

HOLD (From: BUY)

TP: Bt 34.00

(From: Bt 40.00)

8 JULY 2022

Change in Recommendation

Downside : 7.5%

B.Grimm Power Pcl (BGRIM TB)

ปัจจัยกดดันยัดเยียด

เราคาดว่าราคา pool gas จะสูงขึ้น ทำให้โรงไฟฟ้า SPP ของ BGRIM มีผลขาดทุนมากขึ้นใน 2H22F เนื่องจากการปรับขึ้นของอัตราค่าไฟฟ้าที่ไม่เพียงพอจะชดเชยต้นทุนที่เพิ่มขึ้น เราจึงปรับลดกำไรของ BGRIM ลงอีก และลดคำแนะนำลงเป็น "ถือ"

ปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ"

(ส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภค - "หลากหลายปัจจัยลบต่อ SPP" วันที่ 8 ก.ค. 2022) เราปรับคำแนะนำ BGRIM เป็น "ถือ" (จาก ซื้อ) หลังปรับกำไรปี 2022-24F ลง 73/34/35% ราคาเป้าหมายของเราถูกปรับลงเหลือ 34 บาท (จาก 40 บาท) แม้จะปรับมาใช้ฐาน 2023F เนื่องจาก 1) เราคาดว่าโรงไฟฟ้า SPP จะมีผลขาดทุนมากขึ้นใน 2H22F เนื่องจากราคา pool gas ที่สูงขึ้นต่อ 2) การขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรม (IU) ซึ่งไม่สามารถส่งผ่านต้นทุนเชื้อเพลิงในราคาขายได้หมด จึงถูกกระทบจากต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นขณะที่ค่าไฟฟ้าประเทศปรับขึ้นช้า จะมีสัดส่วนสูงขึ้นใน 4Q22 3) เราคาดการณ์ฟื้นตัวกำไรของ BGRIM จะเลื่อนไปเป็น 1H23F

โรงไฟฟ้า SPP ขาดทุนมากขึ้นใน 2H22F

เราคาดว่ากำไรการขายไฟฟ้า (ราคาขาย - ต้นทุนก๊าซเฉลี่ย) จากโรงไฟฟ้า SPP ของ BGRIM ให้กับลูกค้า IU จะลดลงอีกเป็น -0.13 บาท/kWh ใน 2H22F จาก -0.08 บาท ใน 1H22F เนื่องจากเราคาดว่าราคา pool gas จะเพิ่มขึ้น 20% h-h เป็น 495 บาท/mmbtu ใน 2H22F ขณะที่อัตราค่าไฟฟ้าประเทศจะเพิ่มขึ้นเพียง 15% จากการปรับ Ft ขึ้น 0.8 บาท ในเดือนก.ย. โดยสัดส่วนการขายไฟฟ้าให้ IU คิดเป็น 30% ของปริมาณขายปัจจุบันจากโรงไฟฟ้า SPP ของ BGRIM เราคาดการณ์ฟื้นตัวกำไรของ BGRIM จะล่าช้าออกไปเป็น 1Q23F (จาก 2H22F) ภายใต้สมมติฐานอัตราค่าไฟฟ้าการขายไฟฟ้าให้ IU กลับเป็นบวกที่ 0.8 บาท/kWh และ 1.1 บาท ในปี 2023-24F (เฉลี่ย 1.2 บาท ในช่วงปี 2017-20) จากราคาน้ำมันที่ลดลงในปีหน้า การปรับ Ft ขึ้นอีก 0.4 บาท ใน 1Q23 และปริมาณการผลิตก๊าซธรรมชาติจากแหล่งเอราวัณ (ราคาถูกที่สุดใน pool) ฟื้นตัวเต็มที่ในปี 2024

