

BUY (From: SELL)**TP: Bt 80.00**

(From: Bt 75.00)

18 MAY 2021

Change in Recommendation

Upside : 15.5%

Global Power Synergy (GPSC TB)

ถึงเวลาเข้าซื้อ

เราปรับคำแนะนำต่อ GPSC ขึ้นเป็น “ซื้อ” เนื่องจากเรามองว่าราคาหุ้นปัจจุบันนั้นสะท้อนเพียงมูลค่าของโครงการปัจจุบัน แต่เรามองเห็น upside ที่จะเกิดขึ้นจากการเร่งลงทุนในธุรกิจพลังงานหมุนเวียน และโอกาสการเติบโตของธุรกิจแบตเตอรี่ Li-ion เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 80 บาท หลังรวมมูลค่าของสองธุรกิจใหม่ในประมาณการ

ทิศทางการเติบโตที่ชัดเจน

เรามองว่าราคาหุ้น GPSC เริ่มน่าสนใจ หลังปรับลงมา 19% จากจุดสูงสุดของปีนี้ เราจึงปรับคำแนะนำเป็น “ซื้อ” (จาก ขาย) ที่ราคาเป้าหมายใหม่ 80 บาท (จาก 75 บาท) หลังเรารวมมูลค่าจาก 2 ธุรกิจใหม่ที่จะเป็นปัจจัยผลักดันการเติบโต ได้แก่ 1) หลังปรับโครงสร้างการถือหุ้นในกลุ่ม PTT เรามองว่า GPSC พร้อมแล้วที่จะเป็นแรงขับเคลื่อนการลงทุนสาธารณะเพื่อส่งเสริมคาร์บอนเครดิตให้กลุ่ม ด้วยการเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานทดแทน และ 2) ธุรกิจผลิตแบตเตอรี่ Li-ion ที่คาดว่าจะมีการเติบโตแบบ S-curve กำลังจะเริ่มขึ้น ซึ่งมีแรงหนุนจากการลงทุนในโรงงานแบตเตอรี่ของพันธมิตรในจีนอีกด้วย มูลค่าจากสองธุรกิจใหม่นี้ช่วยชดเชยปัจจัยลบจากการปรับลดประมาณการกำไรในระยะสั้นจากผลกระทบของต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูงขึ้น และสัดส่วนการถือหุ้นใน GRP ที่ลดลง

เป็นเรื่องด้านพลังงานทดแทนสำหรับกลุ่ม PTT

เราคาดว่า GPSC จะเข้าลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในเชิงรุกมากขึ้น หลังขายหุ้น 50% ในบริษัท โกลบอล รีนิวเอเบิล เพาเวอร์ จำกัด (GRP) ให้กับ บมจ.ปตท. (PTT, “ถือ”) เมื่อปลายปีที่ผ่านมาเพื่อเพิ่มความสามารถทางการเงินของ GRP เราใช้สมมติฐานว่า GRP จะเพิ่มกำลังการผลิตเป็น 4GW ได้ในปี 2031F (2GW ตามสัดส่วนการถือหุ้นของ GPSC) ซึ่งต่ำกว่าเป้าหมายของ GRP ที่ 7-8GW ซึ่งจะทำให้ GPSC มีกำลังการผลิตรวม 5.9GW ในปี 2031F ซึ่ง 41% มาจากพลังงานทดแทน เราประเมินมูลค่าจากการลงทุนนี้ต่อ GPSC ได้ที่ 5.2 บาท/หุ้น เป้าหมายระยะสั้นของ GRP คือโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์และลมในไต้หวัน และเวียดนาม และตั้งเป้าไปที่การเติบโตของตลาดพลังงานในเมียนมาร์ในช่วงถัดไป

