

Thailand Utilities Sector

มูลค่าโดยรวมเหมาะสมแล้ว

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 (%)
BCPG Pcl	BCPG TB	BUY	10.30	16.00	905	(2.4)	(2.7)	13.5	18.0	1.0	1.0	3.1	3.1
B.Grimm Power Pcl	BGRIM TB	BUY	40.75	48.00	3,209	(67.6)	293.8	134.9	34.3	3.6	3.4	0.4	1.5
Banpu Power Pcl	BPP TB	BUY	16.60	22.00	1,528	32.0	22.4	15.8	12.9	1.1	1.0	4.1	4.3
CK Power Pcl	CKP TB	BUY	4.54	6.50	1,115	13.7	(4.5)	16.3	17.0	1.4	1.3	2.5	2.9
Energy Absolute Pcl	EA TB	BUY	89.25	100.00	10,056	20.8	26.6	45.8	36.2	8.7	7.4	0.7	0.8
Electricity Generating	EGCO TB	BUY	175.00	275.00	2,783	15.4	(0.6)	7.8	7.8	0.8	0.7	3.7	4.0
Global Power Synergy	GPSC TB	SELL	73.25	65.00	6,239	(73.7)	353.0	116.2	25.6	1.9	1.8	0.5	2.3
Gulf Energy Dev. Pcl	GULF TB	HOLD	54.00	45.00	19,139	22.2	37.4	58.6	42.6	5.0	4.0	1.0	1.4
Gunkul Engineering	GUNKUL TB	SELL	5.05	4.80	1,355	(16.2)	3.8	26.5	25.5	3.2	2.9	1.5	1.6
RATCH Group Pcl	RATCH TB	HOLD	43.75	46.00	2,874	49.7	(19.9)	6.8	8.5	0.9	0.9	8.1	4.4

Source: Thanachart estimates, Based on 17 January 2023 closing prices

เราให้น้ำหนักลงทุนกลุ่มสาธารณูปโภคเป็น “NEUTRAL” โดยเรามองมูลค่าพื้นฐานเหมาะสมแล้วแม้อยู่ในระดับสูง จากการเติบโตกำไรที่ดีและกระแสเงินสดอิสระที่เริ่มมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น เราจึงเลือกลงทุนจากปัจจัยระยะสั้นผ่าน BGRIM บนการฟื้นตัวของ SPP และชอบ BPP จากการทำ M&A

อยู่บนมูลค่าที่เหมาะสมแล้ว

เราให้น้ำหนักลงทุนกลุ่มสาธารณูปโภคเป็น “NEUTRAL” โดยมองว่ามูลค่า PE ที่ 23/20 เท่าในปี 2023-24F นั้นเหมาะสมแล้วแม้อยู่ในระดับสูง เนื่องจากเราคาด EPS เติบโตถึง 33/15% ในขณะที่กระแสเงินสดอิสระที่เริ่มเข้าสู่ช่วงขาขึ้นจากการเริ่มรับรู้กำไรของการลงทุนในอดีต และแนวโน้มการลงทุนใหม่ที่เริ่มอ่อนตัวบนการเติบโตที่จำกัดของอุตสาหกรรม เราแบ่งหุ้นในกลุ่มฯ ออกได้เป็น 3 กลุ่มหลัก คือ 1) ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงดั้งเดิม (Conventional) ที่โตเต็มที่แล้วและมีความเสี่ยงที่กำไรจะเริ่มลดลง 2) บริษัทขนาดกลางที่ลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนแต่มีแนวโน้มการเติบโตจำกัด และ 3) บริษัทหน้าใหม่ที่เน้นการเติบโตเชิงรุก (Exhibit 17-18) เราเชื่อว่าหุ้นในกลุ่มหลังสุดจะมีราคาปรับตัวขึ้นได้มากกว่ากลุ่มอื่น โดยเราเลือก BGRIM (ปรับขึ้นเป็น “ซื้อ”) เพื่อลงทุนบนแนวโน้มการฟื้นตัวที่ชัดเจนของกลุ่ม SPP และชอบ BPP ที่มูลค่าไม่แพงและมีการเติบโตจากการทำ M&A

BGRIM – การฟื้นตัวที่โดดเด่นของกลุ่ม SPP

ราคาพลังงานที่สูงขึ้นกระทบอัตรากำไรของ SPP อย่างหนักในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาที่การปรับค่าไฟฟ้าขึ้นช้ากว่าต้นทุนเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก ส่วนกลุ่ม IPP ไม่ได้ถูกกระทบจากการเพิ่มขึ้นของราคาพลังงาน เพราะดำเนินการบนสัญญาที่สามารถผลิตรายได้ต้นทุนเชื้อเพลิงได้หมด โรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนบางแห่งได้ประโยชน์จากการขึ้นค่าไฟฟ้า แต่ส่งผลกระทบต่อเพียงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับเงินอุดหนุนมหาศาลที่มีอยู่เดิม เรามองว่าราคาพลังงานที่ทยอยปรับลดลงจะหนุนการฟื้นตัวของ SPP ในปี 2023-24F ซึ่ง BGRIM จะได้ประโยชน์สูงสุดโดยมี EPS เติบโต 294/29%

BPP - เรือรกรการ M&A

BPP เป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงดั้งเดิมที่เรามองว่ากำไรจะเติบโตสูงจากแผนการทำ M&A เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 22 บาทโดยคาด BPP จะเข้าซื้อกิจการโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซในสหรัฐได้ 3 แห่งในปี 2023-24F โดยหากไม่รวมแผน M&A เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น 10% ในปี 2023F จากอัตรากำไรที่ฟื้นตัวของโรงไฟฟ้าถ่านหินในจีน แต่หากรวมการทำ M&A เราคาดกำไรโต 22/16% ในปี 2023-24F ซึ่งหมายความว่า BPP ซื้อขายอยู่ที่ PE เพียง 13 เท่า ในปี 2023F

