

Thailand Utilities Sector

หลากหลายปัจจัยลบต่อ SPP

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	HOLD	36.75	34.00	2,651	(81.8)	339.8	216.2	49.2	3.3	3.1	0.2	1.0
Global Power Synergy	GPSC TB	SELL	65.50	58.00	5,110	(63.4)	132.2	74.6	32.1	1.7	1.7	0.7	1.7
Electricity Generating	EGCO TB	BUY	176.50	275.00	2,571	3.9	1.7	8.7	8.6	0.8	0.7	3.7	4.0
Gulf Energy Dev. Pcl	GULF TB	HOLD	47.25	45.00	15,338	22.2	37.4	51.2	37.3	4.4	3.5	1.2	1.6
RATCH Group Pcl	RATCH TB	HOLD	38.25	46.00	2,302	49.7	(19.9)	6.0	7.5	0.8	0.8	9.2	5.0

Source: Thanachart estimates, Based on 7 July 2022 closing prices

ต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูงขึ้นส่งผลลบต่อโรงไฟฟ้า SPP มากกว่าที่เราเคยประเมินไว้มาก โดยปัจจุบันเราไม่คิดว่ากำไรจะฟื้นตัวได้มากแล้วใน 2H22F หลังราคา LNG ในตลาดเอเชียปรับขึ้นอย่างมาก เราลดคำแนะนำ BGRIM เป็น “ถือ” และ GPSC เป็น “ขาย” และยังคงมองลบต่อหุ้นขนาดใหญ่ในกลุ่มสาธารณูปโภค เราจึงให้น้ำหนักลงทุนกลุ่มฯ เป็น “UNDERWEIGHT”

ปัจจัยลบต่อโรงไฟฟ้า SPP รุนแรงขึ้น

เราคาดโรงไฟฟ้า SPP จะเผชิญกับแรงกดดันที่รุนแรงขึ้นช่วงปลายปีนี้ ทำให้ความคาดหวังของเราว่ากำไรของ SPP จะฟื้นตัวได้ใน 2H22F นั้นหายไปหมด ทั้งยังปรับลดกำไรโรงไฟฟ้า SPP ลงอีกครั้ง เนื่องจาก 1) ราคาน้ำมันยังคงตัวในระดับสูงจากปัญหารัสเซีย-ยูเครนที่ยืดเยื้อ ซึ่งหากราคาน้ำมันยืนเหนือ US\$100/bbl ไปถึงสิ้นปีจะทำให้ต้นทุนก๊าซของ SPP มีโอกาสสูงต่อไป 1H23 เนื่องจากราคา pool gas ของไทยนั้นจะปรับตัวต่ำกว่าราคาน้ำมันราว 6-9 เดือน 2) การหยุดชะงักของหน่วยผลิต LNG ในสหรัฐ ทำให้ราคา LNG ตลาดเอเชียพุ่งขึ้นเป็น US\$40 ต่อ mmbtu จากเคยทรงตัวที่ \$20-25 ช่วงเดือนเม.ย.-พ.ค. ซึ่งจะทำให้ราคา pool gas สูงขึ้นใน 2H22F และ 3) เงินบาทที่อ่อนค่าลงเทียบดอลลาร์สหรัฐ 8% YTD ทำให้ราคาเชื้อเพลิงนำเข้าสูงขึ้น ด้วยปัจจัยลบที่รุนแรงขึ้นมากนี้ เราไม่คาดการขึ้นค่าไฟฟ้าของรัฐบาลในเดือนก.ย.จะเพียงพอที่จะทำให้กำไรของโรงไฟฟ้า SPP ดีขึ้น

ราคา pool gas เพิ่มขึ้น

ราคา pool gas เพิ่มขึ้นอย่างมากจากเดิมเฉลี่ย 233 บาท/mmbtu ในปี 2021 เป็น 408 บาท ใน 1Q22 และ 450 บาท เมื่อเดือนเม.ย. ส่วนการขึ้นค่าไฟของประเทศ (ผ่านค่า Ft) อยู่ในอัตราที่ช้ากว่ามากเนื่องจากรัฐบาลตั้งใจที่จะบรรเทาผลกระทบต่อเศรษฐกิจ หลังรวมผลจากปัจจัยลบเบื้องต้นที่รุนแรงขึ้นเราปรับสมมติฐานราคาก๊าซธรรมชาติปี 2022-24F ขึ้นเป็น 445/442/375 บาท (จาก 390/340/300 บาท) ดูตารางแสดงประมาณการ pool gas รายไตรมาสของเราได้ใน Exhibit 7

การปรับขึ้น Ft ช่วงปลายปีน่าจะไม่ใช่เพียงพอ

ในส่วนของการขึ้นค่าไฟของประเทศถูกตรึงไว้ที่ 3.6 บาท/kWh ตลอดปี 2021 แม้ราคา pool gas เริ่มปรับตัวขึ้นแล้ว ปัจจุบันค่าไฟฟ้าขึ้นมายู่ที่ 4.0 บาท หลังการปรับค่า Ft ขึ้นสองครั้งในเดือนม.ค.และพ.ค. และเราคาดจะปรับขึ้นอีก 0.8 บาท ในเดือนก.ย. ทำให้ค่าไฟฟ้าขึ้นไปเป็น 4.8 บาท/kWh ภายใต้สมมติฐานนี้ค่าไฟฟ้าของประเทศจะสูงขึ้น 16% จากสิ้นปี 2021 ถึงสิ้นปี 2022F ขณะที่ราคา pool gas เพิ่มขึ้นถึง 95% ทำให้การขายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้า SPP ให้แก่ลูกค้ากลุ่มอุตสาหกรรม (IU) มีผลขาดทุน และหักล้างกำไรจากการขายไฟฟ้าให้ กฟผ. (อัตรากำไรต่ำ) ลงไปหมดใน 2H22F โดย 70-80% ของไฟฟ้าที่ผลิตโดย SPP จะขายให้ กฟผ. ในราคาที่ส่งผ่านต้นทุนเชื้อเพลิงได้หมด ส่วนอีก 20-30% จะขายให้กับ IU ในราคาส่วนลดจากค่าไฟฟ้าประเทศ จึงได้รับผลกระทบจากการขึ้นค่าไฟฟ้าที่ล่าช้า

