

HOLD (Unchanged)

TP: Bt 40.00 (From: Bt 34.00)

2 SEPTEMBER 2021

Change in Numbers

Downside : 3.6%

Gulf Energy Dev. Pcl (GULF TB)

ตลาดรับข่าวบวกไปแล้ว

เราเชื่อว่าข่าวดีทั้งหลายของ GULF ได้สะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว อีกทั้งหลังจากปรับราคาเป้าหมายของเราเป็น 40 บาท เพื่อสะท้อนมูลค่าจากการลงทุนเพิ่มขึ้นในกลุ่ม Intouch แล้ว เรายังมองว่า upside ยังจำกัดเมื่อเทียบกับราคาตลาดในปัจจุบัน เรายังคงคำแนะนำ “ถือ”



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ “ถือ”

เราปรับราคาเป้าหมาย (ปี 2022F) สำหรับ GULF เป็น 40 บาท (จาก 34 บาท) หลังเรารวมผลจาก 1) สัดส่วนการลงทุนที่สูงขึ้นใน INTUCH เป็น 42.2% (จาก 18.9%) หลังเสร็จสิ้นการทำค่าเสนอซื้อเมื่อเดือนที่ผ่านมา 2) มูลค่าจากโอกาสการเข้าลงทุนในพลังงานทดแทน 1.0GW หลัง GULF ตงเป้าเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนเป็น 30% ของกำลังการผลิตรวม ภายในปี 2030 และ 3) อัตราค่าไฟของโรงไฟฟ้า SPP ที่จะหดตัวในระยะสั้นจากต้นทุนราคาก๊าซที่พุ่งสูงขึ้น เราปรับประมาณการกำไรของเราขึ้น 22-50% ในปี 2021-23F จากสามปัจจัยดังกล่าว อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ามูลค่าการลงทุนใหม่เหล่านี้ และแนวโน้มการเติบโตกำไรที่แข็งแกร่งได้สะท้อนให้เห็นในราคาหุ้นแล้ว เรายังคงคำแนะนำ “ถือ”

ส่วนแบ่งกำไรจาก INTUCH เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

GULF เข้าลงทุนใน INTUCH เพิ่มขึ้นอีก 24.3% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด ด้วยมูลค่ารวม 4.86 หมื่นลบ. จากการทำค่าเสนอซื้อที่สิ้นสุดลงเมื่อวันที่ 4 ส.ค. 2021 ที่ผ่านมา เราคำนวณต้นทุนการลงทุนรวมทั้งหมดใน INTUCH ของ GULF นั้นอยู่ที่ 8.26 หมื่นลบ. หรือต้นทุนเฉลี่ย 61 บาทต่อหุ้น เราคาดว่ากำไรต่อหุ้นใน INTUCH นี้จะสร้างกำไรให้ GULF ราว 4.8-5.3 พันลบ. ในปี 2022-24F แม้เรามองว่ามีโอกาสมากที่ GULF จะได้ส่งตัวแทนเข้าไปในคณะกรรมการบริหารของ INTUCH แต่เราเชื่อว่า GULF ส่งผลกระทบต่อเพียงในระดับนโยบายมากกว่าเข้าไปบริหารงานอย่างเต็มที่ โดยมีเป้าหมายอันดับแรกคือการเพิ่มการจ่ายเงินปันผลของ INTUCH

