

# EQUITY TALK

## COMPANY UPDATE

### โครงการ ERU รั้งรายได้ล่าช้า แต่คาดการณ์ต่อ EIRR จำกัด

จากประเด็นโครงการ CFP ของ TOP ที่เปิดดำเนินการล่าช้ากว่าแผน และต้องใส่เงินลงทุนเพิ่มเติม ซึ่งส่งผลกระทบต่อโครงการ ERU 250 MWE (GPSC ถือหุ้น 100%) ให้มีแผน COD ที่ล่าช้าออกไปจากแผนเดิมปี 2568 เป็น 1Q72 ปัจจุบันยังไม่มียรายละเอียดเพิ่มเติมว่าจำเป็นต้องใส่เงินเพิ่มทุนในโครงการ ERU อีกหรือไม่ อย่างไรก็ตามผู้บริหารชี้แจงว่าโครงการดังกล่าวมีสัญญาที่ครอบคลุม EIRR ขึ้นต่ำที่ 8% จึงคาดผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนมีจำกัด ขณะที่สัดส่วน D/E ปัจจุบันอยู่ที่ 1.4 เท่า จึงคาดจะมีเพียงพอในกรณีที่ต้องใส่เงินลงทุนเพิ่มเติม

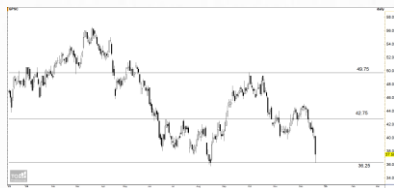
ปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2568-2569 ลง 8.8% และ 12.4% จากเดิม เพื่อสะท้อนการปรับเลื่อนการรับรู้โครงการ ERU ตามแผนใหม่ ส่งผลให้ FV ใหม่ ปี 2568 อยู่ที่ 49 บาท/หุ้น (เดิม 54 บาท) ช่วงสั้นคาดยังมีแรงกดดันราคาหุ้นจากความกังวลด้านแผน COD ล่าช้า และความเสี่ยงด้านต้นทุนที่เพิ่ม รวมถึงทิศทางกำไรปกติช่วงสั้นงวด 4Q67 ที่คาดอ่อนตัว QOQ ช่วงสั้นคง UNDERPERFORM

#### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566	2567F	2568F	2569F
กำไรสุทธิ	891	3,694	3,793	4,571	5,299
Norm Profit	2,199	5,060	5,493	6,071	6,699
Norm EPS* (บาท)	0.8	1.8	1.9	2.15	2.4
EPS(บาท)	0.3	1.3	1.3	1.6	1.9
PER (x)	48.1	20.9	19.2	17.4	15.8
DPS (บาท)	0.50	0.74	0.76	0.96	1.03
Dividend Yield (%)	1.3%	2.0%	2.03%	2.6%	2.7%
EV/EBITDA	15.0	9.8	11.3	10.9	10.6
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	2,819.7	2,819.7	2,819.7	2,819.7	2,819.7

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### TECHNICAL CHART/COMMENT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

GPSC แนวโน้มราคา: Sideways

แนวรับ : 36.25 บาท

แนวต้าน : 42.75/49.75 บาท

**OUTPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX

**NEUTRAL:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX

**UNDERPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX



19 พฤศจิกายน 2567

# GPSC

## Underperform

ราคาปัจจุบัน (บาท)	37.50
ราคาเป้าหมาย (บาท)	49.00
Upside (%)	30.67
Dividend yield (%)	2.57

#### CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2567F	1.30	1.50	-13%
2568F	1.60	1.92	-17%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### ESG RATING

SET ESG Ratings	AA
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง	Yes
ที่มา: SET	

#### RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ธัญญา อุดม

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 066756

# EQUITY TALK

## เลื่อนแผน COD โครงการ ERU ตามโครงการ CFP ที่ล่าช้า

จากการแจ้งเลื่อนเปิดดำเนินการในโครงการพลังงานสะอาด Clean Fuel Project (CFP) ของ TOP ที่ล่าช้ากว่าแผนเดิม เนื่องจากการติดปัญหาด้านการว่าจ้างผู้รับเหมา และจำเป็นต้องขออนุมัติงบประมาณเพิ่มเติมอีก 41% จากงบลงทุนเดิม เพื่อดำเนินการก่อสร้างให้แล้วเสร็จตามแผนใหม่ภายใน 3Q71 ซึ่งประเด็นดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อโครงการ โรงไฟฟ้า Energy Recovery Unit (ERU) ขนาดกำลังการผลิต 250 เมกะวัตต์ (GPSC ถือหุ้น 100%) หรือคิดเป็นสัดส่วนราว 3.7% ของกำลังการผลิตที่เปิดดำเนินการแล้วของ GPSC ในปัจจุบัน ซึ่งแต่เดิมมีแผนเปิด COD ภายในปี 2568 ให้มีความล่าช้าออกไปเป็น 1Q72 ตามการเลื่อน COD ของโครงการ CFP

