

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 52.00

(From: Bt 55.00)

29 JUNE 2021

Upside : 24.6%

## B.Grimm Power Pcl (BGRIM TB)

## กลับสู่เส้นทางการเติบโต

เราคาดว่า BGRIM จะมีกำไรสุทธิสูงสุดใหม่ใน 2Q21F หลังจากอ่อนตัวลงใน 1Q21 และคาดว่าจะเข้าซื้อโรงไฟฟ้าใหม่ได้ใน 3Q21 หลังล่าช้ามานาน เรามองราคาหุ้นที่ลดลงมา 18% YTD เป็นโอกาสเข้า "ซื้อ" โดย BGRIM ยังคงเป็นหนึ่งในหุ้นที่เราชอบของกลุ่มฯ นอกเหนือมาจาก EA จากการมีแนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่งที่สุดเมื่อเทียบกับกลุ่มฯ



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

## คาดการณ์กำไรสูงสุดใหม่ใน 2Q21F

เราคาดว่า BGRIM จะมีกำไรสุทธิไตรมาสทำสถิติสูงสุดใหม่ใน 2Q21F ที่ 730 ลบ. เพิ่มขึ้น 10% y-y และ 17% q-q หลังจากที่ย่อตัวลงมาใน 1Q21 ที่มีกำไร 624 ลบ. (-7% y-y) โดยได้แรงหนุนจาก 1) ความต้องการไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นจากลูกค้าภาคอุตสาหกรรมในอุตสาหกรรมยานยนต์ สินค้าบริโภค และบรรจุภัณฑ์ จากการผลิตที่สูงขึ้น 2) การไฟฟ้าเวียดนาม (EVN) เริ่มเรียกซื้อไฟฟ้ามากขึ้นจากโครงการโซลาร์ฟาร์มของ BGRIM เนื่องจากปริมาณการใช้ไฟฟ้าของประเทศเริ่มฟื้นตัวจากระดับที่อ่อนแอใน 1Q21 ที่ปริมาณการซื้อจาก EVN นั้นต่ำกว่าที่โครงการผลิตได้จริงถึง 15% ซึ่งสองปัจจัยบวกกันจะช่วยลดผลกระทบจากต้นทุนราคาถ่านหินที่สูงขึ้น

## คาดการณ์ M&amp;A เข้ามาใน 3Q21F

เราเชื่อว่าสาเหตุหนึ่งที่ทำให้ราคาหุ้น BGRIM อ่อนตัวลง YTD คือความล่าช้าของการเข้าซื้อโรงไฟฟ้าใหม่มากกว่าหกเดือน แต่ตอนนี้บริษัทเชื่อมั่นว่าจะเข้าซื้อกิจการโรงไฟฟ้าก๊าซ SPP ในไทยได้ภายใน 3Q21 นี้ ซึ่งจะสามารถเพิ่มกำลังการผลิตให้ BGRIM ได้ 150-200MW ซึ่งเทียบเป็นการเติบโต 10% จากกำลังการผลิตเดิมที่ 1.9GW นอกจากนี้ BGRIM ยังตั้งเป้าจะได้สัญญาพัฒนาโรงไฟฟ้ากังหันลมในเกาหลีใต้และเวียดนามในปี นี้ ซึ่งจะมีกำลังการผลิตรวม 300MW โดยเรารวมกำลังการผลิตใหม่ทั้งสิ้น 500MW นี้ไว้ในราคาเป้าหมายของเราแล้ว 5.5 บาท/หุ้น

## แนวโน้มการเติบโตในระยะยาวยังแข็งแกร่ง

BGRIM เป็นหนึ่งใน Top Pick ของเราในกลุ่มโรงไฟฟ้า (อีกบริษัทหนึ่งคือ บมจ. พลังงานบริสุทธิ์, EA) เนื่องจากเรามองว่า BGRIM เป็นหุ้นที่มีแนวโน้มการเติบโตแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มฯ โดยมีปัจจัยหนุนจากแผนการเข้าซื้อกิจการในเชิงรุก และนโยบายการเปิดเสรีก๊าซธรรมชาติในประเทศไทย ซึ่งจะส่งผลให้ต้นทุนก๊าซของ BGRIM ซึ่งได้รับใบอนุญาตเป็นผู้นำเข้า LNG มาแล้วนั้นลดลง และมีโอกาสในการขยายกำลังการผลิตผ่านการสร้างโรงไฟฟ้าสำหรับองค์กร (B2B) ดูบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภค "การเปิดเสรีกิจการไฟฟ้า" - วันที่ 29 มกราคม 2021 สำหรับรายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับนโยบายนี้ นอกจากนี้ BGRIM มีความก้าวหน้าในการพัฒนาโรงไฟฟ้าก๊าซ 3.0GW ภายใต้กำลังการผลิตใหม่ในนโยบาย LNG-to-Power ของประเทศเวียดนาม