โครงการ IPP ทอยยเริ่มดำเนินงาน

แผนการพัฒนาโครงการ IPP ทั้ง 4 แห่งของ GULF ยังเป็นไปตามแผน (ดู Ex2 ประกอบ) โดย GSRC เฟส-1 (กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 464MW) เริ่มดำเนินงานไปแล้วใน 2Q21 ส่วนเฟส-2 (464MW) กำหนดจะเริ่มการผลิตใน 4Q21F และส่วนที่เหลืออีก 928MW ในปี 2022 โครงการ GPD มีเป้าหมายทอยยเริ่มดำเนินงานที่ละเฟส (464MW) ทุกหกเดือน ในช่วงปี 2023-24 โครงการหินกองเป็นโครงการขนาดเล็กมีกำลังการผลิตในสัดส่วนถือหุ้นที่ 686MW แต่เราคาดว่าจะมีอัตรากำไรสูง เนื่องจากได้รับโควตาการนำเข้า LNG เองแล้ว และมีกำหนด COD ในปี 2024 เราคาดว่าโรงไฟฟ้าบูรพาขนาดกำลังการผลิต 189MW จะเปิดในปี 2027 และเมื่อรวมโครงการขนาดเล็กอื่น เราคาดว่ากำลังการผลิตของ GULF เพิ่มขึ้นเป็น 8.2GW ในปี 2025F เพิ่มขึ้น 2.2 เท่า จาก 3.8GW ในปี 2021F

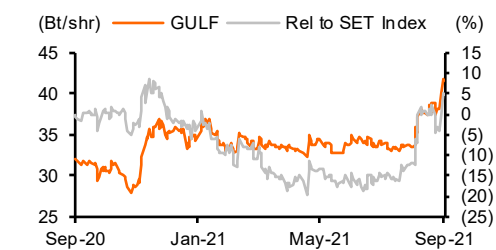
มี upside จำกัด

เราเชื่อว่าการเติบโตกำไรของ GULF ที่ 32% ต่อปี ในช่วงปี 2022-24F จากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นนั้นเป็นที่รู้กันอย่างแพร่หลายในตลาด การประเมินมูลค่าของเราซึ่งกำลังการผลิตที่กำลังพัฒนาที่มีขนาดถึง 4.7GW นั้นก็ได้สะท้อนไปในราคาหุ้นทั้งหมดแล้ว เรายังมองว่าเป็นเรื่องยากที่ GULF จะสามารถหาการลงทุนในโครงการใหม่เพิ่มเติมได้มากกว่าที่ตลาดคาด เราเลือก BGRIM และเป็น Top Pick ของเราในกลุ่มโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ ด้วยมี upside ที่มากที่สุดจากโครงการลงทุนใหม่ และการทำ M&A

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	32,827	52,892	81,004	110,009
Net profit	4,282	8,788	12,078	16,123
Consensus NP	—	8,334	12,434	15,305
Diff frm cons (%)	—	5.5	(2.9)	5.3
Norm profit	4,416	8,788	12,078	16,123
Prev. Norm profit	—	6,669	8,078	13,253
Chg frm prev (%)	—	31.8	49.5	21.7
Norm EPS (Bt)	0.4	0.7	1.0	1.4
Norm EPS grw (%)	23.4	88.0	37.4	33.5
Norm PE (x)	104.2	55.4	40.3	30.2
EV/EBITDA (x)	56.6	40.8	32.2	25.2
P/BV (x)	7.6	7.2	6.7	6.2
Div yield (%)	0.9	1.1	1.5	2.0
ROE (%)	8.6	13.4	17.3	21.3
Net D/E (%)	184.5	256.2	274.9	267.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Sep-21 (Bt)	41.50
Market Cap (US\$ m)	15,049.0
Listed Shares (m shares)	11,733.1
Free Float (%)	26.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	28.7
12M Price H/L (Bt)	41.75/28.00
Sector	Utilities
Major Shareholder	Ratanavadi family 57.62%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: Summary Of Investments In INTUCH