สำหรับโครงการโรงไฟฟ้า Energy Recovery Unit (ERU) เป็นโครงการที่จัดตั้งขึ้นจากความร่วมมือระหว่าง GPSC และ TOP โดยเป็นหน่วยผลิตไฟฟ้าประเภทโคเจนเนอเรชัน ขนาดกำลังการผลิต 250 เมกะวัตต์ ตั้งอยู่ในอำเภอศรีราชา จังหวัดชลบุรี มีแหล่งเชื้อเพลิงผลิตหลักจากการใช้กากน้ำมัน ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์พลอยได้จากกระบวนการกลั่นของโครงการ CFP ปัจจุบันอยู่ระหว่างก่อสร้าง และมีความคืบหน้าของโครงการแล้วกว่า 96% โดย GPSC จะโอนกรรมสิทธิ์ในโครงการ ERU จาก TOP ในมูลค่าเทียบเท่าไม่เกิน 757 ล้านบาท (ราว 2.5 หมื่นล้านบาท) เมื่อก่อสร้างแล้วเสร็จ และได้รับหนังสือรับรองผลงานภายใต้โครงการ CFP เรียบร้อยแล้ว รวมถึงจะมีสัญญาขายไฟฟ้า ใอน้ำ และผลิตภัณฑ์อื่นๆ ให้กับ TOP เป็นเวลา 25 ปีนับจากวันที่โอนกรรมสิทธิ์ในโครงการ ERU

ทั้งนี้ จากการสอบถามไปยัง GPSC ปัจจุบันทางบริษัทฯ ยังไม่มีรายละเอียดเพิ่มเติมในด้านค่าใช้จ่ายโครงการฯ ที่อาจสูงกว่างบลงทุนเดิมที่เคยตั้งไว้ที่ 757 ล้านบาท (ราว 2.6 หมื่นล้านบาท) เนื่องจากยังไม่ได้รับแจ้งเพิ่มเติมใดๆ จากทาง TOP ดังนั้น เบื้องต้น GPSC จึงคงงบประมาณการลงทุนในโครงการ ดังกล่าวไว้ตามเดิม แต่อย่างไรก็ตามหากเกิดกรณีที่มีค่าใช้จ่ายสูงกว่างบลงทุนข้างต้น ภายใต้เงื่อนไขสัญญาของ GPSC ที่จะต้องได้รับผลตอบแทนจากโครงการ (EIRR) ที่ไม่น้อยกว่า 8% ทำให้ GPSC สามารถปรับเพิ่มราคาขายไฟฟ้า ใอน้ำ และผลิตภัณฑ์อื่นๆ เพื่อให้ครอบคลุมผลตอบแทนดังกล่าวตามที่ระบุไว้ได้ จึงคาดจะไม่ได้ส่งผลกระทบต่อในด้านผลตอบแทนจากการเข้าลงทุนในโครงการดังกล่าวของ GPSC อย่างมีนัยสำคัญ

เบื้องต้นฝ่ายวิจัยประเมินว่าหากเกิดกรณีมีค่าใช้จ่ายส่วนเพิ่ม โดยอิงสมมติฐานให้มีค่าใช้จ่ายโครงการเพิ่มขึ้น 41% จากงบลงทุนเดิม เช่นเดียวกับโครงการ CFP

# EQUITY TALK

ของ TOP คาด GPSC จะต้องใส่เงินเพิ่มอีก 310.4 ล้านบาท ซึ่งเมื่อรวมกับเงินลงทุนคงเหลือที่จะต้องใส่ในช่วงปี 2567-68 ราว 653 ล้านบาท จะอยู่ที่ 963 ล้านบาท (ราว 3.28 หมื่นล้านบาท) ทั้งนี้ หากพิจารณาสถานะทางการเงินของ GPSC ณ สิ้นงวด 3Q67 พบว่า ปัจจุบันมีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดที่ 2.3 หมื่นล้านบาท สัดส่วน D/E อยู่ที่ 1.4 เท่า ภายใต้สมมติฐานสัดส่วนการกู้ยืมเงินทุนของโครงการที่ 75:25 คาดจะส่งผลให้ D/E ใหม่อยู่ที่ 1.7 เท่า ซึ่งยังถือว่าอยู่ในระดับต่ำกว่า Debt Covenant ที่ 2.5 เท่า จึงคาดจะไม่มีปัญหาในด้านการจัดหาแหล่งเงินทุน

