

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 54.00

(From: Bt 52.00)

2 SEPTEMBER 2021

Upside : 18.0%

B.Grimm Power Pcl (BGRIM TB)

มีศักยภาพในการเติบโตอีกมาก

BGRIM เป็นหนึ่งในหุ้น Top Picks ของเราในกลุ่มโรงไฟฟ้า เนื่องจากมีศักยภาพในการเติบโตสูงที่สุดเทียบกับหุ้นในกลุ่มฯ นอกจากนี้ EPS ที่เราคาดเติบโตถึง 23% ต่อปี ในปี 2022-23F บริษัทยังมีเป้าเพิ่มกำลังการผลิตขึ้นเป็นสองเท่าในสามปี ทำให้แนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่งยังต่อเนื่อง

NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

เป็น Top Pick ในกลุ่มฯของเรา

นอกเหนือจากบมจ. พลังงานบริสุทธิ์ (EA) แล้ว BGRIM เป็นอีกหนึ่งใน Top Pick ของเราในกลุ่มสาธารณูปโภค เนื่องจาก 1) เรามองว่า BGRIM มีศักยภาพในการเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มโรงไฟฟ้า ด้วยมีเป้าหมายเพิ่มกำลังการผลิต 2.7GW (เทียบกับกำลังการผลิตเดิมที่ 2.0GW) ในสามปี 2) เราคาดกำไรเติบโต 25% และ 21% ในปี 2022-23F จากปริมาณขายให้กับลูกค้าอุตสาหกรรม (IUs) ที่เพิ่มขึ้น และกำลังการผลิตใหม่ โดยประมาณการกำไรของเรารวมกำไรจากโครงการที่คาดว่าจะได้มาใหม่เพียง 400MW (จากเป้าหมาย 2.7GW) 3) ราคาหุ้นปรับตัวลงมาแล้ว 16% YTD ซึ่งน่าจะสะท้อนผลจากอัตราค่าไฟของ SPP ที่จะอ่อนแอในระยะสั้นแล้ว ในขณะที่เรามองว่าแนวโน้มการเติบโตระยะยาวยังคงเดิม เราปรับประมาณการกำไรปี 2021-22F ขึ้น 5% เพื่อสะท้อนการเติบโตของยอดขาย IU ที่ดีกว่าคาดซึ่งช่วยชดเชยผลลบจากต้นทุนราคาก๊าซที่สูงขึ้น ดังนั้นราคาเป้าหมาย (ปี 2022F) ของเราจึงถูกปรับขึ้นเป็น 54 บาท

ตั้งเป้าขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง

BGRIM ตั้งงบลงทุน 2.5-3.0 แสนลบ. เพื่อเพิ่มกำลังการผลิตเป็น 10GW ภายในปี 2030 จาก 3.1GW ในปัจจุบัน โดยมีเป้าหมายในการหาสัญญาการผลิตเพิ่มเติม 2.7GW ซึ่งจะมาจากทั้งการทำ M&As และการลงทุนในโครงการใหม่ในช่วงสามปีนี้ (Exhibit 1) เรารวมมูลค่าจากการโอกาสเข้าลงทุนในโครงการใหม่เหล่านี้ไว้ในราคาเป้าหมายแล้ว 10.1 บาท/หุ้น แต่รวมเพียงบางส่วนของโครงการใหม่ในประมาณการกำไร เนื่องจากกรอบเวลาการลงทุนที่ยังไม่แน่นอน BGRIM ไม่คาดว่าจะต้องเพิ่มทุนเพื่อลงทุนในโครงการเหล่านี้ เพราะน่าจะเป็นการทยอยลงทุน ดังนั้นกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและความสามารถในการก่อหนี้จะเพียงพอต่อการลงทุน อีกทั้งยังมีทางเลือกในการนำโรงไฟฟ้าในเวียดนามเข้าจดทะเบียน

