

Thailand Utilities Sector

ผลกระทบจากต้นทุนเชื้อเพลิง

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)	2022F (%)	2023F (%)	2022F (x)	2023F (x)	2022F (x)	2023F (x)	2022F (%)	2023F (%)
B.Grimm Power Pcl	BGRIM TB	BUY	35.50	40.00	2,785	(33.7)	82.7	57.4	31.4	3.1	2.9	0.9	1.6
Electricity Generating	EGCO TB	BUY	172.50	275.00	2,733	5.9	0.9	8.4	8.3	0.8	0.7	4.1	4.3
Global Power Synergy	GPSC TB	HOLD	72.25	72.50	6,130	(4.1)	18.6	31.4	26.5	1.8	1.8	1.8	2.1
Gulf Energy Dev. Pcl	GULF TB	HOLD	49.75	45.00	17,564	22.2	37.4	53.9	39.3	4.6	3.7	1.1	1.5
Ratchaburi Electricity	RATCH TB	HOLD	44.50	46.00	1,942	11.3	5.3	9.3	8.9	1.0	0.9	4.0	4.5

Source: Thanachart estimates, Based on 17 March 2022 closing prices

SPP ได้รับผลกระทบอย่างหนักตั้งแต่ 2H21 จากราคาก๊าซในประเทศที่พุ่งสูงขึ้น และเราไม่มีการปรับกำไรลงเพิ่มเติมในบทวิเคราะห์นี้ อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าปัจจัยลบอยู่ที่จุดสูงสุดแล้ว และแนวโน้มการฟื้นตัวกำลังใกล้เข้ามา เราชอบ **BGRIM** มากกว่า **GPSC** ซึ่งเราปรับคำแนะนำลงเป็น “ถือ” เรายัง **OVERWEIGHT** กลุ่มสาธารณูปโภคฯ แม้ชอบหุ้นในจำนวนน้อยลง

SPP ถูกกดดันด้วยต้นทุนก๊าซที่สูง

บริษัทที่มีโรงไฟฟ้าในโครงการผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (SPP) ในสัดส่วนที่สูงนั้นได้รับผลกระทบอย่างหนักจากราคาก๊าซในประเทศที่พุ่งสูงขึ้น ส่วนผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระ (IPP) สามารถผลิตรายต้นทุนเชื้อเพลิงได้ อัตราค่าไฟของโรงไฟฟ้า SPP นั้นขึ้นอยู่กับหน่วยงานภาครัฐในเรื่องการปรับอัตราค่าไฟฟ้าเพื่อสะท้อนต้นทุนเชื้อเพลิง การปรับค่า Ft มีความเหลื่อมล้ำกับต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา เนื่องจากรัฐบาลต้องการบรรเทาผลกระทบด้านเงินเฟ้อต่อเศรษฐกิจ เราจึงปรับกำไรบริษัทที่เกี่ยวข้องกับ SPP สูงลงเพิ่ม 26/22/6% ในปี 2022-24F (Exhibit 12) ภายใต้สมมติฐานราคาก๊าซในประเทศเพิ่มขึ้น 58% หลังเพิ่มขึ้นมาแล้ว 9% ในปี 2021 จากสัดส่วนและราคาของ LNG นำเข้าที่สูงขึ้น

แนวโน้มฟื้นตัว

เราคาดว่าราคาก๊าซในประเทศจะแตะระดับสูงสุดใน 1H22F เพราะแม้ปริมาณการนำเข้า LNG จะยังมีสัดส่วนที่สูงต่อเพื่อชดเชยปริมาณการผลิตก๊าซในประเทศที่ลดลง แต่เราเชื่อว่าราคาที่ปรับสูงขึ้นจากความกังวลสงครามรัสเซีย-ยูเครนจะทยอยลดลง จากที่เราสังเกตเห็นแล้วว่าราคา LNG ในเอเชียปรับลงมาเหลือ US\$35 ต่อ mmbtu จากจุดสูงสุดที่ US\$50 ส่วนด้านราคาขายไฟฟ้า ค่า Ft นั้นถูกปรับขึ้นแล้ว 0.4 บาท/หน่วย ในปีนี้ (0.17 บาท/หน่วย ในเดือน ม.ค.-เม.ย. และอีก 0.23 บาทสำหรับเดือนพ.ค.-ส.ค.) และเราคาดว่าจะปรับเพิ่มขึ้นอีก 0.15 บาท/หน่วย ในเดือนก.ย.-ธ.ค. แม้การขึ้น Ft นี้จะยังไม่สามารถชดเชยผลกระทบจากต้นทุนเชื้อเพลิงได้อย่างทั้งหมด (เราคาดว่าราว 1.2 บาท) แต่กำไรของ SPP ก็น่าจะฟื้นตัวได้ใน 2H22F เนื่องจากอัตราค่าไฟที่ดีขึ้นทั้งจากต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงและราคาขายที่เพิ่มขึ้น

ตัวเลือกในกลุ่ม SPP

หุ้นในกลุ่มโรงไฟฟ้า SPP มีราคาหุ้นที่ปรับตัวลงมาหนัก โดย BGRIM ลดลง 34% จากจุดสูงสุดในปีก่อน GPSC ลดลง 20% และ GULF ลดลง 5% ในบรรดาหุ้นกลุ่มนี้ เราชอบ BGRIM มากที่สุดเพราะคาดว่าจะฟื้นตัวแข็งแกร่งที่สุดในปี 2023F จากอัตราค่าไฟ SPP ที่มีแนวโน้มฟื้นตัวหลังผลกระทบจากต้นทุนก๊าซลดลง เนื่องจากมีสัดส่วน SPP ต่อกำลังการผลิตสูงสุด และมีการขยายกำลังการผลิต เราปรับลดคำแนะนำ GPSC เป็น “ถือ” (จาก “ซื้อ”) เพราะมีผลกระทบเพิ่มเติมจากกำไรการลงทุนพลังงานแสงอาทิตย์ในอินเดียที่ต่ำกว่าคาด เรายังแนะนำ “ถือ” GULF

สำหรับกลุ่ม IPP, เราชอบ EGCO

สำหรับนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยง เราแนะนำให้ลงทุนในหุ้นโรงไฟฟ้า IPP ที่มีความเสี่ยงด้านราคาเชื้อเพลิง (เพราะสามารถผลิตรายต้นทุนได้หมด) เราชอบ EGCO (“ซื้อ”) มากกว่า RATCH (“ถือ”) บนมูลค่าที่น่าสนใจกว่า ขณะที่ RATCH มีปัจจัยกดดันจากผลกระทบ dilution ของแผนการเพิ่มทุนที่จะเกิดขึ้นใน 2Q22

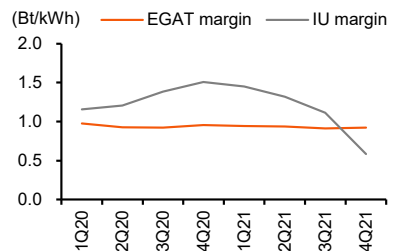


NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

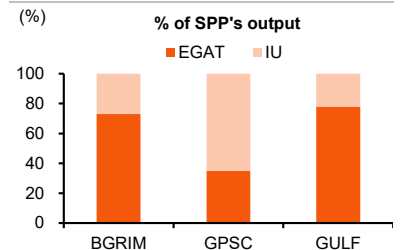
nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

IU Margin Squeezed



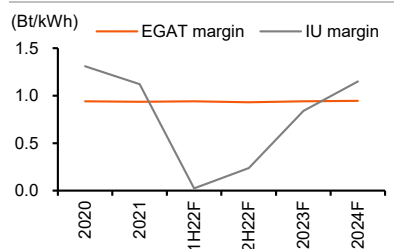
Source: Company data

Strong Hit On BGRIM And GPSC



Source: Company data

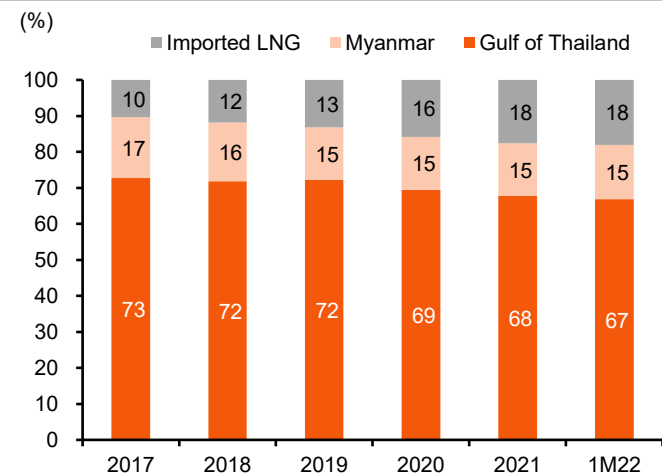
Expect Sharp Recovery 2H22F



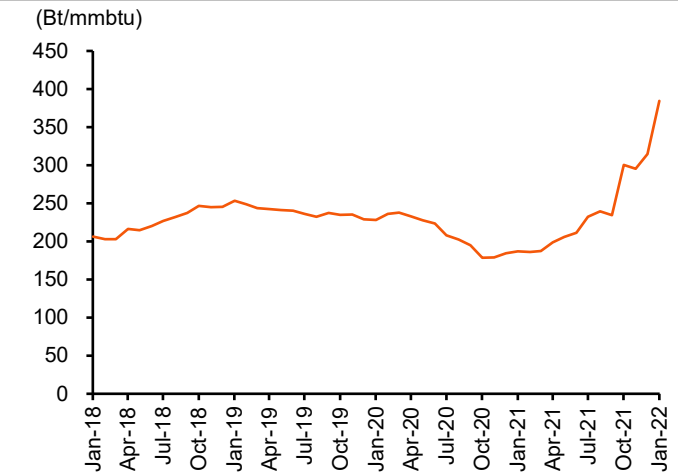
Sources: Company data; Thanachart estimates

กรุณารับรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

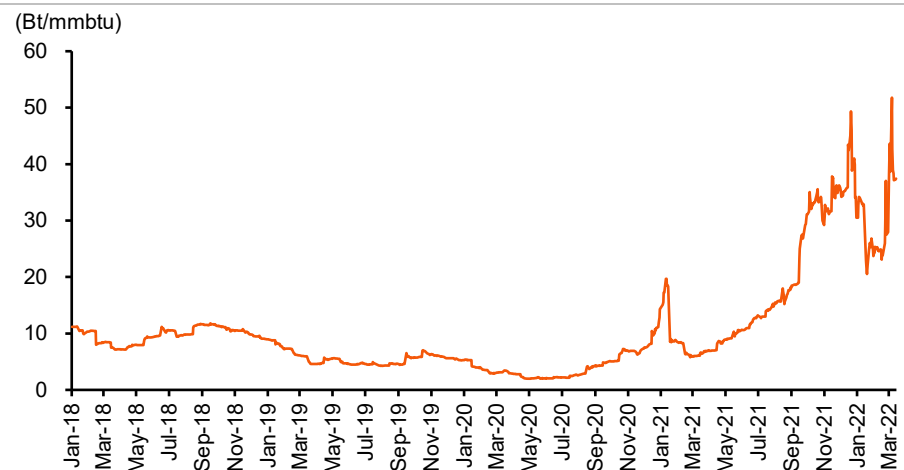
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Major Sources Of Thailand's Gas Supply

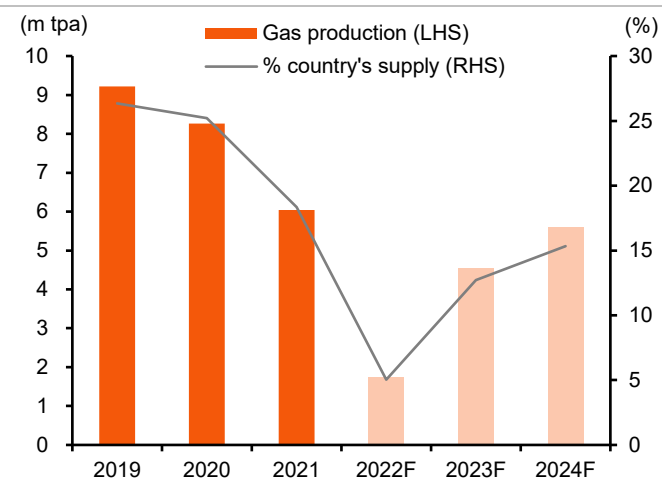
Sources: Energy Policy and Planning Office (EPPO)