ปรับลดคำแนะนำต่อ BRRIM และ GPSC

เราปรับลดกำไรของ BGRIM ลงเฉลี่ย 41% ต่อปี และ 34% ต่อปีสำหรับ GPSC ในช่วงปี 2022-24F จึงมองว่าราคาหุ้นของ BGRIM ที่ฟื้นตัวขึ้น 24% จากจุดต่ำสุดของปีนี้ และ 10% สำหรับ GPSC เป็นโอกาสในการขายทำกำไร เราปรับลดคำแนะนำ BGRIM เป็น “ถือ” (จาก “ซื้อ”) และ GPSC เป็น “ขาย” (จาก “ถือ”)

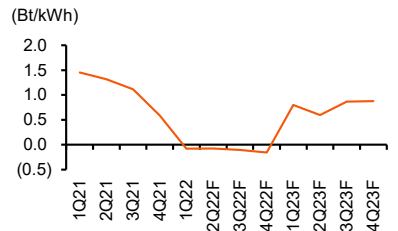


NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

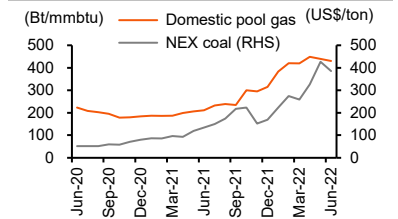
nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

IU Margin Is Still Squeezed In 2H22



Sources: Company data; Thanachart estimates

Higher-Than-Expected Fuel Prices



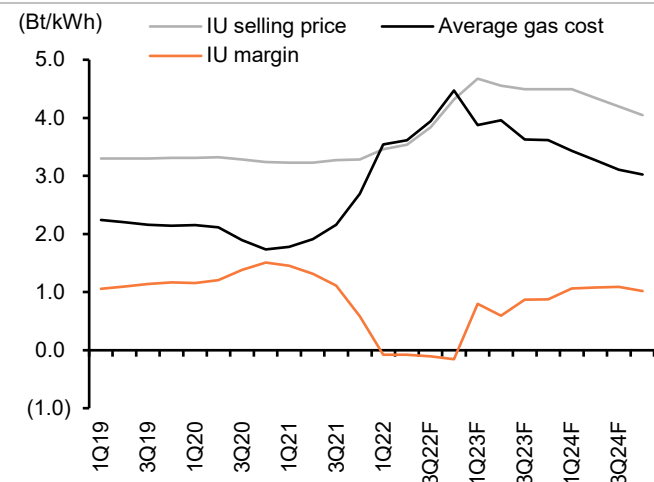
Sources: EPPO, Bloomberg

Changes In Recommendation

	Rating		TP (Bt/shr)	
	New	Old	New	Old
BGRIM	HOLD	BUY	34.00	40.00
GPSC	SELL	HOLD	58.00	72.50

Sources: Company data; Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

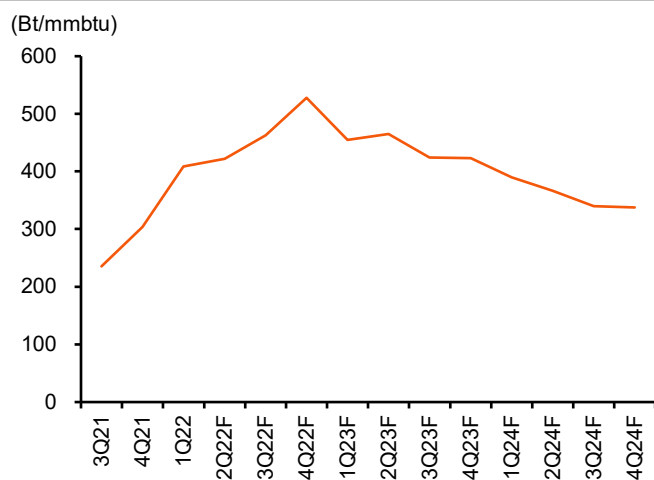
Ex 1: We Expect Weakened IU Margin In 2H22F

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

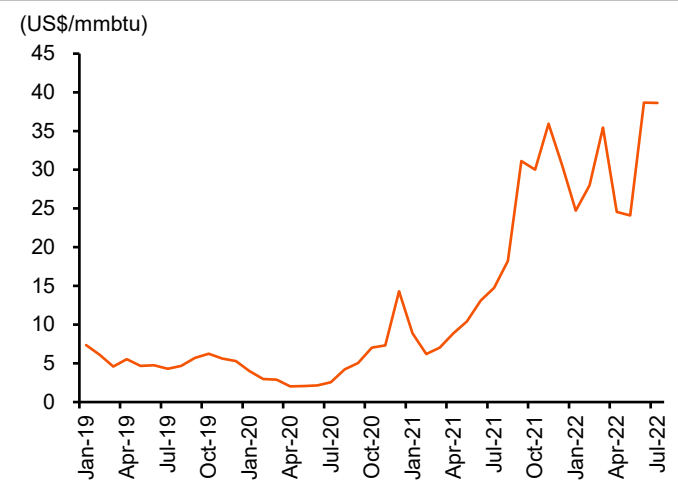
Ex 2: Changes In Our Key Assumptions

	2022F		2023F		2024F	
	New	Old	New	Old	New	Old
Pool gas price (Bt/mmbtu)	445	390	442	340	375	300
National tariff (Bt/kWh)	4.19	4.01	5.06	4.66	4.75	4.75
Brent oil (US\$/bbl)	101.0	88.0	90.0	73.0	85.0	71.0
Spot LNG (US\$/mmbtu)	28.0	24.0	26.3	22.3	25.0	20.0