มีพันธมิตรด้านแบตเตอรี่ที่แข็งแกร่ง

เรารวมมูลค่าจากธุรกิจแบตเตอรี่ Li-ion ที่ 6.1 บาท/หุ้น ในราคาเป้าหมายของเราภายใต้สมมติฐาน 1) โรงงานแบตเตอรี่ G-Cell (ถือหุ้น 100%) ของ GPSC ในไทยจะสามารถขยายกำลังการผลิตจาก 1GWh เป็น 8GWh ได้ในช่วงปี 2023-30F เพื่อรองรับการผลิตรถยนต์ไฟฟ้าสำหรับกลุ่ม PTT และพัฒนาระบบกักเก็บพลังงาน (ESS) สำหรับโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนของบริษัทฯเอง 2) โรงงานผลิตแบตเตอรี่ของ AXXIVA ในจีน (ถือหุ้น 11%) ขายกำลังการผลิตได้เป็น 4GWh ในปี 2025F (1GWh ในปี 2022F) โดยมีแรงหนุนจากการเติบโตของยอดขาย EV ของลูกค้าหลักคือกลุ่ม Chery Automobile เราคาดว่า การแบ่งประสบการณ์การผลิตจาก AXXIVA จะช่วยเร่งการพัฒนาโรงงาน G-Cell ให้เร็วขึ้น และช่วยเพิ่มโอกาสในการเติบโตให้กับ GPSC หาก Chery ตัดสินใจรุกตลาด EV ในไทย

ปรับประมาณการกำไร

เราปรับลดประมาณการกำไรของ GPSC ลง 3% ต่อปี ในปี 2021-22F เนื่องจาก 1) ผลกระทบจากราคาถ่านหินและก๊าซที่สูงขึ้นที่มีต่ออัตรากำไรจากการขายไฟฟ้าให้กับผู้ใช้ในภาคอุตสาหกรรม (20% ของกำลังการผลิตรวม) และ 2) การรับรู้กำไรที่ลดลงจากโซลาร์ฟาร์ม 45MW ภายใต้ GRP หลังขายหุ้น 50% ใน GRP ให้ PTT โดยแม้หลังปรับลดกำไร เรายังคงคาดว่า GPSC จะมีกำไรต่อหุ้นเติบโตเฉลี่ยที่ 14% ในปี 2021-23F โดยได้แรงหนุนจากความต้องการไฟฟ้าที่ฟื้นตัว และต้นทุนดอกเบี้ยที่ลดลง

**NUTTAPOP PRASITSUKSANT**

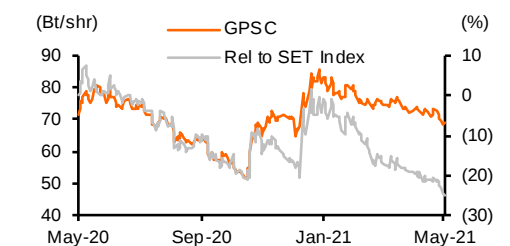
662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	69,578	74,269	70,150	77,476
Net profit	7,508	8,870	9,573	11,116
Consensus NP	—	8,562	8,961	9,442
Diff frm cons (%)	—	3.6	6.8	17.7
Norm profit	7,509	8,870	9,573	11,116
Prev. Norm profit	—	9,171	9,884	10,165
Chg frm prev (%)	—	(3.3)	(3.2)	9.4
Norm EPS (Bt)	2.7	3.1	3.4	3.9
Norm EPS grw (%)	50.3	18.1	7.9	16.1
Norm PE (x)	26.0	22.0	20.4	17.6
EV/EBITDA (x)	14.5	13.5	12.9	12.2
P/BV (x)	1.9	1.8	1.8	1.7
Div yield (%)	2.2	2.7	2.9	3.4
ROE (%)	7.4	8.5	8.8	9.8
Net D/E (%)	84.0	75.1	68.3	78.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

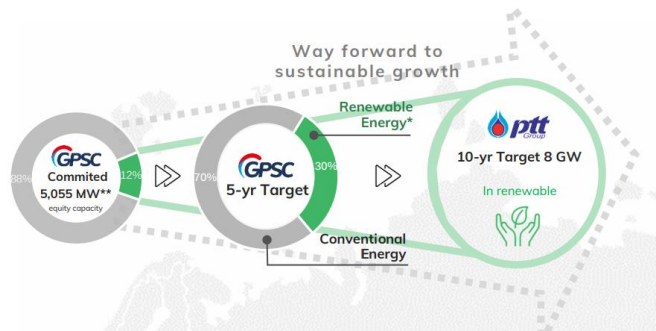
Price as of 18-May-21 (Bt)	69.25
Market Cap (US\$ m)	6,205.4
Listed Shares (m shares)	2,819.7
Free Float (%)	24.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	28.9
12M Price H/L (Bt)	85.75/51.75
Sector	Utilities
Major Shareholder	PTT Group 75.23%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: PTT Group Targets 8GW Of Renewable Capacity