มุมมองต่อหุ้นใหญ่ในกลุ่มฯ

GULF และ EA เป็นหุ้นขนาดใหญ่ในกลุ่มฯ ที่มีการเติบโตสูง แต่เราเชื่อว่ามูลค่าที่สูงของทั้งสองได้สะท้อนเรื่องการเติบโตไปมากแล้ว เราชอบแนวโน้มการเติบโตกำลังการผลิตโรงไฟฟ้า IPP ของ GULF แต่ไม่คิดว่าการลงทุนธุรกิจโทรคมนาคมจะทำให้มูลค่าพื้นฐานสูงขึ้นได้มาก เราชอบ EA ในการรุกเข้าไปทำธุรกิจ EV และแบตเตอรี่เป็นรายแรกๆ แต่มองว่ามี upside ต่อราคาเป้าหมายของเราเพียง 12%

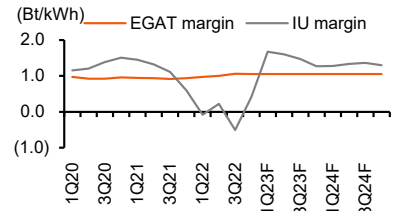
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

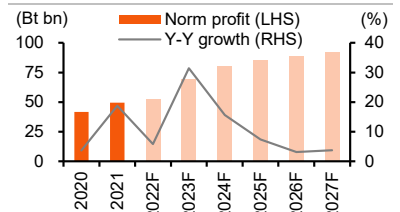
662 – 483 8296
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

Strong SPP Margin Recovery



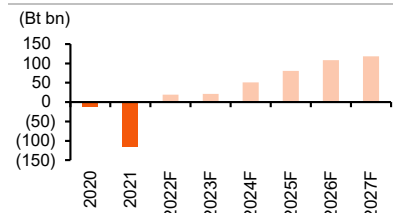
Sources: Company data; Thanachart estimates

Decent Sector's Growth Outlook ...



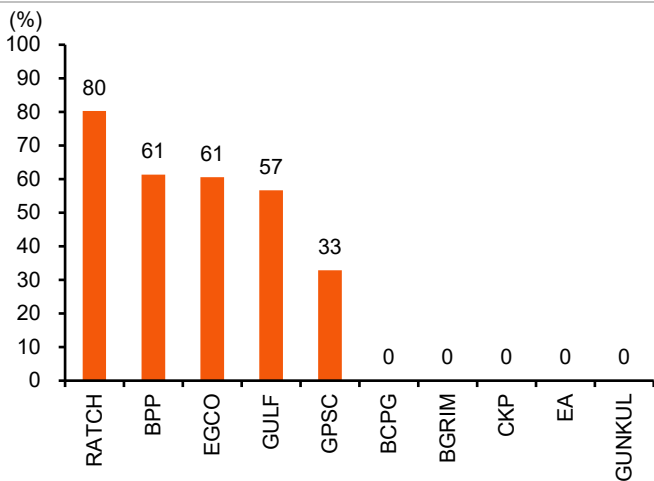
Sources: Company data; Thanachart estimates

... With Rising FCF Cycle



Sources: Company data; Thanachart estimates

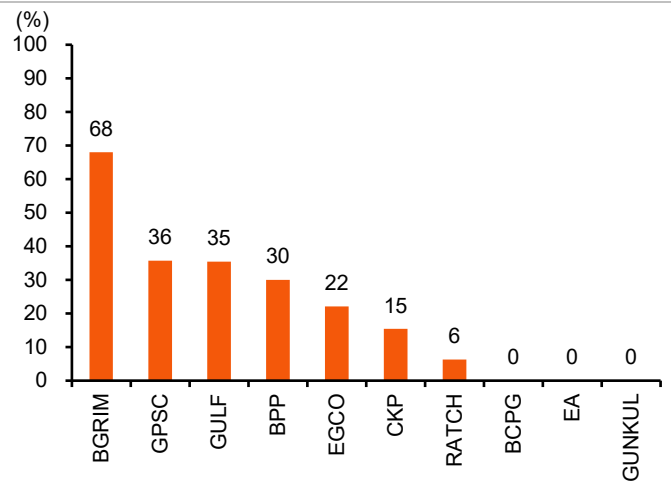
Ex 1: % Of IPP Capacity Vs. Total Portfolio



Source: Company data

Note: As of 2022, including overseas projects with a cost passthrough mechanism or with fuel prices fully hedged

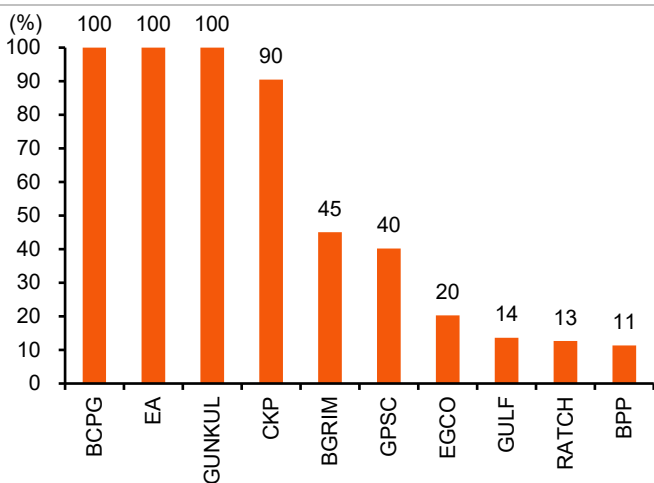
Ex 2: % Of SPP Capacity Vs. Total Portfolio



Source: Company data

Note: As of 2022, including overseas projects whose margins are sensitive to energy price fluctuations.