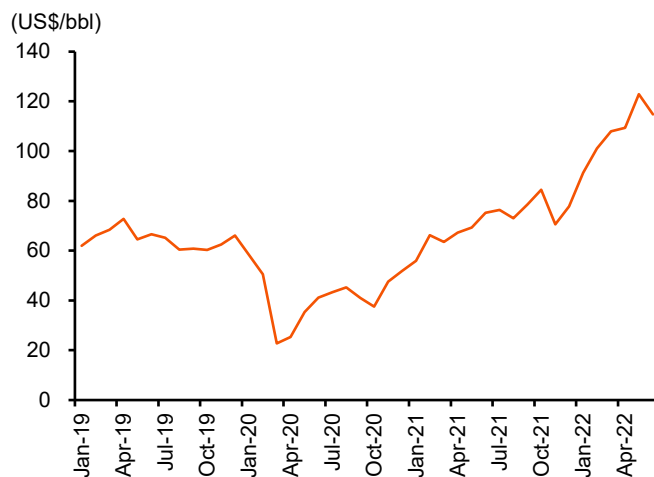
Sources: Thanachart estimates

Ex 3: Another Pool Gas Price Spike

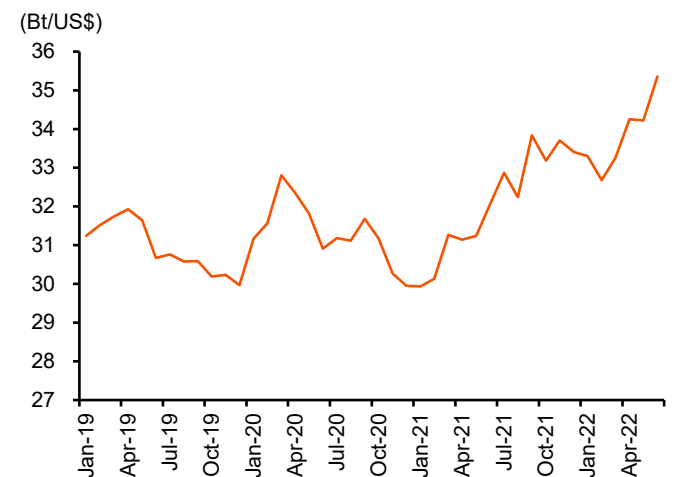
Sources: EPPO, Thanachart estimates

Ex 4: Surging Asian LNG Price Is The Key Driver

Source: Platts JKM

Ex 5: Global Oil Prices Remain High

Source: Bloomberg

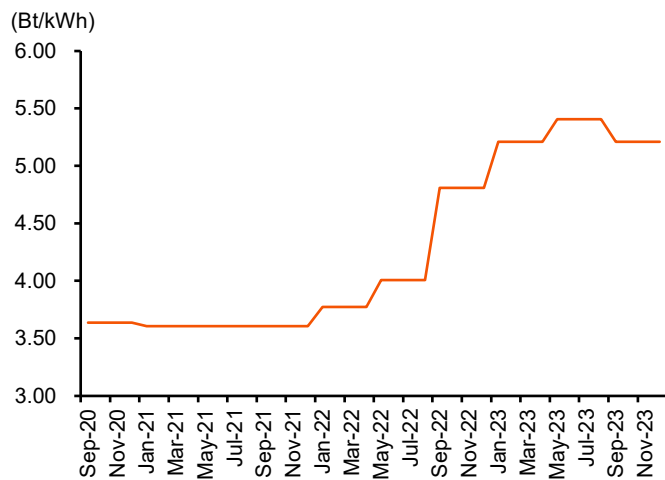
Ex 6: Weakened Baht Causes Higher Imported Fuel Prices

Source: Bloomberg

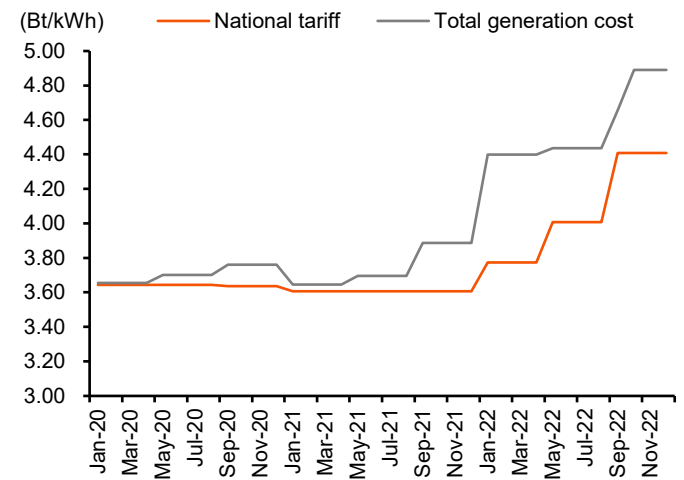
Ex 7: Our Forecasted Quarterly Pool Gas Price Breakdown