สัดส่วนการขายให้ IU เพิ่มขึ้นใน 4Q22F

สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ของโรงไฟฟ้า SPP ของ BGRIM 5 หน่วย (กำลังการผลิต 307MW จากโรงไฟฟ้า SPP ทั้งหมด 1.5GW) จะหมดอายุในช่วง 4Q22-1Q23F โดยจะถูกแทนที่ด้วยโรงไฟฟ้าใหม่ 5 หน่วยภายใต้สัญญา PPA ชุดใหม่ ซึ่งในสัญญาใหม่นี้กำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัญญาที่ขายให้กับ กฟผ. จะลดลงเหลือ 143MW (จากเดิม 187MW) ขณะที่กำลังการผลิตไฟฟ้าที่ขายให้ IU เพิ่มขึ้นเป็น 190MW (จาก 127MW) ทำให้ปริมาณขายไฟฟ้าให้ IU มีสัดส่วนเพิ่มเป็น 37% (เดิม 32%) ของปริมาณขายรวมจากโรงไฟฟ้า SPP ของ BGRIM (ดู Exhibit 5) เนื่องจากปัจจุบันอัตราค่าไฟฟ้าการขายไฟฟ้าให้ IU นั้นต่ำมากในช่วงราคาพลังงานสูง สัดส่วนใหม่นี้จึงเป็นลบต่อกำไรของ BGRIM จนกว่าอัตราค่าไฟฟ้าของ IU จะฟื้นตัวเต็มที่ในปี 2024F ตามประมาณการของเรา

ปัจจัยหนุนระยะสั้น

BGRIM ยังมีการเติบโตของกำลังการผลิต 8% และ 15% ในปี 2022-23F และยังมีเป้าหมายที่จะทำ M&A เพิ่มเติมในปีนี้ การประกาศแผนพัฒนากำลังไฟฟ้าใหม่ของเวียดนาม (PDP-8) ที่อาจเกิดขึ้นใน 2H22 จะสร้างโอกาสการเติบโตใหม่ให้ BGRIM จากการพัฒนาโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซธรรมชาติใหม่ในประเทศเวียดนามภายใต้โครงการ LNG-to-power โดยการลงทุนฟื้นตัวของกำไร SPP น่าจะช่วยหนุนราคาหุ้นในปีหน้าอีกด้วย



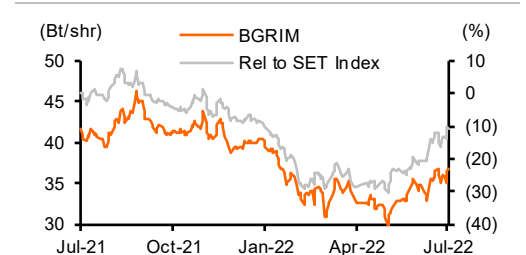
NUTTAPOP PRASITSUKSANT

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

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	46,628	64,512	65,985	69,032
Net profit	2,276	443	1,949	3,046
Consensus NP	—	1,947	3,404	4,570
Diff frm cons (%)	—	(77.2)	(42.7)	(33.4)
Norm profit	2,429	443	1,949	3,046
Prev. Norm profit	—	1,611	2,943	4,693
Chg frm prev (%)	—	(72.5)	(33.8)	(35.1)
Norm EPS (Bt)	0.9	0.2	0.7	1.2
Norm EPS grw (%)	(9.0)	(81.8)	339.8	56.3
Norm PE (x)	39.4	216.2	49.2	31.5
EV/EBITDA (x)	13.5	20.8	16.5	12.9
P/BV (x)	3.3	3.3	3.1	3.0
Div yield (%)	1.1	0.2	1.0	1.6
ROE (%)	8.5	1.5	6.5	9.7
Net D/E (%)	171.6	198.4	203.3	182.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 07-Jul-22 (Bt)	36.75
Market Cap (US\$ m)	2,650.5
Listed Shares (m shares)	2,606.9
Free Float (%)	31.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.9
12M Price H/L (Bt)	46.25/29.75
Sector	Utilities
Major Shareholder	B.Grimm Group 38.43%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