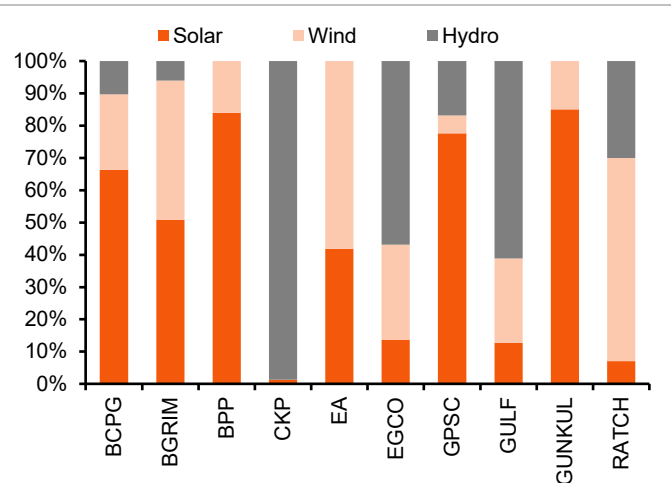
Ex 3: % Of Renewable Capacity Vs. Total Portfolio



Source: Company data

Note: As of 2022

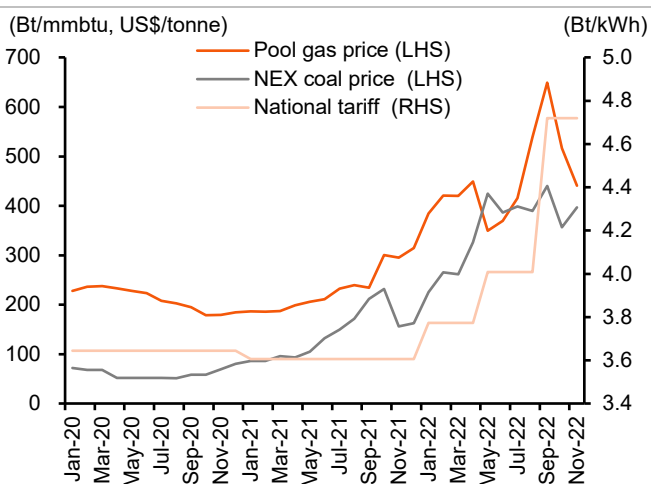
Ex 4: Renewable Capacity Breakdown



Source: Company data

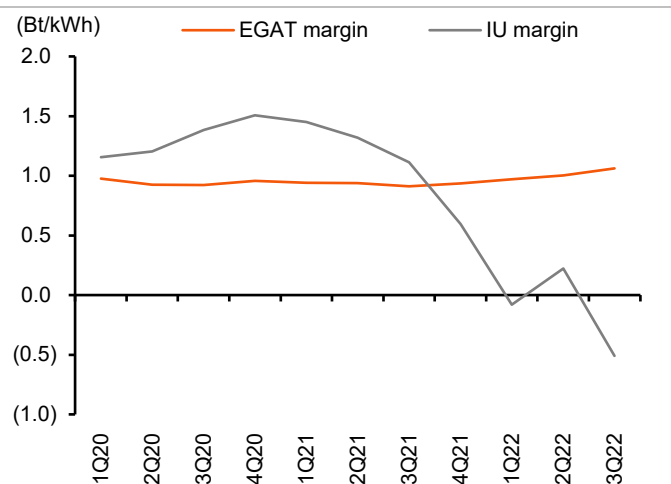
Note: As of 2022

Ex 5: Tariff Price Lagged Fuel Price Surge ...



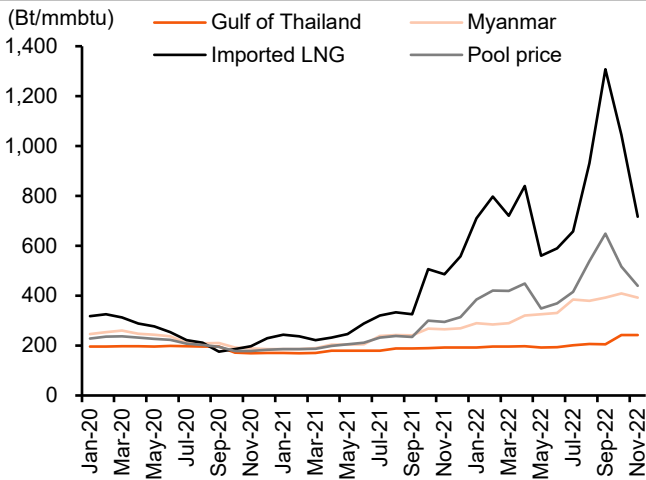
Sources: Bloomberg, ERC, EPPO, Thanachart estimates

Ex 6: ... So A Margin Squeeze For SPP Electricity Sales



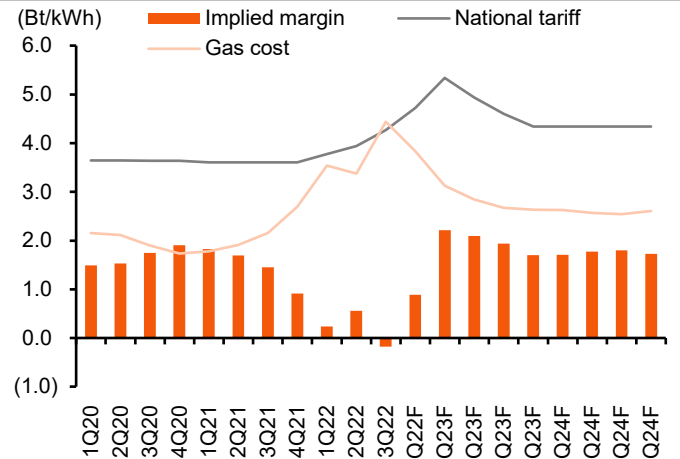
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: LNG Led To A Spike In Domestic Gas Pool Price