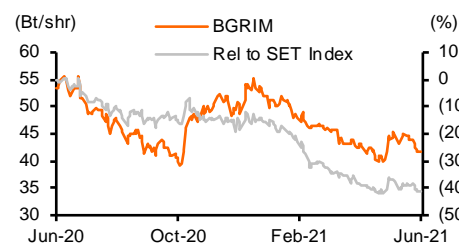
## คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 52 บาท

หลังราคาหุ้นปรับตัวลงมาแล้วถึง 18% YTD จากผลการเติบโตกำไรที่อ่อนตัวลงมาใน 1Q21 และความล่าช้าของการทำ M&A กว่าที่ตลาดคาด เราเชื่อว่าเป็นโอกาสที่ดีแล้วในการเข้าซื้อ BGRIM เนื่องจากเราคาดปัจจัยลบเหล่านั้นจะพลิกกลับเป็นบวก โดยกำไร 2Q21F จะเป็นสถิติสูงสุดใหม่ใน ขณะที่การเข้าซื้อกิจการน่าจะสรุปได้ใน 3Q21 เราจึงยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" BGRIM แม้จะปรับลดประมาณการกำไรลง 13-18% ในปี 2021-23F เพื่อสะท้อนความล่าช้ากว่าคาดของดีล M&A และราคาซื้อขายธรรมชาติที่ปรับตัวขึ้น เมื่อรวมกับการปรับมาใช้ฐาน 2022F ราคาเป้าหมายของเราถูกปรับลงเหลือ 52 บาท (จาก 55 บาท) ภายใต้สมมติฐานหลักว่ากำลังการผลิตของ BGRIM เพิ่มขึ้นจาก 1.9GW ณ สิ้นปี 2020 เป็น 2.8GW ในปี 2023F (ดู Exhibit 2 ประกอบ)

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	44,087	45,521	51,910	58,060
Net profit	2,175	2,751	3,433	4,661
Consensus NP	—	3,149	3,697	4,903
Diff frm cons (%)	—	(12.6)	(7.2)	(4.9)
Norm profit	2,670	2,751	3,433	4,661
Prev. Norm profit	—	3,209	3,947	5,648
Chg frm prev (%)	—	(14.3)	(13.0)	(17.5)
Norm EPS (Bt)	1.0	1.1	1.3	1.8
Norm EPS grw (%)	29.7	3.0	24.8	35.8
Norm PE (x)	40.8	39.6	31.7	23.4
EV/EBITDA (x)	13.0	14.4	13.4	10.8
P/BV (x)	4.0	3.8	3.5	3.3
Div yield (%)	1.1	1.3	1.6	2.1
ROE (%)	9.6	9.8	11.5	14.5
Net D/E (%)	149.5	191.9	219.8	188.9

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

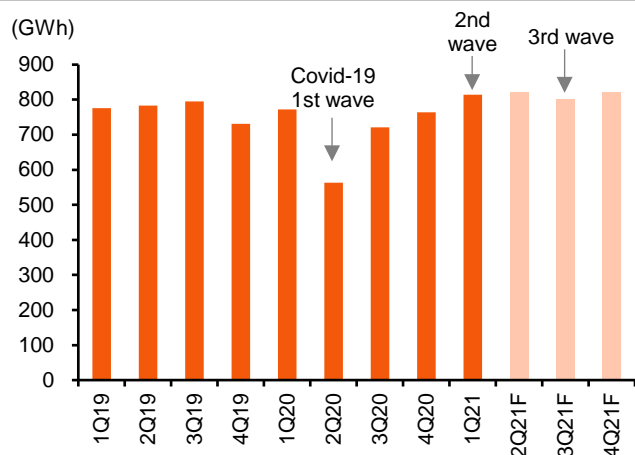
Price as of 29-Jun-21 (Bt)	41.75
Market Cap (US\$ m)	3,396.6
Listed Shares (m shares)	2,606.9
Free Float (%)	36.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	12.7
12M Price H/L (Bt)	56.00/39.25
Sector	Utilities
Major Shareholder	B.Grimm Group 38.43%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