การใช้พลังงานพื้นตัวแข็งแกร่ง

ปัจจัยหลักที่หนุนการคาดการณ์การเติบโตกำไรของเราที่ 25% และ 21% ในปี 2022-23F มาจากปริมาณขายไฟฟ้าให้กลุ่มลูกค้า IU ที่เราคาดเติบโตปีละ 15% (จาก 14% ในปี 2021F) จากการฟื้นตัวของความต้องการไฟฟ้าจากภาคอุตสาหกรรม ฐานลูกค้าที่เพิ่มขึ้น และการเริ่มดำเนินการของโรงไฟฟ้าใหม่ที่อยู่ระหว่างก่อสร้าง โดยยอดขายที่ดีนี้จะชดเชยผลกระทบจากต้นทุนราคาก๊าซที่สูงขึ้นใน 1H22F ได้ เราคาดการประหยัดต้นทุนจากการนำเข้า LNG จะเริ่มสะท้อนให้เห็นในกำไรของปี 2022F เป็นต้นไป

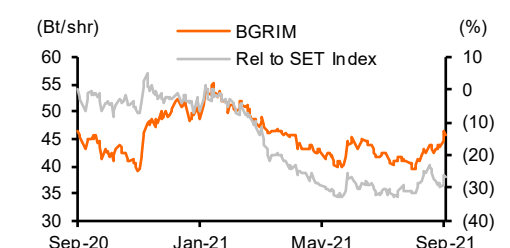
การนำเข้า LNG ปลอดภัยการเติบโต

BGRIM มีโควตานำเข้า LNG 1.2 ล้านตันต่อปี เทียบเท่า 25% ของปริมาณก๊าซที่ใช้ในโรงไฟฟ้า สัดส่วนการนำเข้าที่ยังต่ำในขั้นตอนนี้นั้นเนื่องจาก BGRIM ยังมีสัญญาซื้อขายก๊าซระยะยาวกับกลุ่ม ปตท. อยู่ เราคาดว่าจะการนำเข้าจะเริ่มขึ้นได้ใน 1H22F และทยอยเพิ่มปริมาณขึ้น ซึ่งการนำเข้า LNG นี้ไม่เพียงช่วยลดต้นทุนก๊าซสำหรับโรงไฟฟ้าเดิม แต่ยังทำให้ BGRIM มีศักยภาพในการพัฒนาโรงไฟฟ้าสำหรับลูกค้าองค์กร (ผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนที่ผลิตไฟฟ้าเพื่อใช้เอง, IPS) กล่าวคือด้วยต้นทุนก๊าซที่ลดลงจากการนำเข้า LNG จะทำให้ BGRIM สามารถขายไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้า IPS ได้ในราคาที่ถูกลงกว่าราคาไฟฟ้าจากภาครัฐ โดย BGRIM ตั้งเป้าจะพัฒนาโรงไฟฟ้า IPS รวม 500-1000MW ภายในปี 2030

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	44,087	45,635	52,003	57,188
Net profit	2,175	2,882	3,613	4,384
Consensus NP	—	3,083	3,540	4,524
Diff frm cons (%)	—	(6.5)	2.0	(3.1)
Norm profit	2,670	2,882	3,613	4,384
Prev. Norm profit	—	2,751	3,433	4,661
Chg frm prev (%)	—	4.8	5.3	(5.9)
Norm EPS (Bt)	1.0	1.1	1.4	1.7
Norm EPS grw (%)	29.7	8.0	25.3	21.4
Norm PE (x)	44.7	41.4	33.0	27.2
EV/EBITDA (x)	13.9	14.5	13.8	11.7
P/BV (x)	4.3	4.1	3.8	3.6
Div yield (%)	1.0	1.2	1.5	1.8
ROE (%)	9.6	10.2	12.0	13.6
Net D/E (%)	149.5	189.8	217.8	190.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 01-Sep-21 (Bt)	45.75
Market Cap (US\$ m)	3,686.0
Listed Shares (m shares)	2,606.9
Free Float (%)	36.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.4
12M Price H/L (Bt)	55.25/39.25
Sector	Utilities
Major Shareholder	B.Grimm Group 38.43%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

