

Thailand Utilities Sector

โครงสร้างราคาก๊าซใหม่

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	32.50	40.00	2,511	(33.7)	82.7	52.6	28.8	2.8	2.7	1.0	1.7
Electricity Generating	EGCO TB	BUY	168.00	275.00	2,621	3.9	1.7	8.3	8.2	0.7	0.7	3.9	4.2
Global Power Synergy	GPSC TB	HOLD	69.25	72.50	5,786	(4.1)	18.6	30.1	25.4	1.8	1.7	1.8	2.2
Gulf Energy Dev. Pcl	GULF TB	HOLD	49.50	45.00	17,211	22.2	37.4	53.7	39.1	4.6	3.7	1.1	1.5
Ratchaburi Electricity	RATCH TB	HOLD	44.75	46.00	1,923	49.7	(19.9)	7.0	8.7	0.9	0.9	7.9	4.3

Source: Thanachart estimates, Based on 19 April 2022 closing prices

เรามองว่าการเปลี่ยนโครงสร้างการคำนวณราคาก๊าซเฉลี่ยของประเทศไทยเป็น “Energy Pool Price” เป็นบวกต่อโรงไฟฟ้า SPP โดยจะช่วยผ่อนคลายการหดตัวของอัตรากำไร ในขณะที่เดียวกันกับค่า Ft ที่ทยอยถูกปรับเพิ่มขึ้นและราคาต้นทุนพลังงานที่เหมือนจะแตะจุดสูงสุดไปแล้ว เรายังชอบ BGRIM ที่สุดในบรรดาบริษัทผู้ผลิตไฟฟ้า

โครงสร้างราคาก๊าซใหม่ของประเทศ - Energy Pool Price

คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) ประกาศเปลี่ยนโครงสร้างการคำนวณราคาต้นทุนก๊าซเฉลี่ยของประเทศไทยจาก PTT pool gas เป็น “Energy Pool Price” (EPP) ตั้งแต่วันที่ 1 เมษายน 2022 ทั้งนี้การคำนวณราคาแบบ PTT pool gas เดิมนั้นจะเฉลี่ยต้นทุนก๊าซจากแหล่งในประเทศ ก๊าซจากเมียนมาร์ และ LNG นำเข้า (ภายใต้สัญญาระยะยาวและจากตลาดสปอต) ส่วนการคำนวณแบบ EPP จะเฉลี่ยแหล่งพลังงานเพิ่มเข้าไปสองส่วน ได้แก่ 1) เชื้อเพลิงทางเลือกอื่นที่ใช้ผลิตไฟฟ้าในช่วงวิกฤตราคาพลังงาน และ 2) LNG ที่นำเข้าโดยผู้นำเข้าอื่นนอกกลุ่ม PTT (Exhibit 1) โดยเราคาดว่าราคาเฉลี่ย EPP จะต่ำกว่าการคำนวณแบบ PTT pool gas เนื่องจากสัดส่วนการนำเข้า LNG จากตลาดสปอตที่มีราคาแพงจะถูกแทนที่ลงบางส่วนด้วยต้นทุนน้ำมันดีเซลและน้ำมันเตาที่ถูกกว่าในปัจจุบัน และจะส่งผลดีต่อโรงไฟฟ้า SPP ในแง่ของต้นทุนราคาก๊าซที่ลดลง แต่ไม่มีผลกระทบต่อโรงไฟฟ้า IPP ซึ่งดำเนินงานภายใต้สัญญาที่ผลกระทบต้นทุนเชื้อเพลิงได้เต็มที่อยู่แล้ว

สามปัจจัยหลักทำให้ SPP

EPP ใหม่เป็นปัจจัยบวกล่าสุดต่อโรงไฟฟ้า SPP ทำให้เรายังมีมุมมองบวกต่อการฟื้นตัวของกำไรของ SPP ซึ่งเราคาดว่าจะทยอยมาใน 3 ช่วง 1) กกพ. ประกาศปรับขึ้นค่า Ft แล้ว 0.17 บาท/kWh สำหรับเดือน ม.ค.-เม.ย. และอีก 0.23 บาท สำหรับเดือน พ.ค.-ส.ค. 2022 2) เราคาดว่า EPP จะส่งผลให้ต้นทุนก๊าซของประเทศลดลงเป็น 353 บาท/mmbtu (-11%) ในปี 2022F จาก 398 บาท หากคำนวณด้วยสูตรราคา PTT pool gas แบบเดิม 3) เราคาดว่า Ft จะถูกปรับขึ้นอีก 0.15 บาท ในเดือน ก.ย.-ธ.ค.2022 เราจึงคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ SPP จะเริ่มฟื้นตัวหลังโดนกระทบหนักตั้งแต่ 4Q21 จากราคา pool gas ที่พุ่งขึ้นเป็น 303 บาท/mmbtu (จาก 210 บาท ใน 9M21) โดยไม่มีการปรับ Ft เราคาดว่าราคาก๊าซ EPP จะสูงสุดในปี 1H22F และการขึ้นค่า Ft ต่อเนื่องจะทำให้กำไร SPP ฟื้นตัวตั้งแต่ 2Q22F