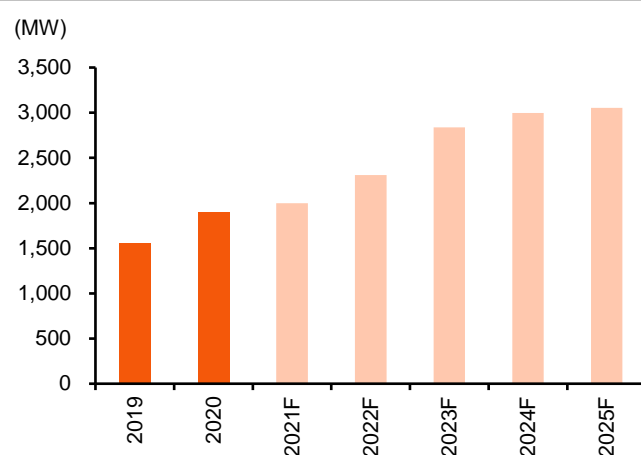
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

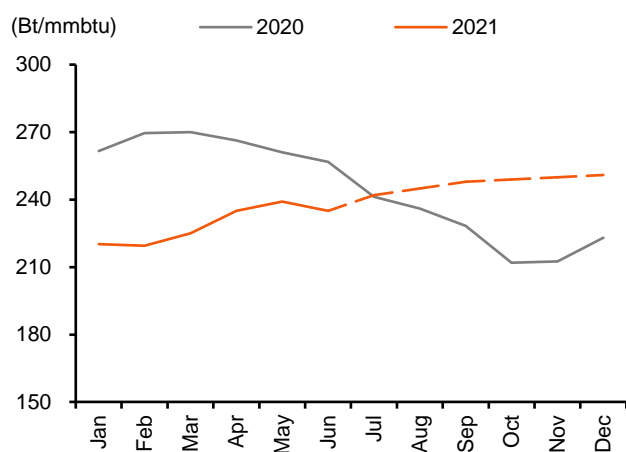


**Ex 1: Improving Power Demand From Industrial Clients**

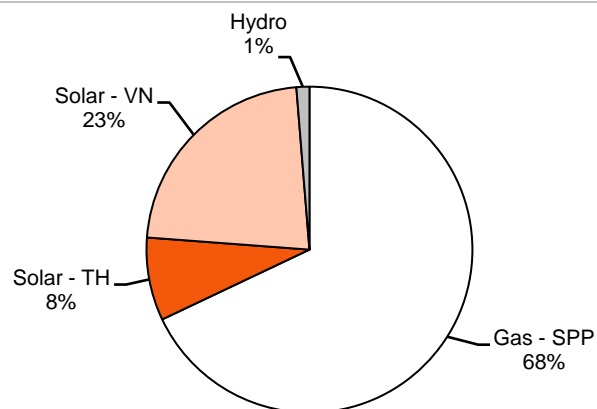
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: Capacity Expansion Is The Key Growth Driver**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Domestic Gas Price Gradually Picking Up**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: Capacity Breakdown By Type (1Q21)**

Source: Company data

**Ex 5: Our DCF-derived Sum-Of-The-Parts (SOTP) 12-month TP Calculation**

	Valuation method	WACC (%)	Value per BGRIM's share (Baht)
<b>Operating gas-fired SPP plants</b> (ABP, ABPR, BPLC, BPWHA, BIP, BPAM, ATP)	DCF	5.2 - 6.4%	17.4
<b>SPP replacement projects</b> (ABP1, ABP2, BPLC1, BPAM1, BPAM2)	DCF	5.9%	6.3
<b>Developing gas-fired power plants</b> (BGPR, U-Tapao airport, other IPS projects)	DCF	5.5 - 6.5%	3.0
<b>Renewables</b>			6.0
Solar - Thailand	DCF	6.0%	1.2
Solar - Vietnam	DCF	6.7%	2.5
Solar - Cambodia	DCF	7.1%	0.5
Wind - Thailand	DCF	6.0%	0.2
Hydro - Laos	DCF	6.7%	1.6
<b>Cash and parent company</b>			7.7
<b>Potential projects</b>			11.6
- Korea wind farms	DCF	10.0%	1.2
- Vietnam wind farms	DCF	10.0%	1.3
- Vietnam LNG	DCF	10.0%	4.5
- Thailand SPP (M&A)	DCF	7.2%	2.9
- Malaysia gas/solar plants (M&A)	DCF	7.0%	1.6
<b>Grand total</b>			52.0

