

SELL (From: HOLD)

TP: Bt 58.00

(From: Bt 72.50)

8 JULY 2022

Change in Recommendation

Downside : 11.5%

Global Power Synergy (GPSC TB)

ปรับกำไรลงต่อ

เราปรับคำแนะนำ GPSC ลงเป็น “ขาย” หลังปรับกำไรลงอย่างมากจากผลกระทบที่เพิ่มขึ้นจากราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูง เราคาดว่ากำไรที่แท้จริงของ GPSC จะต่ำกว่าบริษัทอื่นในกลุ่มฯ เพราะมีการใช้ถ่านหินในการผลิต ประกอบกับการเติบโตกำลังการผลิตที่จำกัด เรามองว่าราคา GPSC ที่ 24 เท่า PE บณปี 2024F นั้นแพง



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ปรับคำแนะนำเป็น “ขาย”

(ส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภค – “หลากหลายปัจจัยลบต่อ SPP” วันที่ 8 ก.ค. 2022) เราปรับคำแนะนำ GPSC เป็น “ขาย” (จาก ถือ) และปรับราคาเป้าหมายลงมาปรับมาใช้ฐาน 2023F เป็น 58 บาท (จาก 72.5 บาท) เนื่องจาก 1) เราปรับลดกำไรของ GPSC ลง 57/28/26% ในปี 2022-24F จากสมมติฐานราคาเชื้อเพลิงที่สูงขึ้น (Exhibit 1) 2) แม้ GPSC จะมีกำลังการผลิตใหม่ถึง 3.0GW ในช่วงปี 2022-24F แต่ส่วนใหญ่มาจากโซลาร์ฟาร์มในอินเดียซึ่งอัตรากำไรต่ำ แต่กำลังการผลิตที่จะหมดอายุราว 1.1GW ในปี 2024-25 นั้นเป็นโครงการ IPP และ SPP ในไทยที่มีอัตรากำไรสูง เราจึงมองการเติบโตกำไรของ GPSC หลังปี 2025F นั้นจำกัด และมีแนวโน้ม ROE ลดลง 3) เรามองว่า GPSC นั้นแพงที่ 32 เท่า PE บณปี 2023F และ PE ยังคงสูงที่ 24 เท่า ในปี 2024F ซึ่งเป็นปีที่เราคิดว่าอัตรากำไรของ SPP จะฟื้นตัวเต็มที่

กำไรของ SPP อ่อนแอใน 2H22F

จากกำลังการผลิตรวมของ GPSC ที่ 5.8GW ปัจจุบัน มีสัดส่วน 38% หรือ 2.2GW เป็นโรงไฟฟ้า SPP ประกอบด้วยโครงการเชื้อเพลิงก๊าซ 1.6GW และอีก 0.6GW ใช้ถ่านหิน การผลิตส่วนใหญ่จากโรงไฟฟ้าเหล่านี้ขายให้ลูกค้าอุตสาหกรรม (IU) ซึ่งราคาขายไม่สามารถส่งผ่านต้นทุนได้ จึงได้รับผลกระทบจากราคาเชื้อเพลิงที่สูงขึ้นมาก ในขณะที่ราคาขายถูกตรึงไว้ เราคาดว่าโรงไฟฟ้า SPP จะขาดทุนมากขึ้นเมื่อเทียบกับ h-h ใน 2H22F หลังทั้งราคาก๊าซธรรมชาติและถ่านหินปรับตัวขึ้นต่อเนื่อง แม้เราคิดว่าราคาเชื้อเพลิงจะทยอยลดลงใน 2023F แต่เรามองกำไรของ GPSC จะฟื้นตัวช้ากว่าในกลุ่มฯ เนื่องจากการใช้ถ่านหินซึ่งราคาปรับขึ้นมากกว่าก๊าซ