ไม่ส่งผลกระทบต่อโรงไฟฟ้า IPPs

โรงไฟฟ้า IPP ดำเนินงานภายใต้สัญญาที่สามารถผลักภาระต้นทุนเชื้อเพลิงได้เต็มที่ ดังนั้นความสามารถในการทำกำไรจึงไม่ผันผวนตามการเปลี่ยนแปลงของราคาเชื้อเพลิง การเปลี่ยนสูตรการคำนวณต้นทุนก๊าซเฉลี่ยของประเทศไทยเป็นระบบ EPP จึงไม่กระทบต่อบริษัทผู้ผลิตไฟฟ้า IPP รายใหญ่ เช่น EGCO และ RATCH

เลือก BGRIM ในการเล่นกำไร SPP ฟื้นตัว

ในกลุ่มสาธารณูปโภค เรายังคงชอบ EA ที่สุดในเรื่องราวของธุรกิจแบตเตอรี่ Li-ion และ EV แต่หากมองบริษัทผลิตไฟฟ้า เรายังชอบ BGRIM ที่สุดผ่านเรื่องราวการฟื้นตัวของกำไรของ SPP โดย BGRIM มีสัดส่วนขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรม (IUs) มากที่สุดที่ 18% ของกำลังการผลิตรวม เราจึงคิดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งที่สุดจากจุดต่ำสุดใน 1Q22F และจะมีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้น 14/16% ในปี 2022-23F

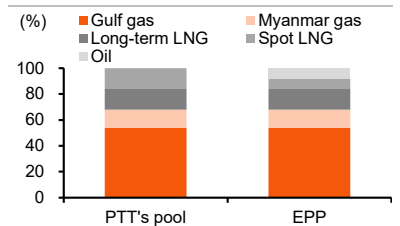


NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

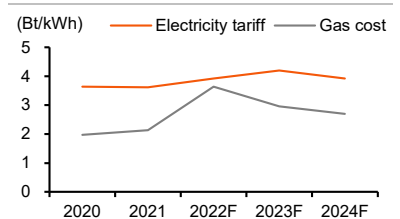
nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

Change Of Pool Gas Mix



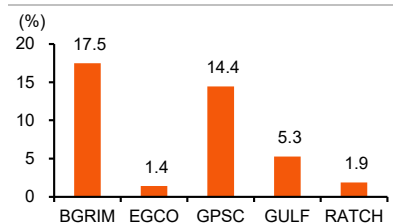
Sources: ERC, Thanachart estimates

Recovering SPP Margin Trend



Sources: Company data; Thanachart estimates

Exposure To Electricity Sales To IUs



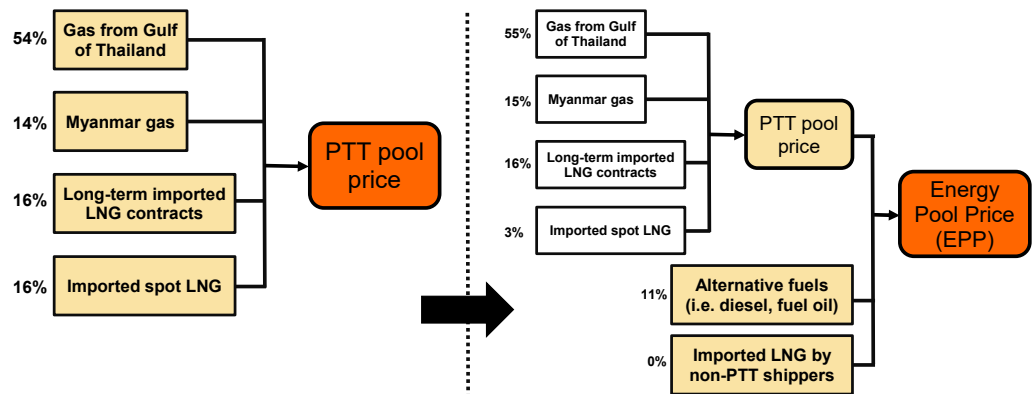
Sources: Company data; Thanachart estimates

Note: % to total capacity as of 2021

กรุณารับรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ฯ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Introduction Of EPP As New Benchmarked Gas Price For Thailand



Sources: Energy Regulatory Commission (ERC)

Note: Percentages in the figure show portions of each gas/(oil) sources in the pool, based on our assumption for 2022F.

Ex 2: Lower Pool Gas Price Under EPP System (2022F)

	Price (Bt/mmbtu)	Mix (%)		Price (Bt/mmbtu)	Mix (%)
Gulf gas	220	54%	Gulf gas	220	55%
Myanmar gas	330	14%	Myanmar gas	330	15%
LNG contracts	452	16%	LNG contracts	452	16%
Spot LNG	1,005	16%	Spot LNG	1,005	3%
Diesel/ Fuel oil	748	0%	Diesel/ Fuel oil	748	11%
PTT Pool Price	398	100%	Energy Pool Price	353	100%