Ex 2: Gas Pool Price Up Sharply In Past 12 Months

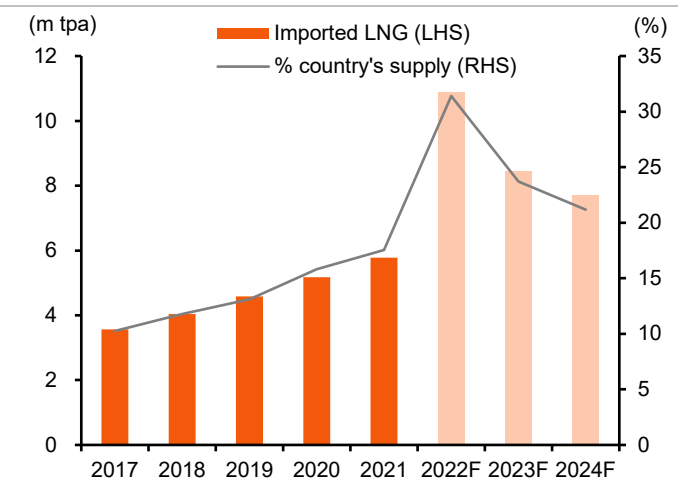
Sources: EPPO

Ex 3: Surge In Asian Spot LNG Price

Sources: S&P Global

Ex 4: Production Disruption At Erawan Gas Field

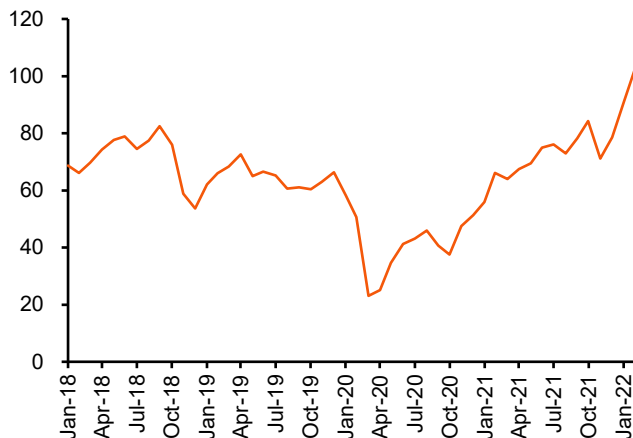
Sources: EPPO, PTTEP, Thanachart estimates

Ex 5: Imported LNG Portion To Stay High

Sources: EPPO, Thanachart estimates

Ex 6: Oil Price Rises Amid Intense Geopolitical Tensions

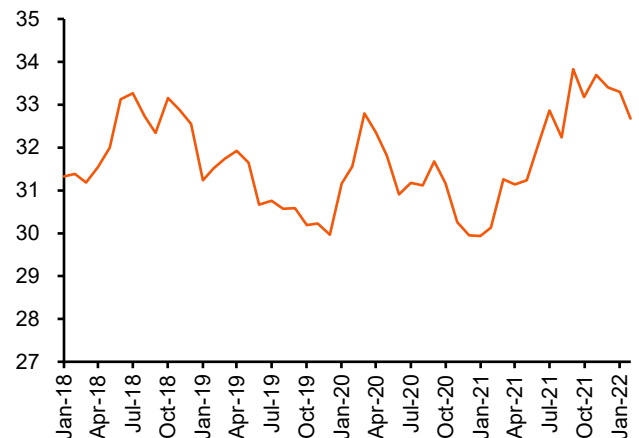
(US\$/bbl)



Sources: Bloomberg

Ex 7: Weaker Baht Adds More Pressure

(Bt/US\$)

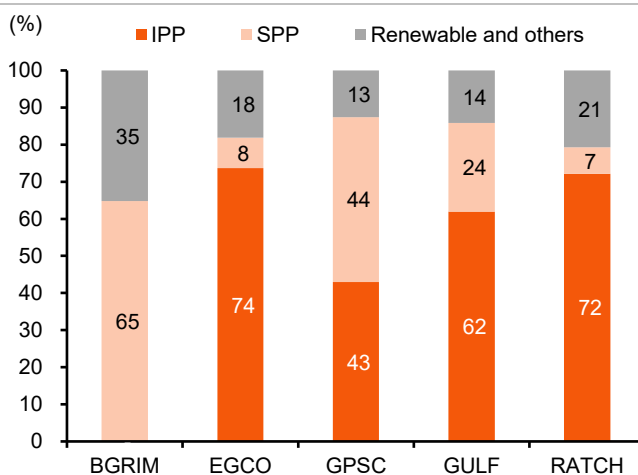


Sources: Bloomberg

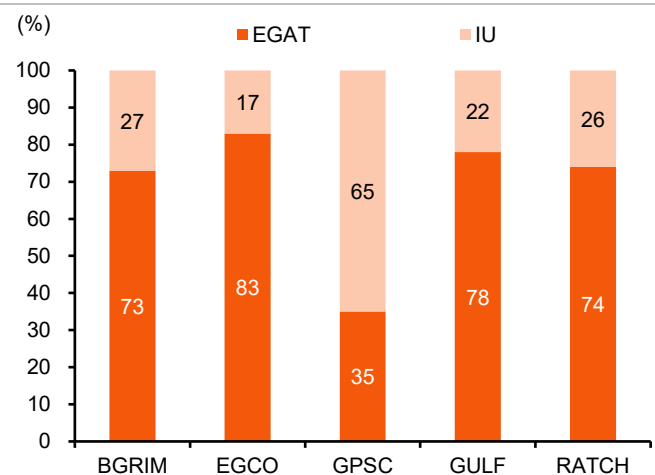
Ex 8: Comparison Between IPP And SPP Power Plant Schemes

	Selling price	Margin	% to EBITDA
SPP's revenue			
1) Electricity sales to EGAT	Cost-plus formula	Highly stable in Bt per unit terms	65-75%
2) Electricity sales to IUs	Discounted from national tariff	Depends on national tariff adjustment vs. fuel price movements	25-30%
3) Steam sales to IUs	Cost-plus formula	Highly stable in Bt per unit terms	0-5%
IPP's revenue			
1) Availability payment	Negotiated based on required capex and expected IRR on contract signing	Based on negotiated IRR, but varies between years with annual operating costs and interest expenses	98-100%
2) Energy payment	Calculated from actual fuel cost and benchmarked fuel consumption per unit of production	Theoretically zero margin, but can be some if operator can beat the benchmarked efficiency level.	0-2%

Sources: Thanachart

Ex 9: Operating Capacity Breakdown By Contract Type

Sources: Company data (As of 2021), Thanachart estimates

Ex 10: SPPs' Electricity Sales Volume Breakdown

Sources: Company data (As of 2021), Thanachart estimates

Ex 11: Our SPP Gas Price Assumptions

	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
New	266	420	370	330	300
Old	-	302	286	278	275
Change (%)	-	39.3	29.2	18.8	9.1

Sources: Thanachart estimates

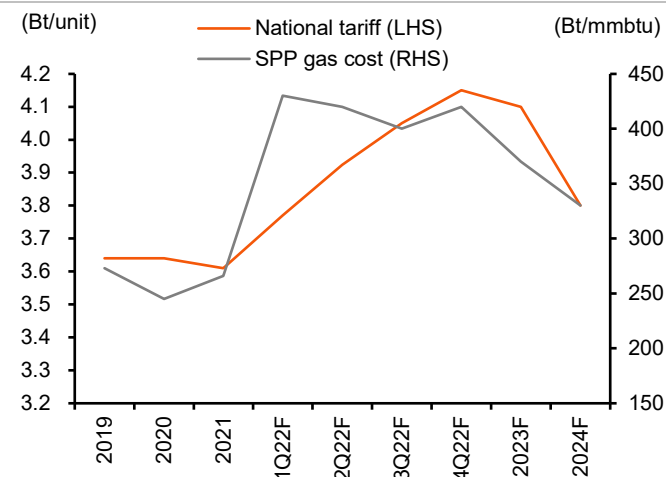
Ex 12: Earnings Revisions For Major SPP Firms

	2022F	2023F	2024F
BGRIM's profit (Bt m)			
New	1,611	2,943	4,693
Old	2,917	3,812	4,445
Change (%)	(44.8)	(22.8)	5.6

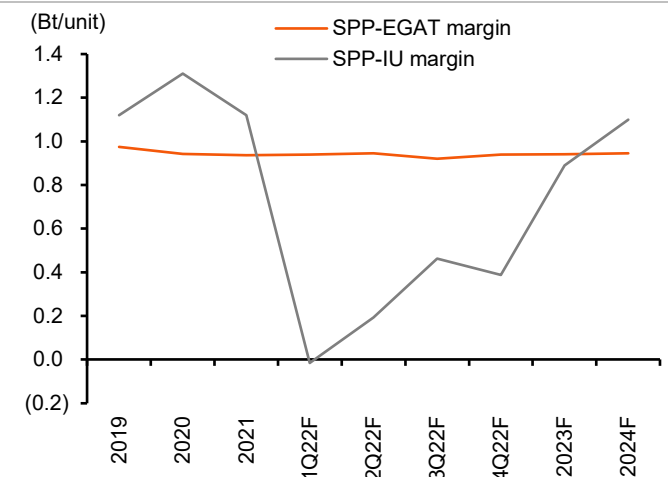
GPSC's profit (Bt m)			
New	6,496	7,686	9,814
Old	10,675	12,888	13,475
Change (%)	(39.1)	(40.4)	(27.2)

GULF's profit (Bt m)			
New	10,820	14,862	21,421
Old	12,078	16,123	20,472
Change (%)	(10.4)	(7.8)	4.6

Sources: Thanachart estimates

Ex 13: Expecting Tariff Hikes And Easing Gas Costs ...

Sources: EGAT, EPPO, Thanachart estimates

Ex 14: ... And Thus Margins Will Likely Improve

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: Conventional Utilities Stocks Under Our Coverage

Stock	Rating	Current	Target	Up/down	Market cap	Norm EPS grw		Norm PE		EV/EBITDA		— P/BV —		— Yield —		— ROE —		Net D/E	
		price	price	side		22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
		(Bt)	(Bt)	(%)	(US\$ m)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)
BGRIM TB	BUY	35.50	40.00	12.7	2,785	(33.7)	82.7	57.4	31.4	17.2	14.4	3.1	2.9	0.9	1.6	5.4	9.5	1.9	1.9
EGCO TB	BUY	172.50	275.00	59.4	2,733	5.9	0.9	8.4	8.3	16.6	15.4	0.8	0.7	4.1	4.3	9.5	9.2	0.5	0.4
GPSC TB	HOLD	72.25	72.50	0.3	6,130	(4.1)	18.6	31.4	26.5	17.9	17.0	1.8	1.8	1.8	2.1	5.9	6.8	0.9	1.0
GULF TB	HOLD	49.75	45.00	(9.5)	17,564	22.2	37.4	53.9	39.3	39.5	31.2	4.6	3.7	1.1	1.5	9.7	10.4	1.5	1.2
RATCH TB	HOLD	44.50	46.00	3.4	1,942	11.3	5.3	9.3	8.9	17.3	18.0	1.0	0.9	4.0	4.5	11.6	10.7	0.3	0.2

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 16: Sector Valuation Comparison