## ปรับลดประมาณการกำไรปี 2568 – 69 สะท้อนการเลื่อนรับรู้ ERU เป็นปี 2572

ฝ่ายวิจัยปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2568 – 2569 ลง 8.8% และ 12.4% จากเดิม มาอยู่ที่ 6.1 พันล้านบาท และ 7.0 พันล้านบาท ตามลำดับ เพื่อสะท้อนการปรับปรุงการรับรู้โครงการ ERU ออกไปจากเดิม 150 วันในปี 2568 เป็น 330 วันในปี 2572

ภายใต้ประมาณการใหม่ ส่งผลให้กำไรปกติปี 2568 เพิ่มขึ้น 10.5%yoy หนุนจากอัตรากำไร (GPM) ที่คาดจะปรับตัวดีขึ้น YoY ตามสมมติฐานราคาก๊าซธรรมชาติเฉลี่ยปี 2568-69 ที่คาดจะปรับตัวลดลงมาอยู่ราว 320 และ 300 บาท/ล้านบีทียู ตามลำดับ จากฐานเดิมในปี 2567 ที่อยู่ราว 350 บาท/ล้านบีทียู ประกอบกับการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม CFXD กำลังการผลิต 149 MWe ได้เต็มทั้งปี หลังโครงการดังกล่าวคาดเปิด COD ได้ตามแผนภายใน 4Q67

## FV ใหม่ปี 2568 ที่ 49 บาท ช่วงสั้นคง Underperform

ภายใต้ประมาณการใหม่ส่งผลให้มูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2568 อยู่ที่ 49 บาท (เดิม 54 บาท) ช่วงสั้นคาดยังมีแรงกดดันราคาหุ้นจากความกังวลด้านการ COD โครงการ ERU ที่ล่าช้า และทิศทางกำไรในงวด 4Q67 ที่คาดยังอ่อนตัว QoQ จากการเข้าสู่ช่วง low season ของความต้องการใช้ไฟฟ้าโดยรวม ช่วงสั้นจึงคงคำแนะนำ Underperform รอราคาหุ้นปรับฐาน แล้วจึงค่อยหาจังหวะทยอยสะสมลงทุนรับการเติบโตรอบใหม่ในปี 2568



# EQUITY TALK

## การดำเนินการด้าน ESG ของ GPSC

### BLOOMBERG ESG SCORES ของ GPSC

GPSC ESG Scores	2021	2022	2023
ESG :	4.39	4.62	4.48
Environment :	3.84	4.00	3.83
Social :	4.24	4.81	4.47
Governance :	5.52	5.53	5.66

ที่มา: BLOOMBERG

### ESG SCORES หุ่นกลุ่มโรงไฟฟ้า

กลุ่มโรงไฟฟ้า	SET ESG Rating (BBB-AAA)	Global ESG Ratings by Third Party			
		MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	S&P Global (0-100)	Bloomberg (0-10)
GPSC	AA	B	64.56	86.00	4.48
RATCH	AA	BB	56.12	62.00	4.67
EGCO	AA	BB	61.53	85.00	5.18
GULF	AA	B	58.96	66.00	2.77
BGRIM	AAA	BBB	62.27	84.00	3.51
BPP	AAA	BBB	59.42	70.00	-