Source: Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 6: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Datang International Power	991 HK	China	(4.0)	8.3	11.1	10.2	na	na	na	na	na	na
Huadian Power	1071 HK	China	(7.1)	32.8	7.2	5.4	0.4	0.4	8.2	7.7	7.8	9.0
Huaneng Power	600011 CH	China	(11.2)	15.2	10.0	8.6	0.7	0.7	8.3	7.5	3.9	4.5
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	9.7	2.2	12.8	12.6	1.0	1.0	39.9	39.0	5.4	5.5
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	12.6	11.2	7.5	6.7	0.5	0.5	9.0	8.1	7.5	8.0
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	16.7	11.7	5.1	4.6	0.5	0.5	5.6	5.1	7.7	8.7
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	6.8	4.6	16.1	15.4	1.6	1.6	10.5	10.1	4.1	4.2
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	5.1	2.3	15.6	15.2	1.2	1.2	77.0	77.1	5.9	5.9
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(4.0)	13.5	7.1	6.2	0.5	0.5	8.1	7.4	6.5	7.4
Tata Power	TPWR IN	India	17.6	20.9	25.5	21.1	1.8	1.8	10.5	10.2	1.2	1.2
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	11.1	2.6	11.6	11.3	1.0	1.0	6.7	6.6	5.3	5.4
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(68.4)	na	110.0	31.4	0.6	0.6	12.6	11.5	5.2	4.4
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	44.7	3.6	12.7	12.3	0.5	0.5	10.3	10.2	5.0	6.0
Manila Electric	MER PM	Philippines	14.8	(10.0)	13.0	14.4	3.5	3.2	8.4	9.1	5.1	5.1
Absolute Clean Energy *	ACE TB	Thailand	18.8	84.4	23.6	12.8	3.4	2.9	18.9	10.7	1.7	3.9
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(14.3)	3.4	19.5	18.9	1.4	1.3	16.0	17.0	2.4	2.4
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	3.0	24.8	39.6	31.7	3.8	3.5	14.4	13.4	1.3	1.6
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	10.2	12.4	15.1	13.4	1.3	1.2	216.2	162.6	4.0	4.5
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	401.7	5.8	23.4	22.2	1.8	1.8	15.6	16.1	1.7	2.3
EA Pcl*	EA TB	Thailand	15.3	32.6	37.7	28.4	6.9	5.9	22.5	17.3	0.8	1.1
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	22.6	9.6	8.1	7.4	0.8	0.7	15.8	13.8	3.9	4.1
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	18.1	7.9	23.0	21.4	1.9	1.8	14.0	13.3	2.6	2.8
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	42.7	21.1	60.3	49.7	5.4	5.1	49.2	41.6	1.0	1.2
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	34.5	22.0	22.5	18.4	3.3	3.0	19.9	17.8	2.2	2.7
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	26.6	5.7	9.6	9.1	1.0	1.0	15.4	14.6	6.2	6.6
SPCG Pcl*	SPCG TB	Thailand	(8.1)	(19.9)	7.5	9.3	1.1	1.0	4.7	4.8	6.0	4.8
TPC Power Holding *	TPCH TB	Thailand	52.4	23.3	12.7	10.3	1.5	1.3	9.3	7.9	2.4	2.9
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	47.9	24.5	14.1	11.3	1.3	1.3	31.3	26.8	4.3	5.3
<b>Average</b>			<b>25.6</b>	<b>13.9</b>	<b>20.8</b>	<b>15.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>25.1</b>	<b>21.8</b>	<b>4.1</b>	<b>4.5</b>

Sources: Bloomberg, \* Thanachart estimates

Based on 29 June 2021 closing prices

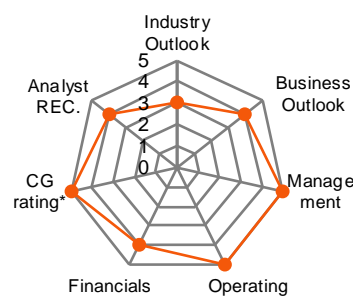
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