		BGRIM	EGCO	GPSC	GULF	RATCH	Industry
Rating		BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	
Target price (Bt)	Thanachart	40.00	275.00	72.50	45.00	46.00	
	Consensus	45.00	234.00	86.50	50.00	50.75	
Consensus rec.	BUY	11	7	13	8	3	
	HOLD	5	2	6	6	4	
	SELL	1	0	0	1	2	
Sales (Bt m)	2021	46,628	35,903	74,874	47,467	37,327	242,199
	2022F	58,348	34,044	93,932	80,636	43,234	310,193
	2023F	58,498	33,735	97,718	104,923	42,890	337,765
	2024F	57,083	31,616	101,950	134,012	40,518	365,179
Norm profits (Bt m)	2021	2,429	10,258	6,769	8,852	6,573	34,881
	2022F	1,611	10,867	6,492	10,820	9,910	39,701
	2023F	2,943	10,963	7,699	14,862	11,130	47,597
	2024F	4,693	10,633	9,885	21,421	11,610	58,242
Sales growth (%)	2021	5.8	6.9	7.6	44.4	9.1	14.8
	2022F	25.1	(5.2)	25.5	69.9	15.8	26.2
	2023F	0.3	(0.9)	4.0	30.1	(0.8)	6.5
	2024F	(2.4)	(6.3)	4.3	27.7	(5.5)	3.6
Norm EPS growth (%)	2021	(9.0)	8.4	(9.9)	89.4	20.6	19.9
	2022F	(33.7)	5.9	(4.1)	22.2	11.3	0.3
	2023F	82.7	0.9	18.6	37.4	5.3	29.0
	2024F	59.5	(3.0)	28.4	44.1	4.3	26.7
Operating margin (%)	2021	15.1	15.9	12.2	22.7	6.7	14.5
	2022F	8.8	17.6	9.0	16.5	10.8	12.5
	2023F	11.4	17.5	9.2	16.0	10.5	12.9
	2024F	14.6	17.1	11.2	17.6	9.5	14.0
ROE (%)	2021	8.5	9.5	6.4	11.0	10.0	9.1
	2022F	5.4	9.5	5.9	9.7	11.6	8.4
	2023F	9.5	9.2	6.8	10.4	10.7	9.3
	2024F	14.1	8.4	8.4	12.3	10.5	10.7
Dividend yield (%)	2021	1.2	3.8	2.1	0.9	5.0	2.6
	2022F	0.9	4.1	1.8	1.1	4.0	2.4
	2023F	1.6	4.3	2.1	1.5	4.5	2.8
	2024F	2.5	4.3	2.7	2.6	5.9	3.6
P/BV (x)	2021	3.1	0.8	1.9	6.0	1.0	2.6
	2022F	3.1	0.8	1.8	4.6	1.0	2.3
	2023F	2.9	0.7	1.8	3.7	0.9	2.0
	2024F	2.7	0.7	1.7	3.1	0.9	1.8
Norm PE (x)	2021	38.1	8.9	30.1	65.9	10.4	30.7
	2022F	57.4	8.4	31.4	53.9	9.3	32.1
	2023F	31.4	8.3	26.5	39.3	8.9	22.9
	2024F	19.7	8.5	20.6	27.3	8.5	16.9
EV/EBITDA (x)	2021	13.2	20.7	16.8	50.3	25.3	25.2
	2022F	17.2	16.6	17.9	39.5	17.3	21.7
	2023F	14.4	15.4	17.0	31.2	18.0	19.2
	2024F	12.4	15.0	15.1	22.4	19.2	16.8
Net D/E (x)	2021	1.7	0.8	0.9	1.9	0.6	1.2
	2022F	1.9	0.5	0.9	1.5	0.3	1.0
	2023F	1.9	0.4	1.0	1.2	0.2	0.9
	2024F	1.7	0.3	1.0	0.9	0.2	0.8

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 17: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Datang International Power	991 HK	China	123.7	0.0	7.1	7.1	0.5	0.5	7.7	7.5	5.8	12.5
Huadian Power	1071 HK	China	na	25.1	6.5	5.2	0.4	0.4	9.0	8.3	5.3	9.1
Huaneng Power	600011 CH	China	na	19.8	15.7	13.1	1.2	1.2	8.9	7.9	0.6	2.8
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	7.7	(0.6)	14.0	14.1	1.1	1.0	44.4	43.6	4.9	4.9
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	na	54.6	18.1	11.7	1.2	1.1	9.6	7.5	1.0	2.9
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	83.4	21.8	6.8	5.6	0.8	0.7	5.7	4.8	3.4	5.6
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	(0.5)	5.4	17.3	16.5	1.6	1.6	10.7	10.4	4.1	4.1
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	7.1	(1.2)	15.7	15.9	1.2	1.2	82.1	83.5	5.6	5.6
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	na	17.2	10.2	8.7	0.5	0.4	9.0	8.1	1.7	5.3
Tata Power	TPWR IN	India	35.9	23.3	35.4	28.7	3.3	3.1	15.9	13.5	0.7	0.8
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	(3.4)	6.8	11.0	10.3	0.9	0.8	6.5	6.6	6.0	5.5
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	na	(10.5)	28.7	32.1	0.5	0.5	11.7	11.6	4.8	4.2
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	(44.6)	54.8	20.0	12.9	0.4	0.4	11.2	10.5	6.1	5.6
Manila Electric	MER PM	Philippines	10.1	5.1	16.5	15.7	4.4	4.2	10.2	9.9	3.7	4.0
Absolute Clean Energy *	ACE TB	Thailand	36.9	30.5	17.3	13.3	2.3	2.0	14.6	11.9	2.3	3.0
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	16.6	(19.7)	13.6	17.0	1.3	1.3	10.8	13.6	2.7	2.7
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(33.7)	82.7	57.4	31.4	3.1	2.9	17.2	14.4	0.9	1.6
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	69.7	6.5	12.2	11.4	1.1	1.1	149.6	107.3	4.9	5.2
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	10.7	(0.1)	18.6	18.6	1.5	1.5	17.8	17.7	2.7	3.2
EA Pcl*	EA TB	Thailand	57.5	16.6	35.1	30.1	8.5	7.1	22.5	19.8	0.9	1.3
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	5.9	0.9	8.4	8.3	0.8	0.7	16.6	15.4	4.1	4.3
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	(4.1)	18.6	31.4	26.5	1.8	1.8	17.9	17.0	1.8	2.1
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	22.2	37.4	53.9	39.3	4.6	3.7	39.5	31.2	1.1	1.5
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	46.3	34.1	18.2	13.5	3.7	3.2	18.7	13.0	3.3	4.4
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	11.3	5.3	9.3	8.9	1.0	0.9	17.3	18.0	4.0	4.5
TPC Power Holding *	TPCH TB	Thailand	248.1	16.4	9.5	8.2	1.2	1.1	7.6	6.7	3.1	3.7
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	101.1	5.2	10.6	10.1	1.2	1.1	25.7	23.8	5.7	6.0
Average			36.7	16.9	19.2	16.1	1.9	1.7	22.9	20.1	3.4	4.3

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 17 February 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET Index	(1.8)	2.4	7.2	1.5	—	—	—	—
Utilities Sector	(3.6)	(1.7)	5.5	(3.8)	(1.8)	(4.2)	(1.7)	(5.3)
ACE	(3.1)	(11.8)	(11.8)	(10.3)	(1.3)	(14.2)	(19.0)	(11.7)
BCPG	(8.5)	(6.3)	(19.6)	(0.8)	(6.6)	(8.7)	(26.8)	(2.3)
BGRIM	5.2	(11.3)	(23.7)	(12.3)	7.0	(13.7)	(30.9)	(13.8)
BPP	(1.8)	(6.3)	(13.6)	(4.1)	0.0	(8.7)	(20.8)	(5.5)
CKP	(1.0)	1.0	2.6	1.0	0.9	(1.4)	(4.6)	(0.5)
EA	(6.8)	(4.3)	49.4	(7.0)	(5.0)	(6.7)	42.2	(8.5)
EGCO	(2.8)	(1.7)	(5.0)	(1.7)	(1.0)	(4.1)	(12.2)	(3.2)
GPSC	(5.6)	(7.7)	(4.0)	(18.6)	(3.7)	(10.1)	(11.2)	(20.0)
GULF	(3.4)	15.7	47.4	8.7	(1.6)	13.3	40.2	7.3
GUNKUL	(8.3)	18.6	65.3	8.0	(6.5)	16.2	58.1	6.6
RATCH	(4.3)	(1.1)	(13.2)	(1.1)	(2.5)	(3.5)	(20.4)	(2.6)
TPCH	(3.4)	(5.9)	(7.4)	(7.4)	(1.6)	(8.3)	(14.6)	(8.9)

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

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

REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		—— PE ——		—— P/BV ——		—— EV/EBITDA ——		—— Div. Yield ——	
	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
China	123.7	15.0	9.8	8.5	0.7	0.7	8.5	7.9	3.9	8.1
Hong Kong	24.4	16.2	13.7	12.1	1.1	1.0	26.9	26.3	3.4	4.8
India	35.9	23.3	35.4	28.7	3.3	3.1	15.9	13.5	0.7	0.8
Malaysia	(24.0)	17.0	19.9	18.4	0.6	0.6	9.8	9.5	5.6	5.1
Philippines	10.1	5.1	16.5	15.7	4.4	4.2	10.2	9.9	3.7	4.0
Thailand	45.3	18.0	22.7	18.2	2.5	2.2	28.9	23.8	2.9	3.4
Average	35.9	15.8	19.7	16.9	2.1	1.9	16.7	15.2	3.4	4.4

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

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 40.00

(From: Bt 45.00)

18 MARCH 2022

Upside : 12.7%

B.Grimm Power Pcl (BGRIM TB)

กำลังผ่านพ้นช่วงเลวร้าย

BGRIM มีสัดส่วนการผลิตจากโรงไฟฟ้า SPP มากที่สุดในกลุ่มฯ จึงถูกกระทบมากที่สุดจากการเพิ่มขึ้นของราคาก๊าซในประเทศ แต่หลังราคาหุ้นปรับลงมาแล้ว 34% จากจุดสูงสุดในปีก่อน ราคาที่ต่ำจะลดลง และการปรับค่า Ft เราคาดกำไร BGRIM จะฟื้นตัวแข็งแกร่งสุด แนะนำ "ซื้อ"



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ยังแนะนำ "ซื้อ" แม้ปรับกำไรลงหนัก

กำลังการผลิต 65% ของ BGRIM อยู่ภายใต้สัญญา SPP โดย 73% ของการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้า SPP นั้นถูกขายให้กับ EGAT ในราคาที่ผลักระต้นทุนเชื้อเพลิงได้ ส่วนอีก 27% ขายให้ลูกค้าอุตสาหกรรม (IU) โดยมีความเสี่ยงด้านอัตราค่าไฟ เราปรับกำไร BGRIM ลง 45/23% ในปี 2022-23F เพื่อสะท้อนสมมติฐานราคาไฟฟ้า SPP ที่สูงขึ้นเป็น 420/370 บาทต่อ mmbtu (จาก 302/286 บาท) หลังปรับลดประมาณการ ราคาเป้าหมายของเราจึงลดลงเหลือ 40 บาท (จาก 45 บาท) แต่เรายังแนะนำ "ซื้อ" BGRIM เนื่องจากเรามองว่าผลกระทบดังกล่าวจะสูงที่สุดใน 1H22F และกำไรจะกลับมาฟื้นตัวแข็งแกร่งใน 2H22F อีกทั้งราคาหุ้นได้ลดลงแล้ว 34% จากจุดสูงสุดในปีก่อนลงมาซื้อขายที่ PE 31 เท่า ในปีที่เราคาดว่าจะกำไรจะกลับมาสู่จุดปกติ (2023F) PE ที่ดูสูงที่ 57 เท่า แต่ไม่ได้ดูน่ากังวลสำหรับเรา เพราะเราคาดกำไรฟื้นตัวแข็งแกร่ง 83% ในปีหน้า

ฟื้นตัวแข็งแกร่งใน 2H22F

เนื่องจากได้รับผลกระทบมากที่สุดจากราคาก๊าซที่สูงขึ้น เราจึงคาด BGRIM จะมีกำไรฟื้นตัวแข็งแกร่งที่สุดจากการทยอยขึ้นค่าไฟฟ้าของประเทศ และต้นทุนก๊าซที่ลดลงจากความเป็นไปได้ที่ราคา LNG นำเข้าจะเริ่มลดลงจากระดับสูงผิดปกติ เราจึงคาดกำไรขายไฟฟ้า (ราคาขาย - ต้นทุนเชื้อเพลิง) ต่อหน่วยของการขายไฟฟ้าให้ IU ฟื้นตัวเป็น 0.43/kWh ใน 2H22F และ 0.89 บาท ในปี 2023F (จาก 0.18 บาท ใน 1H22F และ 1.12 บาท ในปี 2021) ส่วนกำไรจากการขายให้กับ EGAT ทรงตัวที่ราว 0.95 บาท/kWh เพราะสามารถผลักระต้นทุนเชื้อเพลิงได้ ทางภาครัฐฯ ได้ประกาศปรับค่าไฟฟ้าขึ้นแล้ว 0.17 บาท/kWh สำหรับเดือนม.ค.-เม.ย. 2022 และอีก 0.23 บาท สำหรับเดือนพ.ค.-ส.ค. โดยเราคาดว่าจะปรับขึ้นอีก 0.15 บาท ในรอบเดือนก.ย.-ธ.ค. และอีก 0.15 บาทในปี 2023F Exhibit 3 แสดงสมมติฐานที่สำคัญภายใต้คาดการณ์ของเราว่าต้นทุนก๊าซ SPP จะลดลง