ปัจจัยหนุนบางส่วนใน 2Q22F

เรามองเห็นปัจจัยบวกในระยะสั้นต่อกำไรของ GPSC ในช่วง 2Q-3Q22F 1) โครงการ Gheco-1 (IPP) และ Glow Energy-5 (SPP) จะกลับมาดำเนินการผลิตอีกครั้งหลังปิดซ่อมบำรุงนอกแผนไปใน 1Q22 2) การผลิตที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาลจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำไซยะบุรี (ถือหุ้น 25%) และจากโซลาร์ฟาร์มในอินเดีย (ถือหุ้น 43%) ที่มีกำลังการผลิตใหม่ แต่เราเชื่อว่าตลาดจะกังวลต่ออัตรากำไร SPP ที่อ่อนแอกว่าปัจจัยหนุนระยะสั้นนี้

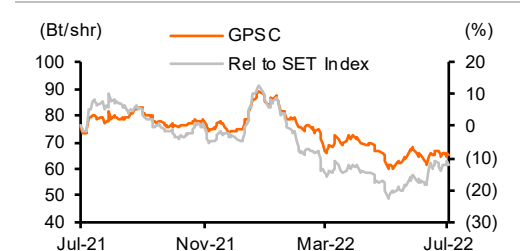
ปัจจัยบวกระยะยาวจำกัด

เรามองว่า GPSC มีปัจจัยหนุนราคาหุ้นระยะยาวจำกัด โดยเราเชื่อว่ากำลังการผลิตใหม่ที่จะเริ่มดำเนินการในช่วงปี 2022-24F นั้นถูกรับรู้ในราคาหุ้นแล้ว และการเติบโตกำลังการผลิตส่วนใหญ่มาจากโครงการโซลาร์ฟาร์มในอินเดียที่มีแนวโน้มว่าอัตรากำไรจะออกมาต่ำกว่าคาดมาก ในอีกมุมหนึ่งตลาดยังดูเลวต่อการหมดอายุของโครงการ IPP และ SPP ในปี 2024-25 ซึ่งเป็นโครงการที่สร้างกำไรสูง ความคืบหน้าของโรงงานผลิตแบตเตอรี่ Li-ion (ถือหุ้น 50%) ที่ตั้งเป้าไว้ว่าจะช่วยชดเชยการหมดอายุของโครงการโรงไฟฟ้านั้นก็ยังไม่เห็นการได้ข่าวว่าคาดมาก กำลังการผลิตปัจจุบันอยู่ที่เพียง 30MWh และยังไม่เห็นแผนการขยายให้ได้ตามเป้า 10GWh ที่ชัดเจน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	74,874	115,391	121,187	121,609
Net profit	7,319	2,476	5,749	7,587
Consensus NP	—	5,793	8,028	10,293
Diff frm cons (%)	—	(57.3)	(28.4)	(26.3)
Norm profit	6,769	2,476	5,749	7,587
Prev. Norm profit	—	6,492	7,699	9,885
Chg frm prev (%)	—	(61.9)	(25.3)	(23.2)
Norm EPS (Bt)	2.4	0.9	2.0	2.7
Norm EPS grw (%)	(9.9)	(63.4)	132.2	32.0
Norm PE (x)	27.3	74.6	32.1	24.3
EV/EBITDA (x)	15.7	23.3	18.0	16.0
P/BV (x)	1.7	1.7	1.7	1.6
Div yield (%)	2.3	0.7	1.7	2.3
ROE (%)	6.4	2.3	5.2	6.7
Net D/E (%)	89.9	107.1	112.2	117.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 07-Jul-22 (Bt)	65.50
Market Cap (US\$ m)	5,109.8
Listed Shares (m shares)	2,819.7
Free Float (%)	24.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	24.4
12M Price H/L (Bt)	88.75/59.75
Sector	Utilities
Major Shareholder	PTT Group 73.31%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

