

Thailand Utilities Sector

ผลกระทบจากราคาเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้น

Sector Valuation			Current	Target	Market	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		Div yield	
Company	BBG Code	Rec.	price (Bt)	price (Bt)	Cap (US\$ m)	2021F (%)	2022F (%)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (%)	2022F (%)
B.Grimm Power Pcl	BGRIM TB	BUY	45.75	54.00	3,686	8.0	25.3	41.4	33.0	4.1	3.8	1.2	1.5
Global Power Synergy	GPSC TB	BUY	82.50	92.00	7,190	20.3	16.7	25.8	22.1	2.2	2.1	2.3	2.7
Gulf Energy Dev. Pcl	GULF TB	HOLD	41.50	40.00	15,049	88.0	37.4	55.4	40.3	7.2	6.7	1.1	1.5
WHA Utilities & Power	WHAUP TB	BUY	4.26	5.00	504	47.9	24.5	13.7	11.0	1.3	1.2	4.4	5.4

Source: Thanachart estimates, Based on 1 September 2021 closing prices

ต้นทุนราคาก๊าซและถ่านหินปรับตัวสูงขึ้น ในขณะที่ค่าไฟฟ้าผันแปร (Ft) ถูกตรึงไว้ถึงสิ้นปี ส่งผลกระทบต่อโรงไฟฟ้า SPP โดยเรียงได้จากมากไปหาน้อยตามลำดับ คือ BGRIM, GPSC, WHAUP และ GULF ที่ 2-8% ของกำไรปี 2021F อย่างไรก็ตามเรื่องนี้ไม่ได้ทำให้เราเปลี่ยนคำแนะนำต่อหุ้นดังกล่าว

กลุ่ม SPP ได้รับผลกระทบ

ราคาก๊าซและถ่านหินเพิ่มขึ้นอย่างมากในปีนี้ ในขณะที่ภาครัฐยังเลือกที่จะตรึงค่าไฟฟ้าผันแปร (Ft) ไว้ในช่วงเดือนกันยายนถึงธันวาคมนี้เพื่อช่วยบรรเทาผลกระทบต่อภาคธุรกิจและประชาชนในช่วงโควิด แต่ส่งผลกระทบต่อผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า SPP เนื่องจากอัตราค่าไฟฟ้าที่ขายให้กับลูกค้าอุตสาหกรรม (IU) จะอ่อนตัวลง ทั้งนี้ราว 80% ของไฟฟ้าที่โรงไฟฟ้า SPP ผลิตจะถูกขายให้กับฟ. ในราคาที่สะท้อนต้นทุนเชื้อเพลิงที่เปลี่ยนไปทั้งหมด แต่ในส่วนอีก 20% ที่ขายให้ IU นั้นมีราคาขายผูกกับค่า Ft โรงไฟฟ้า IPP ไม่ได้ได้รับผลกระทบใดๆ เนื่องจากมีสูตรการผลกระทบต้นทุนเชื้อเพลิงทั้งหมดไปในราคาขายซื้อ ส่วนโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนไม่มีต้นทุนเชื้อเพลิง บทวิเคราะห์นี้กล่าวถึงผลกระทบจากปัจจัยดังกล่าวและได้ผลว่าหุ้นที่ได้รับผลกระทบจากมากไปน้อยคือ BGRIM, GPSC, WHAUP และ GULF

ผลกระทบต่อผู้ประกอบการ

ต้นทุนเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้นกดดันอัตรากำไรของโรงไฟฟ้า SPP ในช่วง 2H21F และ 1H22F เราคาดว่าภาครัฐจะปรับอัตราค่าไฟฟ้าของประเทศขึ้นใน 2Q22F เพื่อสะท้อนต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้น การปรับประมาณการกำไรของเราในรอบนี้ (Exhibit 7) ไม่เพียงแต่สะท้อนถึงปัจจัยด้านต้นทุนเท่านั้น แต่รวมปัจจัยอื่นเข้าด้วยแล้ว หากมองเฉพาะจากต้นทุนเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้นนี้ เราประเมินผลกระทบต่อกำไรปี 2021F ของ BGRIM ที่ 8.4%, GPSC 6.0%, WHAUP 3.4% และ GULF 2.0%

แต่มีปัจจัยบวกอื่นชดเชย

แม้จะมีเรื่องต้นทุนเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้น แต่การปรับประมาณการกำไรของเราสำหรับผู้ประกอบการ SPP ในรอบนี้ไปในทางบวก เนื่องจากมีปัจจัยชดเชยอื่นของแต่ละบริษัท เราปรับกำไรของ BGRIM ขึ้น 5% ต่อปี ในปี 2021-22F จากปริมาณขายไฟฟ้าให้ IU ที่แข็งแกร่งกว่าคาด ปรับเพิ่มกำไรของ GPSC ขึ้น 2% และ 10% จากมูลค่าเพิ่มจากการเข้าซื้อโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน และปรับกำไรของ GULF ขึ้น 32% และ 50% เพื่อสะท้อนสัดส่วนการถือหุ้น INTUCH ที่เพิ่มขึ้นเป็น 42% (จาก 18%) เราเห็นความเสี่ยงทางลบต่อกำไร WHAUP ที่ 3% เนื่องจากไม่มีปัจจัยบวกชดเชยในระยะสั้น

BGRIM ยังเป็น Top Pick ในกลุ่มโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่

เรามองว่าการหดตัวของอัตรากำไรของโรงไฟฟ้า SPP เป็นปัจจัยลบเพียงชั่วคราว ในขณะที่ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่เหล่านี้ยังมีผลกำไรเติบโตต่อเนื่องจากการขยายกำลังการผลิตและการเข้าควบรวมกิจการ BGRIM ยังเป็น Top Pick ของเรา เนื่องจากมี upside จากโอกาสการเติบโตในอนาคตมากที่สุด นอกจากนี้เรายังแนะนำ "ซื้อ" GPSC จากแผนการทำ M&A ในพลังงานทดแทน เรายังแนะนำ "ถือ" GULF เนื่องจากเราเชื่อว่าการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งและการขยายกำลังการผลิตได้สะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว ขณะที่แนะนำ "ซื้อ" WHAUP จากการฟื้นตัวของธุรกิจการให้บริการน้ำในเวียดนาม และการขยายโครงการโซลาร์รูฟท็อป

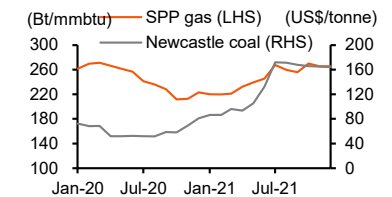


NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

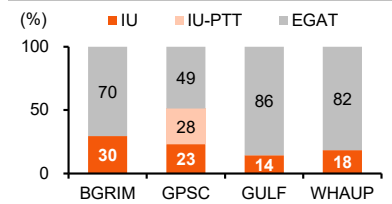
nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

Surges In Coal and Gas Prices



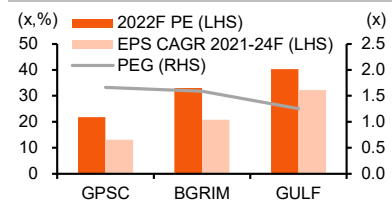
Sources: Bloomberg, PTT Group, Thanachart

Stocks With Large IU Portion



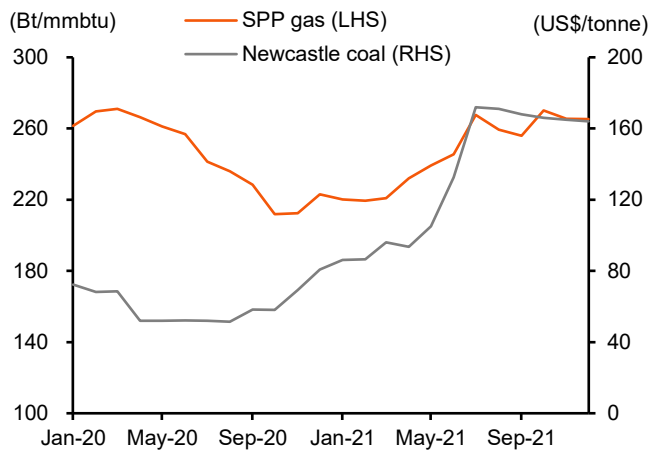
Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

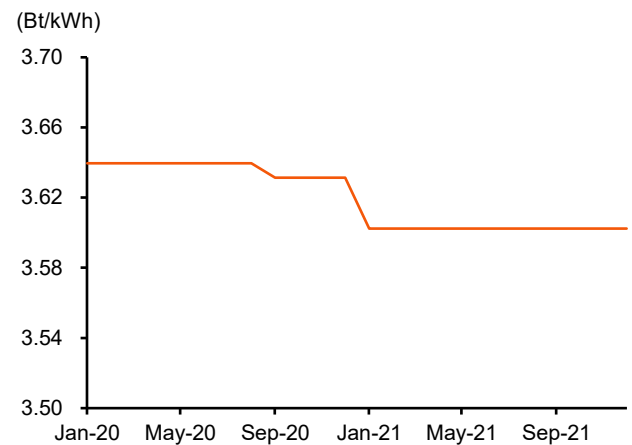


Source: Thanachart estimates

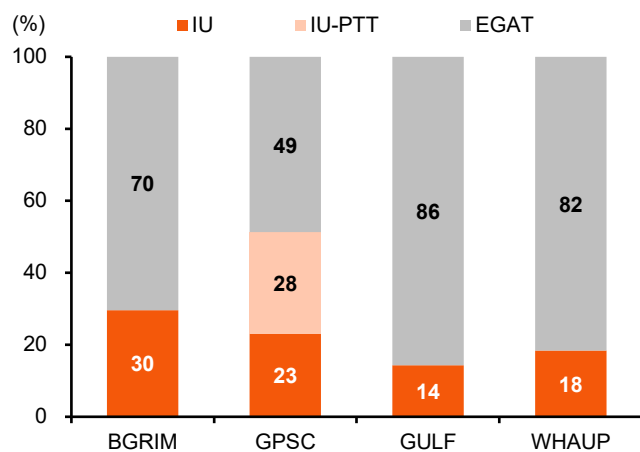
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Sharp Surge In Coal And Gas Prices ...

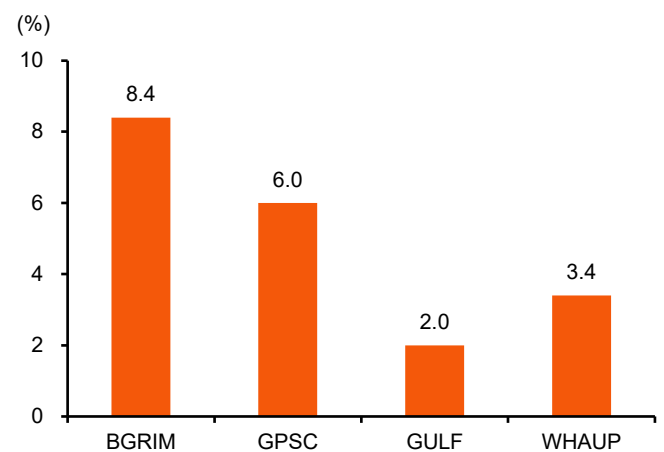
Sources: Bloomberg, PTT Group, Thanachart estimates

Ex 2: ... While Electricity Tariff Is Fixed Till Year End

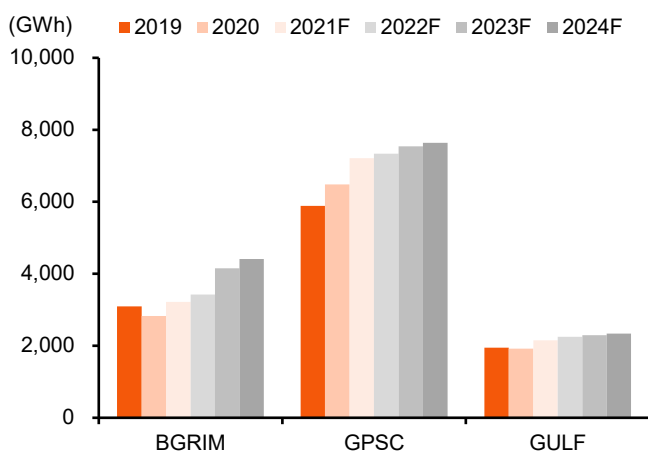
Sources: Energy Regulatory Commission (ERC)

Ex 3: Stocks With Sizable Portions Of IU Contracts

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Our Estimate of the Hits To 2021F Earnings

Source: Thanachart estimates

Ex 5: Rising Electricity Demand From IUs

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: New Investment Opportunities

Sources: Company data, EGAT, AIS

Ex 7: Changes In Fuel Price Assumptions

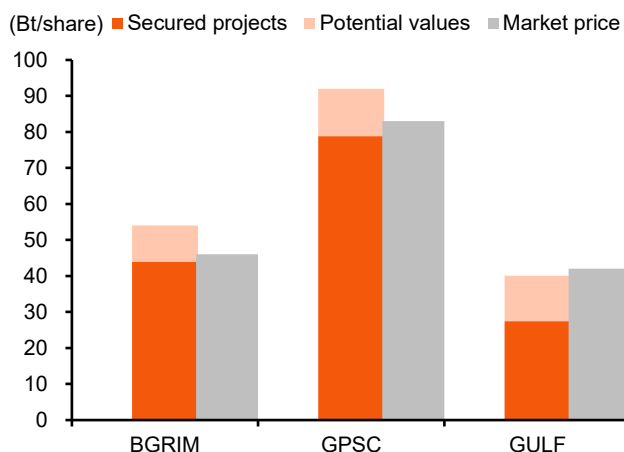
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
SPP gas price (Bt/mmbtu)					
- New	281	252	250	245	245
- Old	—	—	240	248	248
- Change (%)	—	—	4.1	(1.3)	(1.3)
Coal price (US\$/tonne)					
- New	89	73	125	110	100
- Old	—	—	98	97	93
- Change (%)	—	—	27.2	13.4	8.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Our Earnings Revisions For The Three Major SPP Operators

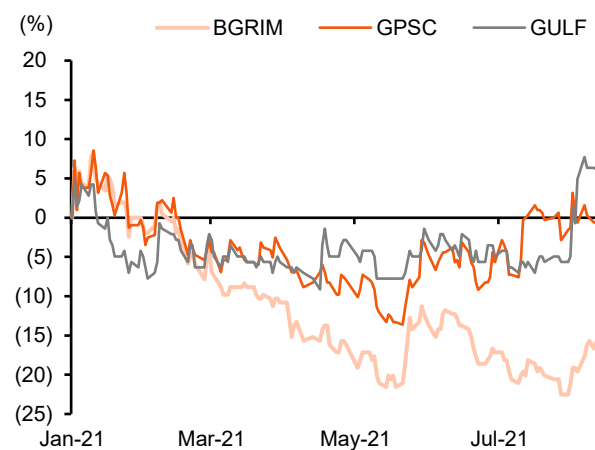
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
BGRIM – Norm profit (Bt m)					
- New	2,059	2,670	2,882	3,613	4,384
- Old	—	—	2,751	3,433	4,661
- Change (%)	—	—	4.8	5.3	(5.9)
GPSC - Norm profit (Bt m)					
- New	3,743	7,509	9,033	10,545	12,772
- Old	—	—	8,870	9,573	11,116
- Change (%)	—	—	1.8	10.2	14.9
GULF - Norm profit (Bt m)					
- New	3,509	4,416	8,788	12,078	16,123
- Old	—	—	6,669	8,078	13,253
- Change (%)	—	—	31.8	49.5	21.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: We See BGRIM Offering The Largest Upside ...

Sources: SET, Thanachart estimates

Note: Market prices as of 1 September 2021

Ex 10: ... And Also A Laggard This Year

Source: Bloomberg

Ex 11: Sector Valuation Comparison

		BGRIM	GPSC	GULF	WHAUP
Rating		BUY	BUY	HOLD	BUY
Target price (Bt)	Thanachart	54.00	92.00	40.00	5.00
	Consensus	55.35	89.83	41.27	4.91
Consensus rec.	BUY	17	15	12	4
	HOLD	2	3	3	2
	SELL	0	1	1	0
Sales (Bt m)	2020	44,087	69,578	32,827	1,696
	2021F	45,635	74,192	52,892	2,183
	2022F	52,003	72,564	81,004	2,565
	2023F	57,188	80,104	110,009	2,856
Norm profits (Bt m)	2020	2,670	7,509	4,416	803
	2021F	2,882	9,033	8,788	1,188
	2022F	3,613	10,545	12,078	1,479
	2023F	4,384	12,772	16,123	1,556
Sales growth (%)	2020	(0.1)	4.5	9.3	(8.7)
	2021F	3.5	6.6	61.1	28.7
	2022F	14.0	(2.2)	53.1	17.5
	2023F	10.0	10.4	35.8	11.4
Norm EPS growth (%)	2020	29.7	50.3	23.4	(55.2)
	2021F	8.0	20.3	88.0	47.9
	2022F	25.3	16.7	37.4	24.5
	2023F	21.4	21.1	33.5	5.2
Operating margin (%)	2020	16.4	16.1	21.5	18.3
	2021F	18.4	16.0	20.8	26.1
	2022F	19.1	18.4	18.4	27.8
	2023F	19.8	19.5	18.3	28.2
ROE (%)	2020	9.6	7.4	8.6	6.2
	2021F	10.2	8.6	13.4	9.6
	2022F	12.0	9.6	17.3	11.5
	2023F	13.6	11.1	21.3	11.5
Dividend yield (%)	2020	1.0	1.8	0.9	5.9
	2021F	1.2	2.3	1.1	4.4
	2022F	1.5	2.7	1.5	5.4
	2023F	1.8	3.3	2.0	5.7
P/BV (x)	2020	4.3	2.3	7.6	1.3
	2021F	4.1	2.2	7.2	1.3
	2022F	3.8	2.1	6.7	1.2
	2023F	3.6	2.0	6.2	1.2
Norm PE (x)	2020	44.7	31.0	104.2	20.3
	2021F	41.4	25.8	55.4	13.7
	2022F	33.0	22.1	40.3	11.0
	2023F	27.2	18.2	30.2	10.5
EV/EBITDA (x)	2020	13.9	16.4	56.6	47.6
	2021F	14.5	16.1	40.8	30.8
	2022F	13.8	14.9	32.2	26.3
	2023F	11.7	14.5	25.2	24.4
Net D/E (x)	2020	1.5	0.8	1.8	0.9
	2021F	1.9	0.9	2.6	0.9
	2022F	2.2	0.9	2.7	0.9
	2023F	1.9	1.0	2.7	0.9

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: 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	9.6	7.3	9.9	9.3	0.6	0.6	9.2	8.9	7.7	8.5
Huadian Power	1071 HK	China	(17.8)	11.8	8.7	7.8	0.4	0.4	8.6	7.7	7.6	8.0
Huaneng Power	600011 CH	China	(30.1)	27.3	17.3	13.6	0.9	0.9	8.2	7.3	2.7	3.3
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	6.2	8.1	13.5	12.5	1.0	1.0	40.1	38.7	5.3	5.5
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	(5.1)	25.5	16.0	12.8	0.9	0.9	10.4	8.9	3.8	4.3
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	12.1	16.2	9.6	8.3	1.0	0.9	7.3	6.5	4.1	4.9
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	0.8	6.7	17.3	16.2	1.7	1.6	10.9	10.4	4.0	4.1
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	4.1	5.9	16.2	15.3	1.2	1.2	78.2	77.8	5.7	5.8
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(33.0)	26.7	12.6	9.9	0.5	0.5	8.2	7.3	4.5	5.6
Tata Power	TPWR IN	India	17.6	21.5	27.7	22.8	1.9	1.9	11.0	10.5	1.1	1.3
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	8.7	3.6	12.4	12.0	1.0	1.0	7.0	6.8	5.0	5.2
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(68.4)	na	109.2	31.2	0.6	0.6	12.6	11.4	5.2	4.4
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	44.7	3.6	13.1	12.6	0.5	0.5	10.4	10.3	4.9	5.8
Manila Electric	MER PM	Philippines	10.9	1.3	13.9	13.8	3.6	3.2	9.9	9.4	4.8	5.1
Absolute Clean Energy *	ACE TB	Thailand	18.8	84.4	27.0	14.6	3.9	3.3	21.1	11.8	1.5	3.4
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(13.2)	3.3	21.1	20.5	1.8	1.7	17.9	18.2	2.2	2.2
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	8.0	25.3	41.4	33.0	4.1	3.8	14.5	13.8	1.2	1.5
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	10.2	12.4	15.6	13.9	1.3	1.3	222.5	167.2	3.8	4.3
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	418.6	8.2	21.9	20.2	1.8	1.7	19.4	18.8	1.8	2.5
EA Pcl*	EA TB	Thailand	15.3	32.6	41.0	30.9	7.5	6.4	24.2	18.6	0.7	1.0
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	17.9	11.1	8.8	7.9	0.9	0.8	18.2	16.1	3.9	4.2
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	20.3	16.7	25.8	22.1	2.2	2.1	16.1	14.9	2.3	2.7
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	88.0	37.4	55.4	40.3	7.2	6.7	40.8	32.2	1.1	1.5
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	34.5	22.0	22.3	18.3	3.2	3.0	19.8	17.7	2.2	2.7
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	25.2	2.8	10.0	9.7	1.1	1.0	17.9	16.5	5.5	6.2
TPC Power Holding *	TPCH TB	Thailand	52.4	23.3	11.2	9.1	1.3	1.2	8.8	7.5	2.7	3.3
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	47.9	24.5	13.7	11.0	1.3	1.2	30.8	26.3	4.4	5.4
Average			26.1	18.1	22.7	16.6	2.0	1.8	26.1	22.3	3.7	4.2

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 1 Sep 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET Index	7.4	1.0	25.2	12.8	—	—	—	—
Utilities Sector	6.2	3.0	18.4	14.0	(1.2)	2.0	(6.8)	1.2
ACE	7.2	13.0	37.5	14.8	(0.2)	12.0	12.3	2.1
BCPG	0.0	1.4	16.5	2.8	(7.4)	0.4	(8.7)	(10.0)
BGRIM	15.8	1.1	(1.6)	(5.7)	8.4	0.1	(26.8)	(18.4)
BPP	8.0	(3.1)	34.3	24.5	0.7	(4.1)	9.1	11.7
CKP	(6.8)	(3.5)	(6.0)	23.3	(14.2)	(4.5)	(31.2)	10.5
EA	9.2	6.1	55.7	32.0	1.8	5.1	30.5	19.2
EGCO	4.4	1.1	(19.6)	(7.3)	(3.0)	0.2	(44.8)	(20.0)
GPSC	7.5	7.5	30.4	11.9	0.1	6.5	5.2	(0.9)
GULF	23.9	22.1	29.7	21.2	16.5	21.1	4.5	8.4
GUNKUL	1.7	30.4	87.3	87.3	(5.7)	29.4	62.1	74.5
RATCH	10.6	(9.2)	(16.4)	(11.3)	3.2	(10.2)	(41.6)	(24.1)
TPCH	(2.7)	(20.1)	(15.7)	(13.0)	(10.1)	(21.1)	(40.9)	(25.8)
WHAUP	1.4	(7.4)	6.5	1.4	(6.0)	(8.4)	(18.7)	(11.3)

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength	W — Weakness
▪ ลักษณะ Defensive เนื่องจากรายได้ถูกกำหนดไว้แล้วแน่นอนตามสัญญา PPAs ▪ สามารถผลักภาระราคาเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้นให้แก่ลูกค้าได้หมดตามสัญญา PPAs สำหรับ IPPs ขณะที่ SPPs ผลักได้บางส่วนตามสูตร	▪ ค่าไฟส่วนใหญ่ของโครงการ IPPs ถูกกำหนดให้อยู่ในระดับสูงในช่วงต้นสัญญา และลดลงในช่วงปลายสัญญา ▪ การปรับค่า Ft บางครั้งถูกแทรกแซงโดยภาครัฐ
O — Opportunity	T — Threat
▪ มีโอกาสที่จะลงทุนในประเทศเพื่อนบ้าน ▪ รัฐบาลให้การสนับสนุน และช่วยเหลือพลังงานทดแทน	▪ โครงการใหม่อาจจะถูกประท้วงโดยชุมชน ▪ มีความเสี่ยงทางด้านสิ่งแวดล้อมมากขึ้น

REGIONAL COMPARISON

Name	—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 (%)
China	(12.8)	15.5	12.0	10.2	0.6	0.6	8.6	8.0	6.0	6.6
Hong Kong	(2.5)	14.9	14.2	12.5	1.1	1.0	25.8	24.9	4.6	5.0
India	17.6	21.5	27.7	22.8	1.9	1.9	11.0	10.5	1.1	1.3
Malaysia	(5.0)	3.6	44.9	18.6	0.7	0.7	10.0	9.5	5.0	5.2
Philippines	10.9	1.3	13.9	13.8	3.6	3.2	9.9	9.4	4.8	5.1
Thailand	57.2	23.4	24.2	19.3	2.9	2.6	36.3	29.2	2.6	3.2
Average	10.9	13.4	22.8	16.2	1.8	1.7	16.9	15.2	4.0	4.4

Sources: Bloomberg Consensus
Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

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

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

เป็น Top Pick ในกลุ่มฯของเรา

นอกเหนือจากมจ. 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 แต่รวมเพียงบางส่วนของการใหม่ในประมาณการกำไร 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

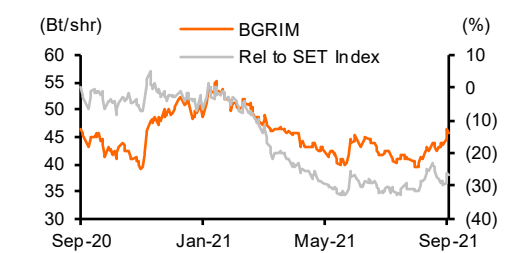
การนำเข้า LNG ปลดล็อกการเติบโต

BGRIM มีโควตานำเข้า LNG 1.2 ล้านตันต่อปี เทียบเท่า 25% ของปริมาณก๊าซที่ใช้ในโรงไฟฟ้า สัดส่วนการนำเข้าที่ยังต่ำในขณะนี้เนื่องจาก BGRIM ยังมีสัญญาซื้อขายก๊าซระยะยาวกับกลุ่ม ปตท. อยู่ เราคาดว่าจะการนำเข้าจะเริ่มขึ้นได้ในปี 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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดยังหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

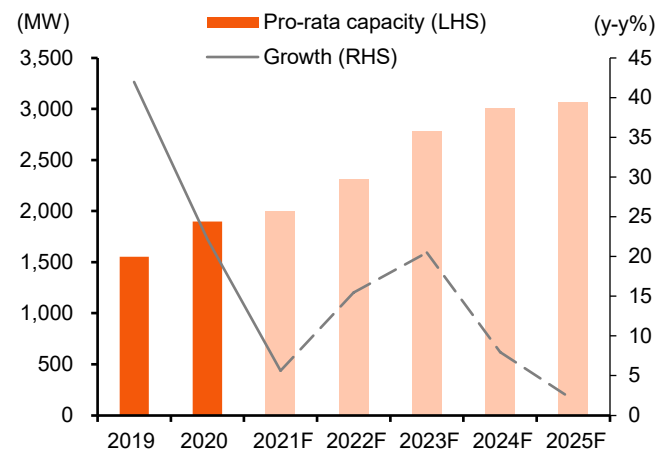


Ex 1: Targeted Projects Over The Next Three Years

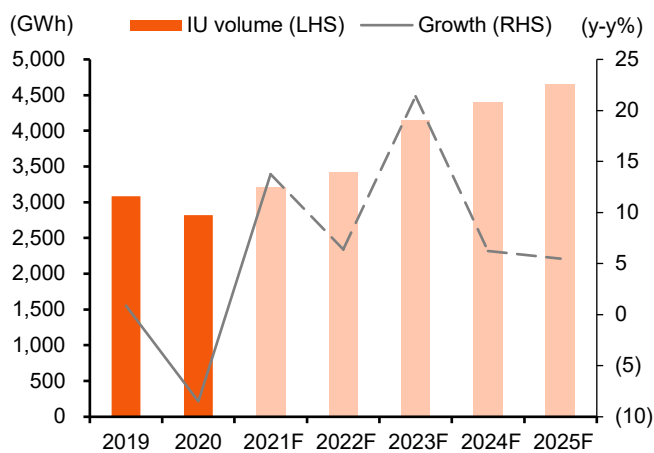
No.	Type	Country	Targeted equity capacity (MW) *
1 **	Gas-fired SPP	Thailand	180
2 **	Gas	Malaysia	220
3	Wind	Korea	100
4	Wind	Vietnam	200
5	LNG-to-power	Vietnam	2,000
Total			2,700

Source: Company data

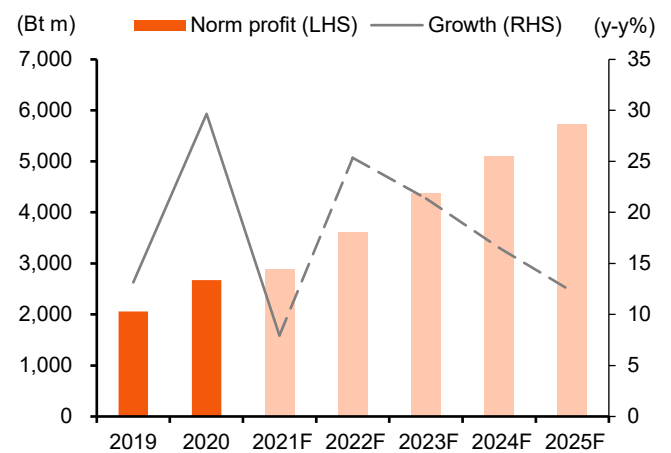
Note: * Thanachart estimates, ** Projects included in our earnings forecasts

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

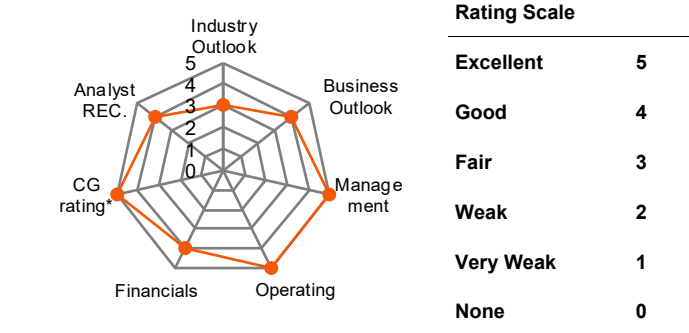
S — Strength

- มีทีมวิศวกรที่มีทักษะและประสบการณ์ด้านธุรกิจไฟฟ้ามานานกว่า 20 ปี
- ได้รับประโยชน์ผ่านความสัมพันธ์ของกลุ่ม B.Grimm และพันธมิตรเชิงกลยุทธ์

O — Opportunity

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

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG rating

W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มฯ แต่ยังคงต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด

T — Threat

- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบจากธุรกิจในประเทศ

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
- ดัชนีราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตของการผลิตที่ต่ำกว่าที่คาด ทั้งจากการทำ M&As และการลงทุนในโครงการใหม่ เป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- หากกิจกรรมการผลิตในภาคอุตสาหกรรมฟื้นตัวช้ากว่าคาด และทำให้ความต้องการไฟฟ้าและไอน้ำจาก IU จะลดตัวลงจะเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงหลัก 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%*

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 92.00

(From: Bt 80.00)

2 SEPTEMBER 2021

Upside : 11.5%

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

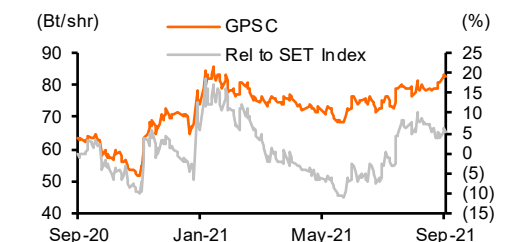
กำไรมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง

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

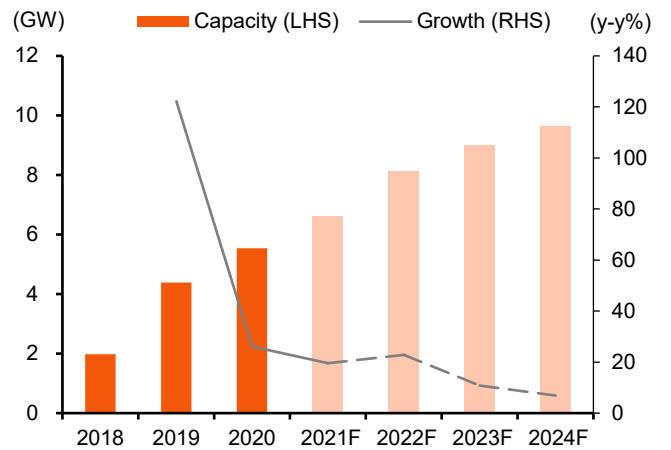
Source: Company data

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

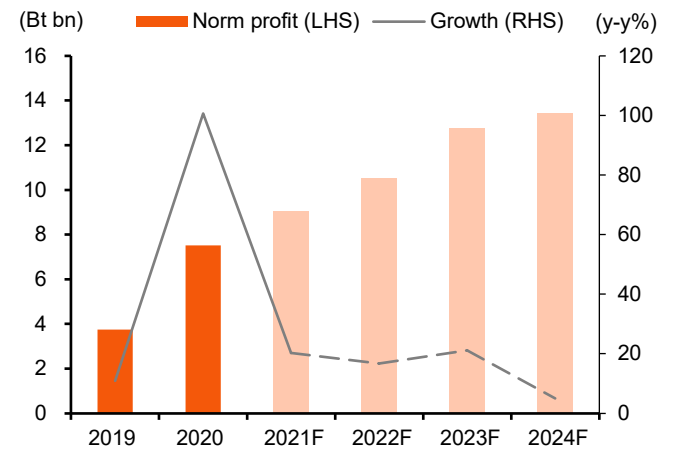
Source: Company data

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

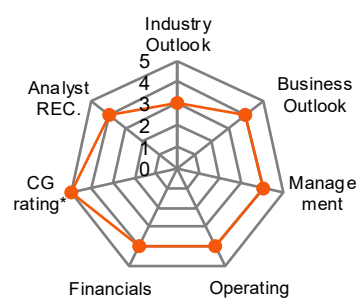
S — Strength

- 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?

- ประมาณการกำไรของเราสูงกว่าตลาดคาด 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

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)

ตลาดรับรู้ข่าวบวกไปแล้ว

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 เราคาดว่ากำไรที่เพิ่มขึ้นใน INTUCH นี้จะสร้างกำไรให้ GULF รว 4.8-5.3 พันลบ. ในปี 2022-24F แม้เรามองว่ามีโอกาสมากที่ GULF จะได้ส่งตัวแทนเข้าไปในคณะกรรมการบริหารของ INTUCH แต่เราเชื่อว่า GULF ส่งผลควบคุมเพียงในระดับนโยบายมากกว่าเข้าไปบริหารงานอย่างเต็มที่ 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 มีเป้าหมายทยอยเริ่มดำเนินงานที่ละเฟส (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

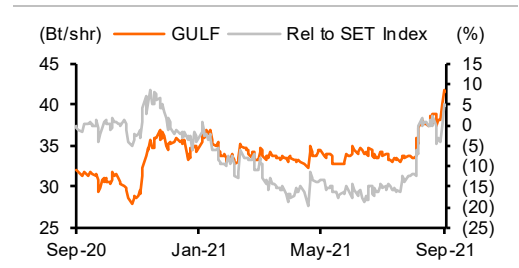
มี upside จำกัด

เราเชื่อว่าการเติบโตกำไรของ GULF ที่ 32% ต่อปี ในช่วงปี 2022-24F จากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นนั้นเป็นที่รู้กันอยู่แล้วในตลาด การประเมินมูลค่าของเราว่ากำลังการผลิตที่กำลังพัฒนาที่มีขนาดถึง 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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Summary Of Investments In INTUCH

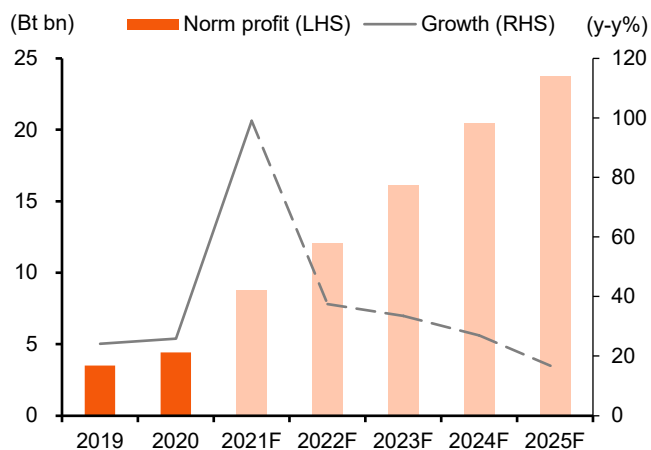
Lot	Announcement date	No. of shares (millions)	% stakes	*Average cost (Bt/share)	*Total cost (Bt m)
1	21 August 2020	256.5	8.0%	57.0	14,621
2	6 October 2020	64.1	2.0%	52.0	3,333
3	28 December 2020	140.8	4.4%	55.0	7,744
4	18 April 2021	145.4	4.5%	57.0	8,288
5	5 August 2021	747.9	23.3%	65.0	48,614
Total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

Sources: Company data, * Thanachart estimates

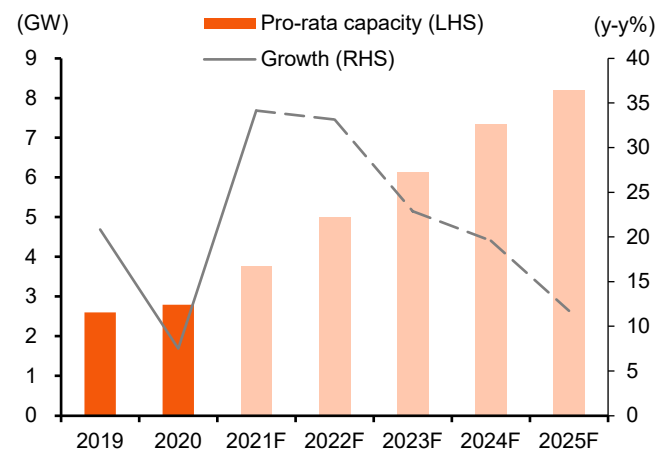
Ex 2: Scheduled COD For Its IPP Projects

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

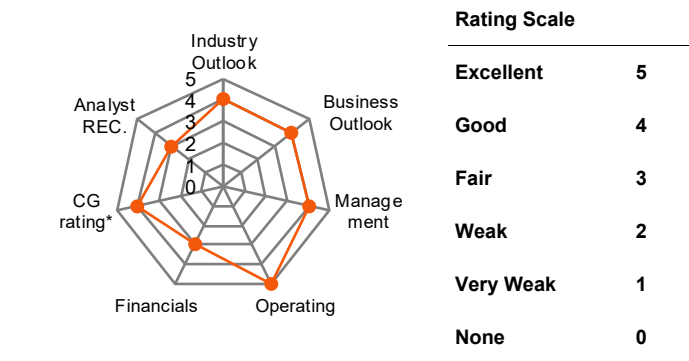
S — Strength

- มีพันธมิตรทางธุรกิจที่แข็งแกร่ง ซึ่งช่วยให้สามารถเข้าถึงต้นทุนทางการเงินที่ถูก และเทคโนโลยีที่ทันสมัยเพื่อพัฒนาประสิทธิภาพของโรงไฟฟ้า
- มีกำลังการผลิตขนาดใหญ่ผลักดันให้กำไรเติบโตต่อเนื่องไปในปี 2024

O — Opportunity

- GULF มองหากำลังการผลิตใหม่ในอาเซียน และในประเทศ

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูง แต่เงินที่ได้จากการทำ IPO น่าจะทำให้อัตราส่วนดังกล่าวลดลง ขณะที่โดยทั่วไปธนาคารไทยกำหนดให้อัตรานี้ต้องไม่เกิน 3 เท่า

T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ โดยเฉพาะสำหรับโครงการในต่างประเทศ ซึ่งบริษัท 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

Valuations already looks high, in our view

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

*Strong profitability from
its large portion of IPP
plants in Thailand*

WHA Utilities & Power

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,857	1,696	2,183	2,565	2,856
Cost of sales	1,164	1,198	1,416	1,645	1,834
Gross profit	693	498	766	919	1,022
% gross margin	37.3%	29.4%	35.1%	35.8%	35.8%
Selling & administration expenses	198	188	196	205	217
Operating profit	495	310	570	714	805
% operating margin	26.7%	18.3%	26.1%	27.8%	28.2%
Depreciation & amortization	205	265	317	345	373
EBITDA	700	575	886	1,059	1,178
% EBITDA margin	37.7%	33.9%	40.6%	41.3%	41.2%
Non-operating income	71	44	65	77	86
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(342)	(433)	(432)	(472)	(501)
Pre-tax profit	224	(79)	203	319	390
Income tax	43	11	41	64	78
After-tax profit	181	(90)	163	255	312
% net margin	9.8%	-5.3%	7.5%	10.0%	10.9%
Shares in affiliates' Earnings	1,612	893	1,025	1,224	1,244
Minority interests	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Extraordinary items	345	10	0	0	0
NET PROFIT	2,137	813	1,188	1,479	1,556
Normalized profit	1,793	803	1,188	1,479	1,556
EPS (Bt)	0.6	0.2	0.3	0.4	0.4
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.2	0.3	0.4	0.4

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	2,074	2,244	1,342	1,445	1,524
Cash & cash equivalent	755	1,784	750	750	750
Account receivables	811	242	311	365	407
Inventories	0	0	0	0	0
Others	508	218	281	330	368
Investments & loans	15,579	13,489	13,489	13,489	13,989
Net fixed assets	3,950	5,039	5,309	5,657	6,014
Other assets	4,815	5,400	5,639	6,587	7,311
Total assets	26,419	26,172	25,779	27,178	28,839
LIABILITIES:					
Current liabilities:	6,482	3,034	620	634	755
Account payables	292	342	405	470	524
Bank overdraft & ST loans	1,765	0	0	0	0
Current LT debt	4,123	2,639	0	0	0
Others current liabilities	301	53	215	164	230
Total LT debt	5,869	10,227	11,757	12,343	13,147
Others LT liabilities	509	753	896	1,016	1,107
Total liabilities	12,859	14,015	13,273	13,993	15,008
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,825	3,825	3,825	3,825	3,825
Share premium	2,558	2,558	2,558	2,558	2,558
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	3,520	2,212	2,212	2,212	2,212
Retained earnings	3,656	3,562	3,911	4,590	5,236
Shareholders' equity	13,559	12,157	12,506	13,185	13,830
Liabilities & equity	26,419	26,172	25,779	27,178	28,839

Sources: Company data, Thanachart estimates

WHA Utilities & Power

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	224	(79)	203	319	390
Tax paid	(39)	(25)	(29)	(63)	(72)
Depreciation & amortization	205	265	317	345	373
Chg In working capital	(440)	620	(7)	11	12
Chg In other CA & CL / minorities	2,026	576	1,065	1,071	1,212
Cash flow from operations	1,976	1,357	1,550	1,683	1,915
Capex	(894)	(1,306)	(536)	(638)	(675)
Right of use	0	0	(243)	(10)	(10)
ST loans & investments	471	283	0	0	0
LT loans & investments	(1,956)	2,090	0	0	(500)
Adj for asset revaluation	(33)	(1,308)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	162	(289)	143	(822)	(623)
Cash flow from investments	(2,250)	(530)	(635)	(1,469)	(1,808)
Debt financing	2,769	1,109	(1,110)	587	804
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(1,163)	(966)	(839)	(800)	(911)
Warrants & other surplus	(1,431)	59	0	0	0
Cash flow from financing	175	203	(1,949)	(214)	(107)
Free cash flow	1,082	51	1,014	1,045	1,240

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	9.1	20.3	13.7	11.0	10.5
Normalized PE - at target price (x)	10.7	23.8	16.1	12.9	12.3
PE (x)	7.6	20.0	13.7	11.0	10.5
PE - at target price (x)	8.9	23.5	16.1	12.9	12.3
EV/EBITDA (x)	39.0	47.6	30.8	26.3	24.4
EV/EBITDA - at target price (x)	43.0	52.5	34.0	29.0	26.8
P/BV (x)	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
P/BV - at target price (x)	1.4	1.6	1.5	1.5	1.4
P/CFO (x)	8.2	12.0	10.5	9.7	8.5
Price/sales (x)	8.8	9.6	7.5	6.4	5.7
Dividend yield (%)	5.9	5.9	4.4	5.4	5.7
FCF Yield (%)	6.6	0.3	6.2	6.4	7.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	0.2	0.3	0.4	0.4
EPS	0.6	0.2	0.3	0.4	0.4
DPS	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
BV/share	3.5	3.2	3.3	3.4	3.6
CFO/share	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
FCF/share	0.3	0.0	0.3	0.3	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

WHA Utilities & Power

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	8.7	(8.7)	28.7	17.5	11.4
Net profit (%)	(5.1)	(62.0)	46.2	24.5	5.2
EPS (%)	(5.1)	(62.0)	46.2	24.5	5.2
Normalized profit (%)	4.9	(55.2)	47.9	24.5	5.2
Normalized EPS (%)	4.9	(55.2)	47.9	24.5	5.2
Dividend payout ratio (%)	45.2	118.8	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	37.3	29.4	35.1	35.8	35.8
Operating margin (%)	26.7	18.3	26.1	27.8	28.2
EBITDA margin (%)	37.7	33.9	40.6	41.3	41.2
Net margin (%)	9.8	(5.3)	7.5	10.0	10.9
D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.1	0.9	0.9	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	1.4	0.7	1.3	1.5	1.6
Interest coverage - EBITDA (x)	2.0	1.3	2.1	2.2	2.4
ROA - using norm profit (%)	7.1	3.1	4.6	5.6	5.6
ROE - using norm profit (%)	13.0	6.2	9.6	11.5	11.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	1.3	na	1.3	2.0	2.3
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	30.5	na	29.1	30.8	31.2
- leverage (x)	1.8	2.0	2.1	2.1	2.1
- interest burden (%)	39.6	(22.3)	32.0	40.3	43.8
- tax burden (%)	80.9	na	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	1.8	1.3	2.0	2.4	2.6
NOPAT (Bt m)	401	310	456	571	644
invested capital (Bt m)	24,561	23,239	23,512	24,778	26,227

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) 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, TASCOT, 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 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) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิजारุณ, 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 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