การเติบโตกำลังการผลิตยังเป็นไปตามแผน

BGRIM ได้รับสัญญาเพื่อขยายกำลังการผลิตแล้วในอัตราการเติบโตที่ 14/16/6% ในปี 2022-24F อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มีเป้าหมายที่สูงกว่านั้น โดยตั้งเป้าจะเพิ่มกำลังการผลิตขึ้นสองเท่าเป็น 4.5GW ภายในปี 2025F (จาก 2.2GW ในปี 2022F) Exhibit 5 ได้แสดงโครงการโรงไฟฟ้าที่ได้รับสัญญาแล้วและอยู่ในแผนการเติบโตของ BGRIM ในช่วงหลายปีข้างหน้า

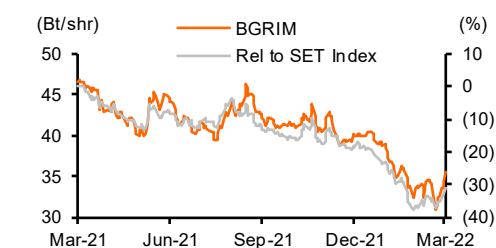
การนำเข้า LNG เองเพื่อขยายกำลังการผลิตเพิ่ม

BGRIM ได้ทำสัญญาการซื้อ LNG ปริมาณ 0.5 ล้านตันต่อปี เป็นเวลา 7 ปี (จากโควตาที่ได้รับอนุญาตทั้งหมด 1.2 ล้านตัน) แล้วโดยคาดว่าจะเริ่มนำเข้าในช่วงต้นปี 2023F เพื่อปลดล็อกความสามารถในการขยายกำลังการผลิตโดยไม่ต้องรอสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) จากรัฐบาล เนื่องจากราคาก๊าซที่ขายให้กับโรงไฟฟ้าเอกชนในประเทศไทยนั้นสูงกว่าราคาที่ขายให้โรงไฟฟ้าที่มีสัญญา PPA BGRIM จึงมีแผนที่จะใช้ก๊าซที่นำเข้าเองนี้เพื่อสร้างโรงไฟฟ้าขนาดเล็ก 30-50MW เพื่อให้บริการกับกลุ่มลูกค้า B2B ซึ่งเรามองว่าเป็นศักยภาพการเติบโตระยะยาวที่สำคัญของ BGRIM

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	46,628	58,348	58,498	57,083
Net profit	2,276	1,611	2,943	4,693
Consensus NP	—	2,771	3,955	4,425
Diff frm cons (%)	—	(41.9)	(25.6)	6.1
Norm profit	2,429	1,611	2,943	4,693
Prev. Norm profit	—	2,917	3,812	4,445
Chg frm prev (%)	—	(44.8)	(22.8)	5.6
Norm EPS (Bt)	0.9	0.6	1.1	1.8
Norm EPS grw (%)	(9.0)	(33.7)	82.7	59.5
Norm PE (x)	38.1	57.4	31.4	19.7
EV/EBITDA (x)	13.2	17.2	14.4	12.4
P/BV (x)	3.1	3.1	2.9	2.7
Div yield (%)	1.2	0.9	1.6	2.5
ROE (%)	8.5	5.4	9.5	14.1
Net D/E (%)	171.6	190.0	191.3	173.7

PRICE PERFORMANCE



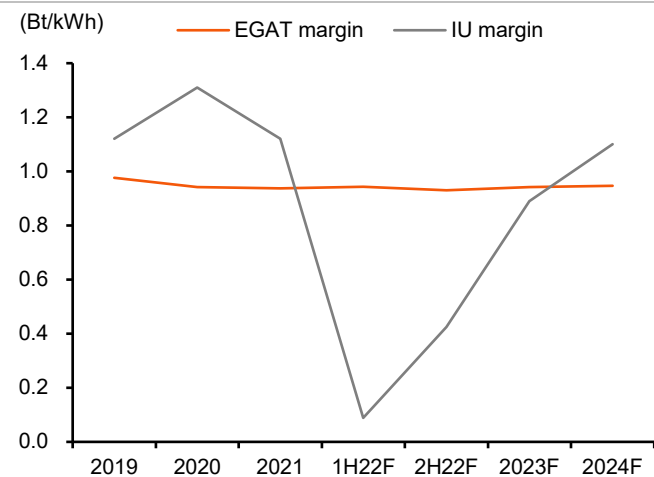
COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Mar-22 (Bt)	35.50
Market Cap (US\$ m)	2,779.6
Listed Shares (m shares)	2,606.9
Free Float (%)	36.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	13.9
12M Price H/L (Bt)	46.75/31.00
Sector	Utilities
Major Shareholder	B.Grimm Group 38.43%

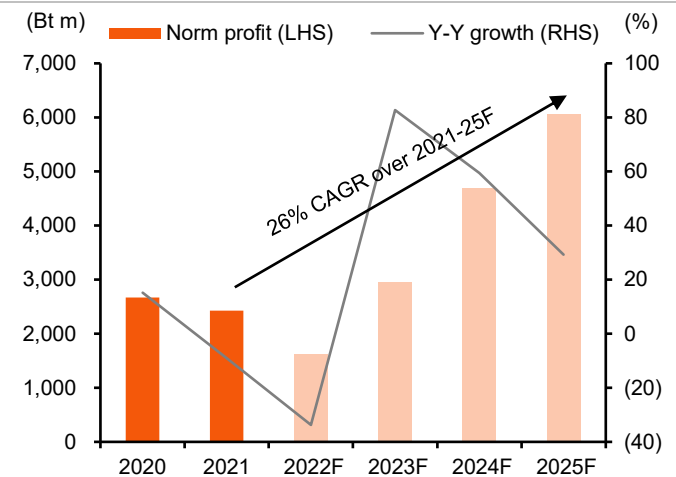
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: We Expect SPP Margins To Recover From 2H22F ...

Sources: Company data, Thanachart estimates

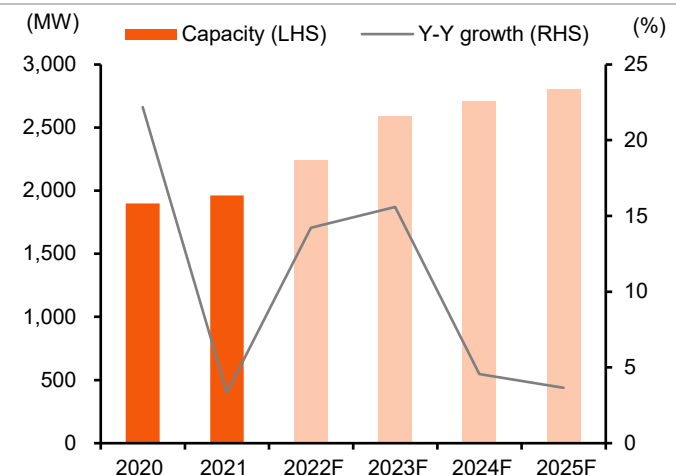
Ex 2: ... Thus Giving A Sharp Earnings Turnaround

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Our Key Commodity Price Assumptions

	2022F	2023F	2024F
SPP gas price (Bt/mmbtu)	420	370	330
Brent crude oil price (US\$/bbl)	88.0	73.0	71.0
Spot LNG (US\$/ton)	29.0	25.0	20.0
Bt/US\$	33.3	32.4	31.5

Sources: Thanachart estimates

Ex 4: Capacity Growth Outlook

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: BGRIM's Secured Projects In Pipeline

Project	Equity capacity (MW)	Type	Expected COD
Tadsakoi	21.0	Hydro	2Q22
SPP replacement - 5 units	493.4	Gas-fired SPP	3Q-4Q22
U-Tapao airport solar	18.0	Solar	2H22
reNIKOLA phase 2-3	90.9	Solar	2H22-2023
Visa Max Solar	12.7	Solar	1Q23
BGPR unit 1-2	203.0	Gas-fired SPP	1H23
U-Tapao airport power plant	80.0	Gas-fired	2023
Nam Khao	48.6	Hydro	2023-25
Total	967.6		
% growth to current capacity	47.5%		

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Our DCF-derived Sum-Of-The-Parts (SOTP) 12-month TP Calculation

	Valuation method	WACC (%)	Value per BGRIM share (Bt/shr)
Operating gas-fired SPP plants (ABP, ABPR, BPLC, BPWHA, BIP, BPAM, ATP, UVBGP)	DCF	5.2 - 6.4%	14.4
SPP Replacement projects (ABP1, ABP2, BPLC1, BPAM1, BPAM2)	DCF	5.9%	4.4
Developing projects (BGPR, U-Tapao airport, other IPS projects)	DCF	5.5 - 6.5%	3.2
Renewable projects			6.9
Solar – Thailand	DCF	6.0%	1.2
Solar – Vietnam	DCF	6.7%	1.3
Solar - Cambodia	DCF	7.1%	0.5
Solar – Malaysia	DCF	6.4%	1.8
Wind – Thailand	DCF	6.0%	0.5
Hydro – Laos	DCF	6.7%	1.6
Cash on hand			1.0
Potential projects			10.2
- Korea wind farms	DCF	10.0%	0.9
- Vietnam wind farms	DCF	10.0%	0.1
- Vietnam LNG-to-Power	DCF	10.0%	7.2
		10.0%	2.0
Grand total			40.0

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีทีมวิศวกรที่มีทักษะและประสบการณ์ด้านธุรกิจไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซมานานกว่า 20 ปี
- ได้รับประโยชน์ผ่านความสัมพันธ์ของกลุ่ม B.Grimm และพันธมิตรเชิงกลยุทธ์

O — Opportunity

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

CONSENSUS COMPARISON

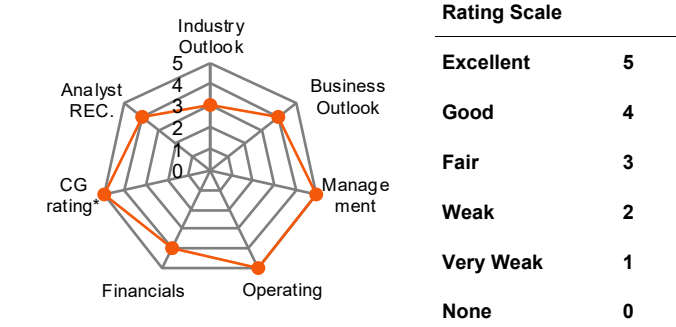
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	45.81	40.00	-13%
Net profit 22F (Bt m)	2,771	1,611	-42%
Net profit 23F (Bt m)	3,955	2,943	-26%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 5	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราต่ำกว่าตลาด 42% และ 26% ในปี 2022-23F คาดเพราะเราใช้สมมติฐานต้นทุนก๊าซสำหรับ SPP ที่สูงกว่าตลาด
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตลาด 13%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG rating

W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มฯ แต่ยังคงต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด

T — Threat

- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบจากธุรกิจในประเทศ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาก๊าซรวมในประเทศสูงเกินกว่าคาด เป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- การเติบโตของการผลิตที่ต่ำกว่าที่คาด ทั้งจากการทำ M&As และการลงทุนในโครงการใหม่ เป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- หากกิจกรรมการผลิตในภาคอุตสาหกรรมฟื้นตัวช้ากว่าคาด และทำให้ความต้องการไฟฟ้าและไอน้ำจาก IU ชะลอตัวลงจะเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงหลัก ต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	44,087	46,628	58,348	58,498	57,083
Cost of sales	34,848	37,935	51,271	49,733	46,582
Gross profit	9,239	8,694	7,076	8,765	10,500
% gross margin	21.0%	18.6%	12.1%	15.0%	18.4%
Selling & administration expenses	2,008	1,673	1,930	2,101	2,174
Operating profit	7,231	7,021	5,146	6,664	8,327
% operating margin	16.4%	15.1%	8.8%	11.4%	14.6%
Depreciation & amortization	5,616	5,308	4,791	5,522	5,639
EBITDA	12,847	12,329	9,937	12,186	13,966
% EBITDA margin	29.1%	26.4%	17.0%	20.8%	24.5%
Non-operating income	251	188	235	236	230
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,056)	(3,384)	(3,714)	(3,887)	(3,808)
Pre-tax profit	4,426	3,825	1,667	3,012	4,749
Income tax	233	298	142	256	404
After-tax profit	4,193	3,526	1,526	2,756	4,345
% net margin	9.5%	7.6%	2.6%	4.7%	7.6%
Shares in affiliates' Earnings	58	44	85	187	348
Minority interests	(1,581)	(1,141)	0	0	0
Extraordinary items	(495)	(153)	0	0	0
NET PROFIT	2,175	2,276	1,611	2,943	4,693
Normalized profit	2,670	2,429	1,611	2,943	4,693
EPS (Bt)	0.8	0.9	0.6	1.1	1.8
Normalized EPS (Bt)	1.0	0.9	0.6	1.1	1.8