ที่มา: SETTRADE, BLOOMBERG

**ESG Comment:** GPSC มีการกำกับกิจการในด้านความยั่งยืนอยู่ในระดับใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่มผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าในประเทศไทย โดยได้รับการจัดอันดับจาก SET ESG rating ที่ระดับ AA และมี คะแนน ESG score จาก Bloomberg ที่ 4.48 โดยมีความโดดเด่นด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Governance) ที่ได้รับการปรับปรุงคะแนนอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ด้านสิ่งแวดล้อม และสังคมได้รับการจัดคะแนนจาก Bloomberg ลดลงจากปี 2565 แต่อย่างไรก็ตาม จากการจัดทำรายงาน และเปิดเผยความคืบหน้าเกี่ยวกับกิจกรรมที่สนับสนุนความยั่งยืนของ GPSC รวมทั้งมีการกำหนดเป้าหมายหลัก ที่ให้ความสำคัญกับด้านสิ่งแวดล้อมมากขึ้น ผ่านกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจทั้งการขยายสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนให้มากกว่า 50% ภายในปี 2573, การนำเทคโนโลยีกักเก็บคาร์บอนไดออกไซด์ และการใช้นวัตกรรมที่ทันสมัยมาใช้ควบคู่ในโรงไฟฟ้าหลัก เป็นต้น ทำให้ฝ่ายวิจัยคาดว่า GPSC จะได้รับคะแนน ESG score ที่ปรับปรุงดีขึ้นในปี 2567 โดยเฉพาะอย่างยิ่งในด้านของสิ่งแวดล้อม ทั้งนี้ จากการได้รับการจัดอันดับคะแนนด้าน ESG ในระดับสูง รวมถึงยังติดอันดับสมาชิกองค์กรยั่งยืน DJSI ถือเป็นส่วนช่วยเสริมสร้างภาพลักษณ์ที่ดี และดึงดูดให้เป็นบริษัทที่มีความน่าสนใจของนักลงทุนที่ให้ความสำคัญด้าน ESG ได้ดีอีกด้วย

สำหรับประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับเพิ่มขึ้นจากการปฏิบัติตามหลัก ESG คาดจะเป็นส่วนช่วยให้ GPSC มีการรับรู้กำไรจากการดำเนินธุรกิจได้ดีขึ้น จากทั้งในแง่ของการกระจายความเสี่ยงของ portfolio ให้มีการรับรู้รายได้จากแหล่งพลังงานที่หลากหลาย รวมถึงโอกาสสร้างการเติบโตจากความต้องการไฟฟ้าพลังงานสีเขียว และธุรกิจกักเก็บระบบพลังงาน ที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในอนาคต

นอกจากนี้ ในแง่ของการระดมเงินทุนผ่านการออกตราสารหนี้สีเขียว (Green Bond) เพื่อใช้สำหรับโครงการที่สอดคล้องกับการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม ยังส่งผลให้

# EQUITY TALK

GPSC มีการสะท้อนทุนทางการเงินที่ลดลง โดยตราสารหนี้สีเขียวของ GPSC จะมีอัตราดอกเบี้ยที่ระดับ 2.1% - 4.4% ต่อปี ขึ้นกับระยะเวลาของตราสารหนี้ ซึ่งภาพรวมยังถือว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยที่ถูกกว่าตราสารหนี้แบบทั่วไป หรือการระดมเงินทุนผ่านสถาบันการเงิน ซึ่งถือเป็นส่วนช่วยในการประหยัดต้นทุนทางการเงินลงในแต่ละปีได้ และยังเป็นส่วนช่วยเพิ่มมูลค่าหุ้น จากต้นทุนเฉลี่ย (WACC) ที่ใช้ในการคำนวณจะอยู่ในระดับต่ำลง ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยได้รวม และปรับปรุงต้นทุนดังกล่าวไว้ในมูลค่าพื้นฐานปัจจุบันของ GPSC แล้ว

นอกจากนี้ ฝ่ายวิจัยยังได้ทำ sensitivity เบื้องต้น ภายใต้สมมติฐานที่กำหนดให้ทุกๆการออก Green Bond ที่สัดส่วน 10% ของต้นทุนที่มีการดอกเบี้ย จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยลดลง 0.25 bps. ซึ่งภายใต้สมมติฐานดังกล่าวจะส่งผลให้ราคาหุ้นของ GPSC ปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.17 บาท/หุ้น การกำหนดเป้าหมาย และนโยบายที่สำคัญในแต่ละด้านของ GPSC มีดังนี้