BGRIM ก่อตั้งขึ้นในปี 1993 เป็นบริษัทย่อยของ B.Grimm ซึ่งดำเนินธุรกิจไฟฟ้าในประเทศไทยมานานกว่า 140 ปี เป็นหนึ่งในผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็ก BGRIM จัดหาไฟฟ้าและไอน้ำสำหรับโครงข่ายไฟฟ้าแห่งชาติ และลูกค้าอุตสาหกรรมรายใหญ่เกือบ 200 รายในหลายนิคมอุตสาหกรรม และยังขยายธุรกิจไฟฟ้าไปยังเวียดนาม และลาว บริษัท มีกำลังการผลิตในมียรวม 1,944MW (สุทธิตามสัดส่วนการถือหุ้น) ณ ปี 2020 โดยมีเป้าหมายที่จะบรรลุ 5,000MW ภายในปี 2025

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



## Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; \* CG rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มีทีมวิศวกรที่มีทักษะและประสบการณ์ด้านธุรกิจไฟฟ้ามานานกว่า 20 ปี
- ได้รับประโยชน์ผ่านความสัมพันธ์ของกลุ่ม B.Grimm และพันธมิตรเชิงกลยุทธ์

## O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไฟฟ้าในประเทศเพื่อนบ้านและเอเชีย
- การเปิดเสรีของอุตสาหกรรมไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นเปิดโอกาสสำหรับธุรกิจใหม่ เช่น สมาร์ทกริด และการซื้อขายแบบ peer-to-peer

## W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มฯ แต่ยังคงต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด

## T — Threat

- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบจากธุรกิจในประเทศ

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	54.64	52.00	-5%
Net profit 21F (Bt m)	3,149	2,751	-13%
Net profit 22F (Bt m)	3,697	3,433	-7%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 5	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราต่ำกว่าตลาด 13% และ 7% เนื่องจากเรารวมผลกระทบทางลบจากการจำกัดการรับซื้อไฟฟ้า และต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นในประมาณการ
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตลาด 5%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกิจกรรมการผลิตในภาคอุตสาหกรรมฟื้นตัวช้ากว่าคาด และทำให้ความต้องการไฟฟ้าและไอน้ำจาก IU ชะลอตัวลงจะเป็น downside หลัก ต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- ความผันผวนของราคาก๊าซที่ต่างไปจากสมมติฐานของเราเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงที่สำคัญต่อการคาดการณ์กำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- ราคาค่าไฟฟ้าในประเทศที่ต่างไปจากสมมติฐานของเรา อาจเป็นความเสี่ยงเชิงลบต่อประมาณการของเรา
- การได้กำลังการผลิตใหม่ที่น้อยกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน จะเป็นอีกความเสี่ยงเชิงลบต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	44,132	44,087	45,521	51,910	58,060
Cost of sales	35,953	34,848	35,744	39,992	43,734
<b>Gross profit</b>	<b>8,179</b>	<b>9,239</b>	<b>9,776</b>	<b>11,918</b>	<b>14,326</b>
% gross margin	18.5%	21.0%	21.5%	23.0%	24.7%
Selling & administration expenses	1,740	2,008	1,960	2,261	2,463
<b>Operating profit</b>	<b>6,439</b>	<b>7,231</b>	<b>7,816</b>	<b>9,657</b>	<b>11,863</b>
% operating margin	14.6%	16.4%	17.2%	18.6%	20.4%
Depreciation & amortization	4,701	5,616	5,365	6,034	7,174
<b>EBITDA</b>	<b>11,140</b>	<b>12,847</b>	<b>13,181</b>	<b>15,691</b>	<b>19,037</b>
% EBITDA margin	25.2%	29.1%	29.0%	30.2%	32.8%
Non-operating income	289	251	259	295	330
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,001)	(3,056)	(3,347)	(3,966)	(4,447)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>3,728</b>	<b>4,426</b>	<b>4,728</b>	<b>5,986</b>	<b>7,746</b>
Income tax	235	233	473	599	775
<b>After-tax profit</b>	<b>3,493</b>	<b>4,193</b>	<b>4,255</b>	<b>5,387</b>	<b>6,972</b>
% net margin	7.9%	9.5%	9.3%	10.4%	12.0%
Shares in affiliates' Earnings	101	58	42	27	27
Minority interests	(1,535)	(1,581)	(1,546)	(1,982)	(2,338)
Extraordinary items	271	(495)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>2,331</b>	<b>2,175</b>	<b>2,751</b>	<b>3,433</b>	<b>4,661</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>2,059</b>	<b>2,670</b>	<b>2,751</b>	<b>3,433</b>	<b>4,661</b>
EPS (Bt)	0.9	0.8	1.1	1.3	1.8
Normalized EPS (Bt)	0.8	1.0	1.1	1.3	1.8