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Domestic & Myanmar	242	273	341	388	344	376	339	305	287	284	271	264
Imported LNG - contract	489	583	530	580	523	466	438	438	418	406	402	400
Imported LNG - spot	1,014	757	875	1,044	863	855	850	1,020	946	838	730	825
Pool gas price	408	422	463	528	455	465	424	423	389	367	340	338

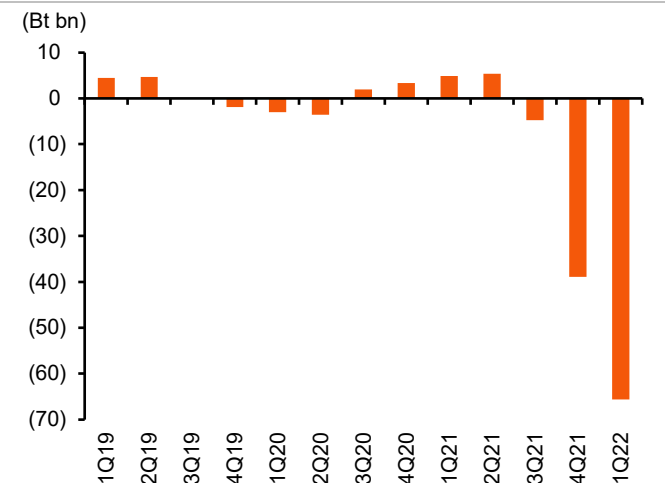
Source: Thanachart estimates

Ex 8: We Assume Another Three Tariff Hikes

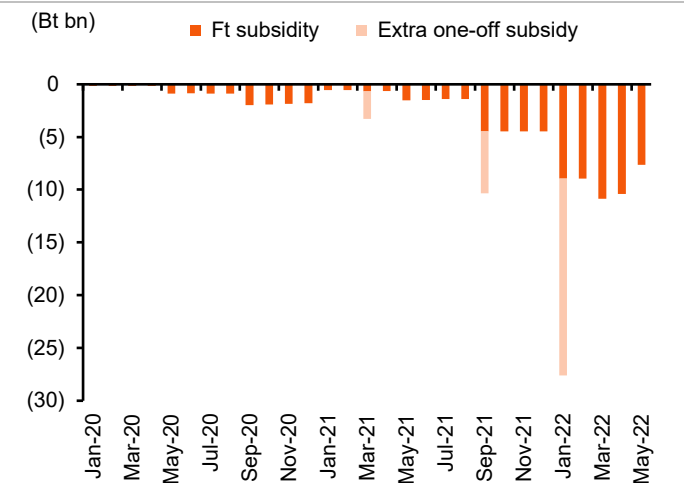
Sources: EPPO, Thanachart estimates

Ex 9: Current Tariff Is Lower Than Total Generation Cost

Sources: EPPO, EGAT, Thanachart estimates

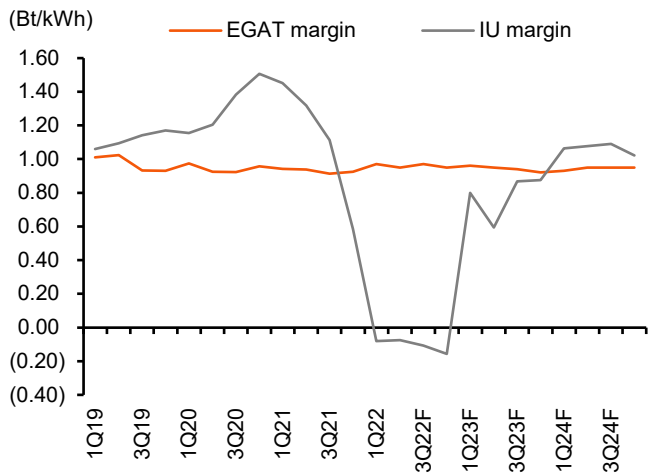
Ex 10: EGAT's Net Electricity Funding Position

Sources: EGAT, Thanachart estimates

Ex 11: Estimated Monthly Subsidies For Electricity Price

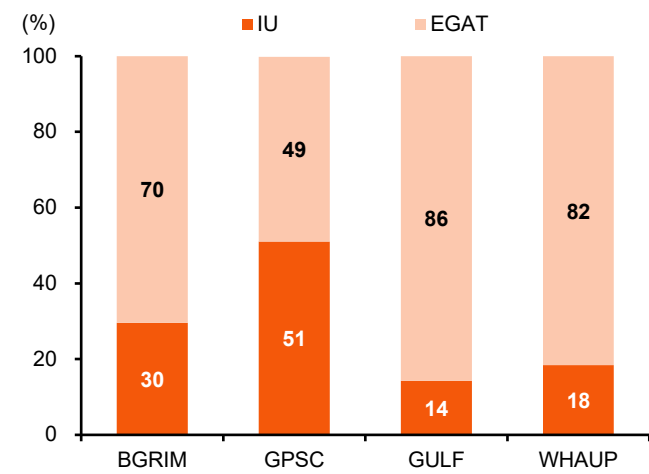
Sources: EPPO, EGAT, Thanachart estimates

Ex 12: SPP Margin To Only Normalize In 2024F



Source: Thanachart estimates

Ex 13: BGRIM And GPSC Have High Exposure To IUs



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: Sector Valuation Comparison