## Environment (E – Bloomberg score 2023 : 3.83) :

- กำหนดเป้าหมายเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2593 และปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2603 โดยกำหนดเกณฑ์ปล่อยก๊าซเรือนกระจกปี 2566 ไม่เกิน 0.49 9 kgCO<sub>2</sub> e/kWh ซึ่งสามารถบรรลุเป้าหมายดังกล่าวผ่านการพัฒนาประสิทธิภาพกระบวนการผลิต การเข้าลงทุนในโครงการพลังงานหมุนเวียนเพิ่มเติม รวมถึงเข้าร่วมโครงการลดก๊าซเรือนกระจกโดยสมัครใจตามมาตรฐานของไทย ผ่านโครงการที่ดำเนินอยู่ 8โครงการ
- กำหนดเป้าหมายเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนให้ได้มากกว่า 50% ภายในปี 2573 ปัจจุบันยังไม่บรรลุเป้าหมายดังกล่าว แต่มีความคืบหน้า โดยปี 2566 มีสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนที่ 38% ของกำลังการผลิต ซึ่งช่วยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้เพิ่มเติมถึง 2.9 แสนตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า
- มุ่งเน้นพัฒนานวัตกรรมเทคโนโลยี โดยมีโรงงานผลิตแบตเตอรี่ ด้วยเทคโนโลยี SEMISOLID แห่งแรกในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ร่วมกับ PTT, ก่อตั้ง NV GOTION เพื่อขยายกำลังการผลิตแบตเตอรี่ในไทย และอยู่ระหว่างศึกษาโครงการพลังงานสะอาดอื่นๆเช่นพลังงานไฮโดรเจนสีเขียว เป็นต้น

## Social Contribution (S – Bloomberg score 2023 : 4.47) :

- ส่งเสริมวัฒนธรรมองค์กรให้เกิดค่านิยมที่ดีในการทำงาน พัฒนาขีดความสามารถของพนักงาน โดยมีการจัดกิจกรรมภายในองค์กรเพื่อลดอัตราการลาออก และเพิ่มความผูกพันต่อองค์กรของพนักงาน ส่งผลให้ปี

# EQUITY TALK

2566 GPSC มีอัตราการลาออกที่ 5.9% ซึ่งอยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่ 8.3% และความผูกพันต่อองค์กรที่ระดับ 61% โดยถือว่าบรรลุเป้าหมายในภาพรวม

- สนับสนุนสังคม และผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายผ่านโครงการช่วยเหลือสังคมต่างๆ เช่น โครงการ SE SOLAR ENERGY ร่วมกับบริษัทสายพลังงานเพื่อสังคม ผ่านการติดตั้งระบบไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ให้กับกิจการเพื่อสังคมไปแล้วกว่า 515 KWP ซึ่งมีแผนจะติดตั้งให้ครบ 1,000 KWP ภายในปี 2568, โครงการ GPSC SMART FARMING และโครงการ HUAY KHAB SMART COMMUNITY โดยมุ่งเน้นนวัตกรรมเพื่อยกระดับการเพาะปลูก, โครงการปลูกป่า 2 ล้านไร่ร่วมกับกลุ่ม ปตท เป็นต้น

## Governance (G – Bloomberg score 2023 : 5.66) :

GPSC ให้ความสำคัญในด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี สะท้อนได้จาก Bloomberg ESG score ที่มีการพัฒนาอย่างต่อเนื่องตลอดช่วง 3 ปีที่ผ่านมา โดยมีการเปิดเผยนโยบายกำกับดูแลกิจการ จัดทำคู่มือดูแลกิจการ และกำหนดแนวปฏิบัติต่างๆ ให้แก่พนักงาน และผู้มีส่วนได้เสียได้ปฏิบัติตามอย่างชัดเจน ส่งผลให้ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยปี 2566 อยู่ในระดับ “ดีเลิศ” ต่อเนื่องเป็นปีที่ 8 นอกจากนี้ GPSC ยังได้กำหนดเป้าหมายสำคัญด้านหลักกำกับดูแลกิจการ ดังนี้

- เข้าร่วมการประเมินเพื่อเป็นสมาชิกแนวร่วมต่อต้านคอร์รัปชันของภาคเอกชนไทย (CAC) โดยบรรลุเป้าหมายได้รับการต่ออายุการรับรองเป็นสมาชิกแนวร่วมดังกล่าว
- บรรลุเป้าหมายได้รับการประเมินในระดับดีเลิศ (5 ดาว) โครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน



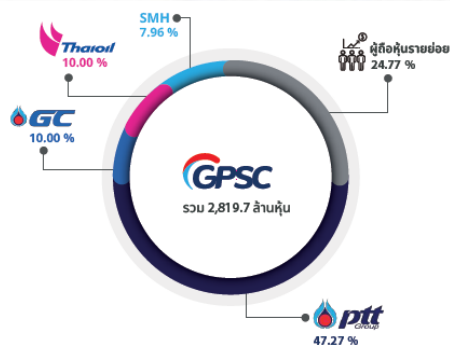
# EQUITY TALK

## ตารางผลการดำเนินงานย้อนหลังรายไตรมาส

Key Data (ล้านบาท)	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	%QoQ	%YoY	9M67	9M66	%YoY
รายได้รวม	34,839	27,905	23,035	21,044	18,319	23,773	23,877	20,912	-12.4%	-0.6%	68,562	71,984	-4.8%
ต้นทุนขาย	(34,488)	(25,246)	(21,277)	(17,336)	(16,398)	(20,996)	(20,716)	(18,166)	-12.3%	4.8%	(59,878)	(63,860)	-6.2%
กำไรขั้นต้น	351	2,659	1,758	3,708	1,921	2,776	3,161	2,746	-13.1%	-25.9%	8,684	8,125	6.9%
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	281	113	175	496	223	(12)	(24)	29	-222.0%	-94.2%	(7)	785	-100.8%
กำไรจากการดำเนินงาน	844	2,666	1,626	3,967	2,354	2,596	3,076	2,368	-23.0%	-40.3%	8,040	8,258	-2.6%
ดอกเบี้ยจ่าย	(1,210)	(1,242)	(1,342)	(1,359)	(1,353)	(1,401)	(1,558)	(1,454)	-6.7%	6.9%	(4,413)	(3,944)	11.9%
รายการพิเศษสุทธิ	(219)	(380)	(461)	(388)	(136)	(439)	(435)	(699)	60.9%	80.1%	(1,572)	(1,230)	27.9%
กำไรปกติ (รวมกลับค่าตัดจำหน่าย GLOW)	(218)	1,498	771	2,178	613	1,303	1,863	1,469	-21.1%	-32.5%	4,635	4,446	4.3%
กำไรสุทธิ	(436)	1,118	309	1,790	478	864	1,429	770	-46.1%	-57.0%	3,063	3,216	-4.8%
EPS (บาท)	(0.15)	0.40	0.11	0.63	0.17	0.31	0.51	0.27	-46.1%	-57.0%	1.09	1.14	-4.8%
Gross Margin	1.0%	9.5%	7.6%	17.6%	10.5%	11.7%	13.2%	13.1%			12.7%	11.3%	
Net Profit Margin	-1.3%	4.0%	1.3%	8.5%	2.6%	3.6%	6.0%	3.7%			4.5%	4.5%	

