

**BUY** (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 45.00

(From: Bt 54.00)

7 FEBRUARY 2022

Upside : 29.5%

## B.Grimm Power Pcl (BGRIM TB)

### ราคาหุ้นปรับลงมามากแล้ว

เราเชื่อว่าตลาดมองลบเกินไปต่อผลกระทบจากราคาก๊าซที่เพิ่มขึ้นสูงต่อ BGRIM และการเข้าซื้อกิจการที่ล่าช้า เราคาดสามปัจจัยที่หนุนราคาหุ้นในประเทศให้สูงขึ้นจะเริ่มกลับตัวใน 1H22F จึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" BGRIM แม้ปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 45 บาท จากสมมติฐานราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้น



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

#### ราคาหุ้นและจุดสูงสุดแล้ว

เราปรับลดกำไร BGRIM ลง 13-19% ในปี 2022-24F จากราคาก๊าซในประเทศที่พุ่งสูงขึ้นมากกว่าคาด แต่อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าราคาหุ้นได้แตะระดับสูงสุดไปแล้ว โดยคาดปัจจัยขั้วหนุนราคาหุ้นสามประการจะเริ่มกลับตัว 1) ราคา spot LNG ในตลาดเอเชีย (สัดส่วน 15% ในการคำนวณราคาหุ้นไทย) เริ่มลดลงจากจุดสูงสุดในรอบหลายปีในเดือนมกราคม 2) เราคาดราคาน้ำมันจะเริ่มอ่อนตัว และเงินบาทจะแข็งค่าในช่วง 2H22F ซึ่งเป็นสองปัจจัยคำนวณราคาหุ้นที่ผลิตในประเทศ และราคาซื้อ LNG ในสัญญาระยะยาวของไทย (73% และ 12% ของก๊าซรวม) 3) เราคาดการทยอยฟื้นตัวของการผลิตจากแหล่งเอราวัณจะช่วยให้ราคาหุ้นลดลงในปี 2022-23F โดยแม้เราใช้สมมติฐานราคาหุ้นสูงกว่าปี 2021F อยู่ 16% และ 13% ในปี 2022-23F แต่ยังคงกำไร BGRIM เติบโตได้ 11% และ 31% หนุนโดยราคาขายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นและการเติบโตของกำลังการผลิตรวม

#### เริ่มผลกระทบต้นทุนที่เพิ่มขึ้นได้

รัฐบาลไทยประกาศขึ้นค่าไฟฟ้าในประเทศเป็น 3.73 บาท/kWh ใน 1Q22 เพิ่มขึ้น 5% จาก 4Q21 เพื่อสะท้อนราคาเชื้อเพลิงที่พุ่งสูงขึ้นตั้งแต่ปีที่แล้ว ทำให้ BGRIM จะสามารถขึ้นราคาไฟฟ้าที่ขายให้กับลูกค้าอุตสาหกรรมได้ (24% ของปริมาณขายจาก SPP) ส่วนอีก 76% ที่ขายให้ กฟผ. สามารถผลกระทบต้นทุนเชื้อเพลิงได้แต่เดิมแล้ว เนื่องจากราคาเชื้อเพลิงยังสูงขึ้นต่อเนื่องหลังการปรับค่าไฟฟ้า ขณะที่เงินกองทุนของรัฐบาลในการอุดหนุนค่าไฟฟ้าเริ่มหมดลง เราจึงคาดว่าไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้นอีก 0.15 บาท/kWh ใน 2H22F ซึ่งจะช่วยลดแรงกดดันต่ออัตรากำไรของ BGRIM ลงอีก เราประเมินว่าราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้นทุก 1% ส่งผลลบต่อกำไร BGRIM รว 1.5%

#### กำลังการผลิตเติบโตต่อเนื่อง

เราคาดว่ากำลังการผลิตรวมของ BGRIM จะเพิ่มขึ้น 14% และ 16% y-y ในปี 2022-23F ซึ่งน่าจะชดเชยแรงกดดันจากต้นทุนก๊าซที่เพิ่มขึ้นลงได้ โดยกำลังการผลิตดังกล่าวมาจาก 1) โครงการ SPP ที่เพิ่งเข้าซื้อ 2 โครงการ (กำลังการผลิตสุทธิรวม 148MW) ผ่านบริษัทร่วมทุน UVBGP เมื่อปลาย 4Q21 2) กำลังการผลิตสุทธิเพิ่มขึ้น 186MW จากโรงไฟฟ้า SPP ใหม่ 5 หน่วยผลิตภายใต้โครงการ SPP Replacement ใน 4Q22F 3) โครงการ SPP ใหม่ 203MW ซึ่งคาดว่าจะ COD ต้นปี 2023F และ 4) กำลังการผลิตอีก 163MW จากสัดส่วนการถือหุ้น 41% ใน reNIKOLA ซึ่งเป็นผู้พัฒนาโซลาร์ฟาร์มในมาเลเซียในช่วงปี 2022-23F ปัจจุบัน BGRIM มีกำลังการผลิตรวม 2.7GW โดย 37% เป็นพลังงานทดแทน และมี upside จากการทำ M&A เพิ่มเติมในอนาคต