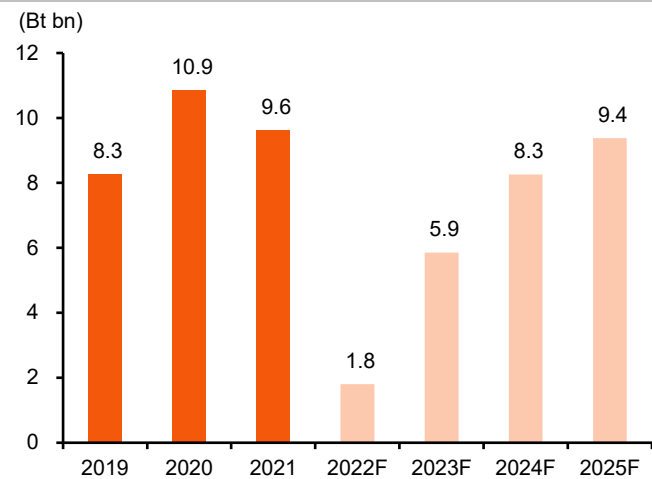


Ex 1: Our Key Assumption Changes

	2022F	2023F	2024F
Normalized profit (Bt m)			
New	2,476	5,749	7,587
Old	6,492	7,699	9,885
Change (%)	(61.9)	(25.3)	(23.2)
Pool gas price (Bt/mmbtu)			
New	445	442	375
Old	390	340	300
Change (%)	14.1	29.9	25.0
Coal price (US\$/kg)			
New	200	180	160
Old	120	100	90
Change (%)	66.7	80.0	77.8
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

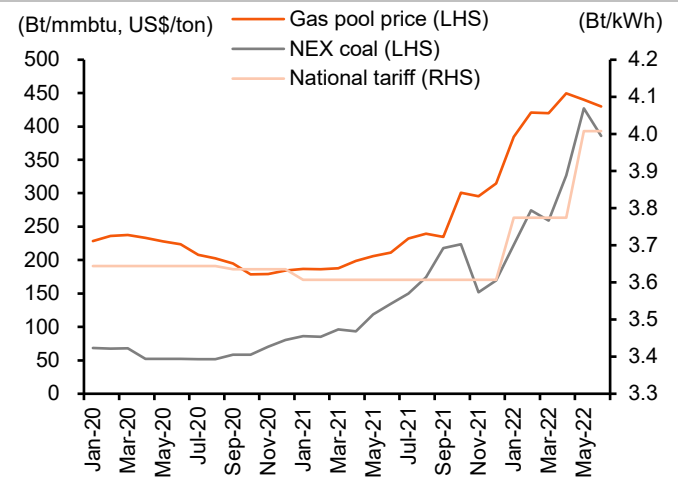
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Very Weak Gross Profit From SPPs This Year ...



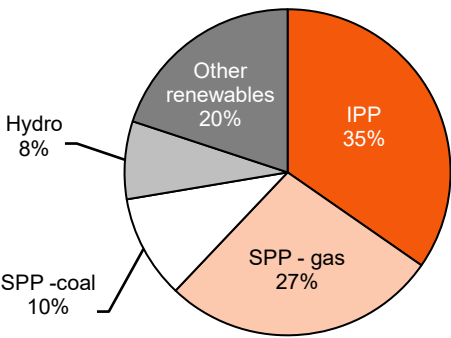
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: ... As National Tariff Hike Lags Rising Fuel Prices



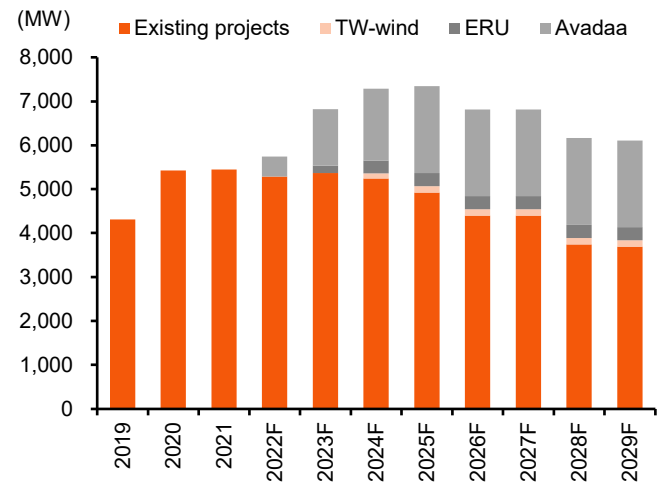
Sources: EPPO, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: GPSC’s Current Capacity Mix (1Q22)



Sources: Company data

Ex 5: Most New Capacity Comes With Lower Returns



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Our 12-month DCF-derived Valuation Plus Potential Capacity