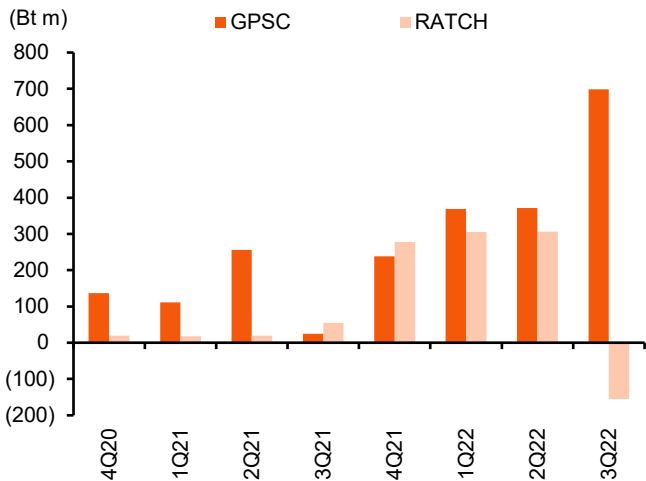
Sources: EPPO, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: Inflated Margin At SPP Gas Power Plants In 2023-24F



Sources: Company data, Thanachart estimates

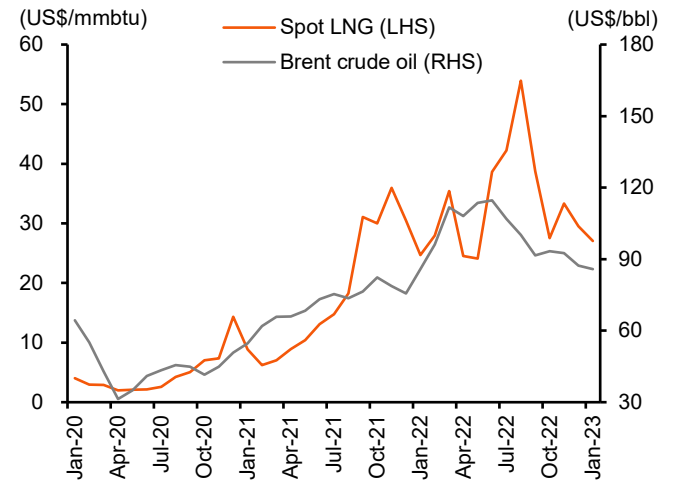
Ex 9: Extra High EP Margin From 'Gas-To-Oil' Policy



Sources: Company data, Thanachart estimates

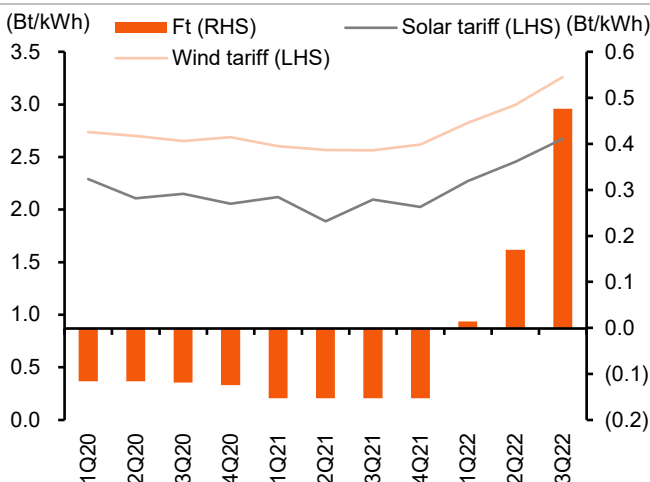
Note: Only GPSC and RATCH explicitly report financial performances of their IPP projects

Ex 10: Oil Remains Cheaper For Electricity Generation



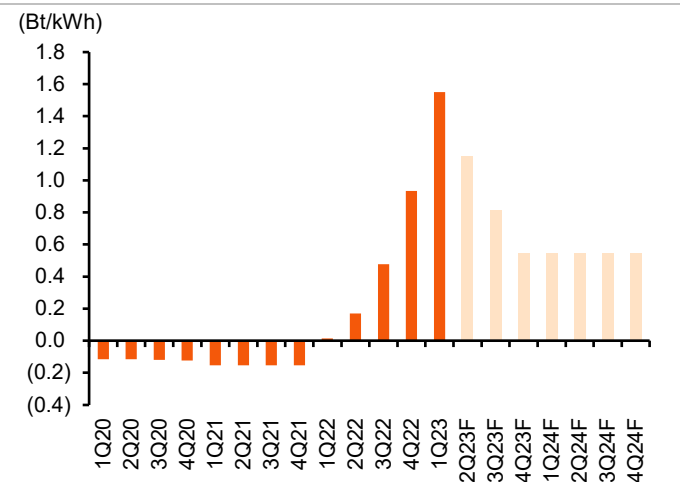
Sources: Bloomberg

Ex 11: Subsidized Renewable Project Tariff Rises With Ft



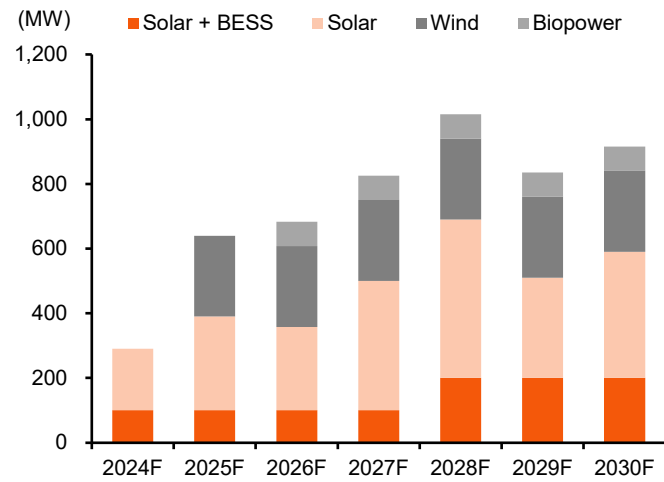
Sources: Company data, Energy Regulatory Commission (ERC)