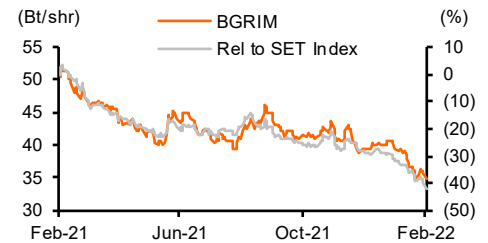
#### แนะนำ "ซื้อ" ที่จุดต่ำสุด

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" BGRIM หลังราคาหุ้นปรับลงมาแล้วถึง 22% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาหลังราคาหุ้นเริ่มสูงขึ้นตั้งแต่เดือนมิ.ย. เรามองว่ายังมี upside จากราคาเป้าหมายของเราที่ลดลงเหลือ 45 บาท (จาก 54 บาท) หลังเราปรับสมมติฐานราคาหุ้นระยะยาวสูงขึ้น 6% เพื่อสะท้อนปัญหาการจัดหาก๊าซธรรมชาติของไทยในระยะยาว เราคาดว่าราคาหุ้นที่ทยอยปรับลงเป็นปัจจัยหลักผลักดันราคาหุ้น ส่วนการเติบโตของกำไรเป็นปัจจัยหนุน เรามองราคาหุ้นที่ PE 32 เท่า ปี 2022F ไม่ได้แพงไปจากโอกาสการเติบโตในการทำ M&A และโครงการ LNG-to-power ในเวียดนาม

#### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	44,087	46,538	51,669	55,558
Net profit	2,175	2,633	2,917	3,812
Consensus NP	—	2,793	3,362	4,605
Diff frm cons (%)	—	(5.7)	(13.2)	(17.2)
Norm profit	2,670	2,633	2,917	3,812
Prev. Norm profit	—	2,882	3,613	4,384
Chg frm prev (%)	—	(8.7)	(19.3)	(13.0)
Norm EPS (Bt)	1.0	1.0	1.1	1.5
Norm EPS grw (%)	29.7	(1.4)	10.8	30.7
Norm PE (x)	33.9	34.4	31.1	23.8
EV/EBITDA (x)	11.6	13.3	13.8	11.4
P/BV (x)	3.3	3.1	3.0	2.8
Div yield (%)	1.3	1.5	1.6	2.1
ROE (%)	9.6	9.3	9.8	12.1
Net D/E (%)	149.5	193.6	230.2	205.1

#### PRICE PERFORMANCE



#### COMPANY INFORMATION

Price as of 07-Feb-22 (Bt)	34.75
Market Cap (US\$ m)	2,742.7
Listed Shares (m shares)	2,606.9
Free Float (%)	36.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	13.3
12M Price H/L (Bt)	52.00/34.75
Sector	Utilities
Major Shareholder	B.Grimm Group 38.43%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ไปซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

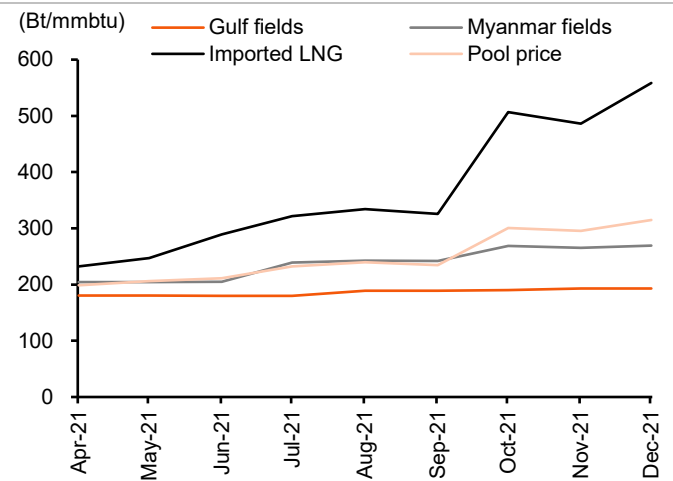


**Ex 1: Key Assumption Changes**

	2022F	2023F	2024F
<b>Operating capacity (MW)</b>			
New	2,240	2,589	2,707
Old	2,034	2,355	2,520
Change (%)	10.1	9.9	7.4
<b>Total electricity sales volume (GWh)</b>			
New	14,571	15,490	15,839
Old	13,838	15,101	15,566
Change (%)	5.3	2.6	1.8
<b>Average gas cost (Bt/mmbtu)</b>			
New	320	295	285
Old	260	254	257
Change (%)	23.3	15.9	10.9
<b>Normalized profit (Bt m)</b>			
New	2,917	3,812	4,445
Old	3,613	4,384	5,108
Change (%)	(19.3)	(13.0)	(13.0)

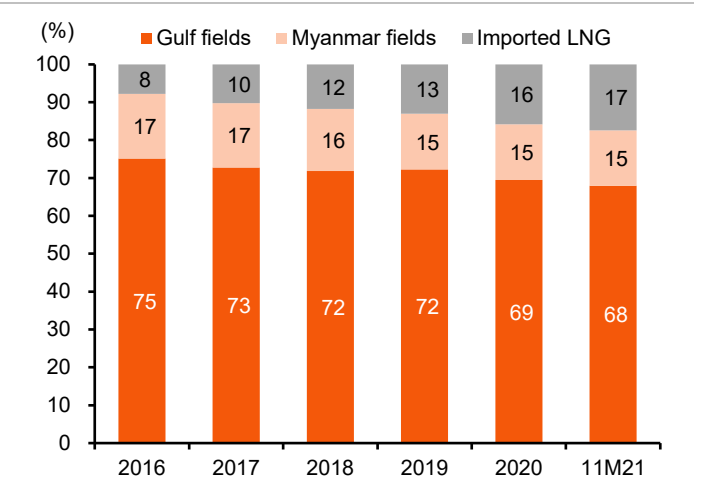
Sources: Thanachart estimates

**Ex 2: Thailand's Gas Supply Mix**



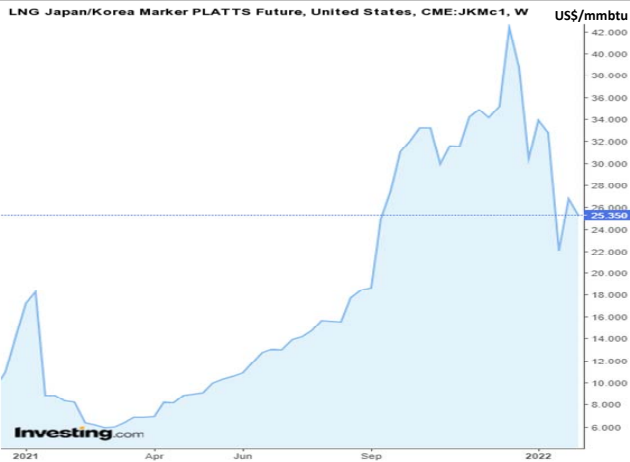
Sources: Energy Policy and Planning Office (EPPO)

**Ex 3: Gas Pool Price Rises On Higher Imported LNG Costs**



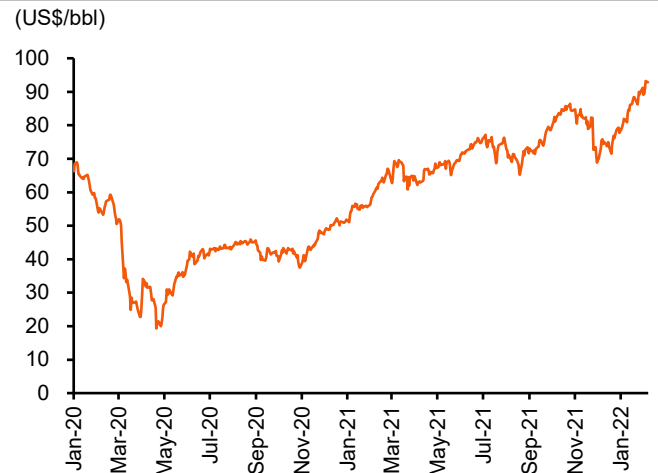
Sources: Energy Policy and Planning Office (EPPO)

**Ex 4: Sharp Rise Of Asian LNG Price**



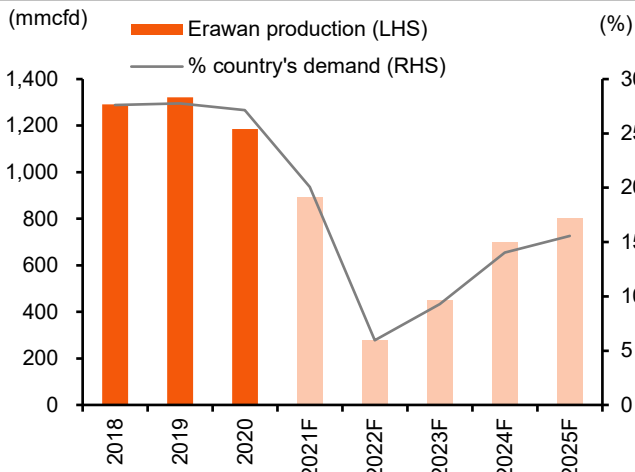
Sources: S&P Global Platts, Investing.com

**Ex 5: Global Oil Prices Have Also Run Up Strongly**



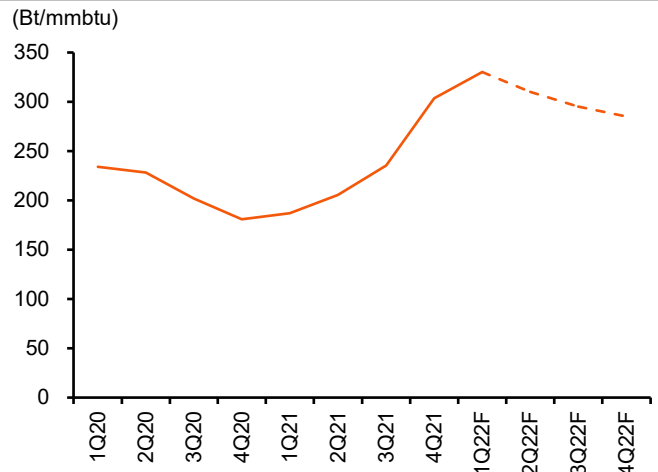
Source: Bloomberg

**Ex 6: Short-Term Supply Disruption At Erawan Gas Field**



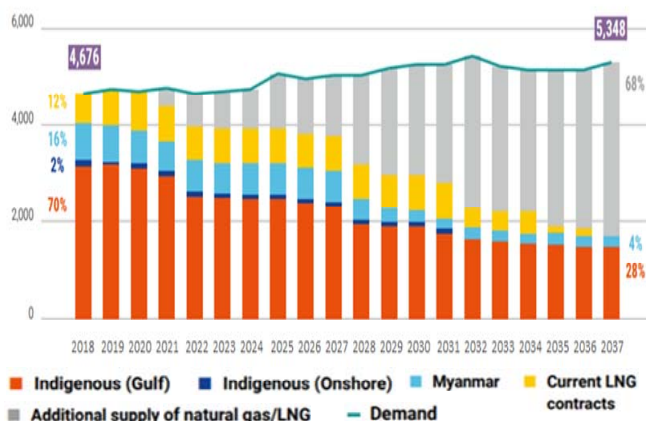
Sources: EPPO, PTTEP, Thanachart estimates

**Ex 7: We Expect The Pool Price To Decline From 1Q22F**



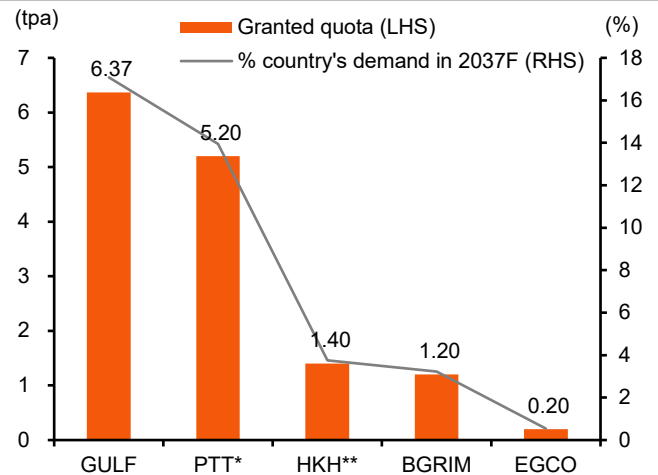
Sources: EPPO, Thanachart estimates

**Ex 8: Thailand Must Rely More Heavily On Imported Gas**



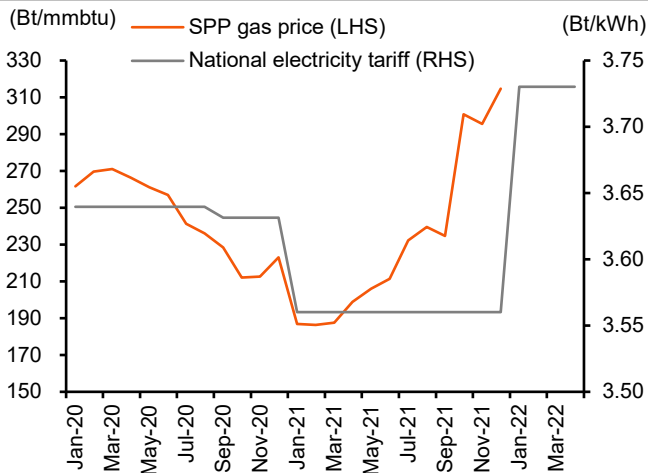
Source: Gas Plan 2018

**Ex 9: LNG Import Quota Granted To Private Firms**



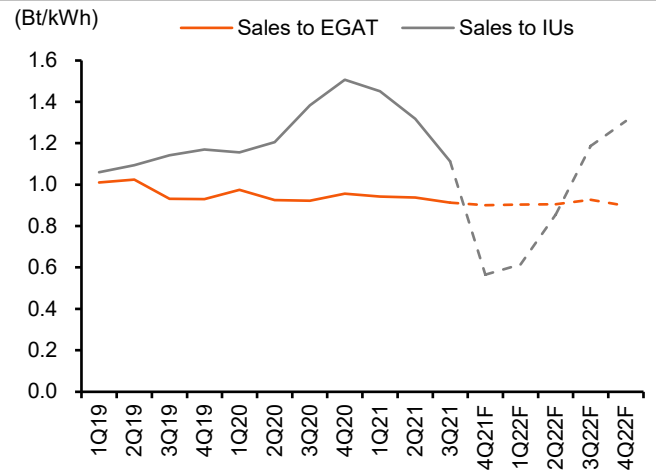
Sources: Energy Regulatory Commission (ERC)  
 Note: \*Estimated secured long-term contracts held by PTT  
 \*\*HKH = Hin Kong Power Holding

**Ex 10: Higher National Tariff Alleviates Squeezed Margin**



Sources: ERC, EPPO, Thanachart estimates

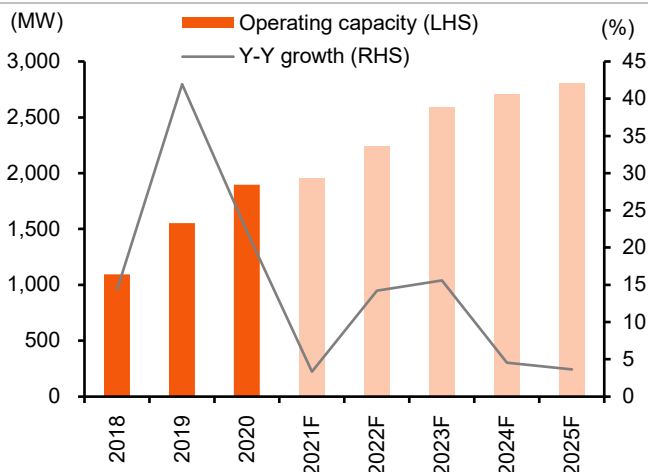
**Ex 11: Projected Margin Improvement On Electricity Sales**



Sources: Thanachart estimates

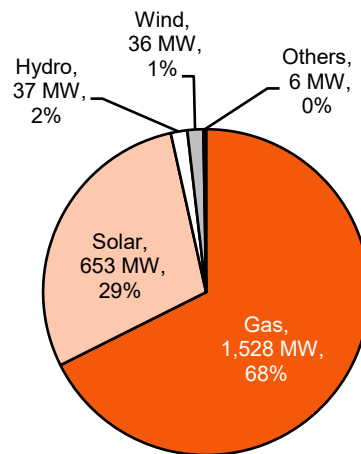
Note: Margin = Average selling price – Average gas cost per kWh production

**Ex 12: BGRIM's Capacity Continues To Grow**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 13: BGRIM's Portfolio Breakdown By Fuel Type**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 14: Our DCF-derived Sum-Of-The-Parts (SOTP) 12-month TP Calculation**

	Valuation method	WACC (%)	Value per BGRIM's share (Bt/shr)
<b>Operating gas-fired SPP plants</b> (ABP, ABPR, BPLC, BPWHA, BIP, BPAM, ATP, UVBGP)	DCF	5.2 - 6.4%	19.0
<b>SPP Replacement projects</b> (ABP1, ABP2, BPLC1, BPAM1, BPAM2)	DCF	5.9%	4.9
<b>Developing projects</b> (BGPR, U-Tapao airport, other IPS projects)	DCF	5.5 - 6.5%	5.9
<b>Renewable projects</b>			7.7
Solar – Thailand	DCF	6.0%	1.2
Solar – Vietnam	DCF	6.7%	1.9
Solar - Cambodia	DCF	7.1%	0.5
Solar – Malaysia	DCF	6.4%	1.9
Wind – Thailand	DCF	6.0%	0.5
Hydro – Laos	DCF	6.7%	1.6
<b>Cash on hand</b>			1.0
<b>Potential projects</b>			6.6
- Korea wind farms	DCF	10.0%	1.2
- Vietnam wind farms	DCF	10.0%	1.3
- Vietnam LNG-to-Power	DCF	10.0%	4.1
<b>Grand total</b>			45.0

Source: Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 15: 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	(39.2)	123.7	19.3	8.6	0.6	0.6	9.2	7.9	4.8	10.2
Huadian Power	1071 HK	China	(87.7)	na	62.3	8.1	0.5	0.5	13.3	9.1	5.4	7.3
Huaneng Power	600011 CH	China	na	na	na	16.1	1.3	1.2	14.4	8.8	0.8	2.8
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	4.6	7.5	14.2	13.2	1.1	1.0	39.4	38.1	5.2	5.3
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	(79.8)	na	102.0	18.2	1.3	1.2	13.5	9.5	1.4	2.9
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	(18.1)	59.9	14.0	8.7	1.1	1.0	8.8	6.6	3.0	4.5
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	(1.6)	8.1	17.9	16.6	1.7	1.6	11.0	10.5	4.0	4.1
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	2.7	6.8	16.3	15.3	1.2	1.2	78.4	75.9	5.8	5.8
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	na	na	na	11.2	0.5	0.5	13.7	8.9	2.1	4.6
Tata Power	TPWR IN	India	17.6	39.7	52.2	37.4	3.6	3.6	15.8	15.8	0.6	0.8
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	11.6	(1.5)	10.7	10.9	0.9	0.9	6.3	6.2	6.0	5.9
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(68.4)	na	94.2	26.9	0.5	0.5	12.2	11.5	4.6	4.4
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	47.4	(16.1)	10.6	12.7	0.4	0.4	10.2	10.4	6.4	7.1
Manila Electric	MER PM	Philippines	11.8	4.9	16.5	15.7	4.4	4.0	10.7	9.7	4.1	4.5
Absolute Clean Energy *	ACE TB	Thailand	9.8	26.4	23.3	18.4	2.6	2.4	17.5	15.3	1.7	2.2
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(8.6)	20.6	18.0	14.9	1.5	1.4	14.6	11.5	2.5	2.5
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(1.4)	10.8	34.4	31.1	3.1	3.0	13.3	13.8	1.5	1.6
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	10.2	12.4	14.0	12.5	1.2	1.2	202.6	152.7	4.3	4.8
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	418.6	8.2	21.3	19.7	1.7	1.6	19.1	18.5	1.9	2.5
EA Pcl*	EA TB	Thailand	7.4	72.1	63.3	36.8	10.9	8.9	37.5	23.5	0.5	0.8
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	7.2	4.7	9.0	8.6	0.8	0.8	17.5	15.9	4.0	4.3
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	23.5	15.1	23.3	20.3	2.0	1.9	15.3	14.1	2.6	3.0
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	88.0	37.4	66.8	48.6	8.7	8.1	46.7	36.6	0.9	1.2
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	66.7	26.8	26.1	20.6	4.6	4.1	24.5	20.5	2.1	2.9
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	25.2	2.8	9.6	9.3	1.0	1.0	17.4	16.1	5.8	6.5
TPC Power Holding *	TPCH TB	Thailand	52.4	23.3	12.6	10.2	1.5	1.3	9.2	7.9	2.4	2.9
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	47.9	24.5	13.4	10.8	1.3	1.2	30.4	26.0	4.5	5.6
<b>Average</b>			<b>21.9</b>	<b>23.6</b>	<b>30.6</b>	<b>17.8</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>26.8</b>	<b>22.3</b>	<b>3.3</b>	<b>4.1</b>

Sources: Bloomberg, \* Thanachart estimates

Based on 7 February 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

BGRIM ก่อตั้งขึ้นในปี 1993 เป็นหนึ่งในบริษัทย่อยของกลุ่ม B.Grimm ซึ่งดำเนินธุรกิจในประเทศไทยมากกว่า 140 ปี BGRIM เป็นหนึ่งในผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) โดยจัดหาและผลิตไฟฟ้าและไอน้ำสำหรับเพื่อขายให้โครงข่ายไฟฟ้าแห่งชาติ และลูกค้าอุตสาหกรรมกว่า 200 รายในหลายนิคมอุตสาหกรรม และกำลังมีแผนขยายธุรกิจไฟฟ้าไปในเวียดนามและลาว บริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะขยายกำลังการผลิตเป็น 5.0GW ภายในปี 2025

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มีทีมวิศวกรที่มีทักษะและประสบการณ์ด้านธุรกิจไฟฟ้ามานานกว่า 20 ปี
- ได้รับประโยชน์ผ่านความสัมพันธ์ของกลุ่ม B.Grimm และพันธมิตรเชิงกลยุทธ์

## O — Opportunity

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

## CONSENSUS COMPARISON

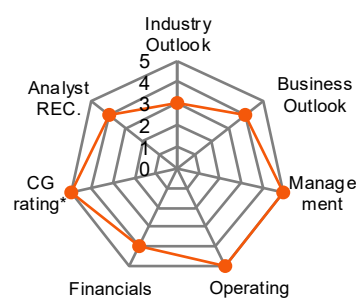
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	53.49	45.00	-16%
Net profit 21F (Bt m)	2,767	2,633	-5%
Net profit 22F (Bt m)	3,331	2,917	-12%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 4	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราต่ำกว่าตลาด 5% และ 12% ในปี 2022-23F คาดเพราะเราใช้สมมติฐานต้นทุนก๊าซที่สูงกว่าตลาด
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* CG rating

## Rating Scale

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

## W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มฯ แต่ยังคงต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด

## T — Threat

- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบจากธุรกิจในประเทศ

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาก๊าซรวมในประเทศสูงเกินกว่าคาด เป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- การเติบโตของกำลังการผลิตที่ต่ำกว่าที่คาด ทั้งจากการทำ M&As และการลงทุนในโครงการใหม่ เป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- หากกิจกรรมการผลิตในภาคอุตสาหกรรมฟื้นตัวช้ากว่าคาด และทำให้ความต้องการไฟฟ้าและไอน้ำจาก IU ชะลอลงจะเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงหลัก ต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	44,132	44,087	46,538	51,669	55,558
Cost of sales	35,953	34,848	37,142	41,476	43,545
<b>Gross profit</b>	<b>8,179</b>	<b>9,239</b>	<b>9,397</b>	<b>10,193</b>	<b>12,013</b>
% gross margin	18.5%	21.0%	20.2%	19.7%	21.6%
Selling & administration expenses	1,740	2,008	1,805	1,967	2,095
<b>Operating profit</b>	<b>6,439</b>	<b>7,231</b>	<b>7,591</b>	<b>8,226</b>	<b>9,918</b>
% operating margin	14.6%	16.4%	16.3%	15.9%	17.9%
Depreciation & amortization	4,701	5,616	5,366	5,799	6,826
<b>EBITDA</b>	<b>11,140</b>	<b>12,847</b>	<b>12,958</b>	<b>14,025</b>	<b>16,745</b>
% EBITDA margin	25.2%	29.1%	27.8%	27.1%	30.1%
Non-operating income	289	251	186	207	222
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,001)	(3,056)	(3,451)	(3,957)	(4,054)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>3,728</b>	<b>4,426</b>	<b>4,327</b>	<b>4,476</b>	<b>6,087</b>
Income tax	235	233	368	380	517
<b>After-tax profit</b>	<b>3,493</b>	<b>4,193</b>	<b>3,959</b>	<b>4,096</b>	<b>5,569</b>
% net margin	7.9%	9.5%	8.5%	7.9%	10.0%
Shares in affiliates' Earnings	101	58	42	27	27
Minority interests	(1,535)	(1,581)	(1,368)	(1,205)	(1,784)
Extraordinary items	271	(495)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>2,331</b>	<b>2,175</b>	<b>2,633</b>	<b>2,917</b>	<b>3,812</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>2,059</b>	<b>2,670</b>	<b>2,633</b>	<b>2,917</b>	<b>3,812</b>
EPS (Bt)	0.9	0.8	1.0	1.1	1.5
Normalized EPS (Bt)	0.8	1.0	1.0	1.1	1.5

*Earnings grow from capacity expansion despite margin pressure*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	33,493	29,879	26,657	22,743	18,539
Cash & cash equivalent	23,663	20,389	16,305	11,331	6,357
Account receivables	7,156	6,818	7,650	8,494	9,133
Inventories	969	1,033	1,018	1,136	1,193
Others	1,706	1,638	1,685	1,782	1,856
Investments & loans	1,667	1,086	935	783	632
Net fixed assets	72,132	80,300	105,611	130,161	130,689
Other assets	14,401	19,431	19,860	20,277	20,633
<b>Total assets</b>	<b>121,693</b>	<b>130,696</b>	<b>153,064</b>	<b>173,964</b>	<b>170,494</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	25,832	26,993	17,592	20,214	19,666
Account payables	18,254	5,641	6,105	6,818	7,158
Bank overdraft & ST loans	3,036	15,080	4,886	5,723	5,314
Current LT debt	4,139	5,705	6,035	7,068	6,562
Others current liabilities	403	567	566	605	632
<b>Total LT debt</b>	<b>55,596</b>	<b>58,361</b>	<b>86,806</b>	<b>101,668</b>	<b>94,397</b>
Others LT liabilities	1,588	6,038	6,605	7,287	7,721
<b>Total liabilities</b>	<b>83,016</b>	<b>91,392</b>	<b>111,003</b>	<b>129,168</b>	<b>121,784</b>
Minority interest	10,533	11,834	13,202	14,408	16,192
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
<b>Retained earnings</b>	<b>6,328</b>	<b>7,068</b>	<b>8,456</b>	<b>9,986</b>	<b>12,116</b>
Shareholders' equity	28,144	27,470	28,858	30,388	32,518
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>121,693</b>	<b>130,696</b>	<b>153,064</b>	<b>173,964</b>	<b>170,494</b>