Sharp earnings recovery
in 2023F from easing gas
costs

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	29,879	41,058	37,194	32,187	26,771
Cash & cash equivalent	20,389	25,707	20,000	15,000	10,000
Account receivables	6,818	8,983	9,591	9,616	9,383
Inventories	1,033	971	1,405	1,363	1,276
Others	1,638	5,397	6,198	6,208	6,111
Investments & loans	1,086	3,124	3,871	5,479	5,579
Net fixed assets	80,300	84,804	95,688	99,218	98,480
Other assets	19,431	20,211	20,629	21,035	21,382
Total assets	130,696	149,198	157,382	157,919	152,212
LIABILITIES:					
Current liabilities:	26,993	12,724	20,191	19,767	18,373
Account payables	5,641	5,691	8,428	8,175	7,657
Bank overdraft & ST loans	15,080	750	4,941	4,889	4,501
Current LT debt	5,705	5,745	6,102	6,038	5,559
Others current liabilities	567	538	720	665	656
Total LT debt	58,361	89,241	87,774	86,851	79,958
Others LT liabilities	6,038	6,418	7,941	8,021	7,816
Total liabilities	91,392	108,382	115,906	114,639	106,147
Minority interest	11,834	11,344	11,344	11,344	11,344
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	5,544	6,842	6,842	6,842	6,842
Retained earnings	7,068	7,771	8,432	10,236	13,020
Shareholders' equity	27,470	29,471	30,132	31,936	34,720
Liabilities & equity	130,696	149,198	157,382	157,919	152,212

Manageable balance
sheet to continue
growing capacity

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	4,426	3,825	1,667	3,012	4,749
Tax paid	(233)	(298)	(142)	(256)	(404)
Depreciation & amortization	5,616	5,308	4,791	5,522	5,639
Chg In working capital	(12,339)	(2,054)	1,696	(235)	(199)
Chg In other CA & CL / minorities	739	(4,504)	(533)	122	435
Cash flow from operations	(1,792)	2,277	7,479	8,164	10,220
Capex	(13,663)	(9,643)	(15,466)	(8,824)	(4,655)
Right of use	(1,256)	(309)	(200)	(200)	(150)
ST loans & investments	(16)	(1,413)	0	0	0
LT loans & investments	581	(2,038)	(747)	(1,609)	(100)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(320)	(629)	1,097	(355)	(647)
Cash flow from investments	(14,673)	(14,031)	(15,316)	(10,987)	(5,552)
Debt financing	16,040	17,346	3,081	(1,039)	(7,759)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(965)	(1,173)	(950)	(1,138)	(1,909)
Warrants & other surplus	(1,884)	898	0	0	0
Cash flow from financing	13,192	17,072	2,130	(2,178)	(9,668)
Free cash flow	(15,454)	(7,366)	(7,987)	(659)	5,565

Hefty capex in 2022-23F
for SPP replacements
and new SPP units

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	34.7	38.1	57.4	31.4	19.7
Normalized PE - at target price (x)	39.1	42.9	64.7	35.4	22.2
PE (x)	42.6	40.7	57.4	31.4	19.7
PE - at target price (x)	47.9	45.8	64.7	35.4	22.2
EV/EBITDA (x)	11.8	13.2	17.2	14.4	12.4
EV/EBITDA - at target price (x)	12.7	14.1	18.4	15.4	13.2
P/BV (x)	3.4	3.1	3.1	2.9	2.7
P/BV - at target price (x)	3.8	3.5	3.5	3.3	3.0
P/CFO (x)	(51.7)	40.6	12.4	11.3	9.1
Price/sales (x)	2.1	2.0	1.6	1.6	1.6
Dividend yield (%)	1.3	1.2	0.9	1.6	2.5
FCF Yield (%)	(16.7)	(8.0)	(8.6)	(0.7)	6.0
(Bt)					
Normalized EPS	1.0	0.9	0.6	1.1	1.8
EPS	0.8	0.9	0.6	1.1	1.8
DPS	0.5	0.4	0.3	0.6	0.9
BV/share	10.5	11.3	11.6	12.3	13.3
CFO/share	(0.7)	0.9	2.9	3.1	3.9
FCF/share	(5.9)	(2.8)	(3.1)	(0.3)	2.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

We project a 20x PE in
2024F when its profit
normalizes

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(0.1)	5.8	25.1	0.3	(2.4)
Net profit (%)	(6.3)	4.6	(29.2)	82.7	59.5
EPS (%)	(6.3)	4.6	(29.2)	82.7	59.5
Normalized profit (%)	15.2	(9.0)	(33.7)	82.7	59.5
Normalized EPS (%)	15.2	(9.0)	(33.7)	82.7	59.5
Dividend payout ratio (%)	53.9	48.1	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.0	18.6	12.1	15.0	18.4
Operating margin (%)	16.4	15.1	8.8	11.4	14.6
EBITDA margin (%)	29.1	26.4	17.0	20.8	24.5
Net margin (%)	9.5	7.6	2.6	4.7	7.6
D/E (incl. minor) (x)	2.0	2.3	2.4	2.3	2.0
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.7	1.9	1.9	1.7
Interest coverage - EBIT (x)	2.4	2.1	1.4	1.7	2.2
Interest coverage - EBITDA (x)	4.2	3.6	2.7	3.1	3.7
ROA - using norm profit (%)	2.1	1.7	1.1	1.9	3.0
ROE - using norm profit (%)	9.6	8.5	5.4	9.5	14.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	15.1	12.4	5.1	8.9	13.0
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	17.0	15.5	9.2	11.8	15.0
- leverage (x)	4.5	4.9	5.1	5.1	4.7
- interest burden (%)	59.2	53.1	31.0	43.7	55.5
- tax burden (%)	94.7	92.2	91.5	91.5	91.5
WACC (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
ROIC (%)	10.2	7.5	4.7	5.6	6.6
NOPAT (Bt m)	6,850	6,473	4,709	6,097	7,619
invested capital (Bt m)	86,226	99,500	108,948	114,713	114,738

Sources: Company data, Thanachart estimates

HOLD (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 72.50

Upside : 0.3%

(From: Bt 92.00)

18 MARCH 2022

Global Power Synergy (GPSC TB)

มีปัจจัยกดดันหลายด้าน

เราปรับลดคำแนะนำ GPSC ลงเป็น “ถือ” และราคาเป้าหมายลงเป็น 72.5 บาท เพื่อสะท้อนปัจจัยลบจากต้นทุนก๊าซและถ่านหินที่สูง ผลตอบแทนจากการลงทุนในอินเดียที่อ่อนแอกว่าคาดมาก และมูลค่าเพิ่มจากธุรกิจพลังงานสะอาดที่ลดลงหลังการขายสัดส่วนการถือหุ้นให้บริษัทแม่

NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

เราปรับลดคำแนะนำ GPSC เป็น “ถือ” (จาก “ซื้อ”) และปรับราคาเป้าหมาย (ปี 2022F) ลงเหลือ 72.5 บาท/หุ้น (จาก 92 บาท) เนื่องจาก 1) เราปรับลดกำไร 39/40/27% ในปี 2022-24F เพื่อสะท้อนอัตราค่าไฟฟ้า SPP ที่หดตัว (44% ของกำลังการผลิต) และส่วนแบ่งกำไรที่ต่ำกว่าคาดมากจากการลงทุน 42% ในบริษัทพัฒนาโซลาร์ฟาร์มในอินเดีย (Avadaa) 2) เราคาด GPSC มีการฟื้นตัวกำไรใน 2H22F ช้ากว่าที่คาด เนื่องจาก GPSC มีโรงไฟฟ้า SPP บางส่วนที่ใช้เชื้อเพลิงถ่านหิน ซึ่งได้รับผลกระทบมากกว่าโรงไฟฟ้าก๊าซ และเราคาดการณ์การปรับเพิ่มขึ้นของกำไรจาก Avadaa ในอัตราที่ช้าเช่นกัน และ 3) ในราคาเป้าหมายของเรา เราได้ปรับลดมูลค่าเพิ่มจากการลงทุนในธุรกิจพลังงานสีเขียว (แบตเตอรี่ Li-ion และพลังงานหมุนเวียน) ลงครึ่งหนึ่ง เนื่องจากเราคาดว่า GPSC จะลงทุนในธุรกิจดังกล่าวผ่านการร่วมทุน (JV) กับบริษัทแม่ (PTT)

ได้รับผลกระทบหนักจากราคาเชื้อเพลิงที่พุ่งขึ้น

GPSC ได้รับผลกระทบหนักจากการหดตัวของอัตราค่าไฟฟ้า SPP จากการเพิ่มขึ้นของราคาก๊าซในประเทศ และราคาถ่านหินในตลาดโลก 65% ของปริมาณไฟฟ้าที่ผลิตได้จากโรงไฟฟ้า SPP จะถูกขายให้กับลูกค้าอุตสาหกรรม (IU) ซึ่งไม่สามารถส่งผ่านต้นทุนเชื้อเพลิงได้ นอกจากนี้ 1/3 ของกำลังการผลิต SPP ของ GPSC ใช้เชื้อเพลิงถ่านหิน ในขณะที่ราคาถ่านหินนั้นปรับขึ้นมากกว่าก๊าซ การปรับขึ้นค่าไฟฟ้าของประเทศไทยเป็นข้อดีสำหรับ GPSC แต่เราไม่คาดว่าจะชดเชยผลของราคาถ่านหินที่สูงขึ้นได้หมด เนื่องจากการปรับค่าไฟฟ้าของไทยอิงกับราคาก๊าซมากกว่า

สัดส่วนในธุรกิจใหม่ลดลง

GPSC ได้ขายหุ้น 50% ในธุรกิจแบตเตอรี่ Li-ion ให้กับ PTT ซึ่งได้แก่โรงงานผลิตขนาด 30MWh ในประเทศไทย (G-Cell) และสัดส่วนการถือหุ้น 11% ในโรงงาน ขนาด 1GWh ในจีน (Axxiva) นอกจากนี้ GPSC และ PTT ยังได้จัดตั้งบริษัทร่วมทุน (Global Renewable Power, GRP) เพื่อลงทุนพลังงานทดแทน เรามองว่าการร่วมทุนจะช่วยเพิ่มความสามารถทางการเงินสำหรับการขยายธุรกิจที่เติบโตแบบ S-curve ใหม่ให้เร็วขึ้นได้สำหรับกลุ่ม PTT แต่ก็จะทำให้ GPSC ได้ประโยชน์จากมูลค่าดังกล่าวน้อยลง เรายังคาดการณ์การขายกำลังการผลิตของโรงงาน G-Cell จาก 1GWh ในปี 2024F เป็น 8GWh ในปี 2030F, 1GWh เป็น 4GWh ในปี 2023-25F สำหรับโรงงาน Axxiva และคาด GRP มีกำลังการผลิตรวม 8GW ภายในปี 2030F แต่มูลค่าจากธุรกิจดังกล่าวในราคาเป้าหมายของเราลดลงเหลือ 7.9 บาท/หุ้น (แบตเตอรี่) และ 4.2 บาท (พลังงานทดแทน)