Source: Company data

Ex 2: Li-ion Battery Business Based On 24M's Technology



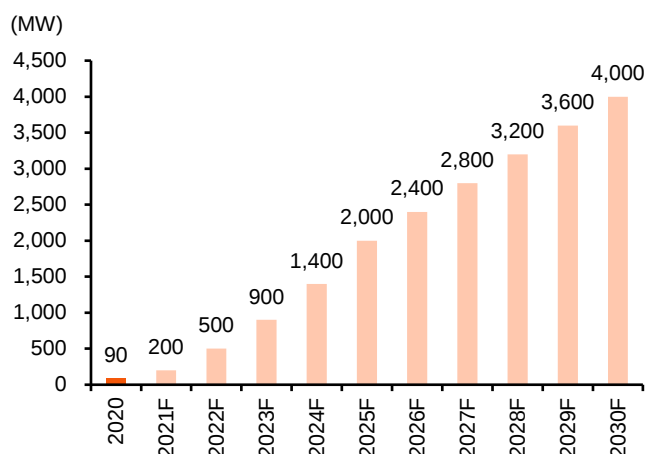
Source: Company data

Ex 3: Breakdown Of Our 2021F SOTP Valuation

	Method	WACC	Bt/share
Power plants under subsidiaries (-IPPs, 6SPPs, 1 hydropower, 5 solar farms)	DCF	6.4%	56.5
Projects invested in with associates (1IPP, 2SPPs, 2 hydropower, TSR, GRP)	DCF	4.8 - 7.1%	12.3
Li-ion battery business (G-Cell, AXXIVA)	DCF	8.0%	6.1
Potential renewable projects under GRP	DCF	10.0%	5.2
Total			80.0

Source: Thanachart estimates

Ex 4: Our Assumed Capacity Expansion Pace For GRP



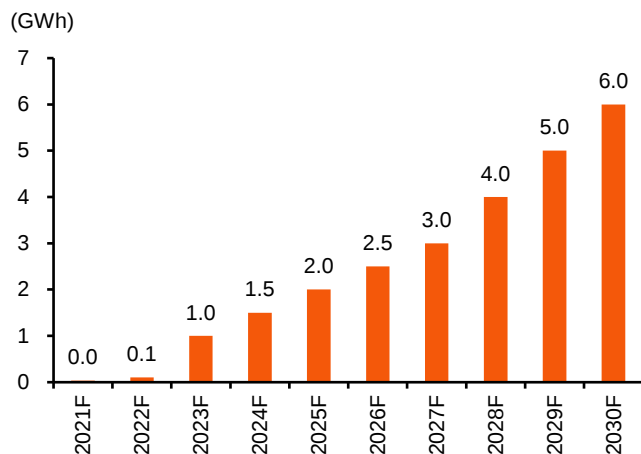
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Current Capacity Under GRP

Project	Location	Type	Equity capacity (MW)
TH - Solar adders	Thailand	Solar	3.6
TH - Solar FIT Bt5.66/kWh	Thailand	Solar	35.9
Sheng Yang Energy	Taiwan	Solar	50.2
Total equity capacity			89.7