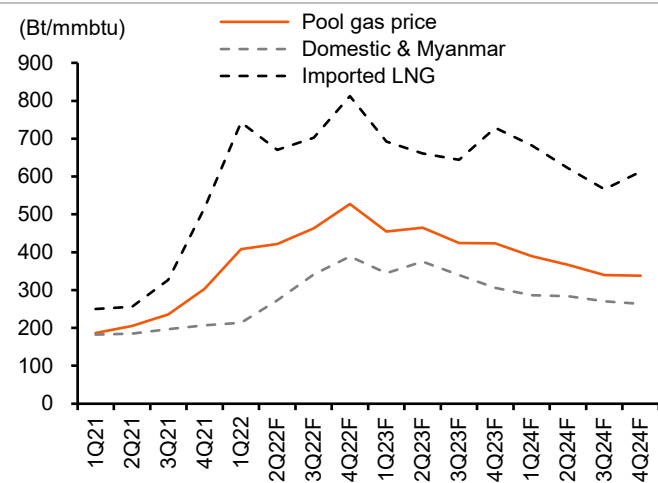
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด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

Ex 1: Our Key Assumption Changes

	2022F	2023F	2024F
Normalized profit (Bt m)			
New	443	1,949	3,046
Old	1,611	2,943	4,693
Change (%)	(72.5)	(33.8)	(35.1)
Pool gas price (Bt/mmbtu)			
New	445	442	375
Old	390	340	300
Change (%)	14.1	29.9	25.0
National electricity tariff (Bt/kWh)			
New	4.19	5.06	4.75
Old	4.01	4.66	4.75
Change (%)	4.5	8.6	0.0

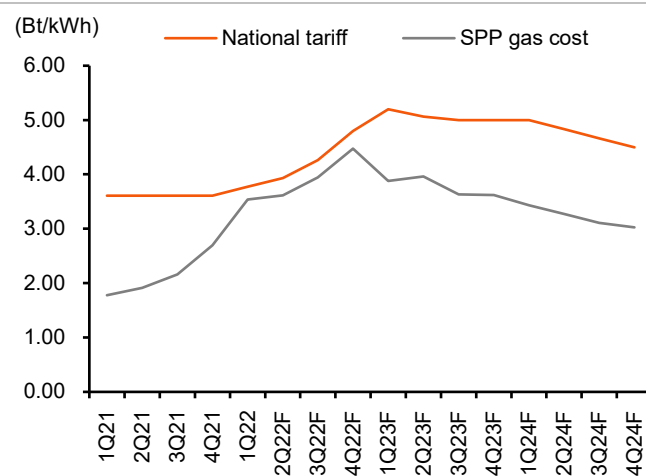
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Another Gas Price Spike In 2H22F



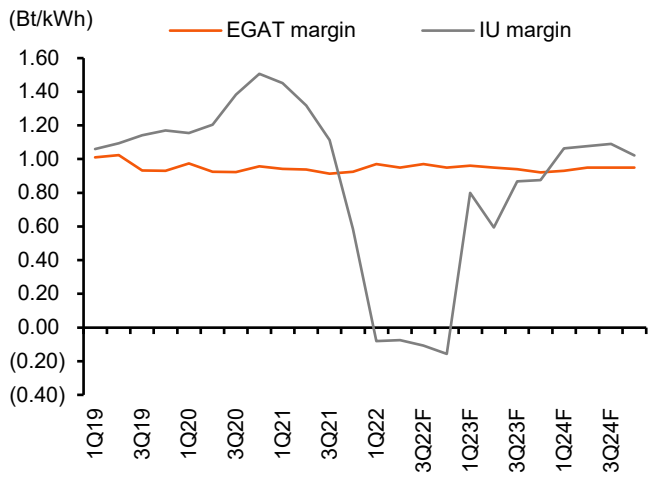
Sources: Energy Policy and Planning Office (EPPO), Thanachart estimates