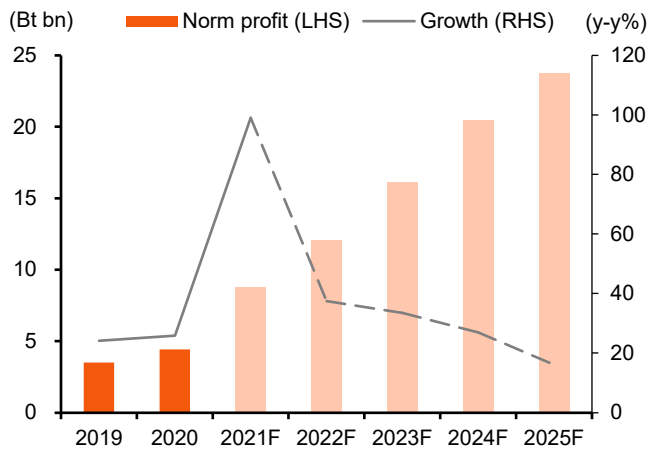
Lot	Announcement date	No. of shares (millions)	% stakes	*Average cost (Bt/share)	*Total cost (Bt m)
1	21 August 2020	256.5	8.0%	57.0	14,621
2	6 October 2020	64.1	2.0%	52.0	3,333
3	28 December 2020	140.8	4.4%	55.0	7,744
4	18 April 2021	145.4	4.5%	57.0	8,288
5	5 August 2021	747.9	23.3%	65.0	48,614
Total		1,354.7	42.2%	61.0	82,599

Sources: Company data, * Thanachart estimates

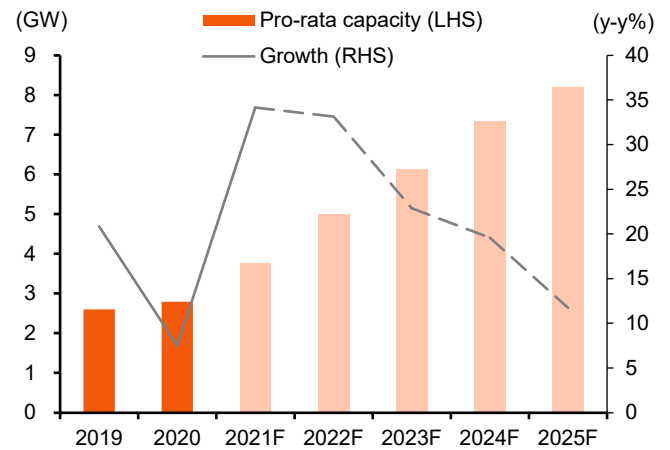
Ex 2: Scheduled COD For Its IPP Projects

Project	Equity capacity (MW)	Scheduled COD
GSRC - Phase 1	663	April 2021
GSRC - Phase 2	663	October 2021
GSRC - Phase 3	663	April 2022
GSRC - Phase 4	663	October 2022
GPD - Phase 1	663	April 2023
GPD - Phase 2	663	October 2023
GPD - Phase 3	663	April 2024
GPD - Phase 4	663	October 2024
Hin Kong	343	January 2025
Burapa	189	June 2027

Sources: Company data

Ex 3: On A Fast Earnings Growth Trend ...

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: ... As New Capacity Comes Online

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Sum-of-the-Parts Valuation

	Equity value (Bt m)	Valuation method	WACC (Bt per GULF's share)	Value
Subsidiaries				
- GMP	37,354	DCF	4.9%	3.18
- GCG	235	DCF	4.4%	0.02
- GTN	1,434	DCF	5.7%	0.12
- Borkhum Riffgund	18,799	DCF	7.3%	1.60
- GSRC	51,833	DCF	4.7%	4.42
- GPD	58,436	DCF	4.9%	3.33
- Global Mind	1,380		15% IRR on investment cost	0.12
- Mab-Ta-Phut 3	10,736		15% IRR on project cost	0.92
HQ & parents				(0.85)
Subtotal				12.86
Associates				
- GULF JP	15,948	DCF	4.4%	1.36
- GULF WHA MT	283		15% IRR on project cost	0.02
- Marafiq	16,412	DCF	4.7%	1.40
- Hin Kong	11,874	DCF	4.9%	1.01
- Burapa	3,475	DCF	4.9%	0.30
- Mekong solar	695	DCF	5.2%	0.06
- Mekong wind	3,115	DCF	5.4%	0.27
- La Pech 1, 2	3,040	DCF	5.4%	0.26
- PTT NGD	8,910		10% IRR on investment cost	0.76
- Lam Chabang 3	3,600		10% IRR on project cost	0.31
- One Bangkok	460		15% IRR on project cost	0.04
- M6, M81 motorways	7,320		10% IRR on project cost	0.62
Subtotal				6.41
Other investments				
- SPCG	1,652		10% discount from market price	0.14
- INTUCH	94,830		Based on our fair value at Bt65/share	8.08
Subtotal				8.22
Total - Existing projects and secured investment				27.49
Potential new projects				
- LNG-to-power projects	104,259	DCF	10.0%	8.89
- Three hydropower projects	8,301	DCF	10.0%	0.71
- 1,000MW renewable plants	29,188	DCF	10.0%	2.49
- Marafiq expansion	5,580	DCF	10.0%	0.48
Total - potential projects				12.56
Grand Total				40.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

GULF เป็นบริษัทผลิตไฟฟ้าซึ่งเน้นโครงการที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิง ปัจจุบันมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) รวม 8.5GW ซึ่งส่วนใหญ่เป็นโครงการในไทยและมี EGAT เป็นผู้รับซื้อไฟฟ้าหลัก โดยกำลังการผลิต 3.8GW นั้นเริ่มดำเนินงานแล้ว ส่วนอีก 4.7GW จะทยอยเริ่มผลิตไฟฟ้าเชิงพาณิชย์จนครบทุกโครงการในปี 2027 ทั้งนี้ GULF เริ่มลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานอื่น เช่น มอเตอร์เวย์ ท่าเรือขนส่งน้ำลึก ท่าเรือและสถานีรับจ่ายก๊าซธรรมชาติ (LNG) ท่าขนส่งก๊าซ และล่าสุดมีการลงทุนในบริษัทโทรคมนาคม

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

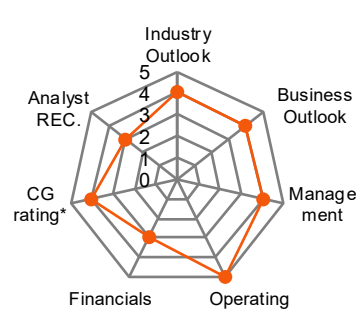
S — Strength

- มีพันธมิตรทางธุรกิจที่แข็งแกร่ง ซึ่งช่วยให้สามารถเข้าถึงต้นทุนทางการเงินที่ถูกลง และเทคโนโลยีที่ทันสมัยเพื่อพัฒนาประสิทธิภาพของโรงไฟฟ้า
- มีกำลังการผลิตขนาดใหญ่ผลักดันให้กำไรเติบโตต่อเนื่องไปจนถึงปี 2024

O — Opportunity

- GULF มองหากำลังการผลิตใหม่ในอาเซียน และในประเทศ

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูง แต่เงินที่ได้จากการทำ IPO น่าจะทำให้อัตราส่วนดังกล่าวลดลง ขณะที่โดยทั่วไปธนาคารไทยกำหนดให้อัตราส่วนนี้ต้องไม่เกิน 3 เท่า

T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ โดยเฉพาะสำหรับโครงการในต่างประเทศ ซึ่งบริษัทฯ เริ่มให้ความสำคัญ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	41.27	40.00	-3%
Net profit 21F (Bt m)	8,334	8,788	5%
Net profit 22F (Bt m)	12,434	12,078	-3%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-22F ของเราใกล้เคียงกับตลาด
- ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาดเช่นกัน