Sources: ERC, Energy Policy and Planning Office (EPPO), Thanachart estimates

Ex 3: Declining Pool Gas Price From Lower Mixes Of Expensive Gas Sources

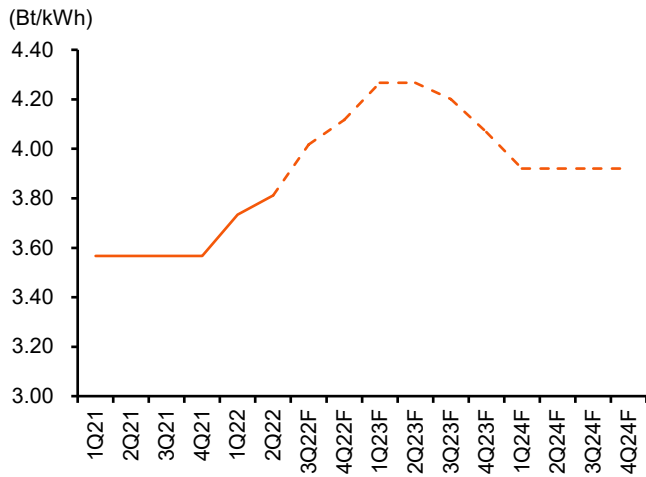
	2022F		2023F		2024F	
	Price (Bt/mmbtu)	Mix (%)	Price (Bt/mmbtu)	Mix (%)	Price (Bt/mmbtu)	Mix (%)
Gulf gas	220	55%	205	60%	200	65%
Myanmar gas	330	15%	315	14%	300	15%
Long-term LNG	452	16%	421	18%	390	20%
Spot LNG	1,005	3%	825	8%	650	0%
Diesel/Fuel oil	748	11%	593	0%	581	0%
Energy Pool Price	353	100%	292	100%	287	100%

Sources: Thanachart estimates

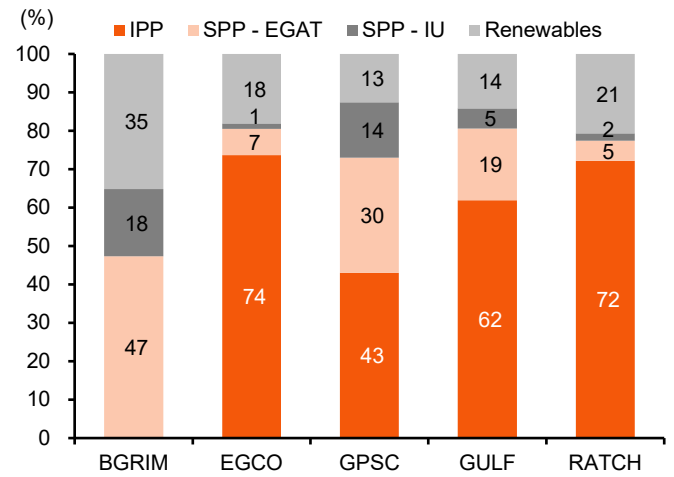
Ex 4: Key Commodity Price Assumptions

	unit	2022F	2023F	2024F
Brent oil price	(US\$/bbl)	88.0	73.0	71.0
JKM Asian spot LNG	(US\$/mmbtu)	30.0	25.0	20.0
Exchange rate	(Bt/US\$)	33.8	33.3	32.2

Sources: Thanachart estimates

Ex 5: Rising Electricity Price Eases SPP's Margin

Sources: ERC, Thanachart estimates

Ex 6: Capacity Mix Of Conventional Power Firms

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Conventional Utilities Stocks Under Our Coverage

Stock	Rating	Current price	Target price	Up/down side	Market cap	Norm EPS grw		Norm PE		EV/EBITDA		P/BV		Yield		ROE		Net D/E	
		(Bt)	(Bt)	(%)		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	32.50	40.00	23.1	2,511	(33.7)	82.7	52.6	28.8	16.5	13.7	2.8	2.7	1.0	1.7	5.4	9.5	1.9	1.9
EGCO TB	BUY	168.00	275.00	63.7	2,621	3.9	1.7	8.3	8.2	18.8	17.9	0.7	0.7	3.9	4.2	9.1	8.7	0.7	0.6
GPSC TB	HOLD	69.25	72.50	4.7	5,786	(4.1)	18.6	30.1	25.4	17.4	16.6	1.8	1.7	1.8	2.2	5.9	6.8	0.9	1.0
GULF TB	HOLD	49.50	45.00	(9.1)	17,211	22.2	37.4	53.7	39.1	39.3	31.0	4.6	3.7	1.1	1.5	9.7	10.4	1.5	1.2
RATCH TB	HOLD	44.75	46.00	2.8	1,923	49.7	(19.9)	7.0	8.7	20.3	19.8	0.9	0.9	7.9	4.3	13.5	11.4	0.9	0.3

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: Based on 19 April 2022 closing prices