Ex 3: Lagging National Electricity Tariff Adjustments



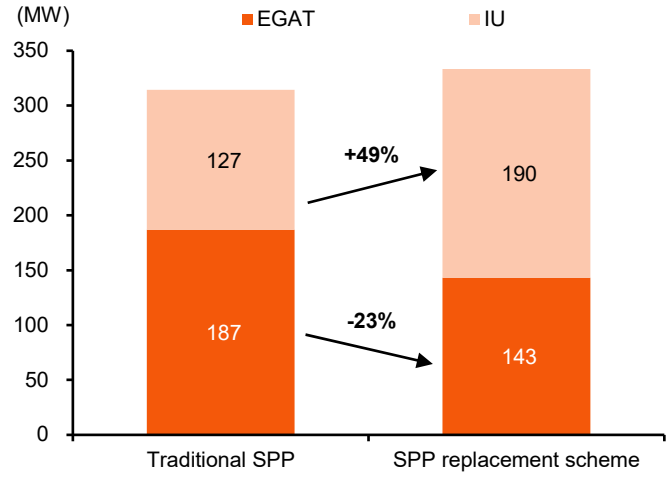
Sources: EPPO, Thanachart estimates

Ex 4: We Now Expect Full SPP Margin Recovery In 2024F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Lower EGAT Mix In The New PPAs



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Calculated from BGRIM's five SPP units (ABP1-2, BPLC, and BPAM1-2) migrating from traditional SPP to new PPAs under SPP replacement scheme.

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%	8.4
SPP replacement projects (ABP1, ABP2, BPLC1, BPAM1, BPAM2)	DCF	5.7%	8.3
Projects under development (BGPR, U-Tapao airport, other IPS projects)	DCF	5.5 - 6.5%	2.7
Renewable projects			4.3
Solar - Thailand	DCF	6.0%	1.2
Solar - Vietnam	DCF	6.7%	0.8
Solar - Cambodia	DCF	7.1%	0.0
Solar - Malaysia	DCF	6.4%	1.8
Wind - Thailand	DCF	5.7%	0.5
Cash on hand			1.0
Potential projects	0	0	9.2
- Korea wind farms	DCF	10.0%	1.1
- Vietnam wind farms	DCF	10.0%	0.2
- Vietnam LNG-to-Power	DCF	10.0%	5.8
- M&A pipeline	DCF	10.0%	2.0
Grand total			34.0

Source: Thanachart estimates

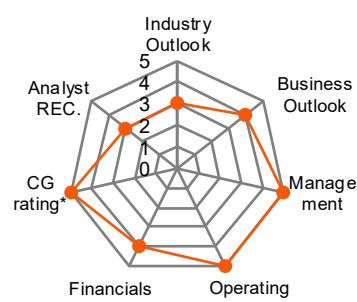
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีทีมวิศวกรที่มีทักษะและประสบการณ์ด้านธุรกิจไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซมานานกว่า 20 ปี
- ได้รับประโยชน์ผ่านความสัมพันธ์ของกลุ่ม B.Grimm และพันธมิตรเชิงกลยุทธ์

O — Opportunity

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

W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มฯ แต่ยังคงต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด

T — Threat

- ฟังพานโยบายของรัฐบาลในการปรับสมดุลระหว่างการส่งต่อต้นทุนเชื้อเพลิงสำหรับโรงไฟฟ้ากับผลกระทบต่อเงินเฟ้อที่อาจเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบจากธุรกิจในประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	42.45	34.00	-20%
Net profit 22F (Bt m)	1,947	443	-77%
Net profit 23F (Bt m)	3,404	1,949	-43%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 6	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าตลาดอย่างมาก คาดเป็นเพราะเราใช้สมมติฐานราคา pool gas ที่สูงกว่าตลาดในช่วงปีดังกล่าว
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตลาด 20%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเพิ่มขึ้น (ลดลง) ของราคาก๊าซในประเทศจากที่เราคาดจะเป็นความเสี่ยงด้านลบ (บวก) ที่สำคัญต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- การปรับราคาค่าไฟฟ้าเพื่อสะท้อนต้นทุนเชื้อเพลิงที่เปลี่ยนไปได้เร็ว (ช้า) กว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงทางบวก (ลบ) ต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของกำลังการผลิตที่ต่ำกว่าคาด ทั้งจากการทำ M&A หรือการลงทุนในโครงการใหม่ เป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเราเช่นกัน