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	17,682	20,695	21,627	19,641	18,923	18,795	16,172	15,043	14,643	14,572	15,431	
Free cash flow	(6,406)	(7,061)	13,822	17,906	15,819	15,583	13,835	12,922	12,727	12,650	13,740	284,927
PV of free cash flow	(6,044)	(6,284)	11,604	14,183	11,568	10,702	8,925	7,830	7,244	6,762	6,580	136,453
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	6.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	209,523											
Net debt (2022F)	125,813											
Minority interest	9,500											
Equity value	74,210											
# of shares (m)	2,820											
Valuation/share (Bt)	26.3											

	Valuation method	WACC	Equity value	Value per share
Plus associates				
BIC	DCF	5.1%	1,451	0.5
TSR/SSE	DCF	6.4%	1,991	0.7
NNEG	DCF	4.9%	2,714	1.0
GRP	DCF	7.1%	1,620	0.6
NL1PC	DCF	6.0%	2,571	0.9
RPCL	DCF	4.8%	648	0.2
XPCL	DCF	5.1%	20,790	7.4
Avaada	DCF	6.1%	15,962	5.7
Taiwan wind farms	DCF	6.0%	7,264	2.6
24M battery plants	DCF	8.0%	22,705	6.7
Total				26.2
Plus potential				
Renewable projects	DCF	6.0%	15,651	5.6
Total				5.6
Grand total				58.0

Source: Thanachart estimates

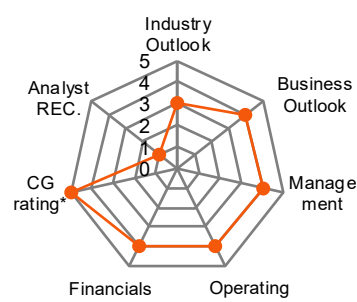
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี (GPSC) เกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการระหว่าง PTTUT และ IPT ในเดือนมกราคม 2013 โดยเป็นบริษัทหลักในการลงทุนในธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าของกลุ่ม PTT โดยมีการ GPSC ผลิตและจำหน่ายไฟฟ้า ไอ้ น้ำ และน้ำเพื่อการอุตสาหกรรม (Processed Water) ให้บริการลูกค้าในประเทศไทย กำลังการผลิตรวมของ GPSC เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าหลังเข้าซื้อกิจการของ GLOW เมื่อเดือนมีนาคม 2019 และในปัจจุบันมีโรงไฟฟ้ารวมกำลังการผลิต 8.0GW ตามสัดส่วนการถือหุ้น ที่อยู่ในและต่างประเทศ โดย 33% ของการผลิตมาจากพลังงานหมุนเวียน

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

- เติบโตตามการขยายตัวของกลุ่ม PTT ในอนาคต
- เข้าถึงต้นทุนทางการเงินในระดับต่ำ ด้วยเป็นบริษัทในเครือ PTT
- ฐานะการเงินแข็งแกร่ง ซึ่งทำให้มีความสามารถ และมีความยืดหยุ่นในการลงทุนใหม่

O — Opportunity

- การขยายอุตสาหกรรมไฟฟ้าของประเทศเพื่อนบ้าน ทั้งการขยายในประเทศและต่างประเทศ ผ่านการพัฒนาโครงการใหม่และการควบรวมกิจการ
- เข้าไปยังอุตสาหกรรมยานยนต์ไฟฟ้า (EV) และระบบกักเก็บพลังงาน (ESS) ที่มีการเติบโตแบบ S-curve ใหม่ ผ่านการลงทุนในโรงงานผลิตแบตเตอรี่ Li-ion

