

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 92.00
Upside : 11.5%

(From: Bt 80.00)

2 SEPTEMBER 2021

Global Power Synergy (GPSC TB)

มูลค่าจากการลงทุนใหม่

เราปรับราคาเป้าหมาย GPSC ขึ้นเป็น 92 บาท หลังรวมมูลค่าจากสองการลงทุนล่าสุด โครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ในอินเดียและโรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่งในไต้หวัน เราคาดการณ์ว่าผลกำไรโครงการโซลาร์ในปีนี้และปริมาณการผลิตสูงขึ้นจากโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำจะชดเชยผลกระทบของอัตราค่าไฟที่ลดลงจากต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูงขึ้นใน 2H21F ได้ แนะนำ "ซื้อ"



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 92 บาท

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงไฟฟ้า "ผลกระทบจากราคาเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้น" วันที่ 2 ก.ย. 2021 เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" และปรับราคาเป้าหมายปี 2022F เป็น 92 บาท (จาก 80 บาท) เพื่อสะท้อนมูลค่าของสองการลงทุนล่าสุด คือ 1) การเข้าถือหุ้น 41.6% ใน Avaada Energy ซึ่งเป็นผู้พัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในอินเดีย 2) การเข้าซื้อโครงการฟาร์มกังหันลมนอกชายฝั่งที่กำลังพัฒนาในไต้หวัน 149MW (ตามสัดส่วน) GPSC จะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรที่จาก Avaada ใน 2H21F ขณะที่เราคาดว่าโครงการลมจะดำเนินงานเชิงพาณิชย์ได้เต็มที่ในปี 2024F

สองการลงทุนใหม่

GPSC เพิ่งลงทุนในสองโครงการพลังงานหมุนเวียนขนาดใหญ่ โดยมีกำลังการผลิตรวม 1.7GW ตามสัดส่วนถือหุ้น ทำให้สัดส่วนพลังงานหมุนเวียนเพิ่มขึ้นเป็น 30% ของกำลังการผลิตรวม 1) การลงทุน 1.48 หมื่นลบ. ใน Avaada นั้นได้มาซึ่งโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ในอินเดีย 1.6GW (ดำเนินการแล้ว 580MW และอยู่ระหว่างการพัฒนา 978MW) คิดเป็นต้นทุนการลงทุนเพียง 9.5 ลบ./MW เราคาดว่า Avaada จะเพิ่มกำไร GPSC ขึ้น 8% ในปี 2022-23F และเทียบเป็นมูลค่า 6.3 บาท/หุ้น โดยเรารวมผลจากเป้าหมายของ Avaada ที่จะขยายกำลังการผลิตติดตั้งเป็น 11.0GW ภายใน 2025F แล้ว 2) การลงทุน 1.65 หมื่นลบ. ในโรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่งในไต้หวัน (Changfang and Xidao) ขนาดรวม 149MW (110 ลบ./MW) ที่เราคาดว่าจะเพิ่มกำไรให้ GPSC ได้ 6% ในปี 2024F หรือคิดเป็นมูลค่าบนราคาเป้าหมายของเราที่ 1.9 บาท/หุ้น

เร่งลงทุนในโครงการพลังงานทดแทน

เราคาดว่า GPSC จะลงทุนในโครงการพลังงานหมุนเวียนต่อเนื่อง หลังกลุ่มปตท. เพิ่มเป้าหมายกำลังการผลิตพลังงานหมุนเวียนเป็น 12GW ภายในปี 2023 (จากเดิม 8GW) หาก Avaada สามารถบรรลุเป้ากำลังการผลิตที่ 4.7GW ตามสัดส่วนการถือหุ้นของ GPSC ในปี 2025F กลุ่มปตท. จะต้องลงทุนในโครงการพลังงานหมุนเวียนอีก 600-800MW ต่อปี ซึ่งเราคาดว่าส่วนใหญ่ของการลงทุนเหล่านี้จะเกิดขึ้นภายใต้ GPSC ที่เป็นบริษัทลงทุนหลักของกลุ่มในธุรกิจโรงไฟฟ้า จากความสำเร็จในการเข้าซื้อกิจการขนาดใหญ่ทั้งสองนี้ เราจึงได้รวมมูลค่าจากการลงทุนตามเป้าหมายที่เหลือนั้นอีก 5.9 บาท/หุ้น ในราคาเป้าหมาย GPSC ของเรา