Ex 8: 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	43.00	229.50	82.50	49.50	50.75	
Consensus rec.	BUY	10	6	9	6	3	
	HOLD	6	2	8	7	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	35,816	93,932	80,636	41,919	310,651
	2023F	58,498	35,405	97,718	104,923	41,559	338,103
	2024F	57,083	33,104	101,950	134,012	39,141	365,290
Norm profits (Bt m)	2021	2,429	10,258	6,769	8,852	6,573	34,881
	2022F	1,611	10,657	6,492	10,820	9,842	39,422
	2023F	2,943	10,837	7,699	14,862	10,680	47,021
	2024F	4,693	10,373	9,885	21,421	11,967	58,338
Sales growth (%)	2021	5.8	6.9	7.6	44.4	9.1	14.8
	2022F	25.1	(0.2)	25.5	69.9	12.3	26.5
	2023F	0.3	(1.1)	4.0	30.1	(0.9)	6.5
	2024F	(2.4)	(6.5)	4.3	27.7	(5.8)	3.5
Norm EPS growth (%)	2021	(9.0)	8.4	(9.9)	89.4	20.6	19.9
	2022F	(33.7)	3.9	(4.1)	22.2	49.7	7.6
	2023F	82.7	1.7	18.6	37.4	(19.9)	24.1
	2024F	59.5	(4.3)	28.4	44.1	5.1	26.6
Operating margin (%)	2021	15.1	15.9	12.2	22.7	6.7	14.5
	2022F	8.8	16.8	9.0	16.5	11.3	12.5
	2023F	11.4	16.3	9.2	16.0	10.9	12.8
	2024F	14.6	15.6	11.2	17.6	10.0	13.8
ROE (%)	2021	8.5	9.5	6.4	11.0	10.0	9.1
	2022F	5.4	9.1	5.9	9.7	13.5	8.7
	2023F	9.5	8.7	6.8	10.4	11.4	9.4
	2024F	14.1	7.9	8.4	12.3	10.3	10.6
Dividend yield (%)	2021	1.3	3.9	2.2	0.9	5.0	2.6
	2022F	1.0	3.9	1.8	1.1	7.9	3.1
	2023F	1.7	4.2	2.2	1.5	4.3	2.8
	2024F	2.8	4.5	2.8	2.6	4.8	3.5
P/BV (x)	2021	2.9	0.8	1.8	6.0	1.0	2.5
	2022F	2.8	0.7	1.8	4.6	0.9	2.2
	2023F	2.7	0.7	1.7	3.7	0.9	1.9
	2024F	2.4	0.7	1.6	3.0	0.8	1.7
Norm PE (x)	2021	34.9	8.6	28.8	65.6	10.5	29.7
	2022F	52.6	8.3	30.1	53.7	7.0	30.3
	2023F	28.8	8.2	25.4	39.1	8.7	22.0
	2024F	18.1	8.5	19.8	27.1	8.3	16.3
EV/EBITDA (x)	2021	12.6	20.4	16.3	50.1	25.4	24.9
	2022F	16.5	18.8	17.4	39.3	20.3	22.5
	2023F	13.7	17.9	16.6	31.0	19.8	19.8
	2024F	11.8	17.8	14.7	22.3	22.3	17.8
Net D/E (x)	2021	1.7	0.8	0.9	1.9	0.6	1.2
	2022F	1.9	0.7	0.9	1.5	0.9	1.2
	2023F	1.9	0.6	1.0	1.2	0.3	1.0
	2024F	1.7	0.4	1.0	0.9	0.2	0.9

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Datang International Power	991 HK	China	123.7	0.0	7.5	7.5	0.5	0.5	9.8	9.5	5.5	11.8
Huadian Power	1071 HK	China	na	32.7	8.6	6.5	0.5	0.5	12.1	10.3	5.1	7.6
Huaneng Power	600011 CH	China	na	31.7	14.6	11.1	1.0	0.9	9.7	8.5	0.7	3.2
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	8.4	(5.1)	14.5	15.2	1.1	1.1	53.4	53.0	4.7	4.7
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	na	40.6	15.9	11.3	1.2	1.1	9.7	7.6	1.0	3.2
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	93.8	21.6	6.4	5.3	0.8	0.7	5.6	4.8	3.4	6.1
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	(1.5)	4.8	17.6	16.8	1.6	1.6	10.6	10.2	4.1	4.1
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	7.3	(1.9)	16.3	16.6	1.3	1.3	81.9	83.5	5.4	5.4
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	na	37.4	9.9	7.2	0.5	0.5	9.8	8.7	1.7	5.3
Tata Power	TPWR IN	India	28.3	33.7	39.9	29.8	3.5	3.2	16.9	14.3	0.6	0.7
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	(3.3)	6.8	10.8	10.1	0.9	0.8	6.6	6.6	6.1	5.2
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	183.3	(11.8)	35.3	40.0	0.5	0.5	14.3	14.3	4.3	3.3
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	(51.8)	77.8	26.7	15.0	0.4	0.4	11.4	10.4	5.3	4.4
Manila Electric	MER PM	Philippines	13.9	8.7	15.1	13.9	4.1	3.9	9.2	8.8	3.9	4.5
Absolute Clean Energy *	ACE TB	Thailand	36.9	30.5	17.6	13.5	2.3	2.1	14.8	12.0	2.3	3.0
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	16.6	(19.7)	13.7	17.1	1.3	1.3	10.8	13.7	2.7	2.7
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(33.7)	82.7	52.6	28.8	2.8	2.7	16.5	13.7	1.0	1.7
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	69.7	6.5	12.0	11.2	1.1	1.1	147.3	105.6	5.0	5.3
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	9.4	(3.4)	18.5	19.2	1.5	1.5	18.1	17.8	2.2	2.6
EA Pcl*	EA TB	Thailand	44.9	20.6	37.7	31.3	8.4	7.0	26.7	22.8	0.8	1.0
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	3.9	1.7	8.3	8.2	0.7	0.7	18.8	17.9	3.9	4.2
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	(4.1)	18.6	30.1	25.4	1.8	1.7	17.4	16.6	1.8	2.2
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	22.2	37.4	53.7	39.1	4.6	3.7	39.3	31.0	1.1	1.5
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	46.3	34.1	17.7	13.2	3.6	3.2	18.3	12.8	3.4	4.5
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	49.7	(19.9)	7.0	8.7	0.9	0.9	20.3	19.8	7.9	4.3
TPC Power Holding *	TPCH TB	Thailand	248.1	16.4	8.7	7.5	1.1	1.0	7.3	6.4	3.5	4.0
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	101.1	5.2	10.7	10.2	1.2	1.1	25.9	24.0	5.6	5.9
Average			44.1	18.1	19.5	16.3	1.8	1.7	23.8	20.9	3.4	4.2