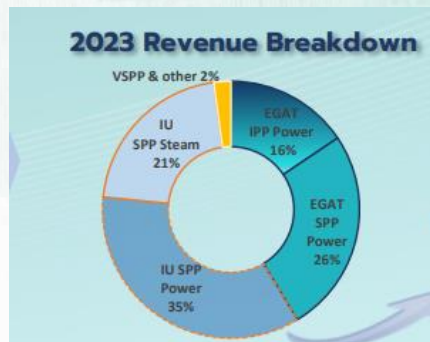
ที่มา: GPSC

## โครงสร้างการถือหุ้นของ GPSC



ที่มา: GPSC

## โครงสร้างรายได้ แยกตามประเภทของ GPSC



ที่มา: GPSC

## สรุปตัวเลขสำคัญกลุ่มโรงไฟฟ้า

Company	REC/BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	P/BV 25/17	P/BV 25/66	P/BV 25/17	P/BV 25/66
<b>CHINA</b>								
CHINA YANGTZE-A	4.93	27.1	32.3	19.2%	3.1	2.9	19.3	18.4
HUANENG POWER-H	4.06	4.1	4.8	17.4%	0.7	0.6	5.9	5.2
DATANG INTL PO-H	5.00	1.5	1.9	28.8%	-	-	-	5.9
<b>HONGKONG</b>								
CHINA POWER NTE	4.80	3.1	4.4	42.3%	0.7	0.7	7.2	5.9
CHINA RES POWER	4.72	16.0	25.2	40.2%	0.9	0.8	5.8	5.3
CLP HOLDINGS	4.17	69.9	74.9	13.7%	1.6	1.5	14.8	14.1
<b>KOREA</b>								
KOREA ELEC POWER	4.80	22600.0	27400.0	21.2%	0.4	0.3	4.3	2.5
<b>JAPAN</b>								
ELECTRIC POWER D	3.00	2640.0	2844.0	-3.6%	0.4	0.4	9.0	7.6
CHUBU ELEC POWER	3.40	1730.5	2098.0	18.1%	0.5	0.5	7.0	7.8
CHUGOKU ELEC PWR	3.50	1029.0	1275.0	23.9%	0.6	0.5	6.6	5.6
<b>MALAYSIA</b>								
TENAGA NASIONAL	4.32	14.2	16.4	15.3%	1.4	1.3	20.1	17.3
PETRONAS GAS BHD	3.67	17.6	18.4	4.7%	2.5	2.4	18.3	17.9
<b>INDIA</b>								
POWER GRID CORP	3.52	312.1	334.2	7.1%	3.2	3.0	17.9	16.8
NTPC LTD	4.32	372.5	449.2	19.8%	2.1	2.0	16.5	14.8
NHPC LTD	3.40	78.4	96.0	22.5%	1.9	1.8	21.4	17.0
<b>PHILIPPINES</b>								
FIRST GEN CORP	5.00	17.0	30.8	81.6%	-	-	4.1	3.7
ABBOTTS POWER	4.56	37.2	48.5	30.6%	1.3	1.2	8.4	7.7
<b>THAILAND</b>								
RATCHABURI ELEC	Underperform	29.75	36.00	21.0%	0.6	0.6	10.9	10.0
ELEC GENERATING	Underperform	112.50	120.00	6.7%	0.5	0.5	8.3	6.8
GLOBAL POWER SYNERGY	Underperform	41.00	54.00	31.7%	1.0	0.9	30.5	18.2
GULF ENERGY	Outperform	64.50	70.00	8.5%	4.8	4.4	41.2	35.2
CK POWER	Neutral	3.30	4.40	33.3%	6.9	6.9	21.4	17.2
BANPU POWER	Underperform	11.50	13.00	13.0%	0.6	0.6	12.1	10.1
B GRAM POWER	Underperform	20.40	30.00	47.1%	1.0	0.9	26.8	22.7

ที่มา: ฝ่ายวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## ประเด็นความเสี่ยง

- 1) โครงการโรงไฟฟ้าที่กำลังก่อสร้างอาจไม่สามารถผลิตเชิงพาณิชย์ได้ตามแผน (CONSTRUCTION RISK)
- 2) การหยุดซ่อมฉุกเฉินของโรงไฟฟ้า (UNPLANNED SHUTDOWN)
- 3) ความเสี่ยงจากความผันผวนของ FX และอัตราดอกเบี้ย เพราะ GPSC มีสูตรการคิดราคาค่าไฟและกู้เงินลงทุนโรงไฟฟ้าบางส่วนด้วยสกุลเงินต่างประเทศ

ที่มา: GPSC

# EQUITY TALK

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ GPSC

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
รายได้รวม	90,303	68,995	59,945	54,905
ต้นทุนขาย	(80,258)	(58,929)	(50,573)	(45,323)
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>10,045</b>	<b>10,065</b>	<b>9,371</b>	<b>9,581</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(2,709)	(2,245)	(2,111)	(2,088)
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	1,008	461	2,313	2,473
<b>EBIT</b>	<b>10,613</b>	<b>9,531</b>	<b>10,823</b>	<b>11,216</b>
ดอกเบี้ยจ่าย	(5,297)	(4,872)	(4,489)	(4,082)
รายได้อื่นๆ	1,994	1,250	1,250	1,250
<b>EBT</b>	<b>5,316</b>	<b>4,659</b>	<b>6,334</b>	<b>7,134</b>
ภาษีเงินได้	(507)	(444)	(1,140)	(1,112)
<b>กำไรปกติ (บวกกลับค่าตัดจำหน่าย GLOW)</b>	<b>5,060</b>	<b>5,493</b>	<b>6,071</b>	<b>6,699</b>
กำไรขาดทุนจาก Fx	(404)	-	-	-
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	1,115	421	623	723
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>3,694</b>	<b>3,793</b>	<b>4,571</b>	<b>5,299</b>
การเติบโตของรายได้	-27.0%	-23.6%	-13.1%	-8.4%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	314.4%	2.7%	20.5%	15.9%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	11.1%	14.6%	15.6%	17.5%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	4.1%	5.5%	7.6%	9.7%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67
รายได้รวม	18,319	23,773	23,877	20,912
ต้นทุนขาย	(16,398)	(20,996)	(20,716)	(18,166)
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>1,921</b>	<b>2,776</b>	<b>3,161</b>	<b>2,746</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(969)	(509)	(509)	(534)
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	223	(12)	(24)	29
<b>EBIT</b>	<b>2,354</b>	<b>2,596</b>	<b>3,076</b>	<b>2,368</b>
ดอกเบี้ยจ่าย	(1,353)	(1,401)	(1,558)	(1,454)
รายได้อื่นๆ	1,077	337	440	385
<b>EBT</b>	<b>1,001</b>	<b>1,195</b>	<b>1,518</b>	<b>914</b>
ภาษีเงินได้	(134)	(135)	96	(12)
<b>กำไรปกติ</b>	<b>613</b>	<b>1,303</b>	<b>1,863</b>	<b>1,469</b>
กำไรขาดทุนจาก Fx	66	103	4	6
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	389	196	186	133
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>478</b>	<b>864</b>	<b>1,429</b>	<b>770</b>
การเติบโตของรายได้	-12.9%	29.8%	0.4%	-12.4%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-73.3%	80.9%	65.3%	-46.1%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	10.5%	11.7%	13.2%	13.1%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	2.6%	3.6%	6.0%	3.7%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
Current Ratio (เท่า)	1.1	0.9	0.8	0.9
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	5.8	6.7	6.6	6.8
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	6.9	5.8	6.2	6.3
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	8.9	7.1	5.8	5.9
Debt to Equity Ratio	1.4	1.3	1.3	1.2
Net Gearing ratio (%)	76.6%	75.1%	72.7%	65.9%
ROAA (%)	1.3%	1.4%	1.6%	1.9%
ROAE (%)	3.2%	3.2%	3.8%	4.3%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