Source: Company data

Ex 6: Our G-Cell Plant Capacity Assumptions



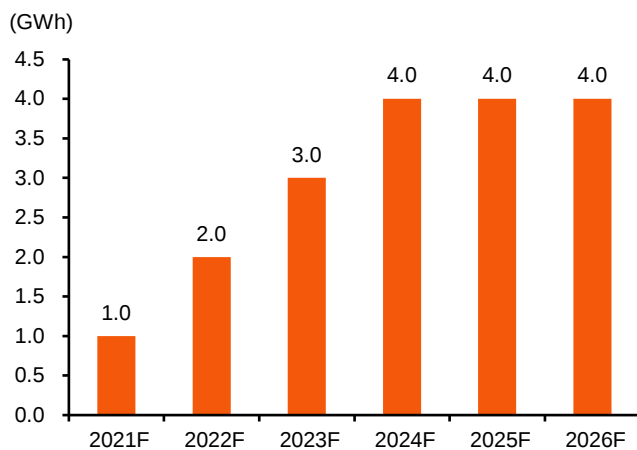
Source: Thanachart estimates

Ex 7: Construction Of G-Cell Pilot Plant Near Completion



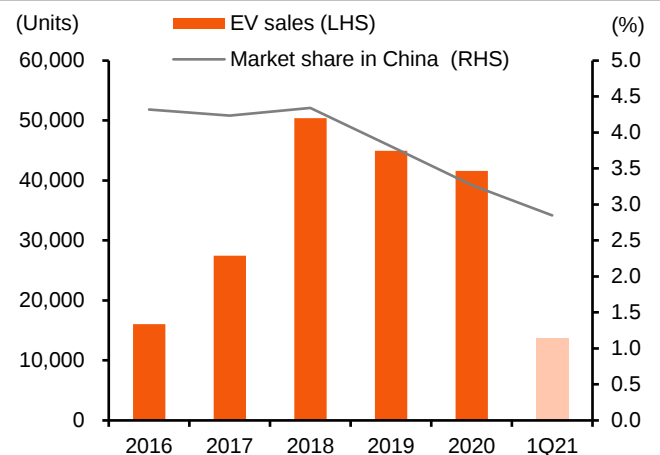
Source: Company data

Ex 8: AXXIVA's Battery Plant Capacity Assumptions



Source: Thanachart estimates

Ex 9: Chery's EV Sales



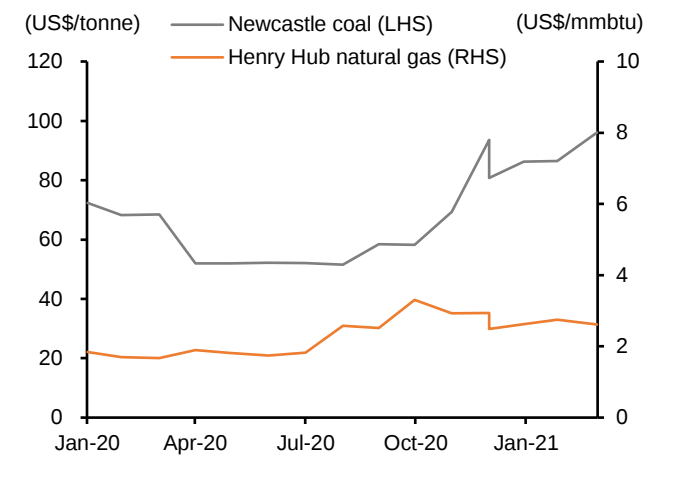
Source: Carsalesbase.com

Ex 10: Chery's Models Cover The Full Range Of The Electric Passenger Car Market



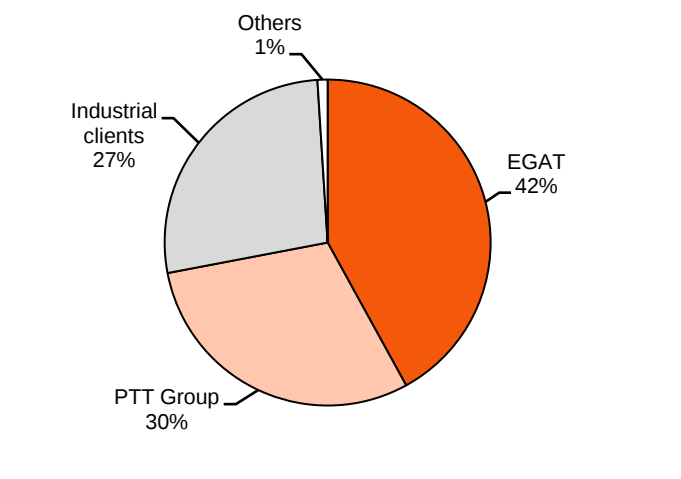
Source: Chery Automobile

Ex 11: Coal And Gas Prices



Sources: Bloomberg

Ex 12: GPSC’s Revenue Breakdown (2020)



Source: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Our 12-month DCF-derived Valuation Plus Potential Capacity