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 19 April 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET Index	(0.2)	1.1	6.0	1.1	—	—	—	—
Utilities Sector	(2.3)	(6.5)	2.9	(6.0)	(2.1)	(7.6)	(3.1)	(7.1)
ACE	2.6	(1.2)	(16.3)	(9.1)	2.8	(2.4)	(22.4)	(10.2)
BCPG	0.0	(0.8)	(15.5)	0.0	0.2	(2.0)	(21.5)	(1.1)
BGRIM	(8.5)	(14.5)	(24.4)	(19.8)	(8.3)	(15.6)	(30.5)	(20.8)
BPP	(4.1)	(3.6)	(12.9)	(5.8)	(4.0)	(4.7)	(19.0)	(6.9)
CKP	(1.4)	(0.4)	5.1	(0.4)	(1.2)	(1.5)	(1.0)	(1.5)
EA	(0.6)	(6.9)	45.3	(8.1)	(0.4)	(8.0)	39.2	(9.2)
EGCO	(3.2)	(2.9)	(4.8)	(4.3)	(3.0)	(4.0)	(10.9)	(5.4)
GPSC	(3.1)	(18.8)	(5.8)	(22.0)	(3.0)	(19.9)	(11.8)	(23.1)
GULF	0.0	(2.5)	53.5	8.2	0.2	(3.6)	47.4	7.1
GUNKUL	(1.7)	(11.9)	49.0	5.4	(1.5)	(13.1)	42.9	4.3
RATCH	1.7	0.6	(10.5)	(0.6)	1.9	(0.6)	(16.5)	(1.6)
TPCH	(8.9)	(15.0)	(27.7)	(15.7)	(8.8)	(16.1)	(33.7)	(16.8)

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ลักษณะ Defensive เนื่องจากรายได้ถูกกำหนดไว้แล้วแน่นอนตามสัญญา PPAs
- สามารถผลิตรายการราคาเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้นให้แก่ลูกค้าได้หมดตามสัญญา PPAs สำหรับ IPPs ขณะที่ SPPs ผลักได้บางส่วนตามสูตร

O — Opportunity

- มีโอกาสที่จะลงทุนในประเทศเพื่อนบ้าน
- รัฐบาลให้การสนับสนุน และช่วยเหลือพลังงานทดแทน

W — Weakness

- ค่าไฟส่วนใหญ่ของโครงการ IPPs ถูกกำหนดให้อยู่ในระดับสูงในช่วงต้นสัญญา และลดลงในช่วงปลายสัญญา
- การปรับค่า Ft บางครั้งถูกแทรกแซงโดยภาครัฐ

T — Threat

- โครงการใหม่อาจจะถูกประท้วงโดยชุมชน
- มีความเสี่ยงทางด้านสิ่งแวดล้อมมากขึ้น

REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
China	123.7	21.5	10.2	8.3	0.7	0.6	10.5	9.4	3.8	7.5
Hong Kong	27.0	16.2	13.4	12.1	1.1	1.0	28.5	27.9	3.4	4.8
India	28.3	33.7	39.9	29.8	3.5	3.2	16.9	14.3	0.6	0.7
Malaysia	42.8	24.3	24.3	21.7	0.6	0.6	10.8	10.4	5.2	4.3
Philippines	13.9	8.7	15.1	13.9	4.1	3.9	9.2	8.8	3.9	4.5
Thailand	47.0	16.2	22.2	17.9	2.4	2.1	29.4	24.2	3.2	3.3
Average	47.1	20.1	20.8	17.3	2.1	1.9	17.5	15.9	3.4	4.2

Sources: Bloomberg Consensus

Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

B.Grimm Power Pcl**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

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

Sources: Company data, Thanachart estimates

B.Grimm Power Pcl**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

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	31.7	34.9	52.6	28.8	18.1
Normalized PE - at target price (x)	39.1	42.9	64.7	35.4	22.2
PE (x)	39.0	37.2	52.6	28.8	18.1
PE - at target price (x)	47.9	45.8	64.7	35.4	22.2
EV/EBITDA (x)	11.2	12.6	16.5	13.7	11.8
EV/EBITDA - at target price (x)	12.7	14.1	18.4	15.4	13.2
P/BV (x)	3.1	2.9	2.8	2.7	2.4
P/BV - at target price (x)	3.8	3.5	3.5	3.3	3.0
P/CFO (x)	(47.3)	37.2	11.3	10.4	8.3
Price/sales (x)	1.9	1.8	1.5	1.4	1.5
Dividend yield (%)	1.4	1.3	1.0	1.7	2.8
FCF Yield (%)	(18.2)	(8.7)	(9.4)	(0.8)	6.6
(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

B.Grimm Power Pcl**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

Electricity Generating

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	33,578	35,903	35,816	35,405	33,104
Cost of sales	25,258	27,560	27,140	26,911	25,181
Gross profit	8,320	8,343	8,676	8,494	7,923
% gross margin	24.8%	23.2%	24.2%	24.0%	23.9%
Selling & administration expenses	2,613	2,646	2,673	2,708	2,748
Operating profit	5,707	5,697	6,003	5,786	5,175
% operating margin	17.0%	15.9%	16.8%	16.3%	15.6%
Depreciation & amortization	3,131	3,124	3,060	3,101	3,141
EBITDA	8,838	8,821	9,063	8,887	8,317
% EBITDA margin	26.3%	24.6%	25.3%	25.1%	25.1%
Non-operating income	2,413	2,234	2,332	2,045	1,446
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,869)	(3,714)	(4,364)	(3,913)	(3,467)
Pre-tax profit	4,250	4,216	3,971	3,918	3,154
Income tax	1,022	818	794	784	631
After-tax profit	3,228	3,398	3,177	3,135	2,523
% net margin	9.6%	9.5%	8.9%	8.9%	7.6%
Shares in affiliates' Earnings	6,259	6,873	7,530	7,752	7,896
Minority interests	(27)	(13)	(50)	(49)	(46)
Extraordinary items	(727)	(6,154)	0	0	0
NET PROFIT	8,733	4,104	10,657	10,837	10,373
Normalized profit	9,460	10,258	10,657	10,837	10,373
EPS (Bt)	16.6	7.8	20.2	20.6	19.7
Normalized EPS (Bt)	18.0	19.5	20.2	20.6	19.7