W — Weakness

- ไม่มีประสบการณ์โดยตรงในการลงทุนในต่างประเทศ
- เข้าลงทุนในกลุ่มพลังงานทดแทนช้า

T — Threat

- ปริมาณไฟฟ้าสำรองที่อยู่ในระดับสูงของชาติ และดูเหมือนว่าแผนการผลิตไฟฟ้าเองของ EGAT จะยาวนานไปกว่าที่ตลาดคาดไว้ก่อนหน้านี้
- พึ่งพิงนโยบายของกลุ่มในการตัดสินใจลงทุนที่สำคัญ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	77.93	58.00	-26%
Net profit 22F (Bt m)	5,793	2,476	-57%
Net profit 23F (Bt m)	8,028	5,749	-28%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 9	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรของเราต่ำกว่าตลาดถึง 57% และ 28% ในปี 2022-23F คาดเนื่องจากเราใช้สมมติฐานราคา pool gas ที่สูงกว่าตลาดมาก
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด 26%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวของอัตราค่าไฟของ SPP ที่เร็วกว่าคาด ไม่ว่าจะมาจากด้านต้นทุนหรือราคาขายไฟฟ้า เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการและราคาเป้าหมายของเรา
- การพัฒนาโรงงานแบตเตอรี่ Li-ion ได้เร็วกว่าคาด ทั้งที่อยู่ในประเทศไทยและจีน เป็นความเสี่ยงทางบวกอีกประการหนึ่งต่อประมาณการกำไร และมูลค่าพื้นฐานของเรา
- การลงทุนได้รวดเร็ว หรืออัตราผลตอบแทนจากการเข้าซื้อสินทรัพย์ และโครงการใหม่ที่ดียิ่งหรือเร็วกว่าสมมติฐานของเรา จะเป็นความเสี่ยงทางบวกต่อประมาณการ

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	69,578	74,874	115,391	121,187	121,609
Cost of sales	56,448	63,616	108,894	110,970	109,237
Gross profit	13,129	11,258	6,498	10,217	12,372
% gross margin	18.9%	15.0%	5.6%	8.4%	10.2%
Selling & administration expenses	1,951	2,095	2,199	2,265	2,311
Operating profit	11,178	9,163	4,298	7,952	10,061
% operating margin	16.1%	12.2%	3.7%	6.6%	8.3%
Depreciation & amortization	8,706	9,314	9,037	9,870	10,777
EBITDA	19,885	18,477	13,335	17,822	20,837
% EBITDA margin	28.6%	24.7%	11.6%	14.7%	17.1%
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)	(4,725)	(5,465)	(5,805)
Pre-tax profit	8,560	6,786	1,124	4,069	5,870
Income tax	993	1,031	169	631	939
After-tax profit	7,567	5,754	956	3,439	4,931
% net margin	10.9%	7.7%	0.8%	2.8%	4.1%
Shares in affiliates' Earnings	924	1,536	1,606	2,622	3,103
Minority interests	(982)	(522)	(87)	(312)	(447)
Extraordinary items	(1)	550	0	0	0
NET PROFIT	7,508	7,319	2,476	5,749	7,587
Normalized profit	7,509	6,769	2,476	5,749	7,587
EPS (Bt)	2.7	2.6	0.9	2.0	2.7
Normalized EPS (Bt)	2.7	2.4	0.9	2.0	2.7

Heavily hit by a margin
squeeze for SPPs

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	43,454	45,490	61,954	63,652	63,569
Cash & cash equivalent	20,289	13,793	20,000	20,000	20,000
Account receivables	9,084	13,441	15,807	16,601	16,659
Inventories	6,253	6,938	11,934	12,161	11,971
Others	7,828	11,318	14,214	14,890	14,939
Investments & loans	17,376	37,660	44,522	54,560	55,238
Net fixed assets	99,978	95,581	93,503	97,995	114,918
Other assets	95,849	91,648	113,152	114,477	112,476
Total assets	256,656	270,379	313,132	330,684	346,200
LIABILITIES:					
Current liabilities:	22,063	23,036	32,590	35,604	35,517
Account payables	6,746	6,407	13,425	13,681	13,468
Bank overdraft & ST loans	0	0	5,833	6,244	6,729
Current LT debt	11,993	9,121	4,899	5,245	5,652
Others current liabilities	3,324	7,508	8,433	10,433	9,668
Total LT debt	102,239	110,474	135,081	144,618	155,847
Others LT liabilities	20,487	19,121	27,947	29,149	29,155
Total liabilities	144,789	152,632	195,618	209,371	220,520
Minority interest	8,966	9,413	9,500	9,812	10,259
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	24,860	28,347	32,267
Shareholders' equity	102,901	108,334	108,014	111,501	115,421
Liabilities & equity	256,656	270,379	313,132	330,684	346,200