		BGRIM	EGCO	GPSC	GULF	RATCH	Industry
Rating		HOLD	BUY	SELL	HOLD	HOLD	
Target price (Bt)	Thanachart	34.00	275.00	58.00	45.00	46.00	
	Consensus	42.00	216.00	80.00	54.75	50.00	
Consensus rec.	BUY	12	7	9	7	6	
	HOLD	6	2	9	7	2	
	SELL	1	0	0	1	2	
Sales (Bt m)	2021	46,628	35,903	74,874	47,467	37,327	242,199
	2022F	64,512	35,816	115,391	80,636	41,919	338,274
	2023F	65,985	35,405	121,187	104,923	41,559	369,059
	2024F	69,032	33,104	121,609	134,012	39,141	396,897
Norm profits (Bt m)	2021	2,429	10,258	6,769	8,852	6,573	34,881
	2022F	443	10,657	2,476	10,820	9,842	34,238
	2023F	1,949	10,837	5,749	14,862	10,680	44,077
	2024F	3,046	10,373	7,587	21,421	11,967	54,394
Sales growth (%)	2021	5.8	6.9	7.6	44.4	9.1	14.8
	2022F	38.4	(0.2)	54.1	69.9	12.3	34.9
	2023F	2.3	(1.1)	5.0	30.1	(0.9)	7.1
	2024F	4.6	(6.5)	0.3	27.7	(5.8)	4.1
Norm EPS growth (%)	2021	(9.0)	8.4	(9.9)	89.4	20.6	19.9
	2022F	(81.8)	3.9	(63.4)	22.2	49.7	(13.9)
	2023F	339.8	1.7	132.2	37.4	(19.9)	98.2
	2024F	56.3	(4.3)	32.0	44.1	5.1	26.6
Operating margin (%)	2021	15.1	15.9	12.2	22.7	6.7	14.5
	2022F	4.6	16.8	3.7	16.5	11.3	10.6
	2023F	8.1	16.3	6.6	16.0	10.9	11.6
	2024F	11.6	15.6	8.3	17.6	10.0	12.6
ROE (%)	2021	8.5	9.5	6.4	11.0	10.0	9.1
	2022F	1.5	9.1	2.3	9.7	13.5	7.2
	2023F	6.5	8.7	5.2	10.4	11.4	8.5
	2024F	9.7	7.9	6.7	12.3	10.3	9.4
Dividend yield (%)	2021	1.1	3.7	2.3	0.9	5.8	2.8
	2022F	0.2	3.7	0.7	1.2	9.2	3.0
	2023F	1.0	4.0	1.7	1.6	5.0	2.7
	2024F	1.6	4.2	2.3	2.7	5.6	3.3
P/BV (x)	2021	3.3	0.8	1.7	5.7	0.8	2.5
	2022F	3.3	0.8	1.7	4.4	0.8	2.2
	2023F	3.1	0.7	1.7	3.5	0.8	2.0
	2024F	3.0	0.7	1.6	2.9	0.7	1.8
Norm PE (x)	2021	39.4	9.1	27.3	62.6	8.9	29.5
	2022F	216.2	8.7	74.6	51.2	6.0	71.3
	2023F	49.2	8.6	32.1	37.3	7.5	26.9
	2024F	31.5	9.0	24.3	25.9	7.1	19.5
EV/EBITDA (x)	2021	13.5	20.9	15.7	48.4	23.2	24.3
	2022F	20.8	19.3	23.3	38.0	18.9	24.1
	2023F	16.5	18.4	18.0	30.0	17.8	20.1
	2024F	12.9	18.3	16.0	21.5	19.8	17.7
Net D/E (x)	2021	1.7	0.8	0.9	1.9	0.6	1.2
	2022F	2.0	0.7	1.1	1.5	0.9	1.2
	2023F	2.0	0.6	1.1	1.2	0.3	1.0
	2024F	1.8	0.4	1.2	0.9	0.2	0.9

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 15: 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 (%)
Huadian Power	1071 HK	China	na	49.2	11.4	7.7	0.6	0.5	12.3	10.4	4.5	6.6
Huaneng Power	600011 CH	China	na	28.5	17.5	13.6	1.3	1.2	10.2	9.2	0.6	2.7
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	10.6	(3.5)	12.9	13.4	1.0	1.0	49.2	48.4	5.1	5.2
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	na	39.8	21.0	15.0	1.5	1.4	10.5	8.3	0.8	2.4
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	54.5	30.2	9.2	7.0	0.9	0.8	6.7	5.7	3.0	5.2
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	(16.7)	21.9	17.9	14.7	1.4	1.4	9.7	9.4	4.8	4.7
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	7.2	(1.0)	15.5	15.6	1.2	1.2	75.5	75.9	5.7	5.7
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	na	73.5	13.8	8.0	0.8	0.8	10.4	9.3	1.5	4.7
Tata Power	TPWR IN	India	35.5	42.1	32.8	23.1	3.1	2.8	15.3	13.4	0.7	0.8
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	(7.3)	7.7	10.0	9.3	0.8	0.7	6.6	6.6	6.9	5.3
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	na	na	na	38.7	0.5	0.5	10.6	9.8	4.5	4.0
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	na	na	na	16.9	0.4	0.4	11.4	9.7	5.8	5.6
Manila Electric	MER PM	Philippines	7.1	2.1	15.7	15.4	3.9	3.6	9.9	9.0	4.0	4.5
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(2.4)	(24.7)	13.9	18.5	1.1	1.1	9.1	10.7	3.0	3.0
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(81.8)	339.8	216.2	49.2	3.3	3.1	20.8	16.5	0.2	1.0
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	69.7	6.5	10.6	9.9	1.0	0.9	132.8	94.9	5.7	6.0
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	13.7	(4.5)	19.9	20.8	1.7	1.6	21.1	15.6	2.0	2.4
EA Pcl*	EA TB	Thailand	44.9	20.6	33.4	27.7	7.4	6.2	24.0	20.4	0.9	1.1
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	3.9	1.7	8.7	8.6	0.8	0.7	19.3	18.4	3.7	4.0
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	(63.4)	132.2	74.6	32.1	1.7	1.7	23.3	18.0	0.7	1.7
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	22.2	37.4	51.2	37.3	4.4	3.5	38.0	30.0	1.2	1.6
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	41.7	23.7	16.9	13.7	3.2	2.8	17.9	13.8	2.4	2.9
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	49.7	(19.9)	6.0	7.5	0.8	0.8	18.9	17.8	9.2	5.0
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	45.9	9.3	10.3	9.4	1.1	1.0	25.3	22.4	5.8	6.4
Average			13.1	36.9	29.1	18.0	1.8	1.7	24.5	21.0	3.4	3.9