*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	4,327	4,476	6,087
Tax paid	(235)	(233)	(368)	(380)	(517)
Depreciation & amortization	4,701	5,616	5,366	5,799	6,826
Chg In working capital	11,649	(12,339)	(352)	(250)	(356)
Chg In other CA & CL / minorities	2,746	(78)	(6)	(31)	(20)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>22,588</b>	<b>(2,609)</b>	<b>8,967</b>	<b>9,614</b>	<b>12,020</b>
Capex	(14,441)	(13,663)	(30,500)	(30,151)	(7,140)
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	160	268	13
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(21,307)</b>	<b>(13,856)</b>	<b>(30,389)</b>	<b>(29,932)</b>	<b>(7,125)</b>
Debt financing	1,177	16,040	18,582	16,731	(8,186)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(834)	(965)	(1,245)	(1,387)	(1,682)
Warrants & other surplus	7,395	(1,884)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>7,738</b>	<b>13,192</b>	<b>17,337</b>	<b>15,344</b>	<b>(9,868)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>8,147</b>	<b>(16,272)</b>	<b>(21,533)</b>	<b>(20,537)</b>	<b>4,880</b>

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

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	44.0	33.9	34.4	31.1	23.8
Normalized PE - at target price (x)	57.0	43.9	44.6	40.2	30.8
PE (x)	38.9	41.7	34.4	31.1	23.8
PE - at target price (x)	50.3	53.9	44.6	40.2	30.8
EV/EBITDA (x)	11.6	11.6	13.3	13.8	11.4
EV/EBITDA - at target price (x)	14.0	13.7	15.3	15.7	13.0
P/BV (x)	3.2	3.3	3.1	3.0	2.8
P/BV - at target price (x)	4.2	4.3	4.1	3.9	3.6
P/CFO (x)	4.0	(34.7)	10.1	9.4	7.5
Price/sales (x)	2.1	2.1	1.9	1.8	1.6
Dividend yield (%)	1.1	1.3	1.5	1.6	2.1
FCF Yield (%)	9.0	(18.0)	(23.8)	(22.7)	5.4
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.8	1.0	1.0	1.1	1.5
EPS	0.9	0.8	1.0	1.1	1.5
DPS	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
BV/share	10.8	10.5	11.1	11.7	12.5
CFO/share	8.7	(1.0)	3.4	3.7	4.6
FCF/share	3.1	(6.2)	(8.3)	(7.9)	1.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	20.6	(0.1)	5.6	11.0	7.5
Net profit (%)	22.0	(6.7)	21.1	10.8	30.7
EPS (%)	22.0	(6.7)	21.1	10.8	30.7
Normalized profit (%)	13.1	29.7	(1.4)	10.8	30.7
Normalized EPS (%)	13.1	29.7	(1.4)	10.8	30.7
Dividend payout ratio (%)	41.4	53.9	50.0	50.0	50.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	18.5	21.0	20.2	19.7	21.6
Operating margin (%)	14.6	16.4	16.3	15.9	17.9
EBITDA margin (%)	25.2	29.1	27.8	27.1	30.1
Net margin (%)	7.9	9.5	8.5	7.9	10.0
D/E (incl. minor) (x)	1.6	2.0	2.3	2.6	2.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.5	1.9	2.3	2.1
Interest coverage - EBIT (x)	2.1	2.4	2.2	2.1	2.4
Interest coverage - EBITDA (x)	3.7	4.2	3.8	3.5	4.1
ROA - using norm profit (%)	1.9	2.1	1.9	1.8	2.2
ROE - using norm profit (%)	8.7	9.6	9.3	9.8	12.1
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	14.7	15.1	14.1	13.8	17.7
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	15.2	17.0	16.7	16.3	18.3
- leverage (x)	4.7	4.5	5.0	5.5	5.5
- interest burden (%)	55.4	59.2	55.6	53.1	60.0
- tax burden (%)	93.7	94.7	91.5	91.5	91.5
WACC (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
ROIC (%)	9.1	10.2	8.1	6.8	6.8
NOPAT (Bt m)	6,033	6,850	6,946	7,527	9,075
invested capital (Bt m)	67,253	86,226	110,281	133,516	132,433

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่รับมาเปลี่ยนแปลงไป 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 ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JAS16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2202A, TRUE16C2205A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). 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 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล 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 หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

**หมายเหตุ:** \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ 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 นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### Thematic Research, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

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 ศรทรง

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

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุ่ง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@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 สถาพร

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