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	34,911	38,495	37,535	36,061	33,745
Cash & cash equivalent	17,237	17,898	15,000	15,000	15,000
Account receivables	4,811	7,060	5,397	5,335	4,988
Inventories	2,760	2,947	2,974	2,949	2,760
Others	10,104	10,591	14,164	12,777	10,998
Investments & loans	97,903	124,462	124,462	124,462	124,462
Net fixed assets	49,750	49,597	47,568	45,500	43,394
Other assets	31,873	29,377	27,158	26,559	25,863
Total assets	214,438	241,932	236,723	232,582	227,465
LIABILITIES:					
Current liabilities:	16,290	27,019	20,887	18,960	16,905
Account payables	2,510	4,380	2,974	2,949	2,760
Bank overdraft & ST loans	0	0	97	86	74
Current LT debt	11,170	19,670	14,564	12,856	11,128
Others current liabilities	2,610	2,970	3,252	3,069	2,943
Total LT debt	81,758	89,747	82,530	72,853	63,060
Others LT liabilities	13,556	11,129	11,985	12,115	12,244
Total liabilities	111,603	127,895	115,402	103,928	92,208
Minority interest	591	596	646	695	741
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,265	5,265	5,265	5,265	5,265
Share premium	8,601	8,601	8,601	8,601	8,601
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(14,349)	(3,702)	(3,702)	(3,702)	(3,702)
Retained earnings	102,726	103,277	110,511	117,794	124,351
Shareholders' equity	102,243	113,441	120,675	127,959	134,515
Liabilities & equity	214,438	241,932	236,723	232,582	227,465

Sources: Company data, Thanachart estimates

Electricity Generating**CASH FLOW STATEMENT**

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	4,250	4,216	3,971	3,918	3,154
Tax paid	(1,022)	(818)	(794)	(784)	(631)
Depreciation & amortization	3,131	3,124	3,060	3,101	3,141
Chg In working capital	287	(565)	229	62	347
Chg In other CA & CL / minorities	(1,516)	6,036	2,630	8,983	9,577
Cash flow from operations	5,131	11,993	9,097	15,280	15,588
Capex	(100)	(2,971)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
Right of use	(513)	(71)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(1,513)	(91)	1,609	(27)	(28)
LT loans & investments	(9,391)	(26,559)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	3,401	(4,896)	3,094	747	839
Cash flow from investments	(8,116)	(34,587)	3,653	(330)	(238)
Debt financing	6,016	16,162	(12,226)	(11,396)	(11,533)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,325)	(3,565)	(3,422)	(3,554)	(3,817)
Warrants & other surplus	(7,655)	10,659	0	0	0
Cash flow from financing	(4,964)	23,255	(15,648)	(14,950)	(15,350)
Free cash flow	5,031	9,022	8,097	14,280	14,588

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	9.3	8.6	8.3	8.2	8.5
Normalized PE - at target price (x)	15.3	14.1	13.6	13.4	14.0
PE (x)	10.1	21.6	8.3	8.2	8.5
PE - at target price (x)	16.6	35.3	13.6	13.4	14.0
EV/EBITDA (x)	18.6	20.4	18.8	17.9	17.8
EV/EBITDA - at target price (x)	24.9	26.8	25.0	24.3	24.5
P/BV (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
P/CFO (x)	17.2	7.4	9.7	5.8	5.7
Price/sales (x)	2.6	2.5	2.5	2.5	2.7
Dividend yield (%)	3.9	3.9	3.9	4.2	4.5
FCF Yield (%)	5.7	10.2	9.2	16.1	16.5
(Bt)					
Normalized EPS	18.0	19.5	20.2	20.6	19.7
EPS	16.6	7.8	20.2	20.6	19.7
DPS	6.5	6.5	6.5	7.0	7.5
BV/share	194.2	215.5	229.2	243.1	255.5
CFO/share	9.7	22.8	17.3	29.0	29.6
FCF/share	9.6	17.1	15.4	27.1	27.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Electricity Generating**FINANCIAL RATIOS**

