

# Fundamental Story

Global Power Synergy Pcl (GPSC TB) - HOLD, Price Bt63, TP Bt72.5

Results Comment

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

## ผลการดำเนินงานขาดทุนใน 1Q22

- GPSC รายงานกำไรสุทธิออกมาเพียง 313 ลบ. ใน 1Q22 โดยหากไม่รวมกำไรพิเศษการขายโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในญี่ปุ่นแล้ว GPSC มีผลการดำเนินงานปกติขาดทุน 207 ลบ. ในไตรมาสที่ซึ่งอ่อนแอกว่าที่ตลาดคาดมาก เนื่องจากผลกระทบจากต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูงขึ้นมากกว่าคาด และการปิดซ่อมบำรุงนอกแผนของ Gheco-1
- โรงไฟฟ้า IPP: กำไรขั้นต้น (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) จากโรงไฟฟ้า IPP เพิ่มขึ้น 31% y-y เป็น 1.3 พันลบ. (48% ของกำไรขั้นต้นรวม) ใน 1Q22 โดยได้แรงหนุนจาก EP margin ที่สูงขึ้นในช่วงที่ กฟผ. ให้ IPP ใช้ดีเซลเป็นเชื้อเพลิงหลัก อัตราการดำเนินงานที่สูงขึ้น แต่กำไรลดลง 6% q-q เนื่องจากโครงการ Gheco-1 มีปิดซ่อมนอกแผน
- โรงไฟฟ้า SPP: กำไรขั้นต้นลดลง 66% y-y และ 41% q-q เป็น 1.5 พันลบ. ใน 1Q22 (51%) เนื่องจากการหดตัวของอัตรากำไรจากการขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรม เนื่องจากราคาก๊าซธรรมชาติและถ่านหินเพิ่มขึ้นอย่างมาก ในขณะที่อัตราค่าไฟในประเทศปรับขึ้นเพียงเล็กน้อย ทำให้ GPSC ไม่สามารถปรับราคาขายขึ้นได้เช่นกัน
- โรงไฟฟ้า VSPP: กำไรขั้นต้นอยู่ที่ 36 ลบ. ใน 1Q22 (1%) ลดลง 30% y-y และ 41% q-q เนื่องจากปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ลดลง และ GPSC มีการขายโครงการ Ichinoseki-1 ไปเมื่อปลายเดือนมีนาคม ทำให้รับรู้ผลกำไรจากโครงการได้น้อยลง
- ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมลดลง 31% y-y เหลือ 143 ลบ. ใน 1Q22 เนื่องจากอัตรากำไรที่หดตัวของ 2 โรงไฟฟ้า SPP (BIC และ NNEG) แต่เพิ่มขึ้น 19% q-q เนื่องจากปริมาณการผลิตที่เพิ่มขึ้นจากโครงการโซลาร์ฟาร์มส่งผลบวกมากกว่าปัจจัยลบจากปริมาณการผลิตที่อ่อนตัวตามฤดูกาลจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำ
- ค่าใช้จ่าย SG&A รวมลดลง 9% y-y และ 32% q-q เป็น 421 ลบ. ต่ำสุดในรอบหลายปี เนื่องจาก GPSC ใช้การควบคุมค่าใช้จ่ายอย่างหนักมาตลอดผลการดำเนินงานที่อ่อนแอลง
- เรามองความเสี่ยงอย่างทางลบมีนัยสำคัญต่อประมาณการกำไรปี 2022F สำหรับ GPSC ของเรา และเราจะต้องทบทวนประมาณการและมูลค่าหุ้นของเรา

| Income Statement        |        |        |        | (consolidated) |        |
|-------------------------|--------|--------|--------|----------------|--------|
| Yr-end Dec (Bt m)       | 1Q21   | 2Q21   | 3Q21   | 4Q21           | 1Q22   |
| Revenue                 | 16,624 | 18,234 | 17,996 | 22,019         | 27,261 |
| Gross profit            | 3,310  | 3,459  | 2,742  | 1,746          | 702    |
| SG&A                    | 460    | 545    | 474    | 616            | 421    |
| Operating profit        | 2,850  | 2,914  | 2,269  | 1,131          | 281    |
| EBITDA                  | 5,010  | 5,224  | 4,871  | 3,492          | 2,565  |
| Other income            | 360    | 213    | 504    | 405            | 177    |
| Other expense           |        |        |        |                |        |
| Interest expense        | 974    | 987    | 998    | 901            | 974    |
| Profit before tax       | 2,236  | 2,140  | 1,775  | 635            | (516)  |
| Income tax              | 453    | 310    | 322    | (53)           | (230)  |
| Equity & invest. income | 207    | 519    | 690    | 120            | 143    |
| Minority interests      | (19)   | (132)  | (63)   | (309)          | (64)   |
| Extraordinary items     | 2      | 84     | (205)  | 669            | 520    |
| Net profit              | 1,973  | 2,302  | 1,875  | 1,168          | 313    |
| Normalized profit       | 1,972  | 2,218  | 2,079  | 499            | (207)  |
| EPS (Bt)                | 0.70   | 0.82   | 0.66   | 0.41           | 0.11   |
| Normalized EPS (Bt)     | 0.70   | 0.79   | 0.74   | 0.18           | (0.07) |

