9,157	10,121	10,456	11,598

## CASH FLOW

Year to 31 Dec (Btm)	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Operating</b>	<b>9,159</b>	<b>3,453</b>	<b>11,333</b>	<b>11,483</b>
Pre-tax profit	9,421	11,462	11,844	13,245
Tax	(1,040)	(1,261)	(1,303)	(1,457)
Deprec. & amort.	2,380	2,480	2,580	3,030
Associates	(60)	(80)	(85)	(190)
Working capital changes	(948)	(9,868)	(53)	(145)
Other operating cashflows	(594)	720	(1,650)	(3,000)
<b>Investing</b>	<b>(17,047)</b>	<b>26,104</b>	<b>(9,300)</b>	<b>(7,645)</b>
Capex (growth)	7,727	(8,000)	(8,000)	(7,000)
Investments	(1,699)	12,108	(800)	(145)
Others	(23,075)	21,996	(500)	(500)
<b>Financing</b>	<b>3,625</b>	<b>(6,448)</b>	<b>1,531</b>	<b>1,636</b>
Dividend payments	(3,422)	(3,554)	(3,554)	(3,554)
Loan repayment	11,193	(2,974)	5,000	5,000
Others/interest paid	(4,146)	80	85	190
<b>Net cash inflow (outflow)</b>	<b>(4,263)</b>	<b>23,109</b>	<b>3,564</b>	<b>5,474</b>
Beginning cash & cash equivalent	8,750	4,487	27,597	31,161
Ending cash & cash equivalent	4,487	27,597	31,161	36,635

## BALANCE SHEET

Year to 31 Dec (Btm)	2016	2017F	2018F	2019F
Fixed assets	62,420	67,940	73,360	77,330
Other LT assets	114,836	79,827	82,577	85,922
Cash/ST investment	4,487	27,597	31,161	36,635
Other current assets	15,511	18,552	19,300	20,450
<b>Total assets</b>	<b>197,255</b>	<b>193,916</b>	<b>206,398</b>	<b>220,337</b>
ST debt	7,974	0	0	0
Other current liabilities	5,420	4,655	5,100	5,455
LT debt	92,715	97,715	102,715	107,715
Other LT liabilities	8,548	2,300	2,350	2,700
Shareholders' equity	81,973	88,540	95,443	103,487
Minority interest	625	705	790	980
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>197,255</b>	<b>193,916</b>	<b>206,398</b>	<b>220,337</b>

## KEY METRICS

Year to 31 Dec (%)	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Profitability</b>				
EBITDA margin	41.0	29.3	26.2	27.6
Pre-tax margin	41.3	32.6	28.9	32.1
Net margin	36.5	28.8	25.5	28.1
ROA	4.4	5.2	5.2	5.4
ROE	10.5	11.9	11.4	11.7
<b>Growth</b>				
Turnover	43.2	54.2	16.6	0.6
EBITDA	15.1	10.1	4.4	5.7
Pre-tax profit	82.7	21.7	3.3	11.8
Net profit	92.6	21.6	3.3	10.9
Net profit (adj.)	31.4	10.5	3.3	10.9
EPS	31.4	10.5	3.3	10.9
<b>Leverage</b>				
Debt to total capital	54.9	52.3	51.6	50.8
Debt to equity	122.8	110.4	107.6	104.1
Net debt/(cash) to equity	117.4	79.2	75.0	68.7
Interest cover (x)	2.6	2.9	3.0	3.1

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันถึงความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยิน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน