

# Fundamental Story

B.Grimm Power Pcl (BGRIM TB) - BUY, Price Bt34.25, TP Bt45.00

Results Comment

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

## กำไร 4Q21 ต่ำกว่าคาด

- BGRIM รายงานกำไรปกติ 201 ลบ. ใน 4Q21 ลดลง 61% y-y และ 65% q-q เนื่องจากอัตราค่าไฟของโรงไฟฟ้า SPP ลดลงหลังได้รับผลกระทบจากราคา pool gas ในประเทศที่พุ่งสูงขึ้นมาก แต่ไม่สามารถปรับราคาขายไฟขึ้นได้ กำไรนี้ออกมาต่ำกว่าประมาณการของเรา แต่เป็นเพราะการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ต่ำกว่าที่คาด เพราะเราคาดผลกำไรก่อนจาก SPP อยู่แล้ว
- กำไรขั้นต้นลดลง 27% y-y และ 23% q-q เหลือ 1.65 พันลบ. ใน 4Q21 เนื่องจากปัจจัยลบสองประการ 1) อัตราค่าไฟจากโรงไฟฟ้า SPP ลดลงอย่างมีนัยสำคัญจากต้นทุนราคาก๊าซที่เพิ่มขึ้น 25% จากไตรมาสก่อนหน้า (+56% y-y) ขณะที่รัฐบาลประกาศไม่ขึ้นอัตราค่าไฟฟ้า BGRIM จึงไม่สามารถขึ้นราคาขายไฟให้ลูกค้าอุตสาหกรรมได้ 2) รายได้จากโซลาร์ฟาร์มในเวียดนามลดลง 33% y-y และ 29% q-q เนื่องจากมีการจำกัดปริมาณรับซื้อไฟฟ้า (Curtailment) และความเข้มแสงที่ลดลงในไตรมาสนี้
- ค่าใช้จ่าย SG&A อยู่ภายใต้การควบคุมที่ดีโดยลดลง 27% y-y มาเป็น 439 ลบ. ใน 4Q21 แต่ทั้งนี้เพิ่มขึ้น 6% q-q ซึ่งเป็นเรื่องปกติที่ค่าใช้จ่ายจะสูงในไตรมาสสี่ ทำให้ EBITDA หดตัวในอัตราต่ำกว่าที่ 19% y-y และ 20% q-q
- เราคาดปี 2022F จะเป็นปีที่ยากลำบากสำหรับ BGRIM เนื่องจากโรงไฟฟ้า SPP จะยังถูกกดดันจากราคาก๊าซที่พุ่งสูงขึ้นตลอดปีเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ขณะที่การขึ้นค่าไฟฟ้าของรัฐบาลดูไม่เพียงพอที่จะชดเชยผลกระทบได้อย่างเต็มที่
- แต่เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BGRIM เนื่องจากเราเชื่อว่าราคาหุ้นปรับลงมามากและน่าจะสะท้อนถึงแนวโน้มกำไรที่อ่อนแอแล้ว โดยยังมีโอกาสที่เราจะเห็นการได้กำลังการผลิตใหม่ (ที่ 1GW ตามแผน) ในปีนี้จะบรรเทาผลกระทบด้านต้นทุนก๊าซลงได้บางส่วน

Income Statement (consolidated)						Income Statement 12M as					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2021F	2021A	2022F
Revenue	10,435	10,453	11,475	11,714	12,986	Revenue	11	24	100	46,628	51,669
<b>Gross profit</b>	<b>2,267</b>	<b>2,326</b>	<b>2,590</b>	<b>2,130</b>	<b>1,648</b>	<b>Gross profit</b>	<b>(23)</b>	<b>(27)</b>	<b>93</b>	<b>8,694</b>	<b>10,193</b>
SG&A	599	411	409	413	439	SG&A	6	(27)	93	1,673	1,967
Operating profit	1,667	1,915	2,181	1,717	1,208	Operating profit	(30)	(28)	92	7,021	8,226
<b>EBITDA</b>	<b>3,061</b>	<b>3,227</b>	<b>3,499</b>	<b>3,112</b>	<b>2,491</b>	<b>EBITDA</b>	<b>(20)</b>	<b>(19)</b>	<b>95</b>	<b>12,329</b>	<b>14,025</b>
Other income	42	28	45	57	58	Other income	1	39	101	188	207
Other expense	0	0	0	0	0	Other expense	na	na	na	0	0
Interest expense	820	889	715	922	858	Interest expense	(7)	5	98	3,384	3,957
<b>Profit before tax</b>	<b>889</b>	<b>1,054</b>	<b>1,511</b>	<b>852</b>	<b>408</b>	<b>Profit before tax</b>	<b>(52)</b>	<b>(54)</b>	<b>88</b>	<b>3,825</b>	<b>4,476</b>
Income tax	100	110	128	55	6	Income tax	(89)	(94)	81	298	380
Equity & invest. income	15	50	(9)	14	(11)	Equity & invest. income	na	na	105	44	27
Minority interests	(288)	(348)	(363)	(240)	(190)	Minority interests	na	na	83	(1,141)	(1,205)
Extraordinary items	60	(35)	10	(412)	284	Extraordinary items	na	372	na	(153)	0
<b>Net profit</b>	<b>576</b>	<b>611</b>	<b>1,021</b>	<b>159</b>	<b>485</b>	<b>Net profit</b>	<b>205</b>	<b>(16)</b>	<b>86</b>	<b>2,276</b>	<b>2,917</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>516</b>	<b>646</b>	<b>1,011</b>	<b>571</b>	<b>201</b>	<b>Normalized profit</b>	<b>(65)</b>	<b>(61)</b>	<b>92</b>	<b>2,429</b>	<b>2,917</b>
EPS (Bt)	0.22	0.23	0.39	0.06	0.19	EPS (Bt)	205	(16)	86	0.87	1.12
Normalized EPS (Bt)	0.20	0.25	0.39	0.22	0.08	Normalized EPS (Bt)	(65)	(61)	92	0.93	1.12

  

Balance Sheet (consolidated)						Financial Ratios					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	(%)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Cash & ST investment	20,389	21,764	23,505	26,830	26,435	Sales grow th	(7.3)	(6.9)	2.1	4.7	24.4
A/C receivable	6,818	5,589	8,280	8,395	8,983	Operating profit grow th	15.0	3.4	25.3	(12.9)	(27.5)
Inventory	1,033	1,079	1,109	1,069	971	EBITDA grow th	10.5	1.3	11.3	(7.8)	(18.6)
Other current assets	1,638	1,686	1,595	2,559	4,669	Norm profit grow th	21.6	(5.3)	50.0	(23.4)	(61.0)
Investment	1,070	1,079	1,099	1,016	2,909	Norm EPS grow th	21.6	(5.3)	50.0	(23.4)	(61.0)
Fixed assets	80,300	81,341	82,687	81,496	84,804	Gross margin	21.7	22.3	22.6	18.2	12.7
Other assets	19,447	20,612	20,872	21,146	20,426	Operating margin	16.0	18.3	19.0	14.7	9.3
<b>Total assets</b>	<b>130,696</b>	<b>133,151</b>	<b>139,147</b>	<b>142,512</b>	<b>149,198</b>	EBITDA margin	29.3	30.9	30.5	26.6	19.2
S-T debt	20,785	20,606	17,434	7,855	6,495	Norm net margin	4.9	6.2	8.8	4.9	1.5
A/C payable	5,641	6,444	6,085	6,709	5,691	D/E (x)	2.0	1.9	2.1	2.2	2.3
Other current liabilities	567	1,207	597	688	538	Net D/E (x)	1.5	1.4	1.5	1.5	1.7
L-T debt	58,361	58,473	68,066	80,662	89,241	Interest coverage (x)	3.7	3.6	4.9	3.4	2.9
Other liabilities	6,038	5,275	5,894	6,381	6,418	Interest rate	4.4	4.5	3.5	4.2	3.7
Minority interest	11,834	12,170	12,282	10,803	11,344	Effective tax rate	11.2	10.4	8.4	6.5	1.4
<b>Shareholders' equity</b>	<b>27,470</b>	<b>28,975</b>	<b>28,788</b>	<b>29,414</b>	<b>29,471</b>	ROA	1.6	2.0	3.0	1.6	0.6
Working capital	2,210	225	3,305	2,755	4,264	ROE	7.6	9.2	14.0	7.8	2.7
Total debt	79,146	79,080	85,500	88,517	95,736						
<b>Net debt</b>	<b>58,756</b>	<b>57,316</b>	<b>61,995</b>	<b>61,687</b>	<b>69,300</b>						

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 83 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STA16C2203A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205B, TRUE16C2205A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNTEC, SET50, STA, STEC, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI  
บริษัททนธนชาติ 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 การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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

**หมายเหตุ:** \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หนี้กู้ยืมระยะบวชผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นของ บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)