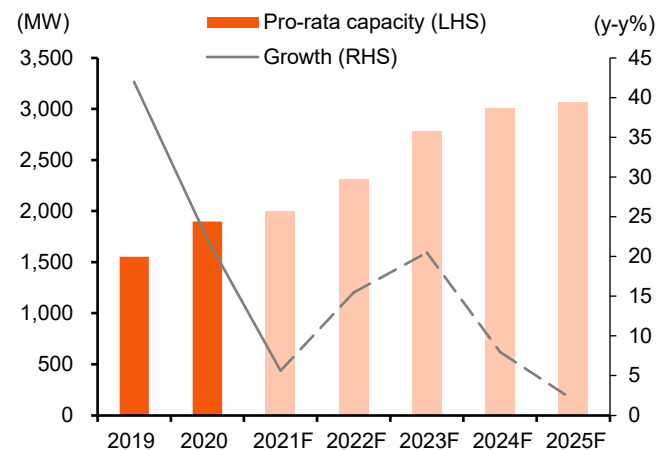
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดยังหรือบางส่วนไม่เข้า ขัดแย้ง แก่ หรือนอกเหนือจากที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Targeted Projects Over The Next Three Years

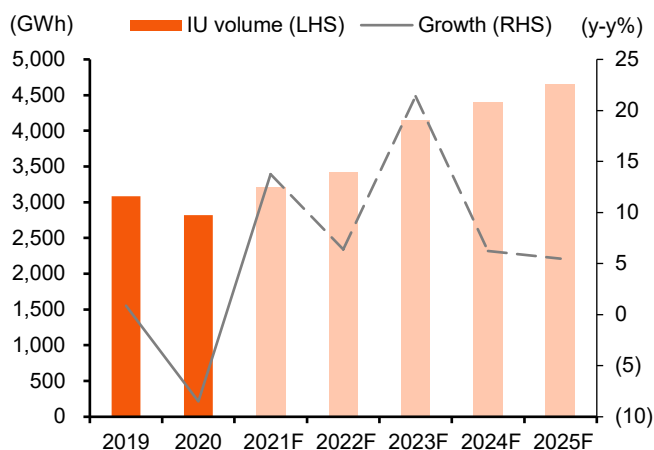
No.	Type	Country	Targeted equity capacity (MW) *
1 **	Gas-fired SPP	Thailand	180
2 **	Gas	Malaysia	220
3	Wind	Korea	100
4	Wind	Vietnam	200
5	LNG-to-power	Vietnam	2,000
Total			2,700

Source: Company data

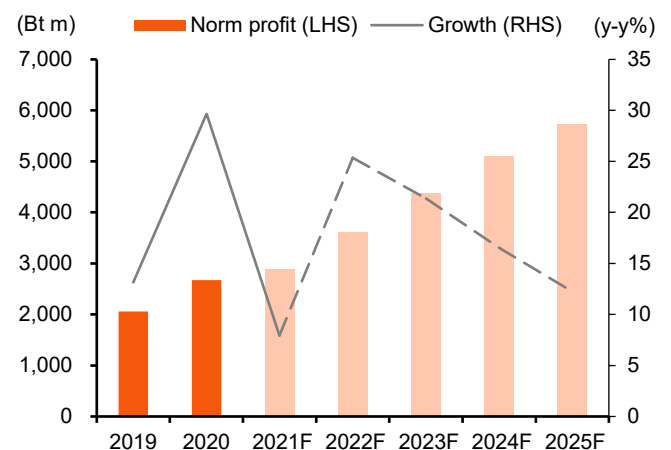
Note: * Thanachart estimates, ** Projects included in our earnings forecasts

Ex 2: Assumed Capacity In Our Earnings Forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Strong IU Volume Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Short-Term Margin Hiccup In 2021F