Ex 12: Our Ft Adjustment Assumptions



Sources: ERC, Thanachart estimates

Ex 13: COD Timeline For Current 5.2GW Renewable Bids



Sources: Energy Regulatory Commission (ERC)

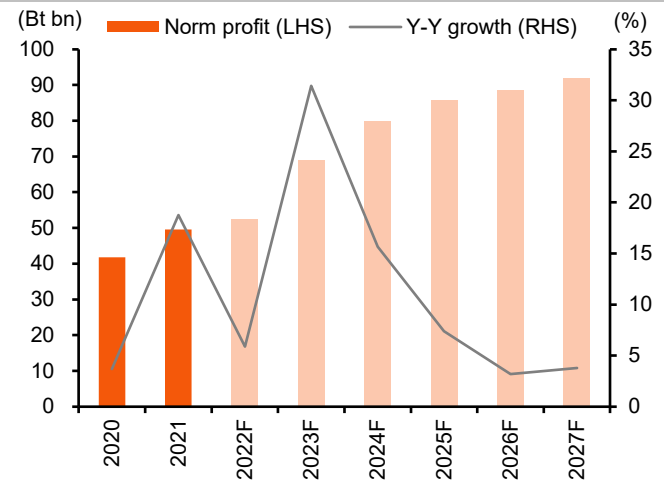
Ex 14: Our Estimated Value From The 5.2GW Of Projects

	Project cost (Bt/MW)	Tariff (Bt/kWh)	EIRR (%)	Additional value (Bt m/MW)	Quota (MW)	Total value added (Bt m)
Solar + BESS	88.0	2.17	-0.1%	(22.8)	1,000	-
Solar	25.0	2.83	13.1%	7.6	2,328	17,595
Wind	75.0	3.10	15.8%	16.9	1,500	25,364
Biopower	70.0	2.07	11.3%	7.9	375	2,966
Total					5,203	45,925

Sources: ERC, Thanachart estimates

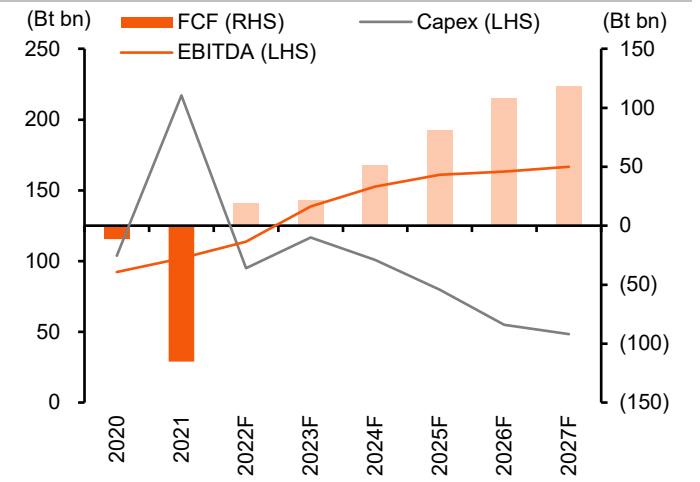
Note: We project zero value-added from 'Solar+BESS' contracts since we estimate a negative project return at the proposed tariff rate from the bidding

Ex 15: Sector's Earnings Growth Outlook



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: Rising FCF Trend For Thai Utilities Sector



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: Sector's EPS Comparison

EPS (Bt/share)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
1. Mature conventional plant operators									
BPP	1.3	1.1	0.8	1.1	1.3	15	1.6	1.6	1.6
EGCO	20.5	18.0	19.5	24.6	21.8	21.2	20.2	14.6	15.2
RATCH	3.8	3.5	4.2	5.0	5.0	4.9	4.7	4.6	4.3
2. Renewable project operators									
BCPG	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.6	0.8	0.8
CKP	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
GUNKUL	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
3. Aggressive growth mindset companies									
BGRIM	0.9	1.0	0.9	0.3	1.2	1.5	1.6	2.0	2.5
EA	1.6	1.4	1.6	1.7	2.7	3.1	3.5	3.8	4.1
GPSC	1.8	2.7	2.4	0.6	2.9	3.4	3.2	3.2	3.3
GULF	0.3	0.4	0.8	1.1	1.5	2.0	2.4	2.6	2.7

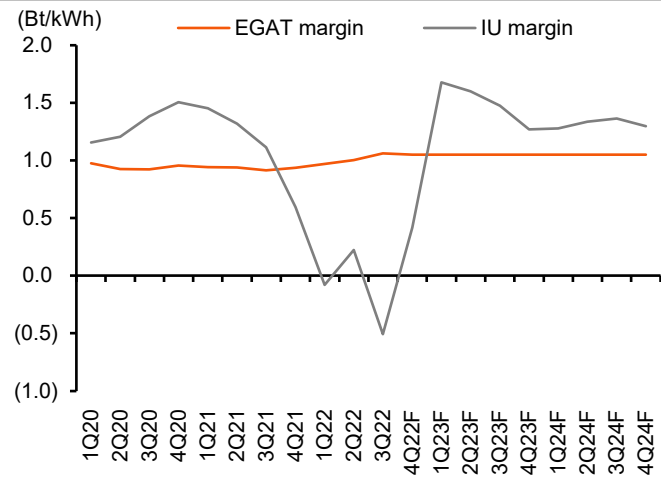
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: Trading PE Multiples Of Utilities Stocks Under Our Coverage