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(10.5)	6.9	(0.2)	(1.1)	(6.5)
Net profit (%)	(33.1)	(53.0)	159.7	1.7	(4.3)
EPS (%)	(33.1)	(53.0)	159.7	1.7	(4.3)
Normalized profit (%)	(12.5)	8.4	3.9	1.7	(4.3)
Normalized EPS (%)	(12.5)	8.4	3.9	1.7	(4.3)
Dividend payout ratio (%)	39.2	83.4	32.1	34.0	38.1
Operating performance					
Gross margin (%)	24.8	23.2	24.2	24.0	23.9
Operating margin (%)	17.0	15.9	16.8	16.3	15.6
EBITDA margin (%)	26.3	24.6	25.3	25.1	25.1
Net margin (%)	9.6	9.5	8.9	8.9	7.6
D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.0	0.8	0.7	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.8	0.7	0.6	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	1.5	1.5	1.4	1.5	1.5
Interest coverage - EBITDA (x)	2.3	2.4	2.1	2.3	2.4
ROA - using norm profit (%)	4.5	4.5	4.5	4.6	4.5
ROE - using norm profit (%)	9.2	9.5	9.1	8.7	7.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.1	3.2	2.7	2.5	1.9
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1
- operating margin (%)	24.2	22.1	23.3	22.1	20.0
- leverage (x)	2.0	2.1	2.0	1.9	1.8
- interest burden (%)	52.3	53.2	47.6	50.0	47.6
- tax burden (%)	76.0	80.6	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
ROIC (%)	2.6	2.6	2.3	2.3	2.1
NOPAT (Bt m)	4,335	4,591	4,802	4,629	4,140
invested capital (Bt m)	177,934	204,960	202,867	198,754	193,777

Sources: Company data, Thanachart estimates

Global Power Synergy

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

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

Sources: Company data, Thanachart estimates

Global Power Synergy

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)

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	26.0	28.8	30.1	25.4	19.8
Normalized PE - at target price (x)	27.2	30.2	31.5	26.6	20.7
PE (x)	26.0	26.7	30.1	25.4	19.8
PE - at target price (x)	27.2	27.9	31.5	26.6	20.7
EV/EBITDA (x)	14.5	16.3	17.4	16.6	14.7
EV/EBITDA - at target price (x)	15.0	16.8	17.9	17.1	15.2
P/BV (x)	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6
P/BV - at target price (x)	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7
P/CFO (x)	15.1	15.2	13.0	10.7	10.1
Price/sales (x)	2.8	2.6	2.1	2.0	1.9
Dividend yield (%)	2.2	2.2	1.8	2.2	2.8
FCF Yield (%)	2.9	4.2	5.3	3.2	(3.1)
(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

Global Power Synergy

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

Gulf Energy Dev. Pcl

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

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

Sources: Company data, Thanachart estimates

Gulf Energy Dev. Pcl

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

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	124.3	65.6	53.7	39.1	27.1
Normalized PE - at target price (x)	113.0	59.6	48.8	35.5	24.6
PE (x)	128.2	75.7	53.7	39.1	27.1
PE - at target price (x)	116.5	68.8	48.8	35.5	24.6
EV/EBITDA (x)	65.1	50.1	39.3	31.0	22.3
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	3.0
P/BV - at target price (x)	8.2	5.5	4.2	3.3	2.8
P/CFO (x)	72.1	45.1	42.4	24.6	17.3
Price/sales (x)	17.7	12.2	7.2	5.5	4.3
Dividend yield (%)	0.8	0.9	1.1	1.5	2.6
FCF Yield (%)	(8.1)	1.3	(5.7)	(2.5)	3.2
(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

Gulf Energy Dev. Pcl

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

Ratchaburi Electricity Generating

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	34,206	37,327	41,919	41,559	39,141
Cost of sales	30,063	33,116	35,472	35,256	33,443
Gross profit	4,143	4,210	6,447	6,303	5,698
% gross margin	12.1%	11.3%	15.4%	15.2%	14.6%
Selling & administration expenses	1,601	1,702	1,691	1,765	1,798
Operating profit	2,542	2,508	4,756	4,538	3,900
% operating margin	7.4%	6.7%	11.3%	10.9%	10.0%
Depreciation & amortization	1,833	2,144	2,129	2,058	1,990
EBITDA	4,374	4,653	6,885	6,596	5,890
% EBITDA margin	12.8%	12.5%	16.4%	15.9%	15.0%
Non-operating income	716	886	1,032	944	1,178
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,551)	(1,868)	(2,390)	(2,090)	(1,367)
Pre-tax profit	1,706	1,527	3,398	3,392	3,712
Income tax	528	178	1,020	1,018	1,113
After-tax profit	1,178	1,349	2,379	2,374	2,598
% net margin	3.4%	3.6%	5.7%	5.7%	6.6%
Shares in affiliates' Earnings	4,273	5,231	7,881	8,753	9,653
Minority interests	(0)	(7)	(418)	(447)	(284)
Extraordinary items	836	1,199	0	0	0
NET PROFIT	6,287	7,772	9,842	10,680	11,967
Normalized profit	5,451	6,573	9,842	10,680	11,967
EPS (Bt)	4.1	5.1	6.4	5.1	5.4
Normalized EPS (Bt)	3.5	4.3	6.4	5.1	5.4

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	18,485	25,316	20,999	17,922	17,390
Cash & cash equivalent	8,614	9,861	8,500	5,500	5,500
Account receivables	4,982	8,934	5,742	5,693	5,362
Inventories	1,783	1,902	1,944	1,932	1,832
Others	3,106	4,619	4,813	4,797	4,696
Investments & loans	43,387	51,723	81,597	83,472	84,096
Net fixed assets	29,479	36,228	36,141	36,833	36,906
Other assets	18,752	39,414	40,203	41,007	41,827
Total assets	110,103	152,681	178,939	179,234	180,219
LIABILITIES:					
Current liabilities:	6,877	20,270	23,078	16,336	14,825
Account payables	4,801	7,677	5,831	5,796	5,497
Bank overdraft & ST loans	60	5,365	7,237	3,916	3,381
Current LT debt	1,486	4,670	7,253	3,924	3,388
Others current liabilities	530	2,558	2,757	2,701	2,559
Total LT debt	40,106	49,097	65,277	35,319	30,494
Others LT liabilities	2,597	5,504	6,933	6,873	6,474
Total liabilities	49,581	74,871	95,288	58,529	51,793
Minority interest	1	7,520	7,937	8,384	8,668
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	14,500	14,500	14,500	22,192	22,192
Share premium	1,532	1,532	1,532	24,609	24,609
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(10,547)	(5,070)	(5,070)	(5,070)	(5,070)
Retained earnings	55,036	59,328	64,752	70,590	78,027
Shareholders' equity	60,521	70,290	75,714	112,321	119,759
Liabilities & equity	110,103	152,681	178,939	179,234	180,219