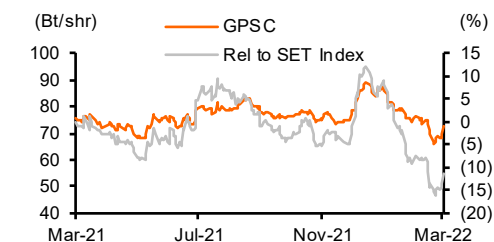
มีตัวเลือกที่ดีกว่า

เราเชื่อว่าทางเลือกที่ PE 21 เท่าของ GPSC ในปี 2024F (ที่เรามองว่ากำไรกลับมาปกติ) นั้นเหมาะสมแล้ว แม้เรามองมองว่าอัตราค่าไฟฟ้า SPP จะฟื้นตัว และการใช้แบตเตอรี่ Li-ion จะเติบโตแข็งแกร่ง แต่เราเลือกลงทุนเรื่องดังกล่าวในหุ้นตัวอื่น โดยเราชอบ BGRIM ที่มีสัดส่วนโรงไฟฟ้า SPP มากที่สุด จึงจะมีการฟื้นตัวมากที่สุดเมื่อสถานการณ์ราคาก๊าซคลี่คลายสำหรับธุรกิจแบตเตอรี่และ EV เราชอบ EA มากที่สุด เนื่องจากมีรากฐานที่แข็งแกร่งกว่า โดยมีโรงงานผลิตแบตเตอรี่ขนาด 1GWh ที่เริ่มดำเนินงานแล้ว และมีการใช้งานจากโรงงานผลิต EV เชิงพาณิชย์ในกลุ่มรองรับ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	74,874	93,932	97,718	101,950
Net profit	7,319	6,492	7,699	9,885
Consensus NP	—	8,254	9,531	10,469
Diff frm cons (%)	—	(21.3)	(19.2)	(5.6)
Norm profit	6,769	6,492	7,699	9,885
Prev. Norm profit	—	10,675	12,888	13,475
Chg frm prev (%)	—	(39.2)	(40.3)	(26.6)
Norm EPS (Bt)	2.4	2.3	2.7	3.5
Norm EPS grw (%)	(9.9)	(4.1)	18.6	28.4
Norm PE (x)	30.1	31.4	26.5	20.6
EV/EBITDA (x)	16.8	17.9	17.0	15.1
P/BV (x)	1.9	1.8	1.8	1.7
Div yield (%)	2.1	1.8	2.1	2.7
ROE (%)	6.4	5.9	6.8	8.4
Net D/E (%)	89.9	91.8	96.4	102.9

PRICE PERFORMANCE



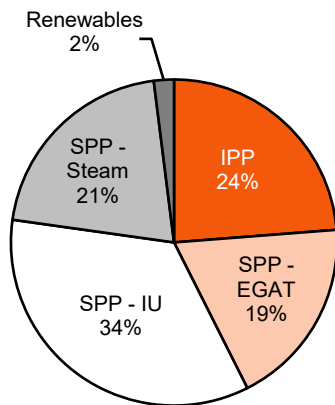
COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Mar-22 (Bt)	72.25
Market Cap (US\$ m)	6,119.0
Listed Shares (m shares)	2,819.7
Free Float (%)	24.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	36.4
12M Price H/L (Bt)	88.75/66.25
Sector	Utilities
Major Shareholder	PTT Group 75.23%

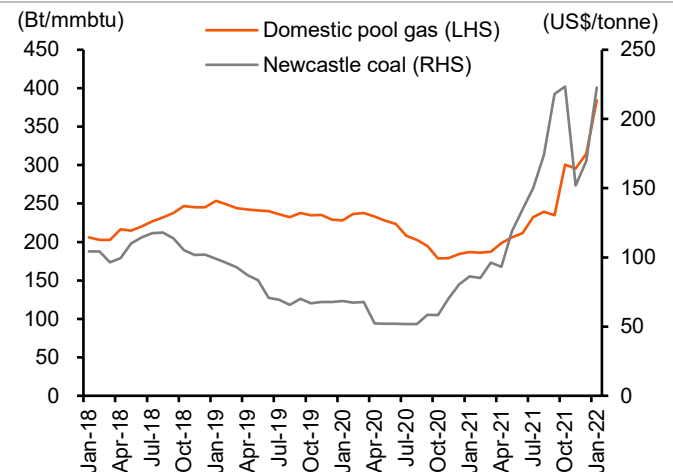
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

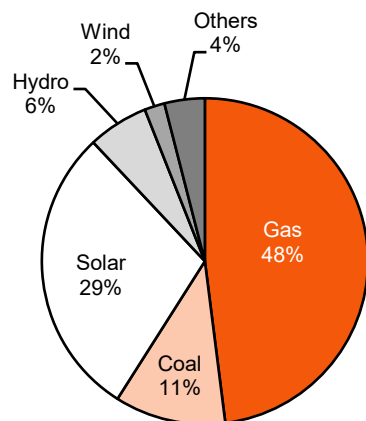
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Sizable Revenue Mix From IUs

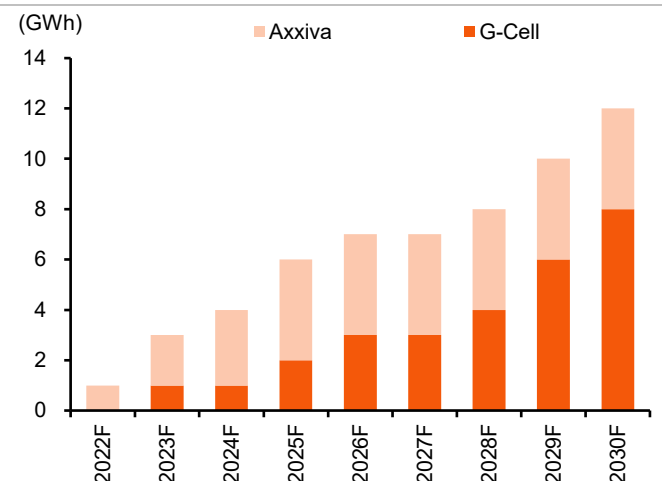
Sources: Company data as of 2021

Ex 2: Both Coal and Gas Pool Prices Are Rising

Sources: Energy Planning and Policy Office (EPPO), Bloomberg

Ex 3: GPSC's Capacity Breakdown

Sources: Company data as of 2021

Ex 4: Our GPSC Battery Production Capacity Projections

Sources: Thanachart estimates

Note: GPSC holds 50% in G-Cell and 11% in Axxiva

Ex 5: Our 12-month DCF-derived Valuation Plus Potential Capacity

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	17,443	18,855	22,119	21,262	20,023	19,989	19,955	19,506	18,374	17,931	17,900	18,340	
Free cash flow	6,907	(5,111)	(6,324)	13,307	17,492	16,582	16,541	16,559	15,649	15,447	15,398	16,046	332,740
PV of free cash flow	6,888	(4,549)	(5,309)	10,540	13,070	11,390	10,671	10,034	8,907	8,259	7,731	7,187	149,039
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.9												
WACC (%)	6.0												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	233,857												
Net debt (2022F)	110,444												
Minority interest	9,444												
Equity value	113,970												
# of shares (m)	2,820												
Valuation/share (Bt)	40.4												

	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%	5,291	1.9
GRP	DCF	7.1%	1,452	0.5
NL1PC	DCF	6.0%	2,275	0.8
RPCL	DCF	4.8%	193	0.1
XPCL	DCF	5.1%	20,790	7.4
Avaada	DCF	5.5%	17,458	6.2
Taiwan wind farms	DCF	6.0%	5,454	1.9
24M battery plants	DCF	8.0%	22,316	7.9
Total				27.9
Plus potential				
Renewable projects	DCF	6.0%	11,850	4.2
Total				4.2
Grand total				72.5

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

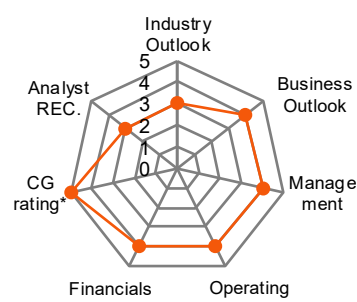
S — Strength

- 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)	85.79	72.50	-15%
Net profit 22F (Bt m)	8,254	6,492	-21%
Net profit 23F (Bt m)	9,531	7,699	-19%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราต่ำกว่าของตลาด 21% และ 19% ในปี 2022-23F เนื่องจากเราให้สมมติฐานราคา pool gas ที่สูงขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด 15%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวของอัตราค่าไฟของ SPP ที่ช้ากว่า/เร็วกว่าที่คาด ไม่ว่าจะมาจากด้านต้นทุนหรือไฟฟ้า ถือเป็นความเสี่ยงที่สำคัญในกรณีการลงทุนและคาดการณ์กำไรของเรา
- การพัฒนาโรงงานแบตเตอรี่ Li-ion ที่ช้ากว่า/เร็วกว่าที่คาดไว้ในประเทศไทยและจีน ถือเป็น downside/upside risk ต่อประมาณการมูลค่าของเรา
- อัตราการลงทุนและอัตราผลตอบแทนจากการได้มาซึ่งสินทรัพย์ และโครงการใหม่ที่ช้าหรือน้อยกว่าที่คาดการณ์ไว้ อาจเป็นความเสี่ยงด้านผลตอบแทนของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	69,578	74,874	93,932	97,718	101,950
Cost of sales	56,448	63,616	83,280	86,417	88,245
Gross profit	13,129	11,258	10,652	11,301	13,706
% gross margin	18.9%	15.0%	11.3%	11.6%	13.4%
Selling & administration expenses	1,951	2,095	2,199	2,265	2,311
Operating profit	11,178	9,163	8,453	9,035	11,395
% operating margin	16.1%	12.2%	9.0%	9.2%	11.2%
Depreciation & amortization	8,706	9,314	9,127	9,960	10,866
EBITDA	19,885	18,477	17,580	18,995	22,261
% EBITDA margin	28.6%	24.7%	18.7%	19.4%	21.8%
Non-operating income	1,405	1,483	1,551	1,583	1,614
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,024)	(3,860)	(4,419)	(4,835)	(5,196)
Pre-tax profit	8,560	6,786	5,585	5,783	7,813
Income tax	993	1,031	838	896	1,250
After-tax profit	7,567	5,754	4,747	4,886	6,563
% net margin	10.9%	7.7%	5.1%	5.0%	6.4%
Shares in affiliates' Earnings	924	1,536	1,775	2,844	3,364
Minority interests	(982)	(522)	(30)	(31)	(42)
Extraordinary items	(1)	550	0	0	0
NET PROFIT	7,508	7,319	6,492	7,699	9,885
Normalized profit	7,509	6,769	6,492	7,699	9,885
EPS (Bt)	2.7	2.6	2.3	2.7	3.5
Normalized EPS (Bt)	2.7	2.4	2.3	2.7	3.5

Earnings growth hiccup
in 2022F from margin
squeeze for SPPs

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	43,454	45,490	53,704	55,008	56,282
Cash & cash equivalent	20,289	13,793	20,000	20,000	20,000
Account receivables	9,084	13,441	12,867	13,386	13,966
Inventories	6,253	6,938	9,127	9,470	9,671
Others	7,828	11,318	11,710	12,151	12,645
Investments & loans	17,376	37,660	44,522	54,560	55,238
Net fixed assets	99,978	95,581	93,413	97,815	114,649
Other assets	95,849	91,648	99,508	99,575	99,914
Total assets	256,656	270,379	291,147	306,959	326,082
LIABILITIES:					
Current liabilities:	22,063	23,036	26,756	29,374	30,264
Account payables	6,746	6,407	10,267	10,654	10,879
Bank overdraft & ST loans	0	0	5,218	5,589	6,120
Current LT debt	11,993	9,121	4,383	4,695	5,141
Others current liabilities	3,324	7,508	6,887	8,435	8,123
Total LT debt	102,239	110,474	120,843	129,452	141,741
Others LT liabilities	20,487	19,121	23,179	23,935	24,787
Total liabilities	144,789	152,632	170,777	182,761	196,793
Minority interest	8,966	9,413	9,444	9,475	9,517
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	(17,563)	(15,219)	(15,219)	(15,219)	(15,219)
Retained earnings	22,091	25,180	27,772	31,568	36,617
Shareholders' equity	102,901	108,334	110,926	114,723	119,772
Liabilities & equity	256,656	270,379	291,147	306,959	326,082

Balance sheet looks
ready for further
investments in our view

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	8,560	6,786	5,585	5,783	7,813
Tax paid	(993)	(1,031)	(838)	(896)	(1,250)
Depreciation & amortization	8,706	9,314	9,127	9,960	10,866
Chg In working capital	83	(5,381)	2,246	(476)	(555)
Chg In other CA & CL / minorities	(3,391)	3,198	(1,069)	3,950	2,398
Cash flow from operations	12,965	12,885	15,051	18,320	19,272
Capex	(7,235)	(4,715)	(4,652)	(12,052)	(25,388)
Right of use	(2,973)	78	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(68)	(1,408)	1,832	0	0
LT loans & investments	5	(20,284)	(6,862)	(10,038)	(677)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	5,520	3,526	(6,060)	(1,571)	(1,587)
Cash flow from investments	(4,751)	(22,804)	(15,792)	(23,711)	(27,702)
Debt financing	(2,229)	5,308	10,849	9,293	13,266
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,666)	(4,230)	(3,900)	(3,903)	(4,836)
Warrants & other surplus	(1,834)	2,344	0	0	0
Cash flow from financing	(7,729)	3,422	6,949	5,390	8,430
Free cash flow	5,730	8,170	10,399	6,268	(6,116)

Internal cash generation
can largely sustain its
investment plan

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	27.1	30.1	31.4	26.5	20.6
Normalized PE - at target price (x)	27.2	30.2	31.5	26.6	20.7
PE (x)	27.1	27.8	31.4	26.5	20.6
PE - at target price (x)	27.2	27.9	31.5	26.6	20.7
EV/EBITDA (x)	15.0	16.8	17.9	17.0	15.1
EV/EBITDA - at target price (x)	15.0	16.8	17.9	17.1	15.2
P/BV (x)	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7
P/BV - at target price (x)	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7
P/CFO (x)	15.7	15.8	13.5	11.1	10.6
Price/sales (x)	2.9	2.7	2.2	2.1	2.0
Dividend yield (%)	2.1	2.1	1.8	2.1	2.7
FCF Yield (%)	2.8	4.0	5.1	3.1	(3.0)
(Bt)					
Normalized EPS	2.7	2.4	2.3	2.7	3.5
EPS	2.7	2.6	2.3	2.7	3.5
DPS	1.5	1.5	1.3	1.5	1.9
BV/share	36.5	38.4	39.3	40.7	42.5
CFO/share	4.6	4.6	5.3	6.5	6.8
FCF/share	2.0	2.9	3.7	2.2	(2.2)

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see GPSC's valuation
as fair

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	4.5	7.6	25.5	4.0	4.3
Net profit (%)	84.9	(2.5)	(11.3)	18.6	28.4
EPS (%)	38.5	(2.5)	(11.3)	18.6	28.4
Normalized profit (%)	100.6	(9.9)	(4.1)	18.6	28.4
Normalized EPS (%)	50.3	(9.9)	(4.1)	18.6	28.4
Dividend payout ratio (%)	56.3	57.8	55.0	55.0	55.0
Operating performance					
Gross margin (%)	18.9	15.0	11.3	11.6	13.4
Operating margin (%)	16.1	12.2	9.0	9.2	11.2
EBITDA margin (%)	28.6	24.7	18.7	19.4	21.8
Net margin (%)	10.9	7.7	5.1	5.0	6.4
D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	2.8	2.4	1.9	1.9	2.2
Interest coverage - EBITDA (x)	4.9	4.8	4.0	3.9	4.3
ROA - using norm profit (%)	3.0	2.6	2.3	2.6	3.1
ROE - using norm profit (%)	7.4	6.4	5.9	6.8	8.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.4	5.4	4.3	4.3	5.6
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	18.1	14.2	10.7	10.9	12.8
- leverage (x)	2.5	2.5	2.6	2.7	2.7
- interest burden (%)	68.0	63.7	55.8	54.5	60.1
- tax burden (%)	88.4	84.8	85.0	84.5	84.0
WACC (%)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
ROIC (%)	5.0	3.9	3.4	3.4	4.1
NOPAT (Bt m)	9,882	7,770	7,185	7,635	9,572
invested capital (Bt m)	196,845	214,137	221,370	234,460	252,774

Sources: Company data, Thanachart estimates

Net gearing is kept below
1.0x per the company's
internal policy

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 45.00 (From: Bt 40.00)

Downside : 9.5%

18 MARCH 2022

Gulf Energy Dev. Pcl (GULF TB)

ราคาหุ้นมีพรีเมียมสูงมากแล้ว

เรายังคงแนะนำ “ถือ” GULF โดยมองว่าราคาหุ้นที่มูลค่าพื้นฐานสูงเหนือบริษัทอื่นในกลุ่มฯ ได้สะท้อนแนวโน้มการเติบโตกำลังการผลิตที่แข็งแกร่งและความสามารถในการขยายธุรกิจนอกไปนอกอุตสาหกรรมไฟฟ้าแล้ว เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 45 บาท จากความชัดเจนและความคืบหน้าของการพัฒนาโครงการต่าง ๆ ในแผน



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

กลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ที่กำลังเติบโต

เราคาดว่ากำไรของ GULF เติบโต 22% y-y ในปี 2022F แม้ราคาก๊าซในประเทศจะพุ่งสูงขึ้น และเติบโตแข็งแกร่งขึ้นอีกเป็น 37% ในปี 2023F 1) เราคาดการณ์กำลังการผลิตเติบโต 21% ต่อปีในช่วงปี 2022-25F โดยส่วนใหญ่เป็นโรงไฟฟ้า IPP ที่มีอัตรากำไรสูงและไม่มีความเสี่ยงต่อต้นทุนเชื้อเพลิง 2) GULF จะรับรู้กำไรจากการถือหุ้น 42% ใน INTUCH เต็มปีเป็นปีแรกในปี 2022F 3) GULF ได้รับผลกระทบน้อยที่สุดจากอัตราค่าไฟ SPP ที่หกดตัวเทียบกับผู้ประกอบการ SPP อื่นเนื่องจากมีกำลังการผลิตเพียง 24% ที่อยู่ภายใต้สัญญา SPP เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 45 บาท (จาก 40 บาท) หลังเราปรับลดปัจจัยเสี่ยงในโครงการใหม่หลังได้รับการทำสัญญาแต่เรายังแนะนำ “ถือ” GULF โดยมองว่ามูลค่าพื้นฐานที่ PE 54 เท่า ในปี 2022F, 39 เท่า ในปี 2023F อยู่ในระดับสูงกว่าคู่แข่งมากแล้ว

ฐานกำไรใหม่ช่วยชดเชยผลกระทบจากราคาก๊าซ

GULF มีกำลังการผลิต IPP รวม 3.5GW ที่จะทยอยเปิดดำเนินการในช่วงปี 2022-24F ซึ่งเทียบเป็นการเติบโต 82% จากกำลังการผลิตที่ดำเนินการแล้ว และจะสร้างกำไรได้ทันทีในปีแรกของการดำเนินงาน GULF ยังจะเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรอย่างเต็มที่ที่ 4.8 พันลบ. จาก INTUCH ในปี 2022F เราคาดว่าฐานกำไรใหม่เหล่านี้จะช่วยกลบผลกระทบจากราคาก๊าซที่สูงขึ้นไปได้ เราจึงปรับลดกำไร GULF ลงเพียง 10/8% ในปี 2022-23F จากปัญหาอัตราค่าไฟของ SPP ที่ลดลง เนื่องจากมีเพียง 7% ของกำลังการผลิตรวมที่ขายให้ลูกค้าอุตสาหกรรม IU ในปี 2022F ซึ่งจะลดลงเหลือ 4% ในปี 2023F จากสัดส่วน IPP ที่เพิ่มขึ้น

ขยายสู่ธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานอื่นๆ

GULF ได้เริ่มลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานนอกเหนือจากการผลิตไฟฟ้า และเราคาดว่าจะเริ่มมีผลกำไรเข้ามาอย่างมีนัยสำคัญในปีนี้ โดยการลงทุนที่ใหญ่ที่สุด คือการเข้าซื้อ INTUCH ซึ่งเป็นกลุ่มบริษัทโทรคมนาคมชั้นนำของประเทศไทย GULF ยังมีแผนที่จะร่วมลงทุนกับ กลุ่ม INTUCH ต่อในโครงการดาต้าเซ็นเตอร์มูลค่า 2 หมื่นลบ. ที่คาดว่าจะเริ่มดำเนินการในปี 2023 เพื่อขยายธุรกิจการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัล การศึกษาจัดตั้งธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล กับ Binance ยังดำเนินต่อเนื่องเช่นกัน GULF กำลังจะเริ่มลงทุนในโครงการ LNG terminal และท่าเรือนำลิ้งเพื่อเสริมความแข็งแกร่งด้านโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ และมีโครงการมอเตอร์เวย์สองสายที่กำลังก่อสร้างหลังจากเซ็นสัญญากับรัฐบาลแล้ว

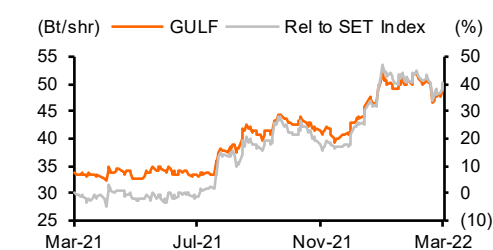
ยังเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าต่อเนื่อง

GULF ยังไม่ได้หยุดลงทุนในโรงไฟฟ้าโดยตั้งเป้าขยายกำลังการผลิตไฟฟ้าขึ้นสองเท่าเป็น 8GW ในปี 2027F (จาก 4GW ในปัจจุบัน) โดยเป้าหมายหลักของ GULF คือ โอกาสการลงทุนในโรงไฟฟ้ากำลังการผลิตราว 6GW ของโครงการ LNG-to-Power ในเวียดนาม ที่ GULF มีขีดความสามารถการแข่งขันสูงจากความเชี่ยวชาญในโรงไฟฟ้าก๊าซ และการบริหาร LNG ส่วนที่เหลือจะเป็นพลังงานทดแทน ด้วยความพยายามที่จะมีสัดส่วน 30% ของกำลังการผลิตเป็นพลังงานทดแทน ภายในปี 2030F (8% ในปัจจุบัน) พลังงานลมในเวียดนามและยุโรป และพลังงานน้ำในลาวเป็นเป้าหมาย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	47,467	80,636	104,923	134,012
Net profit	7,670	10,820	14,862	21,421
Consensus NP	—	13,214	15,919	17,908
Diff frm cons (%)	—	(18.1)	(6.6)	19.6
Norm profit	8,852	10,820	14,862	21,421
Prev. Norm profit	—	12,078	16,123	20,472
Chg frm prev (%)	—	(10.4)	(7.8)	4.6
Norm EPS (Bt)	0.8	0.9	1.3	1.8
Norm EPS grw (%)	89.4	22.2	37.4	44.1
Norm PE (x)	65.9	53.9	39.3	27.3
EV/EBITDA (x)	50.3	39.5	31.2	22.4
P/BV (x)	6.0	4.6	3.7	3.1
Div yield (%)	0.9	1.1	1.5	2.6
ROE (%)	11.0	9.7	10.4	12.3
Net D/E (%)	194.7	145.3	118.1	87.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

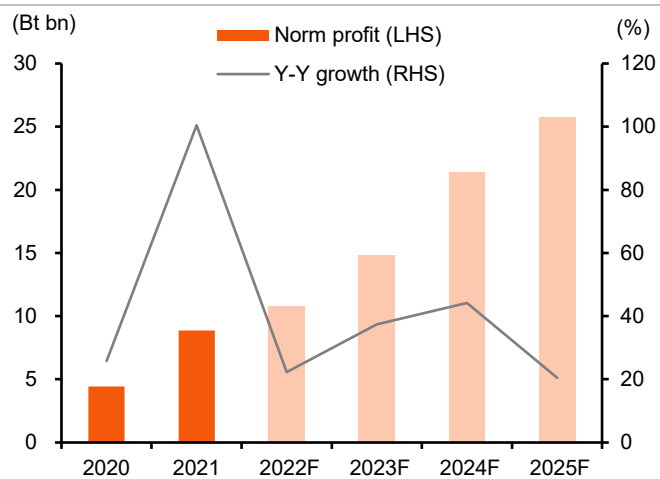
Price as of 17-Mar-22 (Bt)	49.75
Market Cap (US\$ m)	17,532.4
Listed Shares (m shares)	11,733.1
Free Float (%)	26.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	41.5
12M Price H/L (Bt)	52.00/32.25
Sector	Utilities
Major Shareholder	Ratanavadi family 57.62%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณารับรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

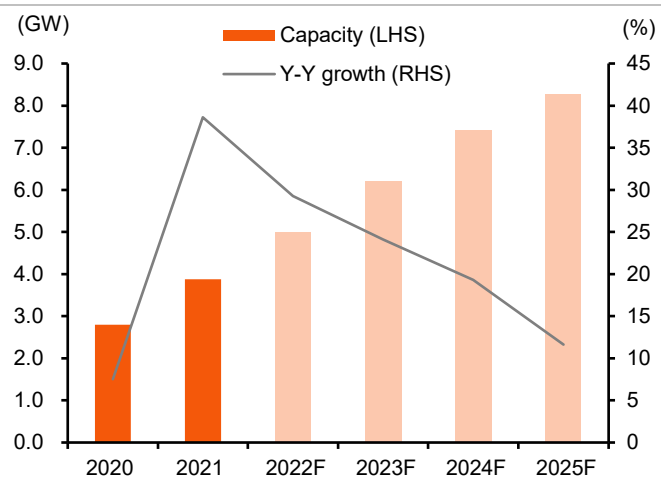
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Earnings Growth Remains Strong ...