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

	Valuation method	WACC (%)	Value per BGRIM's share (Baht)
Operating gas-fired SPP plants (ABP, ABPR, BPLC, BPWHA, BIP, BPAM, ATP)	DCF	5.2 - 6.4%	15.6
SPP Replacement projects (ABP1, ABP2, BPLC1, BPAM1, BPAM2)	DCF	5.9%	7.0
Projects under development (BGPR, U-Tapao airport, other IPS projects)	DCF	5.5 - 6.5%	6.5
Renewable projects			6.4
Solar – Thailand	DCF	6.0%	1.23
Solar – Vietnam	DCF	6.7%	2.53
Solar – Cambodia	DCF	7.1%	0.47
Wind – Thailand	DCF	6.0%	0.49
Hydro – Laos	DCF	6.7%	1.64
Cash on hand			8.4
Potential projects			10.1
- Korea wind farms	DCF	10.0%	1.23
- Vietnam wind farms	DCF	10.0%	1.31
- Vietnam LNG-to-Power	DCF	10.0%	4.10
- Thailand SPP (M&A)	DCF	7.2%	2.31
- Malaysia gas/solar power plants (M&A)	DCF	7.0%	1.11
Grand total			54.0

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BGRIM ก่อตั้งขึ้นในปี 1993 เป็นหนึ่งในบริษัทย่อยของกลุ่ม B.Grimm ซึ่งดำเนินธุรกิจในประเทศไทยมากกว่า 140 ปี BGRIM เป็นหนึ่งในผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) โดยจัดหาและผลิตไฟฟ้าและไอน้ำสำหรับเพื่อขายให้โครงข่ายไฟฟ้าแห่งชาติ และลูกค้าอุตสาหกรรมกว่า 200 รายในหลายนิคมอุตสาหกรรม และกำลังมีแผนขยายธุรกิจไฟฟ้าไปในเวียดนามและลาว โดยปัจจุบันมีกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 2.0GW และตั้งเป้าจะขยายขึ้นเป็น 10.0GW ภายในปี 2030

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีทีมวิศวกรที่มีทักษะและประสบการณ์ด้านธุรกิจไฟฟ้ามานานกว่า 20 ปี
- ได้รับประโยชน์ผ่านความสัมพันธ์ของกลุ่ม B.Grimm และพันธมิตรเชิงกลยุทธ์

O — Opportunity

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

CONSENSUS COMPARISON

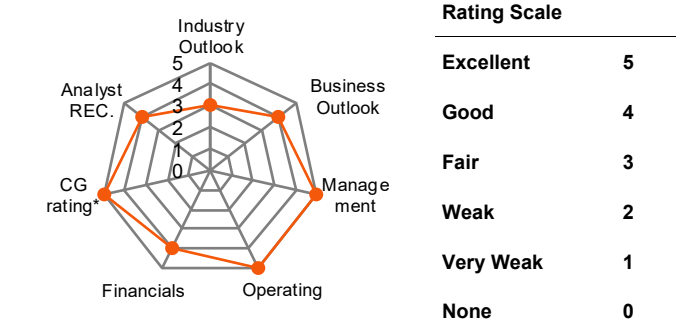
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	55.35	54.00	-2%
Net profit 21F (Bt m)	3,083	2,882	-7%
Net profit 22F (Bt m)	3,540	3,613	2%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราต่ำกว่าตลาด 7% ในปี 2021F เนื่องจากเรา รวมผลกระทบทางลบจากต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นในประมาณการ
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG rating

W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มฯ แต่ยังคงต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด

T — Threat

- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบจากธุรกิจในประเทศ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตของการผลิตที่ต่ำกว่าที่คาด ทั้งจากการทำ M&As และการลงทุนในโครงการใหม่ เป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- หากกิจกรรมการผลิตในภาคอุตสาหกรรมฟื้นตัวช้ากว่าคาด และทำให้ความต้องการไฟฟ้าและไอน้ำจาก IU ชะลอตัวลงจะเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงหลัก ต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- ความผันผวนของราคาก๊าซที่ต่างไปจากสมมติฐานของเราเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงที่สำคัญต่อการคาดการณ์กำไรและราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	44,132	44,087	45,635	52,003	57,188
Cost of sales	35,953	34,848	35,456	40,055	43,701
Gross profit	8,179	9,239	10,178	11,948	13,487
% gross margin	18.5%	21.0%	22.3%	23.0%	23.6%
Selling & administration expenses	1,740	2,008	1,778	2,029	2,180
Operating profit	6,439	7,231	8,401	9,920	11,307
% operating margin	14.6%	16.4%	18.4%	19.1%	19.8%
Depreciation & amortization	4,701	5,616	5,366	6,039	7,185
EBITDA	11,140	12,847	13,767	15,959	18,493
% EBITDA margin	25.2%	29.1%	30.2%	30.7%	32.3%
Non-operating income	289	251	183	208	229
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,001)	(3,056)	(3,442)	(4,053)	(4,354)
Pre-tax profit	3,728	4,426	5,141	6,075	7,182
Income tax	235	233	514	607	718
After-tax profit	3,493	4,193	4,627	5,467	6,464
% net margin	7.9%	9.5%	10.1%	10.5%	11.3%
Shares in affiliates' Earnings	101	58	42	27	27
Minority interests	(1,535)	(1,581)	(1,786)	(1,881)	(2,107)
Extraordinary items	271	(495)	0	0	0
NET PROFIT	2,331	2,175	2,882	3,613	4,384
Normalized profit	2,059	2,670	2,882	3,613	4,384
EPS (Bt)	0.9	0.8	1.1	1.4	1.7
Normalized EPS (Bt)	0.8	1.0	1.1	1.4	1.7

Expanding capacity from
M&As is a key earnings
growth driver

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	33,493	29,879	26,445	22,765	18,843
Cash & cash equivalent	23,663	20,389	16,305	11,331	6,357
Account receivables	7,156	6,818	7,502	8,548	9,401
Inventories	969	1,033	971	1,097	1,197
Others	1,706	1,638	1,668	1,789	1,887
Investments & loans	1,667	1,086	935	783	632
Net fixed assets	72,132	80,300	105,611	129,921	130,160
Other assets	14,401	19,431	19,860	20,277	20,633
Total assets	121,693	130,696	152,852	173,746	170,268
LIABILITIES:					
Current liabilities:	25,832	26,993	17,258	19,786	19,398
Account payables	18,254	5,641	5,828	6,584	7,184
Bank overdraft & ST loans	3,036	15,080	4,865	5,635	5,175
Current LT debt	4,139	5,705	6,008	6,959	6,391
Others current liabilities	403	567	556	609	649
Total LT debt	55,596	58,361	86,429	100,098	91,929
Others LT liabilities	1,588	6,038	6,499	7,326	7,913
Total liabilities	83,016	91,392	110,186	127,210	119,239
Minority interest	10,533	11,834	13,620	15,502	17,609
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
Retained earnings	6,328	7,068	8,644	10,633	13,018
Shareholders' equity	28,144	27,470	29,046	31,035	33,419
Liabilities & equity	121,693	130,696	152,852	173,746	170,268

Manageable balance
sheet to continue
growing capacity

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	5,141	6,075	7,182
Tax paid	(235)	(233)	(514)	(607)	(718)
Depreciation & amortization	4,701	5,616	5,366	6,039	7,185
Chg In working capital	11,649	(12,339)	(435)	(417)	(353)
Chg In other CA & CL / minorities	2,746	(78)	2	(42)	(31)
Cash flow from operations	22,588	(2,609)	9,560	11,048	13,265
Capex	(14,441)	(13,663)	(30,500)	(30,151)	(7,209)
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	54	413	165
Cash flow from investments	(21,307)	(13,856)	(30,495)	(29,787)	(7,042)
Debt financing	1,177	16,040	18,157	15,389	(9,197)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(834)	(965)	(1,307)	(1,624)	(1,999)
Warrants & other surplus	7,395	(1,884)	0	0	0
Cash flow from financing	7,738	13,192	16,849	13,765	(11,196)
Free cash flow	8,147	(16,272)	(20,940)	(19,104)	6,056