(Bt m)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	20,792	21,465	24,062	25,441	23,817	23,024	23,199	23,185	22,953	21,814	21,572	20,996	—
Free cash flow	12,021	7,698	(7,466)	10,924	19,405	18,897	18,563	18,555	18,583	17,685	17,294	16,591	344,046
PV of free cash flow	11,988	6,852	(6,269)	8,652	14,499	12,980	11,977	11,243	10,577	9,455	8,685	7,431	154,103
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.9												
WACC (%)	6.0												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	262,173												
Net debt (2020)	93,943												
Minority interest	8,966												
Equity value	159,264												
# of shares (m)	2,820												
Valuation/share (Bt)	56.5												

	Valuation method	WACC	Equity value (Bt m)	Value per share (Bt)
Plus associates				
BIC	DCF	5.1%	2,223	0.8
TSR/SSE	DCF	6.4%	1,717	0.6
NNEG	DCF	4.9%	6,255	2.2
GRP	DCF	7.1%	2,672	0.9
NL1PC	DCF	6.0%	2,101	0.7
RPCL	DCF	4.8%	155	0.1
XPCL	DCF	5.2%	19,498	6.9
Total			34,622	12.3
Plus potential				
24M Li-ion battery	DCF	8.0%	17,073	6.1
Renewable projects	DCF	10.0%	14,628	5.2
Total			31,701	11.2
Grand total				80.0

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 14: 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	22.4	17.6	7.9	6.7	0.5	0.5	8.7	8.3	8.6	9.8
Huadian Power	1071 HK	China	10.0	6.4	5.8	5.4	0.4	0.4	8.1	7.8	8.1	8.6
Huaneng Power	600011 CH	China	(7.1)	17.9	9.4	8.0	0.7	0.7	8.3	7.5	4.6	5.2
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	9.7	2.1	13.2	13.0	1.0	1.0	40.8	39.9	5.2	5.3
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	7.6	14.1	8.5	7.5	0.5	0.5	9.4	8.2	6.4	6.8
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	17.6	12.9	5.0	4.4	0.5	0.5	5.6	5.1	7.9	8.8
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	7.0	4.2	16.5	15.8	1.7	1.6	10.8	10.1	4.0	4.1
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	5.5	1.9	15.4	15.2	1.2	1.2	73.7	73.8	5.9	5.9
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(3.3)	17.3	6.5	5.5	0.4	0.4	8.0	7.4	7.3	8.0
Tata Power	TPWR IN	India	17.6	26.3	21.8	17.3	1.5	1.5	9.2	8.8	1.4	1.4
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	10.2	4.1	11.8	11.4	1.0	1.0	6.8	6.7	5.4	5.6
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(73.7)	na	142.0	32.3	0.6	0.6	12.5	11.3	4.8	4.9
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	34.2	9.8	13.8	12.6	0.5	0.5	10.3	10.2	4.3	5.5
Manila Electric	MER PM	Philippines	11.3	(2.5)	13.3	13.7	3.3	3.1	8.1	8.1	5.0	5.2
Absolute Clean Energy *	ACE TB	Thailand	18.8	84.4	23.4	12.7	3.3	2.9	18.8	10.7	1.7	3.9
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(14.3)	3.4	20.2	19.6	1.4	1.4	16.4	17.4	2.3	2.3
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	20.2	23.0	33.1	26.9	3.6	3.4	14.2	12.9	1.5	1.9
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	10.2	12.4	14.5	12.9	1.3	1.2	208.9	157.3	4.1	4.6
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	401.7	5.8	22.6	21.4	1.8	1.7	15.2	15.7	1.8	2.3
EA Pcl*	EA TB	Thailand	15.3	32.6	37.1	28.0	6.8	5.8	22.2	17.1	0.8	1.1
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	22.6	9.6	8.1	7.4	0.8	0.7	15.9	13.9	3.9	4.1
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	18.1	7.9	22.0	20.4	1.8	1.8	13.5	12.9	2.7	2.9
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	42.7	21.1	57.6	47.6	5.1	4.9	47.6	40.4	1.0	1.3
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	34.5	22.0	17.7	14.5	2.6	2.3	16.9	15.0	2.8	3.5
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	26.6	5.7	10.5	9.9	1.1	1.1	16.3	15.6	5.7	6.1
SPCG Pcl*	SPCG TB	Thailand	(8.1)	(19.9)	7.5	9.4	1.1	1.0	4.8	4.9	6.0	4.8
TPC Power Holding *	TPCH TB	Thailand	127.3	1.2	9.2	9.1	1.4	1.3	6.0	5.2	1.6	1.6
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
Average			29.7	13.6	21.0	15.0	1.7	1.6	23.9	20.7	4.3	4.7