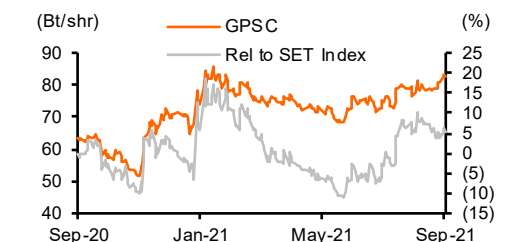
กำไรมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง

เราปรับประมาณการกำไรของเราขึ้น 2% ในปี 2021F สะท้อนการรับรู้กำไรจาก Avaada ซึ่งช่วยชดเชยผลลบจากต้นทุนเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้นของโรงไฟฟ้า SPP ส่วนการปรับกำไรขึ้น 10-15% ในปี 2022-23F นั้นเพื่อสะท้อนกำไรจากการลงทุนในสองโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนดังกล่าว รวมเราคาดว่ากำไรเติบโต 19% ต่อปี ในปี 2022-23F ส่วนในระยะสั้น เราคาดว่ากำไรเติบโต 15% y-y ใน 2H21F (20% y-y ใน 2021F) แม้อัตราค่าไฟของโรงไฟฟ้า SPP อ่อนแอลงชั่วคราวจากราคาก๊าซและถ่านหินที่สูงขึ้น เพราะได้แรงหนุนจากส่วนแบ่งกำไรจาก Avaada และการเพิ่มขึ้นของปริมาณไฟฟ้าที่ขายให้กับ IUs และการผลิตไฟฟ้าที่สูงขึ้นของโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	69,578	74,192	72,564	80,104
Net profit	7,508	9,033	10,545	12,772
Consensus NP	—	8,496	9,222	10,082
Diff frm cons (%)	—	6.3	14.3	26.7
Norm profit	7,509	9,033	10,545	12,772
Prev. Norm profit	—	8,870	9,573	11,116
Chg frm prev (%)	—	1.8	10.2	14.9
Norm EPS (Bt)	2.7	3.2	3.7	4.5
Norm EPS grw (%)	50.3	20.3	16.7	21.1
Norm PE (x)	31.0	25.8	22.1	18.2
EV/EBITDA (x)	16.4	16.1	14.9	14.5
P/BV (x)	2.3	2.2	2.1	2.0
Div yield (%)	1.8	2.3	2.7	3.3
ROE (%)	7.4	8.6	9.6	11.1
Net D/E (%)	84.0	87.1	86.7	102.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 01-Sep-21 (Bt)	82.50
Market Cap (US\$ m)	7,189.6
Listed Shares (m shares)	2,819.7
Free Float (%)	24.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	40.7
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) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Investment In Solar Farms In India ...



Targeted company	Avaada Energy Ltd.
Business	Development of solar farms and solar rooftop projects in India, serving national grid and corporate customers
Investment stakes	41.6% of total shares
Capacity at acquisition	1,392MW operating projects 2,352MW under construction
Investment cost	Bt14,825m
Targeted capacity	11GW capacity by 2025F

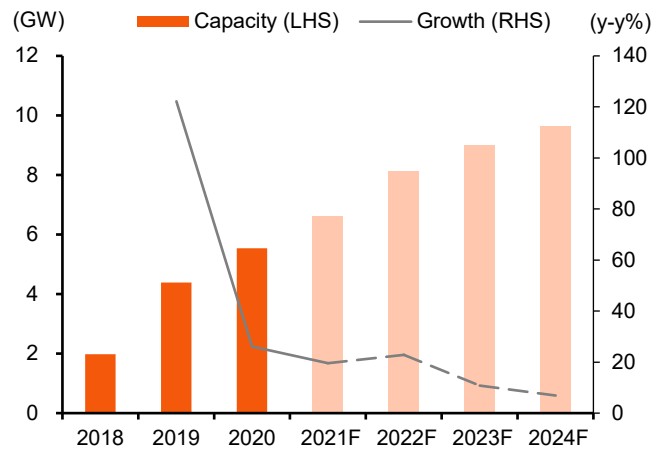
Source: Company data

Ex 2: ... And Offshore Wind Farms In Taiwan

Targeted projects	Changfang and Xidao
Project type	Offshore wind farms
Installed capacity	Changfang phase 1 - 96MW Changfang phase 2 - 547MW Xidao - 48MW
Stakes	25.0%
Investment cost	US\$500m
Scheduled COD	Changfang phase 1 - 2H22F Changfang phase 2 - 2023-24F Xidao - 2H23F