*Strong earnings growth  
from capacity expansion  
and recovering demand*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	33,493	29,879	21,432	22,747	24,003
Cash & cash equivalent	23,663	20,389	11,305	11,331	11,357
Account receivables	7,156	6,818	7,483	8,533	9,544
Inventories	969	1,033	979	1,096	1,198
Others	1,706	1,638	1,666	1,787	1,904
Investments & loans	1,667	1,086	935	783	632
Net fixed assets	72,132	80,300	105,532	129,751	129,776
Other assets	14,401	19,431	19,860	20,277	20,633
<b>Total assets</b>	<b>121,693</b>	<b>130,696</b>	<b>147,759</b>	<b>173,558</b>	<b>175,045</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	25,832	26,993	16,770	19,795	19,918
Account payables	18,254	5,641	5,876	6,574	7,189
Bank overdraft & ST loans	3,036	15,080	4,626	5,643	5,401
Current LT debt	4,139	5,705	5,713	6,970	6,670
Others current liabilities	403	567	555	608	658
<b>Total LT debt</b>	<b>55,596</b>	<b>58,361</b>	<b>82,177</b>	<b>100,254</b>	<b>95,942</b>
Others LT liabilities	1,588	6,038	6,485	7,315	8,015
<b>Total liabilities</b>	<b>83,016</b>	<b>91,392</b>	<b>105,432</b>	<b>127,363</b>	<b>123,875</b>
Minority interest	10,533	11,834	13,380	15,361	17,699
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214
Share premium	9,644	9,644	9,644	9,644	9,644
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	6,959	5,544	5,544	5,544	5,544
<b>Retained earnings</b>	<b>6,328</b>	<b>7,068</b>	<b>8,546</b>	<b>10,432</b>	<b>13,070</b>
Shareholders' equity	28,144	27,470	28,947	30,834	33,471
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>121,693</b>	<b>130,696</b>	<b>147,759</b>	<b>173,558</b>	<b>175,045</b>

*Sufficient gearing room  
to support investments  
for expansion*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	3,728	4,426	4,728	5,986	7,746
Tax paid	(235)	(233)	(473)	(599)	(775)
Depreciation & amortization	4,701	5,616	5,365	6,034	7,174
Chg In working capital	11,649	(12,339)	(376)	(468)	(498)
Chg In other CA & CL / minorities	2,746	(78)	3	(42)	(39)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>22,588</b>	<b>(2,609)</b>	<b>9,246</b>	<b>10,911</b>	<b>13,608</b>
Capex	(14,441)	(13,663)	(30,419)	(30,057)	(6,984)
Right of use	0	(1,256)	(200)	(200)	(150)
ST loans & investments	(700)	(16)	0	0	0
LT loans & investments	340	581	151	151	151
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(6,506)	498	41	415	278
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(21,307)</b>	<b>(13,856)</b>	<b>(30,427)</b>	<b>(29,690)</b>	<b>(6,704)</b>
Debt financing	1,177	16,040	13,370	20,351	(4,854)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(834)	(965)	(1,274)	(1,546)	(2,023)
Warrants & other surplus	7,395	(1,884)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>7,738</b>	<b>13,192</b>	<b>12,096</b>	<b>18,805</b>	<b>(6,877)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>8,147</b>	<b>(16,272)</b>	<b>(21,172)</b>	<b>(19,146)</b>	<b>6,624</b>