Already tight balance
sheet to add new
investments

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	8,560	6,786	1,124	4,069	5,870
Tax paid	(993)	(1,031)	(169)	(631)	(939)
Depreciation & amortization	8,706	9,314	9,037	9,870	10,777
Chg In working capital	83	(5,381)	(343)	(765)	(81)
Chg In other CA & CL / minorities	(3,391)	3,198	(2,196)	3,946	2,110
Cash flow from operations	12,965	12,885	7,454	16,489	17,736
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	(14,936)	(2,382)	(75)
Cash flow from investments	(4,751)	(22,804)	(24,668)	(24,522)	(26,190)
Debt financing	(2,229)	5,308	26,218	10,295	12,121
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,666)	(4,230)	(2,796)	(2,262)	(3,667)
Warrants & other surplus	(1,834)	2,344	0	0	0
Cash flow from financing	(7,729)	3,422	23,422	8,033	8,454
Free cash flow	5,730	8,170	2,802	4,437	(7,651)

Into a huge capex cycle
over 2023-25F

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	24.6	27.3	74.6	32.1	24.3
Normalized PE - at target price (x)	21.8	24.2	66.1	28.4	21.6
PE (x)	24.6	25.2	74.6	32.1	24.3
PE - at target price (x)	21.8	22.3	66.1	28.4	21.6
EV/EBITDA (x)	14.0	15.7	23.3	18.0	16.0
EV/EBITDA - at target price (x)	12.9	14.6	21.7	16.8	15.0
P/BV (x)	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6
P/BV - at target price (x)	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4
P/CFO (x)	14.2	14.3	24.8	11.2	10.4
Price/sales (x)	2.7	2.5	1.6	1.5	1.5
Dividend yield (%)	2.3	2.3	0.7	1.7	2.3
FCF Yield (%)	3.1	4.4	1.5	2.4	(4.1)
(Bt)					
Normalized EPS	2.7	2.4	0.9	2.0	2.7
EPS	2.7	2.6	0.9	2.0	2.7
DPS	1.5	1.5	0.5	1.1	1.5
BV/share	36.5	38.4	38.3	39.5	40.9
CFO/share	4.6	4.6	2.6	5.8	6.3
FCF/share	2.0	2.9	1.0	1.6	(2.7)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuations now look
expensive to us given its
weak growth outlook

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	4.5	7.6	54.1	5.0	0.3
Net profit (%)	84.9	(2.5)	(66.2)	132.2	32.0
EPS (%)	38.5	(2.5)	(66.2)	132.2	32.0
Normalized profit (%)	100.6	(9.9)	(63.4)	132.2	32.0
Normalized EPS (%)	50.3	(9.9)	(63.4)	132.2	32.0
Dividend payout ratio (%)	56.3	57.8	55.0	55.0	55.0
Operating performance					
Gross margin (%)	18.9	15.0	5.6	8.4	10.2
Operating margin (%)	16.1	12.2	3.7	6.6	8.3
EBITDA margin (%)	28.6	24.7	11.6	14.7	17.1
Net margin (%)	10.9	7.7	0.8	2.8	4.1
D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.0	1.2	1.3	1.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.9	1.1	1.1	1.2
Interest coverage - EBIT (x)	2.8	2.4	0.9	1.5	1.7
Interest coverage - EBITDA (x)	4.9	4.8	2.8	3.3	3.6
ROA - using norm profit (%)	3.0	2.6	0.8	1.8	2.2
ROE - using norm profit (%)	7.4	6.4	2.3	5.2	6.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.4	5.4	0.9	3.1	4.3
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	18.1	14.2	5.1	7.9	9.6
- leverage (x)	2.5	2.5	2.7	2.9	3.0
- interest burden (%)	68.0	63.7	19.2	42.7	50.3
- 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	1.7	2.9	3.4
NOPAT (Bt m)	9,882	7,770	3,654	6,719	8,451
invested capital (Bt m)	196,845	214,137	233,827	247,609	263,650

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 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 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 ปทุมไรสมิล 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 มีการรวมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกันได้แก่นางอติวัน 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@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	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สถาพร Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

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