## EQUITY TALK

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ GPSC

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
กำไรสำหรับปี	5,316	4,659	6,334	7,134
<b>รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด</b>				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	9,309	7,764	7,068	6,561
กำไร/ขาดทุนจาก FX ที่ไม่ได้รับรู้	(36)	-	-	-
อื่นๆ	9,096	4,656	6,332	7,132
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	4,714	1,023	845	422
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>23,160</b>	<b>13,444</b>	<b>14,244</b>	<b>14,115</b>
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	(38)	(41)
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(6,430)	(148)	(156)	(164)
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(7,620)	(11,011)	(11,294)	(4,988)
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(14,050)</b>	<b>(11,159)</b>	<b>(11,487)</b>	<b>(5,193)</b>
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(2,968)	(2,495)	(2,439)	(2,282)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
อื่นๆ	(5,533)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จ่ายปันผล	(1,692)	(2,087)	(2,143)	(2,720)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>(10,192)</b>	<b>(4,582)</b>	<b>(4,582)</b>	<b>(5,002)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>(1,082)</b>	<b>(2,297)</b>	<b>(1,825)</b>	<b>3,921</b>
งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	13,197	10,899	9,074	12,995
ลูกหนี้การค้า	10,886	9,659	8,392	7,687
สินค้าคงเหลือ	11,431	8,839	7,586	6,798
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	1,186	1,304	1,435	1,578
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ	92,799	94,142	96,368	92,696
ค่าความนิยม	36,090	36,090	36,090	36,090
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>281,703</b>	<b>278,455</b>	<b>278,844</b>	<b>280,238</b>
เจ้าหนี้การค้า	7,060	9,429	8,092	7,252
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	17,914	17,914	17,914	17,914
หนี้สินการเงินระยะสั้น	10,971	10,971	10,971	10,971
หนี้สินการเงินระยะยาว	98,736	96,241	93,801	91,520
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>164,178</b>	<b>158,802</b>	<b>156,139</b>	<b>154,232</b>
ทุนที่ชำระแล้ว	28,197	28,197	28,197	28,197
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	70,176	70,176	70,176	70,176
กำไรสะสม	25,007	26,714	29,142	31,721
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>117,525</b>	<b>119,653</b>	<b>122,704</b>	<b>126,006</b>
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>281,703</b>	<b>278,455</b>	<b>278,844</b>	<b>280,238</b>
สเปคิฟิเคชันในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
กำลังการผลิตไฟฟ้า (Equity MW)	6,486	6,805	7,055	7,305
อัตราแลกเปลี่ยน (USD/THB)	33	33	33	33
ราคาขายไฟฟ้าให้ EGAT (บาท/หน่วย)	4.5	4.1	4.1	3.9
ราคาขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรม (บาท/หน่วย)	4.1	4.2	4.2	4.0
ราคาขายไอน้ำเจเลีย (บาท/ตัน)	1,030	1,030	1,030	1,030
ราคาก๊าซธรรมชาติเจเลีย (บาท/MMBTU)	407	350	320	300

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส