

Fundamental Story

Global Power Synergy Pcl (GPSC TB) - BUY, Price Bt78.5, TP Bt92

Results Comment

Nuttapop Prasitsuksant | Email: nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

กำไร 3Q21 ต่ำกว่าคาดมาก

- GPSC รายงานกำไรการดำเนินงานปกติ (ไม่รวมผลขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนและการป้องกันความเสี่ยง และการจ่ายค่าปรับ 137 ลบ. ให้ EGAT) ออกมาที่ 2.1 พันลบ. ใน 3Q21 ลดลง 19% y-y และ 7% q-q ซึ่งต่ำกว่าที่เราคาดมาก เนื่องจากมีการปิดซ่อมบำรุงนอกแผนของโรงไฟฟ้าหลักสองแห่ง และการรับรู้ผลขาดทุนจากธุรกิจโซลาร์ฟาร์มในอินเดียที่เพิ่มข้อกีดการเข้ามาระหว่างไตรมาส
- โรงไฟฟ้า IPP: กำไรขั้นต้นรับรู้จากโรงไฟฟ้า IPP ลดลง 14% y-y และ 20% q-q มาเหลือ 1.1 พันลบ. (22% ของกำไรขั้นต้นทั้งหมด) ใน 3Q21 เนื่องจากการปิดปรับปรุง 28 วันของโรงไฟฟ้า Gheco-1
- โรงไฟฟ้า SPP: โรงไฟฟ้า SPP สร้างกำไรขั้นต้นได้รวม 3.7 พันลบ. (76%) ใน 3Q21 ลดลง 5% y-y และ 7% q-q เนื่องจากอัตราค่าไฟที่ลดลงจากราคาต้นทุนถ่านหินและก๊าซธรรมชาติที่เพิ่มขึ้น รวมถึงการปิดซ่อมบำรุงนอกแผนของโรงไฟฟ้า Glow Energy Phase 5 โดยปัจจัยลบทั้งสองนี้กลบผลบวกจากปริมาณขายไฟฟ้าและโอนน้ำให้แก่ลูกค้าอุตสาหกรรมที่ฟื้นตัวได้ต่อเนื่องออกไปหมด
- โครงการ VSPP: กำไรขั้นต้นจากโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนอยู่ที่ 112 ลบ. (2%) ใน 3Q21 ลดลง 40% y-y เนื่องจาก GPSC ขายหุ้นใน GRP ออกไป 50% เมื่อเดือนมกราคม และลดลง 14% q-q จากการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ในญี่ปุ่นตามฤดูกาล
- ค่าใช้จ่ายการขายและบริหาร (SG&A) รวมอยู่ที่ 474 ลบ. ใน 3Q21 เพิ่มขึ้น 13% y-y จากค่าใช้จ่ายการซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้า Gheco-1 แต่ลดลง 13% q-q เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายด้านที่ปรึกษาเกี่ยวกับการทำ M&A ที่สูงเป็นพิเศษใน 2Q21
- GPSC รับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมเพิ่มขึ้น 8% y-y และ 33% q-q เป็น 690 ลบ. ใน 3Q21 จากการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นจากโครงการไชยะบุรี แม้ถูกชดเชยลงบางส่วนจากผลขาดทุนจาก Avadaa ที่มีการขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนและการป้องกันความเสี่ยง
- เนื่องจาก Glow Energy 5 ยังต้องปิดซ่อมบำรุงต่อทำให้มีผลลบต่อเนื่องไปใน 4Q21F ในขณะที่กำไร 9M21 ของ GPSC เทียบเป็นเพียง 70% ของประมาณการของเรา เรามองว่ามีความเสี่ยงทางลบค่อนข้างมากต่อประมาณการกำไร 2021F ของเรา

Income Statement				(consolidated)	
Yr-end Dec (Bt m)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
Revenue	16,601	16,531	16,624	18,234	17,996
Gross profit	3,338	2,906	3,310	3,459	2,742
SG&A	421	601	460	545	474
Operating profit	2,917	2,305	2,850	2,914	2,269
EBITDA	5,086	4,477	5,010	5,224	4,871
Other income	539	537	360	213	504
Other expense					
Interest expense	1,026	965	974	987	998
Profit before tax	2,430	1,876	2,236	2,140	1,775
Income tax	314	186	453	286	322
Equity & invest. income	638	244	207	519	690
Minority interests	(201)	(311)	(19)	(132)	(63)
Extraordinary items	21	(166)	2	60	(205)
Net profit	2,574	1,458	1,973	2,302	1,875
Normalized profit	2,553	1,624	1,972	2,242	2,079
EPS (Bt)	0.91	0.52	0.70	0.82	0.66
Normalized EPS (Bt)	0.91	0.58	0.70	0.80	0.74

Balance Sheet		(consolidated)			
Yr-end Dec (Bt m)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
Cash & ST investment	21,670	20,550	25,430	20,238	16,001
A/C receivable	9,006	9,084	7,367	9,475	8,757
Inventory	6,593	6,253	6,197	6,577	7,018
Other current assets	3,631	7,566	4,716	7,012	4,406
Investment	10,712	11,165	11,751	12,345	24,818
Fixed assets	101,141	99,978	99,949	99,428	98,805
Other assets	102,105	102,059	102,514	102,065	104,440
Total assets	254,857	256,656	257,925	257,140	264,245
S-T debt	12,162	11,993	15,071	19,261	6,935
A/C payable	3,814	3,952	4,084	4,681	4,386
Other current liabilities	4,260	6,118	5,846	6,487	5,727
L-T debt	94,231	92,321	89,251	83,808	103,287
Other liabilities	30,291	30,405	29,577	29,356	29,398
Minority interest	8,934	8,966	9,052	8,965	9,060
Shareholders' equity	101,165	102,901	105,044	104,582	105,452
Working capital	11,785	11,386	9,480	11,372	11,388
Total debt	106,392	104,315	104,322	103,069	110,222
Net debt	84,722	83,764	78,892	82,831	94,221

Sources: Company data, Thanachart estimates

Income Statement			9M as		
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2021F	2021F	2022F
Revenue	(1)	8	71	74,192	72,564
Gross profit	(21)	(18)	68	13,989	15,560
SG&A	(13)	13	70	2,107	2,213
Operating profit	(22)	(22)	68	11,882	13,348
EBITDA	(7)	(4)	73	20,799	22,706
Other income	136	(6)	81	1,329	1,355
Other expense			na		
Interest expense	1	(3)	73	4,059	4,328
Profit before tax	(17)	(27)	67	9,152	10,375
Income tax	13	3	77	1,373	1,608
Equity & invest. income	33	8	76	1,864	2,465
Minority interests	na	na	35	(610)	(687)
Extraordinary items	na	na	na		
Net profit	(19)	(27)	68	9,033	10,545
Normalized profit	(7)	(19)	70	9,033	10,545
EPS (Bt)	(19)	(27)	68	3.20	3.74
Normalized EPS (Bt)	(7)	(19)	70	3.20	3.74

Financial Ratios					
(%)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
Sales grow th	(13.7)	(9.6)	(9.2)	0.5	8.4
Operating profit grow th	(0.7)	22.2	(0.7)	(5.6)	(22.2)
EBITDA grow th	1.6	11.6	(0.6)	(1.1)	(4.2)
Norm profit grow th	191.5	26.9	22.5	30.2	(18.6)
Norm EPS grow th	55.0	26.9	22.5	30.2	(18.6)
Gross margin	20.1	17.6	19.9	19.0	15.2
Operating margin	17.6	13.9	17.1	16.0	12.6
EBITDA margin	30.6	27.1	30.1	28.6	27.1
Norm net margin	15.4	9.8	11.9	12.3	11.6
D/E (x)	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
Net D/E (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
Interest coverage (x)	5.0	4.6	5.1	5.3	4.9
Interest rate	3.9	3.7	3.7	3.8	3.7
Effective tax rate	12.9	9.9	20.2	13.3	18.2
ROA	4.0	2.5	3.1	3.5	3.2
ROE	10.2	6.4	7.6	8.6	7.9

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 138 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, S5016C2112D, S5016P2112D, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TESCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าว ก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ราชธานีลิซซิ่ง 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 ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวิณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริหาร กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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