| Balance Sheet               |                |                |                | (consolidated) |                |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Yr-end Dec (Bt m)           | 1Q21           | 2Q21           | 3Q21           | 4Q21           | 1Q22           |
| Cash & ST investment        | 25,430         | 20,238         | 16,001         | 13,793         | 18,644         |
| A/C receivable              | 7,367          | 9,475          | 8,757          | 13,441         | 11,055         |
| Inventory                   | 6,197          | 6,577          | 7,018          | 6,938          | 6,942          |
| Other current assets        | 4,716          | 7,012          | 4,406          | 11,318         | 7,075          |
| Investment                  | 11,751         | 12,345         | 24,818         | 24,623         | 29,604         |
| Fixed assets                | 99,949         | 99,428         | 98,805         | 95,581         | 93,777         |
| Other assets                | 102,514        | 102,065        | 104,440        | 104,685        | 101,350        |
| <b>Total assets</b>         | <b>257,925</b> | <b>257,140</b> | <b>264,245</b> | <b>270,379</b> | <b>268,447</b> |
| S-T debt                    | 15,071         | 19,261         | 6,935          | 7,321          | 9,530          |
| A/C payable                 | 4,084          | 4,681          | 4,386          | 6,407          | 8,468          |
| Other current liabilities   | 5,846          | 6,487          | 5,727          | 9,308          | 6,751          |
| L-T debt                    | 89,251         | 83,808         | 103,287        | 58,140         | 57,256         |
| Other liabilities           | 29,577         | 29,356         | 29,398         | 71,455         | 68,201         |
| Minority interest           | 9,052          | 8,965          | 9,060          | 9,413          | 9,510          |
| <b>Shareholders' equity</b> | <b>105,044</b> | <b>104,582</b> | <b>105,452</b> | <b>108,334</b> | <b>108,730</b> |
| Working capital             | 9,480          | 11,372         | 11,388         | 13,973         | 9,529          |
| Total debt                  | 104,322        | 103,069        | 110,222        | 65,461         | 66,787         |
| <b>Net debt</b>             | <b>78,892</b>  | <b>82,831</b>  | <b>94,221</b>  | <b>51,668</b>  | <b>48,143</b>  |

Sources: Company data, Thanachart estimates

| Income Statement        |      |        | 3M as   |        |        |
|-------------------------|------|--------|---------|--------|--------|
| (Bt m)                  | q-q% | y-y%   | % 2022F | 2022F  | 2023F  |
| Revenue                 | 24   | 64     | 29      | 93,932 | 97,718 |
| Gross profit            | (60) | (79)   | 7       | 10,652 | 11,301 |
| SG&A                    | (32) | (9)    | 19      | 2,199  | 2,265  |
| Operating profit        | (75) | (90)   | 3       | 8,453  | 9,035  |
| EBITDA                  | (27) | (49)   | 15      | 17,580 | 18,995 |
| Other income            | (56) | (51)   | 11      | 1,551  | 1,583  |
| Other expense           |      |        | na      |        |        |
| Interest expense        | 8    | (0)    | 22      | 4,419  | 4,835  |
| Profit before tax       | na   | na     | (9)     | 5,585  | 5,783  |
| Income tax              | na   | na     | (27)    | 838    | 896    |
| Equity & invest. income | 19   | (31)   | 8       | 1,775  | 2,844  |
| Minority interests      | na   | na     | 210     | (30)   | (31)   |
| Extraordinary items     | (22) | 28,031 | na      |        |        |
| Net profit              | (73) | (84)   | 5       | 6,492  | 7,699  |
| Normalized profit       | na   | na     | (3)     | 6,492  | 7,699  |
| EPS (Bt)                | (73) | (84)   | 5       | 2.30   | 2.73   |
| Normalized EPS (Bt)     | na   | na     | (3)     | 2.30   | 2.73   |

| Financial Ratios        |       |       |        |        |        |
|-------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| (%)                     | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21   | 4Q21   | 1Q22   |
| Sales growth            | (9.2) | 0.5   | 8.4    | 33.2   | 64.0   |
| Operating profit growth | (0.7) | (5.6) | (22.2) | (50.9) | (90.1) |
| EBITDA growth           | (0.6) | (1.1) | (4.2)  | (22.0) | (48.8) |
| Norm profit growth      | 22.5  | 28.8  | (18.6) | (69.2) | na     |
| Norm EPS growth         | 22.5  | 28.8  | (18.6) | (69.2) | na     |
|                         |       |       |        |        |        |
| Gross margin            | 19.9  | 19.0  | 15.2   | 7.9    | 2.6    |
| Operating margin        | 17.1  | 16.0  | 12.6   | 5.1    | 1.0    |
| EBITDA margin           | 30.1  | 28.6  | 27.1   | 15.9   | 9.4    |
| Norm net margin         | 11.9  | 12.2  | 11.6   | 2.3    | (0.8)  |
|                         |       |       |        |        |        |
| D/E (x)                 | 0.9   | 0.9   | 1.0    | 0.6    | 0.6    |
| Net D/E (x)             | 0.7   | 0.7   | 0.8    | 0.4    | 0.4    |
| Interest coverage (x)   | 5.1   | 5.3   | 4.9    | 3.9    | 2.6    |
| Interest rate           | 3.7   | 3.8   | 3.7    | 4.1    | 5.9    |
| Effective tax rate      | 20.2  | 14.5  | 18.2   | (8.4)  | 44.6   |
| ROA                     | 3.1   | 3.4   | 3.2    | 0.7    | (0.3)  |
| ROE                     | 7.6   | 8.5   | 7.9    | 1.9    | (0.8)  |

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 65 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BCH16C2207A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A, BLA16C2205A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2208A, COM716C2205A , CPF16C2205A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A, KBAN16C2206A , KCE16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2207A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTE16C2209A, PTTG16C2207A , RCL16C2208A, RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2205A , SCB16C2208A, SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2208A, TTA16C2207A , (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPF , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , OR , PTT , PTTEP , PTTCG , RCL , RS , SAWAD , SCB , SET50 , TOP , TRUE , TTA) และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น 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 มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นาง อัคริณี ไตรลงคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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