PE (x)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
1. Mature conventional plant operators									
BPP	13.2	15.2	20.8	15.8	12.9	11.1	10.4	10.3	10.7
EGCO	8.5	9.7	9.0	7.1	8.0	8.3	8.7	12.0	11.6
RATCH	11.4	12.7	10.5	8.7	8.8	8.9	9.3	9.4	10.1
2. Renewable project operators									
BCPG	13.2	12.7	13.2	14.8	16.8	20.6	16.8	12.8	12.5
CKP	148.4	79.1	19.1	13.5	17.1	19.2	20.7	21.1	21.4
GUNKUL	18.9	31.6	22.2	26.5	25.5	21.8	18.9	18.7	19.3
3. Aggressive growth mindset companies									
BGRIM	45.8	39.8	43.7	134.9	34.3	26.6	25.9	20.6	16.2
EA	56.2	64.9	55.3	53.2	33.2	28.3	25.8	23.2	21.6
GPSC	41.3	27.5	30.5	116.2	25.6	21.8	22.9	23.0	22.3
GULF	167.2	135.6	71.6	49.8	36.9	27.6	22.6	20.9	20.3
Sector	40.4	39.0	32.8	31.3	23.5	20.3	19.0	18.5	17.9

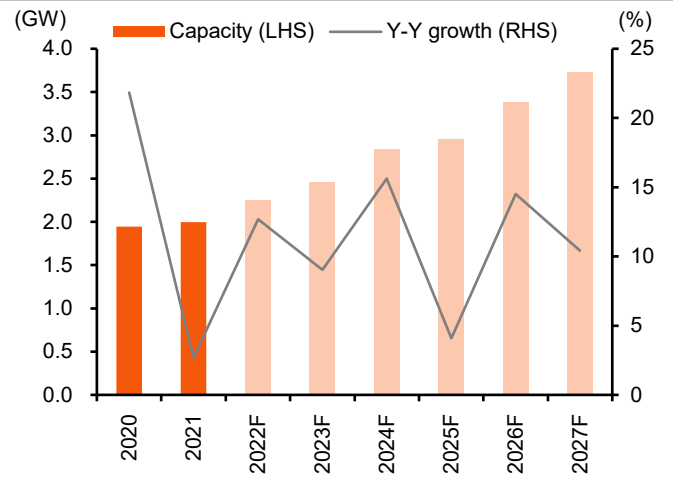
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 19: BGRIM's SPP Margin Recovery



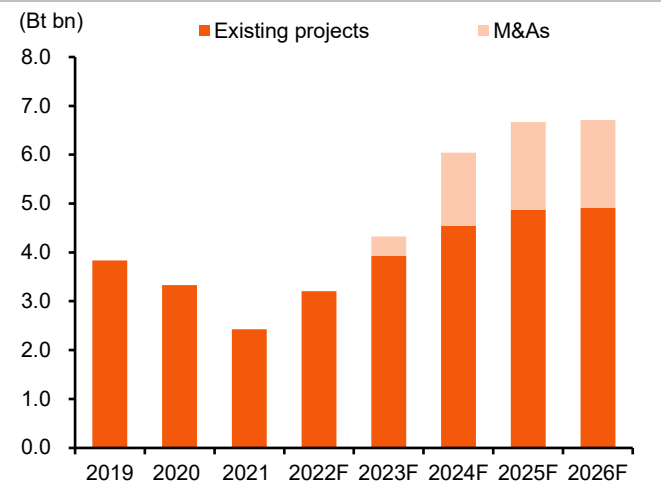
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 20: BGRIM's Capacity Growth Outlook



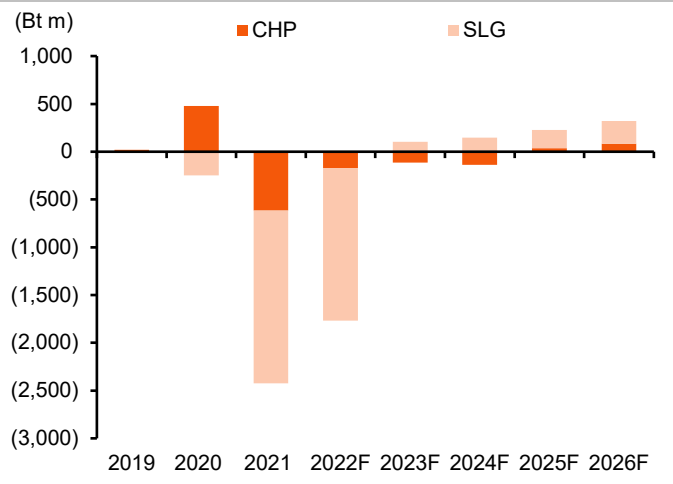
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 21: BPP's Solid Growth Outlook, Even Without M&As



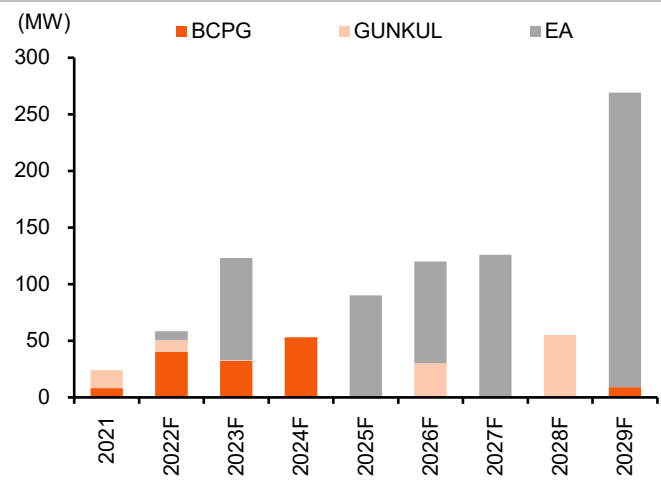
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 22: Recovering Profit From Coal Power Plants In China