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 7 July 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET Index	(4.3)	(7.1)	(0.9)	(5.7)	—	—	—	—
Utilities Sector	(2.6)	(4.4)	(0.2)	(8.1)	1.6	2.7	0.7	(2.3)
BCPG	(8.6)	(10.9)	(25.4)	(11.7)	(4.4)	(3.8)	(24.4)	(5.9)
BGRIM	8.1	12.2	(12.0)	(9.3)	12.4	19.3	(11.1)	(3.5)
BPP	(8.3)	(13.9)	(17.8)	(16.9)	(4.1)	(6.7)	(16.9)	(11.1)
CKP	4.7	11.0	0.9	11.0	9.0	18.1	1.8	16.7
EA	(11.6)	(11.3)	29.9	(18.5)	(7.3)	(4.2)	30.8	(12.7)
EGCO	(0.8)	5.1	3.5	0.6	3.4	12.2	4.4	6.3
GPSC	1.2	(7.4)	(13.2)	(26.2)	5.4	(0.3)	(12.3)	(20.5)
GULF	0.5	(5.0)	39.0	3.3	4.8	2.1	39.9	9.0
GUNKUL	(7.6)	(11.4)	14.0	(2.7)	(3.4)	(4.2)	14.9	3.1
RATCH	(1.3)	(7.9)	(9.4)	(10.4)	3.0	(0.7)	(8.5)	(4.7)
WHAUP	(5.1)	(9.2)	(11.7)	(7.8)	(0.8)	(2.0)	(10.8)	(2.1)

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

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

REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
China	na	38.9	14.5	10.6	0.9	0.9	11.2	9.8	2.5	4.6
Hong Kong	13.9	26.8	15.0	12.3	1.1	1.1	27.0	26.2	3.5	4.7
India	35.5	42.1	32.8	23.1	3.1	2.8	15.3	13.4	0.7	0.8
Malaysia	(7.3)	7.7	10.0	21.6	0.5	0.5	9.5	8.7	5.7	4.9
Philippines	7.1	2.1	15.7	15.4	3.9	3.6	9.9	9.0	4.0	4.5
Thailand	13.1	47.5	42.0	21.3	2.4	2.1	31.9	25.3	3.2	3.2
Average	12.5	27.5	21.7	17.4	2.0	1.8	17.5	15.4	3.3	3.8

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

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



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

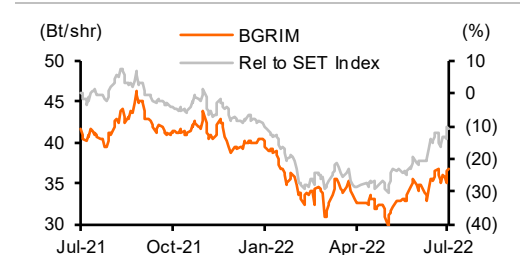
662 - 483 8296

nuttapol.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

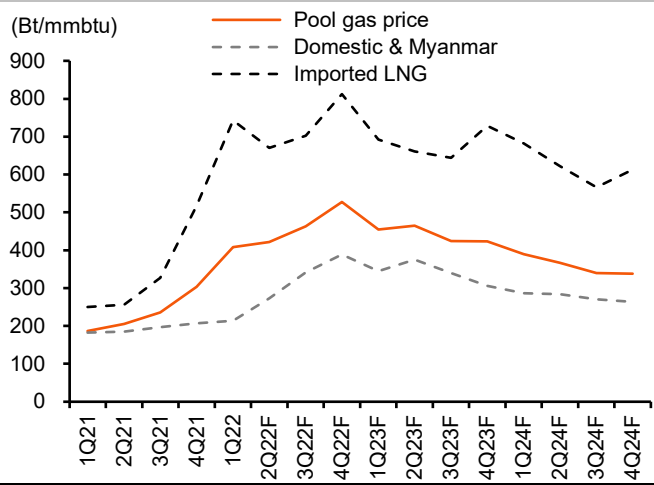
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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