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ratchaburi Electricity Generating

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,706	1,527	3,398	3,392	3,712
Tax paid	(532)	(167)	(1,024)	(1,015)	(1,115)
Depreciation & amortization	1,833	2,144	2,129	2,058	1,990
Chg In working capital	(420)	(1,195)	1,304	26	133
Chg In other CA & CL / minorities	3,996	13,066	7,892	8,708	9,615
Cash flow from operations	6,583	15,375	13,699	13,169	14,333
Capex	(6,876)	(8,558)	(1,713)	(2,400)	(1,713)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	693	(471)	0	0	0
LT loans & investments	(7,305)	(8,337)	(29,874)	(1,874)	(625)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	3,537	(16,301)	(1,864)	(1,214)	(1,570)
Cash flow from investments	(9,951)	(33,666)	(33,451)	(5,488)	(3,907)
Debt financing	9,821	17,686	20,634	(36,608)	(5,896)
Capital increase	0	0	0	30,769	0
Dividends paid	(3,480)	(3,480)	(4,417)	(4,843)	(4,529)
Warrants & other surplus	(1,699)	5,477	0	0	0
Cash flow from financing	4,642	19,683	16,217	(10,681)	(10,426)
Free cash flow	(292)	6,817	11,987	10,769	12,621

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	12.6	10.5	7.0	8.7	8.3
Normalized PE - at target price (x)	13.0	10.7	7.2	9.0	8.5
PE (x)	10.9	8.8	7.0	8.7	8.3
PE - at target price (x)	11.2	9.1	7.2	9.0	8.5
EV/EBITDA (x)	23.3	25.4	20.3	19.8	22.3
EV/EBITDA - at target price (x)	23.7	25.8	20.6	20.2	22.7
P/BV (x)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
P/BV - at target price (x)	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9
P/CFO (x)	10.4	4.5	5.0	7.1	6.9
Price/sales (x)	1.9	1.7	1.5	1.6	1.7
Dividend yield (%)	5.1	5.0	7.9	4.3	4.8
FCF Yield (%)	(0.4)	9.9	17.4	11.6	12.7
(Bt)					
Normalized EPS	3.5	4.3	6.4	5.1	5.4
EPS	4.1	5.1	6.4	5.1	5.4
DPS	2.3	2.2	3.5	1.9	2.2
BV/share	39.4	45.8	49.3	50.6	54.0
CFO/share	4.3	10.0	8.9	6.3	6.5
FCF/share	(0.2)	4.4	7.8	5.2	5.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ratchaburi Electricity Generating

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(10.8)	9.1	12.3	(0.9)	(5.8)
Net profit (%)	5.4	23.6	26.6	8.5	12.0
EPS (%)	5.4	23.6	26.6	(19.9)	5.1
Normalized profit (%)	(9.7)	20.6	49.7	8.5	12.0
Normalized EPS (%)	(9.7)	20.6	49.7	(19.9)	5.1
Dividend payout ratio (%)	55.4	44.0	55.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	12.1	11.3	15.4	15.2	14.6
Operating margin (%)	7.4	6.7	11.3	10.9	10.0
EBITDA margin (%)	12.8	12.5	16.4	15.9	15.0
Net margin (%)	3.4	3.6	5.7	5.7	6.6
D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.8	1.0	0.4	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.6	0.9	0.3	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	1.6	1.3	2.0	2.2	2.9
Interest coverage - EBITDA (x)	2.8	2.5	2.9	3.2	4.3
ROA - using norm profit (%)	5.2	5.0	5.9	6.0	6.7
ROE - using norm profit (%)	9.1	10.0	13.5	11.4	10.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	2.0	2.1	3.3	2.5	2.2
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
- operating margin (%)	9.5	9.1	13.8	13.2	13.0
- leverage (x)	1.8	2.0	2.3	1.9	1.5
- interest burden (%)	52.4	45.0	58.7	61.9	73.1
- tax burden (%)	69.0	88.3	70.0	70.0	70.0
WACC (%)	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
ROIC (%)	2.1	2.4	2.8	2.2	1.8
NOPAT (Bt m)	1,755	2,216	3,329	3,177	2,730
invested capital (Bt m)	93,560	119,561	146,981	149,980	151,521

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BAM16C2207A , BANP16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2204A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2208A , COM716C2205A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2204A , KBAN16C2206A , KCE16C2208A , KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , RS16C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTT , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STEC , SYNEX , TOP , TRUE , TTA , TU , WHA) . และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว 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 ราชธานีลิซซิ่ง 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 ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิการกุล, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
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 ผู้พัฒนทรัพย์กุล, 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 ตียะพิทยารัตน์
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 หวังมั่งมาศ
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, บ้าน
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 คลังเปรมจิตต์
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 สดภาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th