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 18 May 2021 closing prices

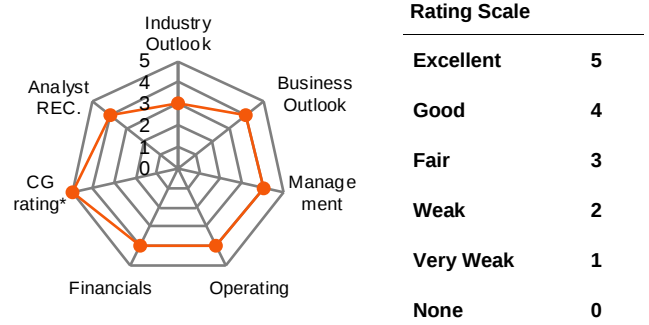
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี (GPSC) เกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการระหว่าง PTTUT และ IPT ในเดือนมกราคม 2013 โดยเป็นบริษัทผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าแกนนำของกลุ่ม PTT GPSC ผลิตและจำหน่ายไฟฟ้า ไอ้ น้ำ และน้ำเพื่อการอุตสาหกรรม (Processed Water) GPSC ให้บริการลูกค้าในประเทศไทย ก่อนการเข้าซื้อกิจการของ GLOW ในเดือนมีนาคม 2019 บริษัทฯ มีกำลังการผลิตไฟฟ้าในมือ 2.2GW ไอ้ น้ำ 1,760 ตันต่อชั่วโมง และน้ำเย็นและน้ำปราศจากแร่ 12,000 และ 2,080 ลูกบาศก์เมตรต่อชั่วโมง

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เติบโตตามการขยายตัวของกลุ่ม PTT ในอนาคต
- เข้าถึงต้นทุนทางการเงินในระดับต่ำ ด้วยเป็นบริษัทในเครือ PTT
- ฐานะการเงินแข็งแกร่ง ซึ่งทำให้มีความสามารถ และมีความยืดหยุ่นในการลงทุนใหม่
-

O — Opportunity

- ขยายธุรกิจไปยังประเทศเพื่อนบ้าน
- การทำ M&A ในธุรกิจพลังงานทดแทนในประเทศ

W — Weakness

- ไม่มีประสบการณ์โดยตรงในการลงทุนในต่างประเทศ
- เข้าลงทุนในกลุ่มพลังงานทดแทนช้า

T — Threat

- ปริมาณไฟฟ้าสำรองที่อยู่ในระดับสูงของชาติ และดูเหมือนว่าแผนการผลิตไฟฟ้าเองของ EGAT จะยาวนานไปกว่าที่ตลาดคาดไว้ก่อนหน้านี้

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	86.32	80.00	-7%
Net profit 21F (Bt m)	8,562	8,870	4%
Net profit 22F (Bt m)	8,961	9,573	7%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 6	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสูงกว่าตลาดคาด 4-7% เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่ออัตราการฟื้นตัวของความต้องการไฟฟ้าหลังโควิด-19
- แต่ราคาเป้าหมายเราต่ำกว่าตลาด 7% เนื่องจากเราให้สมมติที่ระมัดระวังต่อศักยภาพในการเติบโตของธุรกิจใหม่ของ GPSC

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากอัตราการลงทุนและอัตราผลตอบแทนจากการเข้าซื้อสินทรัพย์เร็ว และสูงกว่าสมมติฐานของเรา จะเป็น upside risk ที่สำคัญต่อประมาณการของเรา
- ราคาถ่านหินและก๊าซที่ลดลง ซึ่งเป็นต้นทุนเชื้อเพลิงหลักของ GPSC ถือเป็นอีกหนึ่ง upside risk ต่อคาดการณ์ของเรา
- หากอัตราค่าไฟฟ้า (Ft) สูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบันจะเป็นความเสี่ยงเชิงบวกอีกประการหนึ่ง