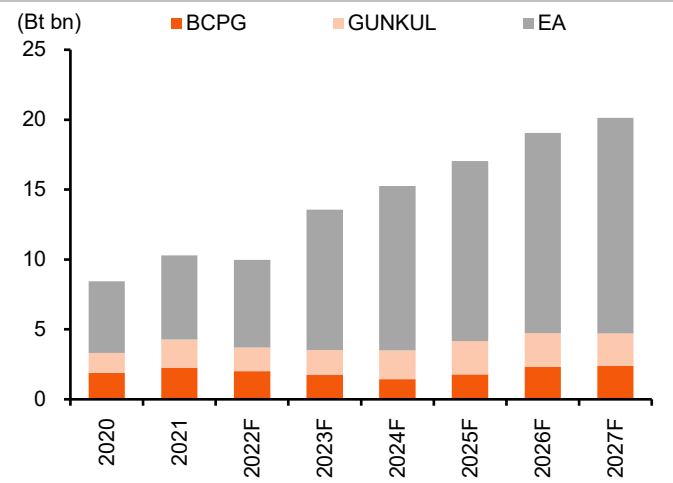
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 23: Subsidies For Renewable Projects Are Expiring



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 24: Most Earnings Growth Is From New Businesses



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 25: Sector Valuation Comparison

		BCPG	BGRIM	BPP	CKP	EA	EGCO	GPSC	GULF	GUNKUL	RATCH	Industry
Rating		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	SELL	HOLD	SELL	HOLD	
Target price (Bt)	Thanachart	16.00	48.00	22.00	6.50	100.00	275.00	65.00	45.00	4.80	46.00	
	Consensus	11.85	44.00	18.10	6.50	90.00	214.00	76.44	62.00	5.70	53.00	
Consensus rec.	BUY	6	14	6	6	6	7	12	9	4	6	
	HOLD	2	4	1	1	3	2	6	6	1	3	
	SELL	0	2	0	1	1	0	1	1	1	0	
Sales (Bt m)	2021	4,669	46,628	6,784	8,798	20,174	35,903	74,874	47,467	7,945	37,327	290,569
	2022F	5,606	63,111	17,023	10,608	29,654	35,816	113,180	80,636	7,775	41,919	405,328
	2023F	5,552	55,706	17,504	10,212	45,472	35,405	107,759	104,923	9,594	41,559	433,686
	2024F	5,842	57,527	16,863	9,758	52,180	33,104	97,312	134,012	11,488	39,141	457,226
Norm profits (Bt m)	2021	2,258	2,429	2,429	1,996	6,021	10,258	6,769	8,852	2,022	6,573	49,607
	2022F	2,204	788	3,207	2,270	7,272	11,835	1,778	10,820	1,694	9,842	51,709
	2023F	1,659	3,102	3,923	2,168	9,207	11,760	8,055	14,862	1,758	10,680	67,175
	2024F	1,445	3,991	4,539	2,009	10,188	11,191	9,489	21,421	2,058	11,967	78,298
Sales growth (%)	2021	10.4	5.8	23.2	31.4	18.1	6.9	7.6	44.4	6.6	9.1	16.4
	2022F	20.1	35.3	150.9	20.6	47.0	(0.2)	51.2	69.9	(2.1)	12.3	40.5
	2023F	(1.0)	(11.7)	2.8	(3.7)	53.3	(1.1)	(4.8)	30.1	23.4	(0.9)	8.6
	2024F	5.2	3.3	(3.7)	(4.4)	14.8	(6.5)	(9.7)	27.7	19.7	(5.8)	4.1
Norm EPS growth (%)	2021	(4.1)	(9.0)	(27.0)	313.4	17.4	8.4	(9.9)	89.4	42.3	20.6	44.1
	2022F	(2.4)	(67.6)	32.0	13.7	20.8	15.4	(73.7)	22.2	(16.2)	49.7	(0.6)
	2023F	(24.7)	293.8	22.4	(4.5)	26.6	(0.6)	353.0	37.4	3.8	(19.9)	68.7
	2024F	(12.9)	28.7	15.7	(7.3)	10.6	(4.8)	17.8	44.1	17.0	5.1	11.4
Operating margin (%)	2021	53.0	15.1	(16.8)	20.3	33.9	15.9	12.2	22.7	29.9	6.7	19.3
	2022F	53.8	7.5	5.6	15.6	29.3	16.8	3.4	16.5	33.2	11.3	19.3
	2023F	47.1	16.1	9.6	17.3	25.8	16.3	9.8	16.0	29.6	10.9	19.9
	2024F	39.4	17.1	9.3	17.8	22.9	15.6	12.3	17.6	29.0	10.0	19.1
ROE (%)	2021	9.1	8.5	5.6	8.2	20.0	9.5	6.4	11.0	15.9	10.0	10.4
	2022F	7.9	2.7	6.9	8.9	20.6	10.1	1.6	9.7	12.4	13.5	9.4
	2023F	5.8	10.1	8.2	8.1	22.2	9.3	7.3	10.4	11.9	11.4	10.5
	2024F	4.9	12.2	9.1	7.2	21.1	8.4	8.3	12.3	12.9	10.3	10.7
Dividend yield (%)	2021	3.2	1.0	3.9	1.8	0.3	3.7	2.0	0.8	1.2	5.1	2.3
	2022F	3.1	0.4	4.1	2.5	0.7	3.7	0.5	1.0	1.5	8.1	2.5
	2023F	3.1	1.5	4.3	2.9	0.8	4.0	2.3	1.4	1.6	4.4	2.6
	2024F	3.1	1.9	4.9	3.3	1.2	4.0	2.8	2.4	1.8	4.9	3.0
P/BV (x)	2021	1.1	3.6	1.1	1.5	10.2	0.8	1.9	6.6	3.4	1.0	3.1
	2022F	1.0	3.6	1.1	1.4	8.7	0.8	1.9	5.0	3.2	0.9	2.8
	2023F	1.0	3.4	1.0	1.3	7.4	0.7	1.8	4.0	2.9	0.9	2.5
	2024F	1.0	3.1	1.0	1.3	6.4	0.7	1.8	3.3	2.7	0.8	2.2
Norm PE (x)	2021	13.2	43.7	20.8	18.5	55.3	9.0	30.5	71.6	22.2	10.2	29.5
	2022F	13.5	134.9	15.8	16.3	45.8	7.8	116.2	58.6	26.5	6.8	44.2
	2023F	18.0	34.3	12.9	17.0	36.2	7.8	25.6	42.6	25.5	8.5	22.8
	2024F	20.6	26.6	11.1	18.4	32.7	8.2	21.8	29.6	21.8	8.1	19.9
EV/EBITDA (x)	2021	13.1	14.3	na	18.0	38.3	20.8	16.9	53.4	22.3	25.0	24.7
	2022F	8.9	18.0	41.3	18.5	31.1	19.1	25.4	42.0	22.3	20.1	24.7
	2023F	10.5	12.9	35.2	13.7	24.3	18.0	16.4	33.1	23.7	19.5	20.7
	2024F	11.6	12.0	39.0	14.3	23.2	17.8	14.6	23.8	20.0	21.9	19.8
Net D/E (x)	2021	0.7	1.7	0.4	0.7	1.1	0.8	0.9	1.9	1.6	0.6	1.0
	2022F	0.2	1.9	0.4	0.6	0.9	0.7	1.1	1.5	1.2	0.9	0.9
	2023F	0.4	1.8	0.7	0.6	0.7	0.5	1.0	1.2	1.2	0.3	0.8
	2024F	0.5	1.6	0.8	0.6	0.5	0.4	0.8	0.9	1.0	0.2	0.7