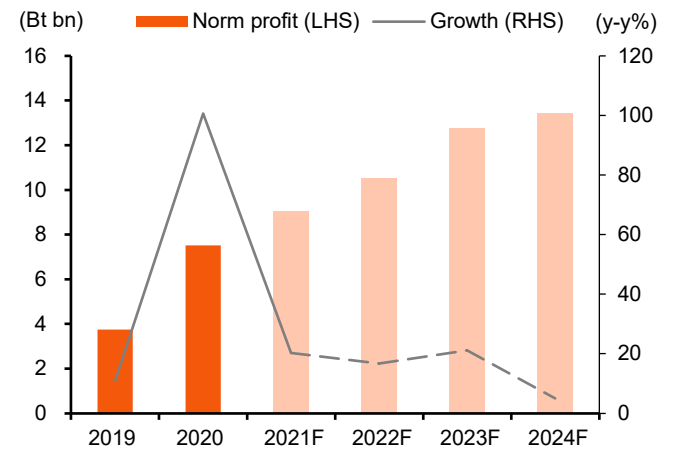
Source: Company data

Ex 3: Our Projected Pro-Rata Capacity For GPSC



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Resilient Earnings Growth Pace



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Our 12-month DCF-derived Valuation Plus Potential Capacity

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	22,605	25,149	26,635	24,665	23,732	23,585	23,571	23,339	22,148	21,882	21,305	—
Free cash flow	684	(16,098)	12,696	22,152	20,779	20,085	20,073	20,108	19,216	18,798	18,092	375,182
PV of free cash flow	645	(14,329)	10,659	17,545	15,194	13,796	12,949	12,184	10,937	10,050	8,665	179,676
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	6.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	276,110											
Net debt (2021F)	101,513											
Minority interest	9,576											
Equity value	165,021											
# of shares (m)	2,820											
Valuation/share (Bt)	58.5											

	Valuation method	WACC	Equity value	Value per share
Plus associates				
BIC	DCF	5.1%	1,451	0.5
TSR/SSE	DCF	6.4%	1,850	0.7
NNEG	DCF	4.9%	5,118	1.8
GRP	DCF	7.1%	2,922	1.0
NL1PC	DCF	6.0%	2,296	0.8
RPCL	DCF	4.8%	193	0.1
XPCL	DCF	5.1%	20,790	7.4
Avaada	DCF	5.7%	17,821	6.3
Taiwan wind farms	DCF	6.0%	5,454	1.9
24M battery plants	DCF	8.0%	20,517	7.3
Total				27.8
Plus potential				
Renewable projects	DCF	6.0%	16,599	5.9
Total				5.9
Grand total				92.2

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี (GPSC) เกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการระหว่าง PTTUT และ IPT ในเดือนมกราคม 2013 โดยเป็นบริษัทหลักในการลงทุนในธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าของกลุ่ม PTT โดยมีการ GPSC ผลิตและจำหน่ายไฟฟ้า ไอ่น้ำ และน้ำเพื่อการอุตสาหกรรม (Processed Water) ให้บริการลูกค้าในประเทศไทย กำลังการผลิตรวมของ GPSC เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าหลังเข้าซื้อกิจการของ GLOW เมื่อเดือนมีนาคม 2019 และในปัจจุบันมีโรงไฟฟ้ารวมกำลังการผลิต 8.0GW ตามสัดส่วนการถือหุ้น ที่อยู่ในและต่างประเทศ โดย 33% ของการผลิตมาจากพลังงานหมุนเวียน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

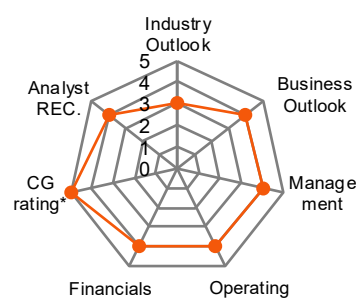
S — Strength

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

O — Opportunity

- ขยายธุรกิจไปยังประเทศเพื่อนบ้าน
- การทำ M&A ในธุรกิจพลังงานทดแทนในประเทศทั้งใน และต่างประเทศ

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG rating

W — Weakness

- ไม่มีประสบการณ์โดยตรงในการลงทุนในต่างประเทศ
- เข้าลงทุนในกลุ่มพลังงานทดแทนช้า

T — Threat

- ปริมาณไฟฟ้าสำรองที่อยู่ในระดับสูงของชาติ และดูเหมือนว่าแผนการผลิตไฟฟ้าเองของ EGAT จะยาวนานไปกว่าที่ตลาดคาดไว้ก่อนหน้านี้