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Decent earnings growth
from new capacity and
cost-saving measures

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	66,562	69,578	74,269	70,150	77,476
Cost of sales	55,063	56,448	60,212	55,725	60,671
Gross profit	11,499	13,129	14,057	14,425	16,806
% gross margin	17.3%	18.9%	18.9%	20.6%	21.7%
Selling & administration expenses	2,184	1,951	2,049	2,110	2,152
Operating profit	9,315	11,178	12,008	12,315	14,653
% operating margin	14.0%	16.1%	16.2%	17.6%	18.9%
Depreciation & amortization	7,079	8,706	8,945	9,335	9,610
EBITDA	16,394	19,885	20,953	21,649	24,264
% EBITDA margin	24.6%	28.6%	28.2%	30.9%	31.3%
Non-operating income	918	1,405	1,414	1,358	1,474
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(5,140)	(4,024)	(3,841)	(3,604)	(3,963)
Pre-tax profit	5,094	8,560	9,581	10,069	12,164
Income tax	247	993	1,150	1,259	1,581
After-tax profit	4,846	7,567	8,432	8,810	10,583
% net margin	7.3%	10.9%	11.4%	12.6%	13.7%
Shares in affiliates' Earnings	837	924	1,533	1,906	1,907
Minority interests	(1,940)	(982)	(1,094)	(1,144)	(1,374)
Extraordinary items	317	(1)	0	0	0
NET PROFIT	4,061	7,508	8,870	9,573	11,116
Normalized profit	3,743	7,509	8,870	9,573	11,116
EPS (Bt)	1.9	2.7	3.1	3.4	3.9
Normalized EPS (Bt)	1.8	2.7	3.1	3.4	3.9

BALANCE SHEET

Healthy balance sheet for
major investment plans
ahead

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	38,919	43,454	44,625	43,175	45,421
Cash & cash equivalent	19,804	20,289	20,000	20,000	20,000
Account receivables	10,084	9,084	10,174	9,610	10,613
Inventories	6,724	6,253	6,599	6,107	6,649
Others	2,308	7,828	7,852	7,458	8,159
Investments & loans	17,381	17,376	17,376	17,376	17,376
Net fixed assets	101,272	99,978	99,937	105,688	127,136
Other assets	94,445	95,849	95,326	90,578	93,476
Total assets	252,017	256,657	257,264	256,817	283,410
LIABILITIES:					
Current liabilities:	36,748	22,063	18,277	17,566	19,610
Account payables	8,133	6,746	7,423	6,870	7,480
Bank overdraft & ST loans	19,253	0	4,317	4,141	4,845
Current LT debt	7,479	11,993	3,626	3,479	4,070
Others current liabilities	1,884	3,324	2,910	3,076	3,215
Total LT debt	89,731	102,239	99,987	95,914	112,216
Others LT liabilities	15,362	20,488	21,943	21,096	23,061
Total liabilities	141,841	144,790	140,208	134,577	154,887
Minority interest	9,283	8,966	10,060	11,204	12,578
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	28,197	28,197	28,197	28,197	28,197
Share premium	70,176	70,176	70,176	70,176	70,176
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(16,234)	(17,563)	(17,563)	(17,563)	(17,563)
Retained earnings	18,753	22,091	26,185	30,225	35,134
Shareholders' equity	100,893	102,901	106,996	111,036	115,945
Liabilities & equity	252,017	256,657	257,264	256,817	283,410

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	5,094	8,560	9,581	10,069	12,164
Tax paid	(247)	(993)	(1,150)	(1,259)	(1,581)
Depreciation & amortization	7,079	8,706	8,945	9,335	9,610
Chg In working capital	(7,406)	83	(757)	503	(936)
Chg In other CA & CL / minorities	10,382	(4,348)	671	2,466	1,222
Cash flow from operations	14,901	12,008	17,290	21,113	20,480
Capex	(79,815)	(7,236)	(6,573)	(12,731)	(28,688)
Right of use	0	(2,973)	(500)	(400)	(300)
ST loans & investments	(405)	(68)	424	0	0
LT loans & investments	(1,341)	5	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(75,170)	6,476	148	1,947	(2,882)
Cash flow from investments	(156,731)	(3,795)	(6,501)	(11,184)	(31,870)
Debt financing	98,784	(2,229)	(6,301)	(4,397)	17,597
Capital increase	73,905	0	0	0	0
Dividends paid	(2,630)	(3,666)	(4,776)	(5,533)	(6,207)
Warrants & other surplus	(14,435)	(1,834)	0	0	0
Cash flow from financing	155,624	(7,729)	(11,077)	(9,930)	11,390
Free cash flow	(64,914)	4,773	10,717	8,382	(8,208)