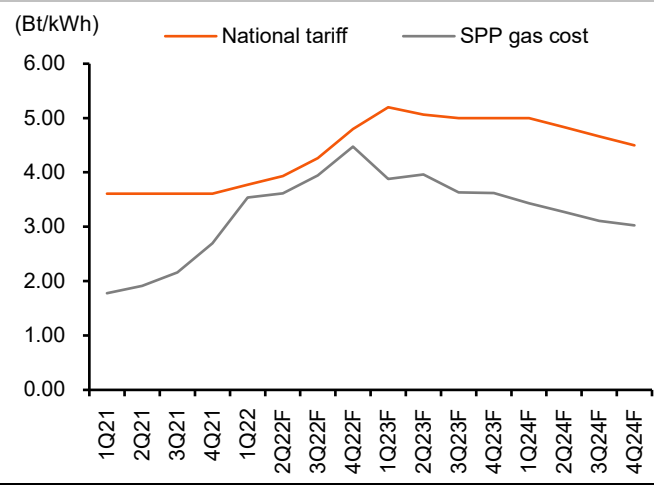
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Another Gas Price Spike In 2H22F



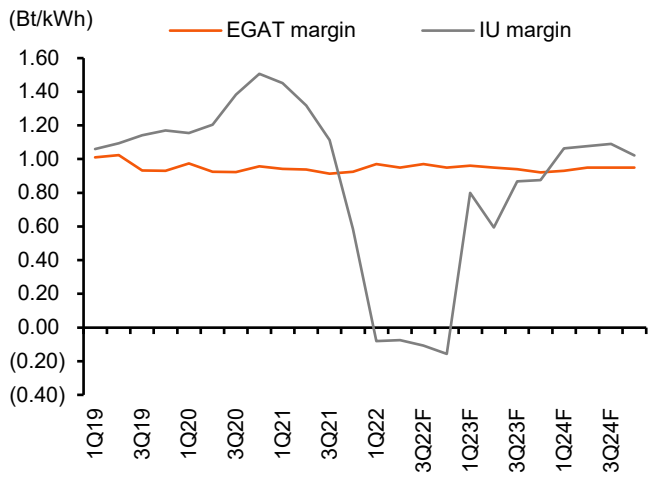
Sources: Energy Policy and Planning Office (EPPO), Thanachart estimates

Ex 3: Lagging National Electricity Tariff Adjustments



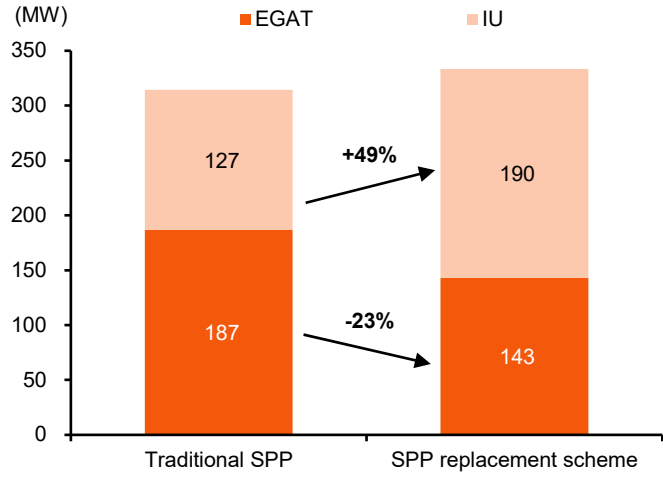
Sources: EPPO, Thanachart estimates

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

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีทีมวิศวกรที่มีทักษะและประสบการณ์ด้านธุรกิจไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซมานานกว่า 20 ปี
- ได้รับประโยชน์ผ่านความสัมพันธ์ของกลุ่ม B.Grimm และพันธมิตรเชิงกลยุทธ์

O — Opportunity

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

CONSENSUS COMPARISON

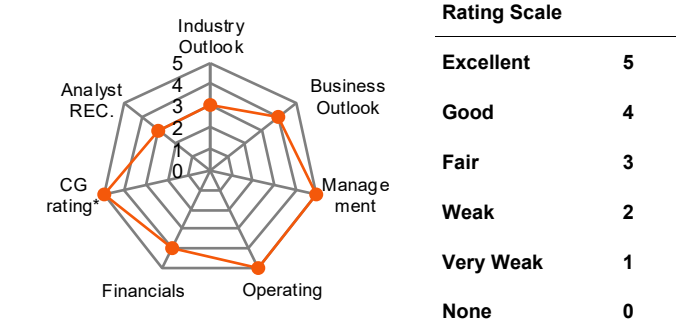
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	42.45	34.00	-20%
Net profit 22F (Bt m)	1,947	443	-77%
Net profit 23F (Bt m)	3,404	1,949	-43%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 6	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

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

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG rating

W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มฯ แต่ยังคงต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด

T — Threat

- ฟังพยานโยบายของรัฐบาลในการปรับสมดุลระหว่างการส่งต่อต้นทุนเชื้อเพลิงสำหรับโรงไฟฟ้ากับผลกระทบต่อเงินเฟ้อที่อาจเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบจากธุรกิจในประเทศ

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

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

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 เราคาดว่ากำไรที่ปรับตัวต่ำของ GPSC จะต่ำกว่าบริษัทอื่นในกลุ่มฯ เพราะมีการใช้ถ่านหินในการผลิต ประกอบกับการเติบโตกำลังการผลิตที่จำกัด เรามองว่าราคา GPSC ที่ 24 เท่า PE บณปี 2024F นั้นแพง



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapol.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 ที่อ่อนแอมากกว่าปัจจัยหนุนระยะสั้นนี้

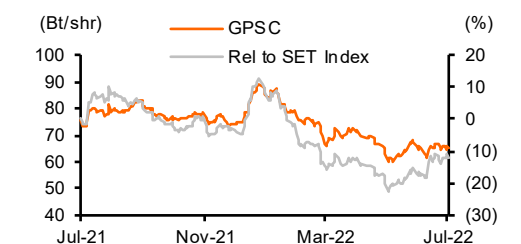
ปัจจัยบวกระยะยาวจำกัด

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 ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