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หาก GULF มีกำลังการผลิตทั้งในและต่างประเทศมากขึ้น จะเป็น upside ต่อมูลค่าของเรา
- ในทางตรงข้าม การพัฒนาโครงการที่ล่าช้า หรือมีความสามารถในการทำกำไรต่ำกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- เนื่องจากส่วนใหญ่ของมูลค่า GULF มาจากโครงการที่มีศักยภาพที่ยังไม่ได้มา กำลังการผลิตที่มากกว่าหรือน้อยกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะเป็น upside หรือ downside ต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	30,040	32,827	52,892	81,004	110,009
Cost of sales	22,791	23,702	39,478	63,251	86,455
Gross profit	7,249	9,125	13,414	17,753	23,555
% gross margin	24.1%	27.8%	25.4%	21.9%	21.4%
Selling & administration expenses	1,713	2,080	2,419	2,863	3,437
Operating profit	5,536	7,045	10,995	14,890	20,118
% operating margin	18.4%	21.5%	20.8%	18.4%	18.3%
Depreciation & amortization	2,434	3,431	5,904	7,716	9,779
EBITDA	7,969	10,476	16,899	22,606	29,897
% EBITDA margin	26.5%	31.9%	32.0%	27.9%	27.2%
Non-operating income	304	543	2,607	237	229
Non-operating expenses	(214)	0	0	0	0
Interest expense	(2,682)	(3,665)	(5,421)	(7,114)	(8,092)
Pre-tax profit	2,943	3,923	8,181	8,014	12,254
Income tax	(14)	107	295	360	514
After-tax profit	2,957	3,816	7,886	7,654	11,740
% net margin	9.8%	11.6%	14.9%	9.4%	10.7%
Shares in affiliates' Earnings	2,365	2,462	4,155	8,492	9,615
Minority interests	(1,813)	(1,862)	(3,253)	(4,068)	(5,232)
Extraordinary items	1,377	(134)	0	0	0
NET PROFIT	4,887	4,282	8,788	12,078	16,123
Normalized profit	3,509	4,416	8,788	12,078	16,123
EPS (Bt)	0.4	0.4	0.7	1.0	1.4
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.4	0.7	1.0	1.4

Capacity expansion and new investment driving strong earnings growth

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	21,531	30,354	25,150	30,185	37,261
Cash & cash equivalent	14,810	21,772	13,000	13,000	14,900
Account receivables	5,199	5,660	8,695	13,316	18,084
Inventories	157	331	541	866	1,184
Others	1,365	2,591	2,915	3,002	3,093
Investments & loans	23,571	26,717	86,796	92,053	97,833
Net fixed assets	80,961	129,718	175,741	215,910	244,586
Other assets	8,215	58,790	20,299	20,586	20,664
Total assets	134,278	245,581	307,987	358,734	400,344
LIABILITIES:					
Current liabilities:	9,809	29,643	26,653	31,501	36,020
Account payables	1,689	1,353	2,704	4,332	5,922
Bank overdraft & ST loans	393	11,500	4,298	5,081	5,614
Current LT debt	2,889	6,787	10,531	12,449	13,755
Others current liabilities	4,838	10,002	9,120	9,639	10,728
Total LT debt	74,356	136,482	200,094	236,527	261,351
Others LT liabilities	1,073	7,376	2,421	3,017	3,632
Total liabilities	85,238	173,501	229,169	271,045	301,002
Minority interest	10,613	8,053	11,306	15,373	20,606
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	10,667	11,733	11,733	11,733	11,733
Share premium	20,889	51,822	51,822	51,822	51,822
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	383	(7,496)	(7,496)	(7,496)	(7,496)
Retained earnings	6,488	7,968	11,454	16,256	22,676
Shareholders' equity	38,427	64,027	67,513	72,315	78,736
Liabilities & equity	134,278	245,581	307,987	358,734	400,344

Debts piling up to fund its aggressive investment strategy

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	2,943	3,923	8,181	8,014	12,254
Tax paid	23	(112)	(288)	(357)	(507)
Depreciation & amortization	2,434	3,431	5,904	7,716	9,779
Chg In working capital	(1,283)	(971)	(1,893)	(3,319)	(3,497)
Chg In other CA & CL / minorities	1,963	1,746	2,941	8,921	10,607
Cash flow from operations	6,081	8,018	14,845	20,975	28,638
Capex	(17,490)	(52,189)	(51,875)	(47,813)	(38,373)
Right of use	0	(787)	(500)	(300)	(100)
ST loans & investments	352	0	0	0	0
LT loans & investments	(318)	(3,146)	(60,079)	(5,257)	(5,779)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,274	(43,248)	33,984	537	555
Cash flow from investments	(16,181)	(99,371)	(78,470)	(52,833)	(43,698)
Debt financing	9,079	76,997	60,155	39,134	26,663
Capital increase	0	31,999	0	0	0
Dividends paid	(2,560)	(2,773)	(5,273)	(7,247)	(9,674)
Warrants & other surplus	(437)	(7,908)	(29)	(29)	(29)
Cash flow from financing	6,083	98,315	54,853	31,858	16,960
Free cash flow	(11,410)	(44,171)	(37,031)	(26,838)	(9,735)