Big investment in 2021-22F for SPP replacement projects and M&As

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	57.9	44.7	41.4	33.0	27.2
Normalized PE - at target price (x)	68.4	52.7	48.8	39.0	32.1
PE (x)	51.2	54.8	41.4	33.0	27.2
PE - at target price (x)	60.4	64.7	48.8	39.0	32.1
EV/EBITDA (x)	14.2	13.9	14.5	13.8	11.7
EV/EBITDA - at target price (x)	16.1	15.5	16.1	15.2	12.9
P/BV (x)	4.2	4.3	4.1	3.8	3.6
P/BV - at target price (x)	5.0	5.1	4.8	4.5	4.2
P/CFO (x)	5.3	(45.7)	12.5	10.8	9.0
Price/sales (x)	2.7	2.7	2.6	2.3	2.1
Dividend yield (%)	0.8	1.0	1.2	1.5	1.8
FCF Yield (%)	6.8	(13.6)	(17.6)	(16.0)	5.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	1.0	1.1	1.4	1.7
EPS	0.9	0.8	1.1	1.4	1.7
DPS	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
BV/share	10.8	10.5	11.1	11.9	12.8
CFO/share	8.7	(1.0)	3.7	4.2	5.1
FCF/share	3.1	(6.2)	(8.0)	(7.3)	2.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

High valuation looks justified by strong growth outlook in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	20.6	(0.1)	3.5	14.0	10.0
Net profit (%)	22.0	(6.7)	32.5	25.3	21.4
EPS (%)	22.0	(6.7)	32.5	25.3	21.4
Normalized profit (%)	13.1	29.7	8.0	25.3	21.4
Normalized EPS (%)	13.1	29.7	8.0	25.3	21.4
Dividend payout ratio (%)	41.4	53.9	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	18.5	21.0	22.3	23.0	23.6
Operating margin (%)	14.6	16.4	18.4	19.1	19.8
EBITDA margin (%)	25.2	29.1	30.2	30.7	32.3
Net margin (%)	7.9	9.5	10.1	10.5	11.3
D/E (incl. minor) (x)	1.6	2.0	2.3	2.4	2.0
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.5	1.9	2.2	1.9
Interest coverage - EBIT (x)	2.1	2.4	2.4	2.4	2.6
Interest coverage - EBITDA (x)	3.7	4.2	4.0	3.9	4.2
ROA - using norm profit (%)	1.9	2.1	2.0	2.2	2.5
ROE - using norm profit (%)	8.7	9.6	10.2	12.0	13.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	14.7	15.1	16.4	18.2	20.1
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	15.2	17.0	18.8	19.5	20.2
- leverage (x)	4.7	4.5	5.0	5.4	5.3
- interest burden (%)	55.4	59.2	59.9	60.0	62.3
- 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	8.8	8.1	7.7
NOPAT (Bt m)	6,033	6,850	7,561	8,928	10,177
invested capital (Bt m)	67,253	86,226	110,043	132,395	130,556

Sources: Company data, Thanachart estimates

*BGRIM aims to maintain
its ROE above 10%*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 110 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AEON16C2108A, AMAT16C2112A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2110A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2109B, CHG16C2111A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2110A, COM716C2112A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPAL16C2112A, CPF16C2108A, CPF16C2108A, CPF16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2108A, EA16C2108A, EA16C2110A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2110A, GULF16C2112A, GULF16C2112A, GUNK16C2108A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2112A, HANA16C2112A, HANA16C2112A, IRPC16C2108A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, JMT16C2110A, KBAN16C2108A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2110A, KCE16C2110A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2108A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2108A, OR16C2108A, OR16C2109A, OR16C2109A, OR16C2112A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2108A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2112A, RS16C2108A, RS16C2108A, RS16C2109A, RS16C2109A, RS16C2112A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TOP16C2112A, TQM16C2108A, TQM16C2108A, TU16C2110A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRI, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัครวิณี ไตรลตะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทย่อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีปิเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีปิเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทย่อยสิทธิ 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 นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siripom.aru@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลัลิ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล 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	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวั Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี 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