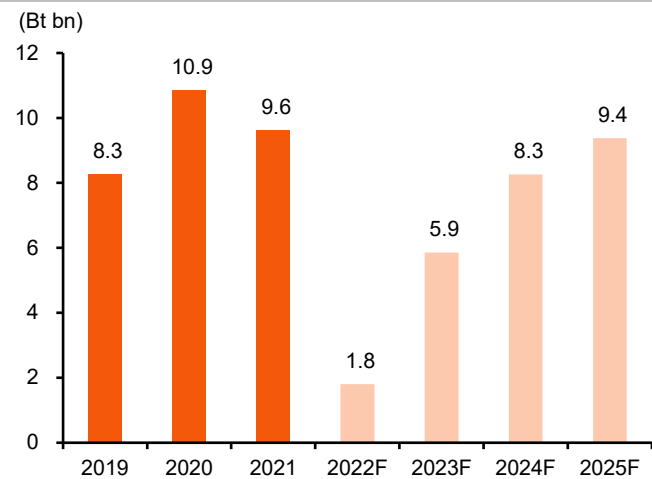


Ex 1: Our Key Assumption Changes

	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

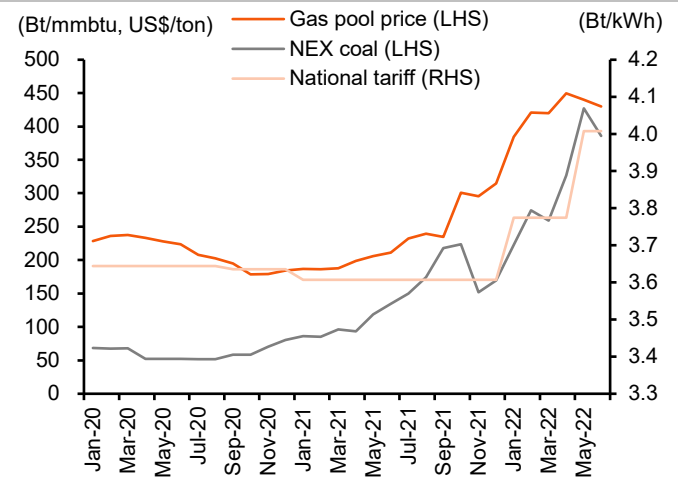
Source: Thanachart estimates

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



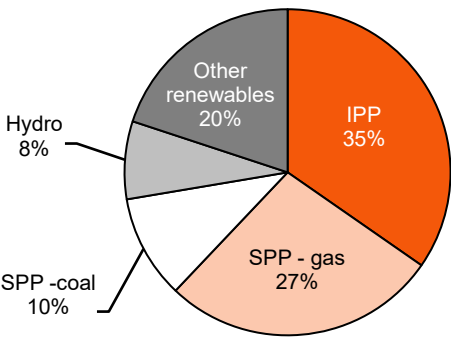
Sources: Company data, Thanachart estimates

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



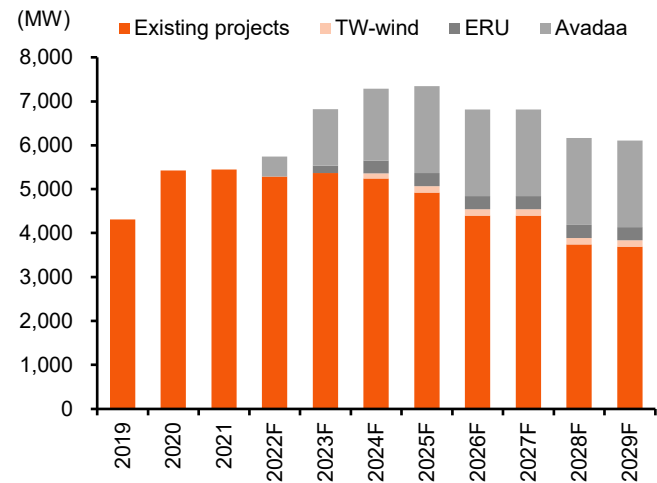
Sources: EPPO, Bloomberg, Thanachart estimates

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

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

CONSENSUS COMPARISON

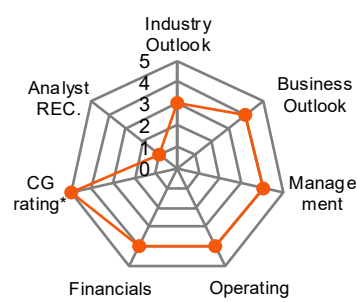
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	77.93	58.00	-26%
Net profit 22F (Bt m)	5,793	2,476	-57%
Net profit 23F (Bt m)	8,028	5,749	-28%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 9	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

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

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG rating

W — Weakness

- ไม่มีประสบการณ์โดยตรงในการลงทุนในต่างประเทศ
- เข้าลงทุนในกลุ่มพลังงานทดแทนช้า

T — Threat

- ปริมาณไฟฟ้าสำรองที่อยู่ในระดับสูงของชาติ และดูเหมือนว่าแผนการผลิตไฟฟ้าเองของ EGAT จะยาวนานไปกว่าที่ตลาดคาดไว้ก่อนหน้านี้
- ฟังฟังนโยบายของกลุ่มในการตัดสินใจลงทุนที่สำคัญ

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 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 ไตรลั่น 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 ภัทรวลลี้ 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 สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลินกรณ 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 ลิมาวงษ์ปรางค์ 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