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	44,087	46,628	64,512	65,985	69,032
Cost of sales	34,848	37,935	59,775	58,570	58,767
Gross profit	9,239	8,694	4,738	7,415	10,265
% gross margin	21.0%	18.6%	7.3%	11.2%	14.9%
Selling & administration expenses	2,008	1,673	1,776	2,065	2,268
Operating profit	7,231	7,021	2,962	5,350	7,997
% operating margin	16.4%	15.1%	4.6%	8.1%	11.6%
Depreciation & amortization	5,616	5,308	5,442	5,522	5,643
EBITDA	12,847	12,329	8,404	10,872	13,640
% EBITDA margin	29.1%	26.4%	13.0%	16.5%	19.8%
Non-operating income	251	188	260	266	278
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,056)	(3,384)	(3,436)	(3,526)	(3,745)
Pre-tax profit	4,426	3,825	(214)	2,090	4,530
Income tax	233	298	0	178	385
After-tax profit	4,193	3,526	(214)	1,912	4,145
% net margin	9.5%	7.6%	-0.3%	2.9%	6.0%
Shares in affiliates' Earnings	58	44	(63)	66	211
Minority interests	(1,581)	(1,141)	720	(29)	(1,310)
Extraordinary items	(495)	(153)	0	0	0
NET PROFIT	2,175	2,276	443	1,949	3,046
Normalized profit	2,670	2,429	443	1,949	3,046
EPS (Bt)	0.8	0.9	0.2	0.7	1.2
Normalized EPS (Bt)	1.0	0.9	0.2	0.7	1.2

*Much more severely hit
by fuel price surge than
we'd expected earlier*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	29,879	41,058	23,861	29,171	29,885
Cash & cash equivalent	20,389	25,707	5,000	10,000	10,000
Account receivables	6,818	8,983	10,605	10,847	11,348
Inventories	1,033	971	1,638	1,605	1,610
Others	1,638	5,397	6,619	6,719	6,927
Investments & loans	1,086	3,124	3,871	5,479	5,579
Net fixed assets	80,300	84,804	94,883	98,702	97,901
Other assets	19,431	20,211	20,629	21,035	21,382
Total assets	130,696	149,198	143,244	154,388	154,747
LIABILITIES:					
Current liabilities:	26,993	12,724	20,009	20,861	20,582
Account payables	5,641	5,691	9,826	9,628	9,660
Bank overdraft & ST loans	15,080	750	4,206	4,694	4,538
Current LT debt	5,705	5,745	5,194	5,797	5,605
Others current liabilities	567	538	784	741	779
Total LT debt	58,361	89,241	74,711	83,393	80,621
Others LT liabilities	6,038	6,418	8,643	8,874	9,177
Total liabilities	91,392	108,382	103,364	113,128	110,380
Minority interest	11,834	11,344	10,624	10,653	11,963
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	7,556	8,907	10,704
Shareholders' equity	27,470	29,471	29,256	30,607	32,404
Liabilities & equity	130,696	149,198	143,244	154,388	154,747

*Not too significant an
impact on the balance
sheet*

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	(214)	2,090	4,530
Tax paid	(233)	(298)	0	(178)	(385)
Depreciation & amortization	5,616	5,308	5,442	5,522	5,643
Chg In working capital	(12,339)	(2,054)	1,847	(407)	(474)
Chg In other CA & CL / minorities	739	(4,504)	(1,038)	(78)	40
Cash flow from operations	(1,792)	2,277	6,037	6,949	9,354
Capex	(13,663)	(9,643)	(15,313)	(9,113)	(4,596)
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)	1,799	(204)	(139)
Cash flow from investments	(14,673)	(14,031)	(14,460)	(11,125)	(4,985)
Debt financing	16,040	17,346	(11,625)	9,775	(3,121)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(965)	(1,173)	(658)	(598)	(1,249)
Warrants & other surplus	(1,884)	898	0	0	0
Cash flow from financing	13,192	17,072	(12,284)	9,177	(4,369)
Free cash flow	(15,454)	(7,366)	(9,275)	(2,164)	4,758