*We do not see the huge capex cycle as an issue for its financial health*

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	52.9	40.8	39.6	31.7	23.4
Normalized PE - at target price (x)	65.8	50.8	49.3	39.5	29.1
PE (x)	46.7	50.0	39.6	31.7	23.4
PE - at target price (x)	58.2	62.3	49.3	39.5	29.1
EV/EBITDA (x)	13.3	13.0	14.4	13.4	10.8
EV/EBITDA - at target price (x)	15.7	15.1	16.4	15.1	12.2
P/BV (x)	3.9	4.0	3.8	3.5	3.3
P/BV - at target price (x)	4.8	4.9	4.7	4.4	4.0
P/CFO (x)	4.8	(41.7)	11.8	10.0	8.0
Price/sales (x)	2.5	2.5	2.4	2.1	1.9
Dividend yield (%)	0.9	1.1	1.3	1.6	2.1
FCF Yield (%)	7.5	(15.0)	(19.5)	(17.6)	6.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.8	1.0	1.1	1.3	1.8
EPS	0.9	0.8	1.1	1.3	1.8
DPS	0.4	0.5	0.5	0.7	0.9
BV/share	10.8	10.5	11.1	11.8	12.8
CFO/share	8.7	(1.0)	3.5	4.2	5.2
FCF/share	3.1	(6.2)	(8.1)	(7.3)	2.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We see its premium valuation as justified by its strong growth outlook*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	20.6	(0.1)	3.3	14.0	11.8
Net profit (%)	22.0	(6.7)	26.5	24.8	35.8
EPS (%)	22.0	(6.7)	26.5	24.8	35.8
Normalized profit (%)	13.1	29.7	3.0	24.8	35.8
Normalized EPS (%)	13.1	29.7	3.0	24.8	35.8
Dividend payout ratio (%)	41.4	53.9	50.0	50.0	50.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	18.5	21.0	21.5	23.0	24.7
Operating margin (%)	14.6	16.4	17.2	18.6	20.4
EBITDA margin (%)	25.2	29.1	29.0	30.2	32.8
Net margin (%)	7.9	9.5	9.3	10.4	12.0
D/E (incl. minor) (x)	1.6	2.0	2.2	2.4	2.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.5	1.9	2.2	1.9
Interest coverage - EBIT (x)	2.1	2.4	2.3	2.4	2.7
Interest coverage - EBITDA (x)	3.7	4.2	3.9	4.0	4.3
ROA - using norm profit (%)	1.9	2.1	2.0	2.1	2.7
ROE - using norm profit (%)	8.7	9.6	9.8	11.5	14.5
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	14.7	15.1	15.1	18.0	21.7
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	15.2	17.0	17.7	19.2	21.0
- leverage (x)	4.7	4.5	4.9	5.4	5.4
- interest burden (%)	55.4	59.2	58.6	60.1	63.5
- tax burden (%)	93.7	94.7	90.0	90.0	90.0
WACC (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
ROIC (%)	9.1	10.2	8.2	7.9	8.1
NOPAT (Bt m)	6,033	6,850	7,035	8,691	10,677
invested capital (Bt m)	67,253	86,226	110,158	132,369	130,127

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Rising profitability on  
scale benefits and  
efficiency improvement*



## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 74 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, AOT16C2106A, BAM16C2110A, BAM16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2109A, BDMS16C2107A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, BPP16C2106A, CBG16C2109B, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2109A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KTC16C2110A, IVL16C2109A, KCE16C2106A, KTC16C2106A, MINT16C2109A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2109A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2108A, RS16C2109A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2109A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2109A, TASC16C2107A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BH, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EPG, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASCQ, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีส่วนได้ส่วนเสียกับ บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิลล์ แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันใต้แก่ นายสมเจตน์ หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกันใต้แก่ นางอศรินทร์ ไตรังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: \*\* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: \*\* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## Thanachart Research Team

### หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการกุล, CFA  
Tel: 662-779-9199  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบโต  
พัทธดนย์ บุญนาค  
Tel: 662-483-8298  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน  
สรัชดา ศรีทรง  
Tel: 662-779-9106  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน  
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA  
Tel: 662-779-9120  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน  
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล  
Tel: 662-483-8304  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี, กระดาษ  
จักร เรืองสินัญญา  
Tel: 662-779-9104  
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม  
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
Tel: 662-779-9109  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา  
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
Tel: 662-779-9112  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค  
ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
Tel: 662-779-9105  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ  
สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์  
Tel: 662-483-8303  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร  
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
Tel: 662-483-8296  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน  
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ  
Tel: 662-483-8297  
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม  
ศิริพร อรุณทัย  
Tel: 662-779-9113  
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค  
วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
Tel: 662-779-9123  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม  
ลาภินี ทิพย์มณฑล  
Tel: 662-779-9115  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล  
Tel: 662-779-9108  
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัตร  
Tel: 662-779-9117  
sunet.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล  
Tel: 662-779-9118  
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์  
Tel: 662-779-9116  
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์  
Tel: 662-779-9114  
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร  
Tel: 662-779-9198  
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team  
19 Floor, MBK Tower  
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330  
Tel: 662 -779-9119  
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th