Continuous investment to develop new projects in its pipeline

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	128.5	104.2	55.4	40.3	30.2
Normalized PE - at target price (x)	123.9	100.4	53.4	38.9	29.1
PE (x)	92.3	107.4	55.4	40.3	30.2
PE - at target price (x)	89.0	103.6	53.4	38.9	29.1
EV/EBITDA (x)	64.5	56.6	40.8	32.2	25.2
EV/EBITDA - at target price (x)	62.4	55.0	39.7	31.4	24.6
P/BV (x)	11.7	7.6	7.2	6.7	6.2
P/BV - at target price (x)	11.3	7.3	7.0	6.5	6.0
P/CFO (x)	74.2	57.4	32.8	23.2	17.0
Price/sales (x)	16.2	14.8	9.2	6.0	4.4
Dividend yield (%)	3.1	0.9	1.1	1.5	2.0
FCF Yield (%)	(2.5)	(9.6)	(7.6)	(5.5)	(2.0)
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.4	0.7	1.0	1.4
EPS	0.4	0.4	0.7	1.0	1.4
DPS	1.3	0.4	0.4	0.6	0.8
BV/share	3.5	5.5	5.8	6.2	6.7
CFO/share	0.6	0.7	1.3	1.8	2.4
FCF/share	(1.0)	(4.0)	(3.2)	(2.3)	(0.8)

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	74.8	9.3	61.1	53.1	35.8
Net profit (%)	61.4	(12.4)	105.2	37.4	33.5
EPS (%)	61.4	(14.1)	93.9	37.4	33.5
Normalized profit (%)	24.2	25.8	99.0	37.4	33.5
Normalized EPS (%)	24.2	23.4	88.0	37.4	33.5
Dividend payout ratio (%)	283.8	104.1	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	24.1	27.8	25.4	21.9	21.4
Operating margin (%)	18.4	21.5	20.8	18.4	18.3
EBITDA margin (%)	26.5	31.9	32.0	27.9	27.2
Net margin (%)	9.8	11.6	14.9	9.4	10.7
D/E (incl. minor) (x)	1.6	2.1	2.7	2.9	2.8
Net D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.8	2.6	2.7	2.7
Interest coverage - EBIT (x)	2.1	1.9	2.0	2.1	2.5
Interest coverage - EBITDA (x)	3.0	2.9	3.1	3.2	3.7
ROA - using norm profit (%)	2.7	2.3	3.2	3.6	4.2
ROE - using norm profit (%)	9.4	8.6	13.4	17.3	21.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.9	7.4	12.0	10.9	15.5
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
- operating margin (%)	18.7	23.1	25.7	18.7	18.5
- leverage (x)	3.4	3.7	4.2	4.8	5.0
- interest burden (%)	52.3	51.7	60.1	53.0	60.2
- tax burden (%)	100.5	97.3	96.4	95.5	95.8
WACC (%)	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
ROIC (%)	6.4	6.8	5.4	5.3	6.2
NOPAT (Bt m)	5,561	6,852	10,598	14,222	19,274
invested capital (Bt m)	101,255	197,024	269,437	313,373	344,556

Sources: Company data, Thanachart estimates

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย 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, BGR16C2110A, BGR16C2110A, BGR16C2112A, BGR16C2112A, 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, KTC16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2108A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, MTC16C2109A, 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, BGRIM, 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 ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทุนธนชาติ 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)

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุญนา

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา สรทรง

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

ภัทรวัลย์ 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 ทิพยมณฑล

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

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพ

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