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

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	35.9	39.4	216.2	49.2	31.5
Normalized PE - at target price (x)	33.2	36.5	200.0	45.5	29.1
PE (x)	44.1	42.1	216.2	49.2	31.5
PE - at target price (x)	40.8	38.9	200.0	45.5	29.1
EV/EBITDA (x)	12.0	13.5	20.8	16.5	12.9
EV/EBITDA - at target price (x)	11.5	12.9	20.0	15.9	12.4
P/BV (x)	3.5	3.3	3.3	3.1	3.0
P/BV - at target price (x)	3.2	3.0	3.0	2.9	2.7
P/CFO (x)	(53.5)	42.1	15.9	13.8	10.2
Price/sales (x)	2.2	2.1	1.5	1.5	1.4
Dividend yield (%)	1.2	1.1	0.2	1.0	1.6
FCF Yield (%)	(16.1)	(7.7)	(9.7)	(2.3)	5.0
(Bt)					
Normalized EPS	1.0	0.9	0.2	0.7	1.2
EPS	0.8	0.9	0.2	0.7	1.2
DPS	0.5	0.4	0.1	0.4	0.6
BV/share	10.5	11.3	11.2	11.7	12.4
CFO/share	(0.7)	0.9	2.3	2.7	3.6
FCF/share	(5.9)	(2.8)	(3.6)	(0.8)	1.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

High PE in the near term,
but on track for a strong
recovery

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(0.1)	5.8	38.4	2.3	4.6
Net profit (%)	(6.3)	4.6	(80.5)	339.8	56.3
EPS (%)	(6.3)	4.6	(80.5)	339.8	56.3
Normalized profit (%)	15.2	(9.0)	(81.8)	339.8	56.3
Normalized EPS (%)	15.2	(9.0)	(81.8)	339.8	56.3
Dividend payout ratio (%)	53.9	48.1	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.0	18.6	7.3	11.2	14.9
Operating margin (%)	16.4	15.1	4.6	8.1	11.6
EBITDA margin (%)	29.1	26.4	13.0	16.5	19.8
Net margin (%)	9.5	7.6	(0.3)	2.9	6.0
D/E (incl. minor) (x)	2.0	2.3	2.1	2.3	2.0
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.7	2.0	2.0	1.8
Interest coverage - EBIT (x)	2.4	2.1	0.9	1.5	2.1
Interest coverage - EBITDA (x)	4.2	3.6	2.4	3.1	3.6
ROA - using norm profit (%)	2.1	1.7	0.3	1.3	2.0
ROE - using norm profit (%)	9.6	8.5	1.5	6.5	9.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	15.1	12.4	na	6.4	13.2
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	17.0	15.5	na	8.5	12.0
- leverage (x)	4.5	4.9	5.0	5.0	4.9
- interest burden (%)	59.2	53.1	(6.6)	37.2	54.7
- tax burden (%)	94.7	92.2	na	91.5	91.5
WACC (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
ROIC (%)	10.2	7.5	3.3	4.5	6.4
NOPAT (Bt m)	6,850	6,473	3,258	4,895	7,317
invested capital (Bt m)	86,226	99,500	108,366	114,492	113,168

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 64 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BANPU16C2210A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2207A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211B, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, DOHO16C2207A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GULF16C2210A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, JMART16C2210A, JMT16C2207A, JMT16C2210A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TOP16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัท ทุนธนชาติ 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)

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวัน ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ 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 นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ
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 ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

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

Strategy, ประกัน, 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
ภัทรวัลลี 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, บ้านเท็ง
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
วิชนันท์ ธรรมป่ารุ่ง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิกรณ์ 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 จิตกุลชล
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