Strong cash flow streams from domestic IPP and SPP power plants

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	39.1	26.0	22.0	20.4	17.6
Normalized PE - at target price (x)	45.1	30.0	25.4	23.6	20.3
PE (x)	36.0	26.0	22.0	20.4	17.6
PE - at target price (x)	41.6	30.0	25.4	23.6	20.3
EV/EBITDA (x)	14.8	14.5	13.5	12.9	12.2
EV/EBITDA - at target price (x)	16.2	16.1	15.0	14.3	13.5
P/BV (x)	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7
P/BV - at target price (x)	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9
P/CFO (x)	9.8	16.3	11.3	9.2	9.5
Price/sales (x)	2.9	2.8	2.6	2.8	2.5
Dividend yield (%)	1.9	2.2	2.7	2.9	3.4
FCF Yield (%)	(44.4)	2.4	5.5	4.3	(4.2)
(Bt)					
Normalized EPS	1.8	2.7	3.1	3.4	3.9
EPS	1.9	2.7	3.1	3.4	3.9
DPS	1.3	1.5	1.9	2.0	2.4
BV/share	35.8	36.5	37.9	39.4	41.1
CFO/share	7.1	4.3	6.1	7.5	7.3
FCF/share	(30.7)	1.7	3.8	3.0	(2.9)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation looks more attractive after 19% share price fall from this year's peak

FINANCIAL RATIOS

Rising profitability from synergy benefits with GLOW and higher renewables mix

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	167.5	4.5	6.7	(5.5)	10.4
Net profit (%)	20.9	84.9	18.1	7.9	16.1
EPS (%)	1.5	38.5	18.1	7.9	16.1
Normalized profit (%)	11.0	100.6	18.1	7.9	16.1
Normalized EPS (%)	(6.8)	50.3	18.1	7.9	16.1
Dividend payout ratio (%)	90.3	56.3	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	17.3	18.9	18.9	20.6	21.7
Operating margin (%)	14.0	16.1	16.2	17.6	18.9
EBITDA margin (%)	24.6	28.6	28.2	30.9	31.3
Net margin (%)	7.3	10.9	11.4	12.6	13.7
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	1.8	2.8	3.1	3.4	3.7
Interest coverage - EBITDA (x)	3.2	4.9	5.5	6.0	6.1
ROA - using norm profit (%)	2.4	3.0	3.5	3.7	4.1
ROE - using norm profit (%)	5.3	7.4	8.5	8.8	9.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	6.9	7.4	8.0	8.1	9.3
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	15.4	18.1	18.1	19.5	20.8
- leverage (x)	2.2	2.5	2.4	2.4	2.4
- interest burden (%)	49.8	68.0	71.4	73.6	75.4
- tax burden (%)	95.1	88.4	88.0	87.5	87.0
WACC (%)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
ROIC (%)	17.1	5.0	5.4	5.5	6.6
NOPAT (Bt m)	8,863	9,882	10,567	10,775	12,748
invested capital (Bt m)	197,552	196,845	194,927	194,570	217,076

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ 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 69 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2105A, ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AEON16C2105A, AOT16C2106A, BAM16C2107A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2107A, BGR16C2105A, BPP16C2106A, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, GLOB16C2105A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2105A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KCE16C2106A, KKP16C2105A, KTC16C2105A, KTC16C2106A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PRM16C2105A, PTG16C2105A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2105A, PTTE16C2105A, PTTG16C2108A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2105A, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2107A, TISC16C2105A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, DELTA, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASCO, TISCO, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ราชธานีลิซซิ่ง 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ห่มศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ออกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ออกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ 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, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา สรทรง

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

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, สินค้า, Property Fund, REITs, บ้านเช่า

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณภัย

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

มณฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลศล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัตร

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุกษสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@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