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	89.83	92.00	2%
Net profit 21F (Bt m)	8,496	9,033	6%
Net profit 22F (Bt m)	9,222	10,545	14%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสูงกว่าตลาดคาด 6-14% ในปี 2021-22F เนื่องจากเราให้สมมติฐานส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นจาก Avaada ในปีดังกล่าว
- ราคาเป้าหมายเราสูงกว่าตลาดเพียง 2% เนื่องจากเราให้สมมติฐานของเราใกล้เคียงตลาดในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากอัตราการลงทุนและอัตราผลตอบแทนจากการเข้าซื้อสินทรัพย์ช้า และต่ำกว่าสมมติฐานของเรา จะเป็น downside risk ที่สำคัญต่อประมาณการของเรา
- ราคาถ่านหินและก๊าซที่สูงขึ้น ซึ่งเป็นต้นทุนเชื้อเพลิงหลักของ GPSC ถือเป็นอีกหนึ่ง downside risk ต่อคาดการณ์ของเรา
- นโยบายของรัฐบาลที่ไม่เอื้ออำนวยในการปรับค่าไฟฟ้าเพื่อสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนเชื้อเพลิงถือเป็นความเสี่ยงรองลงมาอีกประการหนึ่ง

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	66,562	69,578	74,192	72,564	80,104
Cost of sales	55,063	56,448	60,203	57,004	62,201
Gross profit	11,499	13,129	13,989	15,560	17,903
% gross margin	17.3%	18.9%	18.9%	21.4%	22.3%
Selling & administration expenses	2,184	1,951	2,107	2,213	2,279
Operating profit	9,315	11,178	11,882	13,348	15,624
% operating margin	14.0%	16.1%	16.0%	18.4%	19.5%
Depreciation & amortization	7,079	8,706	8,918	9,358	9,602
EBITDA	16,394	19,885	20,799	22,706	25,226
% EBITDA margin	24.6%	28.6%	28.0%	31.3%	31.5%
Non-operating income	918	1,405	1,329	1,355	1,383
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(5,140)	(4,024)	(4,059)	(4,328)	(4,881)
Pre-tax profit	5,094	8,560	9,152	10,375	12,126
Income tax	247	993	1,373	1,608	1,940
After-tax profit	4,846	7,567	7,779	8,767	10,186
% net margin	7.3%	10.9%	10.5%	12.1%	12.7%
Shares in affiliates' Earnings	837	924	1,864	2,465	3,385
Minority interests	(1,940)	(982)	(610)	(687)	(798)
Extraordinary items	317	(1)	0	0	0
NET PROFIT	4,061	7,508	9,033	10,545	12,772
Normalized profit	3,743	7,509	9,033	10,545	12,772
EPS (Bt)	1.9	2.7	3.2	3.7	4.5
Normalized EPS (Bt)	1.8	2.7	3.2	3.7	4.5

Resilient earnings growth
pace of 19% p.a.

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	38,919	43,454	44,606	43,876	46,200
Cash & cash equivalent	19,804	20,289	20,000	20,000	20,000
Account receivables	10,084	9,084	10,163	9,940	10,973
Inventories	6,724	6,253	6,598	6,247	6,817
Others	2,308	7,828	7,845	7,689	8,410
Investments & loans	17,381	17,376	32,201	38,313	47,864
Net fixed assets	101,272	99,978	98,544	105,391	126,348
Other assets	94,445	95,849	95,272	92,213	95,256
Total assets	252,017	256,657	270,622	279,794	315,668
LIABILITIES:					
Current liabilities:	36,748	22,063	19,286	19,465	22,198
Account payables	8,133	6,746	7,422	7,028	7,669
Bank overdraft & ST loans	19,253	0	4,867	5,033	6,093
Current LT debt	7,479	11,993	4,089	4,228	5,118
Others current liabilities	1,884	3,324	2,907	3,176	3,318
Total LT debt	89,731	102,239	112,728	116,572	141,118
Others LT liabilities	15,362	20,488	21,923	21,713	23,732
Total liabilities	141,841	144,790	153,937	157,750	187,048
Minority interest	9,283	8,966	9,576	10,263	11,061
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	26,299	30,971	36,748
Shareholders' equity	100,893	102,901	107,109	111,781	117,559
Liabilities & equity	252,017	256,657	270,622	279,794	315,668