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: ... Supported By Capacity Expansion



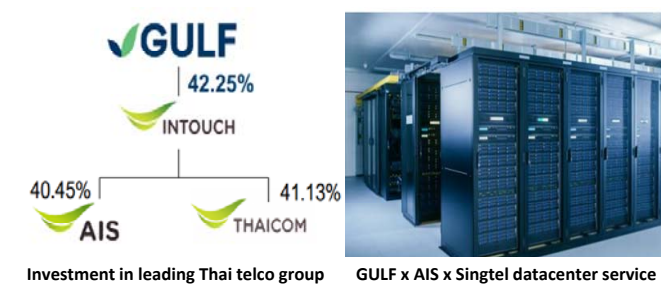
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Expanding Into Other Infrastructure Projects ...



Sources: Company data

Ex 4: ... And Trending Digital Infrastructure



Sources: Company data

Ex 5: Sum-of-the-Parts Valuation

	Equity value (Bt m)	Valuation method	WACC	Value (Bt per share)
Subsidiaries				
- GMP	35,054	DCF	4.9%	2.99
- GCG	402	DCF	4.8%	0.03
- GTN	1,197	DCF	5.7%	0.10
- Borkhum Riffgund	9,627	DCF	6.2%	0.82
- GSRC	64,407	DCF	4.2%	5.49
- GPD	69,608	DCF	4.8%	4.00
- Map Ta Phut 3	10,736		15% IRR on project cost	0.92
Subtotal				14.4
Associates				
- GULF JP	10,508	DCF	4.4%	0.90
- Marafiq	16,812	DCF	4.7%	1.43
- Hin Kong	13,677	DCF	4.7%	1.17
- Burapa	3,799	DCF	4.7%	0.32
- Mekong wind	4,964	DCF	5.2%	0.42
- La Pech 1, 2	886	DCF	4.8%	0.08
- PTT NGD	6,480		15% IRR on investment cost	0.55
- Lam Chabang 3	2,400		12% IRR on project cost	0.20
- One Bangkok	460		15% IRR on project cost	0.04
- M6, M81 motorways	9,200	DCF	6.5%	0.78
Subtotal				5.9
Other investments				
- SPCG	1,607		10% discount from market price	0.14
- INTUCH	100,929		Based on our fair value at Bt74.5/share	8.60
Subtotal				8.7
Total - existing projects and investments				29.0
Potential projects				
- LNG-to-power Vietnam	130,266	DCF	10.0%	11.10
- Three hydropower projects	24,615	DCF	10.0%	2.10
- Datacenter partnership	8,000	DCF	10.0%	0.68
- 1,000MW renewable plants	19,856	DCF	10.0%	1.69
- Marafiq expansion	5,716	DCF	10.0%	0.49
Total - potential projects				16.1
Grand total				45.1

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

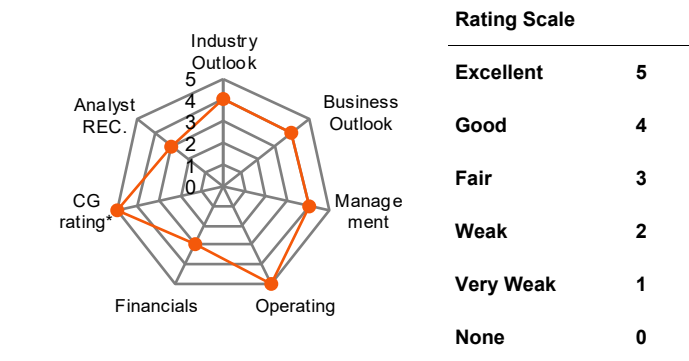
S — Strength

- มีพันธมิตรทางธุรกิจที่แข็งแกร่ง ซึ่งช่วยให้สามารถเข้าถึงต้นทุนทางการเงินที่ถูก และเทคโนโลยีที่ทันสมัยเพื่อพัฒนาประสิทธิภาพของโรงไฟฟ้า
- มีกำลังการผลิตขนาดใหญ่ผลักดันให้กำไรเติบโตต่อเนื่องไปยังปี 2024F

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)	50.35	45.00	-11%
Net profit 22F (Bt m)	13,214	10,820	-18%
Net profit 23F (Bt m)	15,919	14,862	-7%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 6	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าของตลาด 18% และ 7% น่าจะเป็นเพราะเราสมมติให้ gas pool สูงขึ้นในปีดังกล่าว
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด 11%

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวของอัตราค่าไฟฟ้าที่ช้ากว่า/เร็วกว่าที่คาดไว้ของ SPP ไม่ว่าจะเป็นเพราะต้นทุนเชื้อเพลิงหรือราคาขาย ถือเป็นความเสี่ยงทางลบ/บวก ต่อคาดการณ์กำไรและมูลค่าของเรา
- 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)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	32,863	47,467	80,636	104,923	134,012
Cost of sales	23,702	34,388	64,876	85,213	107,048
Gross profit	9,161	13,079	15,759	19,710	26,964
% gross margin	27.9%	27.6%	19.5%	18.8%	20.1%
Selling & administration expenses	2,116	2,297	2,493	2,891	3,355
Operating profit	7,045	10,782	13,266	16,819	23,609
% operating margin	21.4%	22.7%	16.5%	16.0%	17.6%
Depreciation & amortization	3,431	4,989	6,691	8,574	10,781
EBITDA	10,476	15,771	19,958	25,393	34,390
% EBITDA margin	31.9%	33.2%	24.8%	24.2%	25.7%
Non-operating income	543	2,516	217	186	151
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,665)	(5,596)	(7,424)	(7,335)	(7,019)
Pre-tax profit	3,923	7,703	6,060	9,670	16,740
Income tax	107	347	315	362	478
After-tax profit	3,816	7,356	5,745	9,307	16,262
% net margin	11.6%	15.5%	7.1%	8.9%	12.1%
Shares in affiliates' Earnings	2,462	3,853	7,947	9,073	10,424
Minority interests	(1,862)	(2,356)	(2,872)	(3,518)	(5,266)
Extraordinary items	(134)	(1,182)	0	0	0
NET PROFIT	4,282	7,670	10,820	14,862	21,421
Normalized profit	4,416	8,852	10,820	14,862	21,421
EPS (Bt)	0.4	0.7	0.9	1.3	1.8
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.8	0.9	1.3	1.8

Earnings continue to grow despite margin hiccup in SPPs

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	30,354	38,811	44,858	45,493	57,158
Cash & cash equivalent	21,772	22,634	23,000	18,000	23,000
Account receivables	5,660	9,569	16,569	21,560	27,537
Inventories	331	1,303	1,777	2,335	2,933
Others	2,591	5,306	3,511	3,599	3,689
Investments & loans	26,717	142,229	147,486	153,265	160,657
Net fixed assets	129,718	130,128	170,373	200,212	204,695
Other assets	58,790	51,506	21,267	21,385	21,500
Total assets	245,581	362,674	383,983	420,355	444,010
LIABILITIES:					
Current liabilities:	29,643	35,016	27,923	30,083	31,870
Account payables	1,353	3,080	5,332	7,004	8,798
Bank overdraft & ST loans	11,500	9,998	4,540	4,511	4,169
Current LT debt	6,787	9,528	8,899	8,842	8,171
Others current liabilities	10,002	12,410	9,151	9,726	10,731
Total LT debt	136,482	212,465	213,583	212,205	196,115
Others LT liabilities	7,376	7,684	2,017	2,393	2,907
Total liabilities	173,501	255,165	243,523	244,680	230,892
Minority interest	8,053	10,913	13,785	17,303	22,569
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	11,733	11,733	11,733	11,733	11,733
Share premium	51,822	51,822	51,822	51,822	51,822
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(7,496)	(3,891)	(3,891)	(3,891)	(3,891)
Retained earnings	7,968	36,931	67,011	98,707	130,885
Shareholders' equity	64,027	96,596	126,676	158,372	190,550
Liabilities & equity	245,581	362,674	383,983	420,355	444,010

Debts piling up to fund its aggressive investment strategy

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	3,923	7,703	6,060	9,670	16,740
Tax paid	(112)	(259)	(323)	(290)	(465)
Depreciation & amortization	3,431	4,989	6,691	8,574	10,781
Chg In working capital	(971)	(3,153)	(5,223)	(3,876)	(4,781)
Chg In other CA & CL / minorities	1,342	3,586	6,491	9,488	11,326
Cash flow from operations	7,614	12,865	13,695	23,566	33,602
Capex	(52,189)	(5,399)	(46,901)	(38,373)	(15,218)
Right of use	(787)	131	(100)	(100)	(100)
ST loans & investments	0	(596)	0	0	0
LT loans & investments	(3,146)	(115,511)	(5,257)	(5,779)	(7,392)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(42,844)	8,326	24,637	317	454
Cash flow from investments	(98,967)	(113,049)	(27,621)	(43,935)	(22,256)
Debt financing	76,997	76,147	(4,968)	(1,465)	(17,102)
Capital increase	31,999	0	0	0	0
Dividends paid	(2,773)	(4,459)	(6,492)	(8,917)	(14,995)
Warrants & other surplus	(7,908)	29,357	25,752	25,752	25,752
Cash flow from financing	98,315	101,046	14,292	15,369	(6,345)
Free cash flow	(44,575)	7,467	(33,205)	(14,807)	18,384

Continuous investment to develop new projects in the pipeline

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	124.9	65.9	53.9	39.3	27.3
Normalized PE - at target price (x)	113.0	59.6	48.8	35.5	24.6
PE (x)	128.8	76.1	53.9	39.3	27.3
PE - at target price (x)	116.5	68.8	48.8	35.5	24.6
EV/EBITDA (x)	65.3	50.3	39.5	31.2	22.4
EV/EBITDA - at target price (x)	60.3	46.8	36.7	29.0	20.7
P/BV (x)	9.1	6.0	4.6	3.7	3.1
P/BV - at target price (x)	8.2	5.5	4.2	3.3	2.8
P/CFO (x)	72.4	45.4	42.6	24.8	17.4
Price/sales (x)	17.8	12.3	7.2	5.6	4.4
Dividend yield (%)	0.8	0.9	1.1	1.5	2.6
FCF Yield (%)	(8.1)	1.3	(5.7)	(2.5)	3.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	0.8	0.9	1.3	1.8
EPS	0.4	0.7	0.9	1.3	1.8
DPS	0.4	0.4	0.6	0.8	1.3
BV/share	5.5	8.2	10.8	13.5	16.2
CFO/share	0.7	1.1	1.2	2.0	2.9
FCF/share	(4.0)	0.6	(2.8)	(1.3)	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation already at premium, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	9.4	44.4	69.9	30.1	27.7
Net profit (%)	(12.4)	79.1	41.1	37.4	44.1
EPS (%)	(14.1)	69.3	41.1	37.4	44.1
Normalized profit (%)	25.8	100.5	22.2	37.4	44.1
Normalized EPS (%)	23.4	89.4	22.2	37.4	44.1
Dividend payout ratio (%)	104.1	67.3	60.0	60.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	27.9	27.6	19.5	18.8	20.1
Operating margin (%)	21.4	22.7	16.5	16.0	17.6
EBITDA margin (%)	31.9	33.2	24.8	24.2	25.7
Net margin (%)	11.6	15.5	7.1	8.9	12.1
D/E (incl. minor) (x)	2.1	2.2	1.6	1.3	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	1.8	1.9	1.5	1.2	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	1.9	1.9	1.8	2.3	3.4
Interest coverage - EBITDA (x)	2.9	2.8	2.7	3.5	4.9
ROA - using norm profit (%)	2.3	2.9	2.9	3.7	5.0
ROE - using norm profit (%)	8.6	11.0	9.7	10.4	12.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.4	9.2	5.1	6.5	9.3
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
- operating margin (%)	23.1	28.0	16.7	16.2	17.7
- leverage (x)	3.7	3.8	3.3	2.8	2.5
- interest burden (%)	51.7	57.9	44.9	56.9	70.5
- tax burden (%)	97.3	95.5	94.8	96.3	97.1
WACC (%)	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
ROIC (%)	6.8	5.2	4.1	4.9	6.3
NOPAT (Bt m)	6,852	10,296	12,577	16,189	22,934
invested capital (Bt m)	197,024	305,953	330,699	365,930	376,005

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

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 96 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2207A, BCH16C2203A, BEC16C2207A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2207A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2207A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DOHO16C2207A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2207A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2207A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, 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, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNTec, SET50, STA, STEC, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่องดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิควิปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิควิปเม้นท์ 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)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลั่งเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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