Balance sheet looks
healthy to us

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	9,152	10,375	12,126
Tax paid	(247)	(993)	(1,373)	(1,608)	(1,940)
Depreciation & amortization	7,079	8,706	8,918	9,358	9,602
Chg In working capital	(7,406)	83	(747)	179	(962)
Chg In other CA & CL / minorities	10,382	(4,348)	1,006	2,890	2,655
Cash flow from operations	14,901	12,008	16,956	21,194	21,481
Capex	(79,815)	(7,236)	(5,152)	(13,852)	(28,188)
Right of use	0	(2,973)	(500)	(400)	(300)
ST loans & investments	(405)	(68)	424	0	0
LT loans & investments	(1,341)	5	(14,825)	(6,112)	(9,551)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(75,170)	6,476	182	894	(2,944)
Cash flow from investments	(156,731)	(3,795)	(19,871)	(19,470)	(40,983)
Debt financing	98,784	(2,229)	7,452	4,149	26,497
Capital increase	73,905	0	0	0	0
Dividends paid	(2,630)	(3,666)	(4,825)	(5,873)	(6,995)
Warrants & other surplus	(14,435)	(1,834)	0	0	0
Cash flow from financing	155,624	(7,729)	2,627	(1,724)	19,501
Free cash flow	(64,914)	4,773	11,804	7,342	(6,706)

Internal cash generation
can largely sustain its
investment plan

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	46.5	31.0	25.8	22.1	18.2
Normalized PE - at target price (x)	51.9	34.5	28.7	24.6	20.3
PE (x)	42.9	31.0	25.8	22.1	18.2
PE - at target price (x)	47.9	34.6	28.7	24.6	20.3
EV/EBITDA (x)	16.5	16.4	16.1	14.9	14.5
EV/EBITDA - at target price (x)	17.7	17.8	17.4	16.1	15.5
P/BV (x)	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0
P/BV - at target price (x)	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2
P/CFO (x)	11.7	19.4	13.7	11.0	10.8
Price/sales (x)	3.5	3.3	3.1	3.2	2.9
Dividend yield (%)	1.6	1.8	2.3	2.7	3.3
FCF Yield (%)	(37.3)	2.1	5.1	3.2	(2.9)
(Bt)					
Normalized EPS	1.8	2.7	3.2	3.7	4.5
EPS	1.9	2.7	3.2	3.7	4.5
DPS	1.3	1.5	1.9	2.2	2.7
BV/share	35.8	36.5	38.0	39.6	41.7
CFO/share	7.1	4.3	6.0	7.5	7.6
FCF/share	(30.7)	1.7	4.2	2.6	(2.4)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Undemanding multiples in
our view with decent
dividend yields

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	167.5	4.5	6.6	(2.2)	10.4
Net profit (%)	20.9	84.9	20.3	16.7	21.1
EPS (%)	1.5	38.5	20.3	16.7	21.1
Normalized profit (%)	11.0	100.6	20.3	16.7	21.1
Normalized EPS (%)	(6.8)	50.3	20.3	16.7	21.1
Dividend payout ratio (%)	90.3	56.3	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	17.3	18.9	18.9	21.4	22.3
Operating margin (%)	14.0	16.1	16.0	18.4	19.5
EBITDA margin (%)	24.6	28.6	28.0	31.3	31.5
Net margin (%)	7.3	10.9	10.5	12.1	12.7
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	1.8	2.8	2.9	3.1	3.2
Interest coverage - EBITDA (x)	3.2	4.9	5.1	5.2	5.2
ROA - using norm profit (%)	2.4	3.0	3.4	3.8	4.3
ROE - using norm profit (%)	5.3	7.4	8.6	9.6	11.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	6.9	7.4	7.4	8.0	8.9
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	15.4	18.1	17.8	20.3	21.2
- leverage (x)	2.2	2.5	2.5	2.5	2.6
- interest burden (%)	49.8	68.0	69.3	70.6	71.3
- tax burden (%)	95.1	88.4	85.0	84.5	84.0
WACC (%)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
ROIC (%)	17.1	5.0	5.1	5.4	6.0
NOPAT (Bt m)	8,863	9,882	10,099	11,279	13,124
invested capital (Bt m)	197,552	196,845	208,793	217,614	249,888

Sources: Company data, Thanachart estimates

Net gearing is kept below
1.0x per the company's
internal policy

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 ประเภที่ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเพนธ์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเพนธ์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภที่ไม่ด้อยสิทธิ 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 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 พรรณา rayณ์ ดิยะพิทยารัตน์ 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 ภัทรวัลลี 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 ลิมาวงษ์ปรางค์ 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