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 26: 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	40.4	9.0	6.4	0.6	0.6	15.6	11.9	6.4	8.3
Huaneng Power	600011 CH	China	68.5	na	na	13.8	1.2	1.2	14.4	9.5	0.5	3.9
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	8.8	(3.0)	11.8	12.1	0.9	0.9	42.8	42.8	5.8	5.9
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	na	67.4	18.1	10.8	1.1	1.0	10.6	8.0	3.1	4.2
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	23.1	34.1	9.2	6.8	0.8	0.8	7.4	6.0	4.5	6.0
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	(45.6)	83.4	23.8	13.0	1.3	1.3	12.9	8.7	5.4	5.5
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	5.4	(2.0)	13.8	14.1	1.1	1.1	62.0	65.9	6.5	6.5
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	na	67.7	11.8	7.0	0.6	0.6	13.4	9.1	1.8	5.6
Tata Power	TPWR IN	India	28.2	69.3	33.6	19.9	3.0	2.6	15.6	14.5	0.8	0.8
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	(8.5)	8.7	12.0	11.1	0.9	0.9	7.2	7.2	4.2	4.7
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	na	181.3	na	43.5	0.5	0.5	10.7	28.7	4.1	5.3
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	(105.4)	na	na	13.8	0.4	0.4	12.0	9.8	5.1	6.3
Manila Electric	MER PM	Philippines	na	na	na	12.3	3.2	2.9	9.5	7.7	5.0	5.6
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(2.4)	(24.7)	13.5	18.0	1.0	1.0	8.9	10.5	3.1	3.1
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(67.6)	293.8	134.9	34.3	3.6	3.4	18.0	12.9	0.4	1.5
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	32.0	22.4	15.8	12.9	1.1	1.0	41.3	35.2	4.1	4.3
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	13.7	(4.5)	16.3	17.0	1.4	1.3	18.5	13.7	2.5	2.9
EA Pcl*	EA TB	Thailand	20.8	26.6	45.8	36.2	8.7	7.4	31.1	24.3	0.7	0.8
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	15.4	(0.6)	7.8	7.8	0.8	0.7	19.1	18.0	3.7	4.0
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	(73.7)	353.0	116.2	25.6	1.9	1.8	25.4	16.4	0.5	2.3
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	22.2	37.4	58.6	42.6	5.0	4.0	42.0	33.1	1.0	1.4
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	(16.2)	3.8	26.5	25.5	3.2	2.9	22.3	23.7	1.5	1.6
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	49.7	(19.9)	6.8	8.5	0.9	0.9	20.1	19.5	8.1	4.4
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	45.9	9.3	11.3	10.3	1.2	1.1	26.6	23.6	5.3	5.8
Average			0.7	59.2	29.8	17.6	1.9	1.7	21.1	19.2	3.5	4.2

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 17 January 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET Index	3.8	5.7	1.3	0.7	—	—	—	—
Utilities Sector	0.4	11.4	(5.8)	(0.6)	(3.4)	5.7	(7.0)	(1.3)
BCPG	2.0	11.4	(16.3)	1.0	(1.9)	5.6	(17.5)	0.2
BGRIM	2.5	34.7	4.5	2.5	(1.3)	29.0	3.2	1.8
BPP	5.1	17.7	(2.4)	1.2	1.2	12.0	(3.6)	0.5
CKP	(3.0)	(5.8)	(11.0)	(0.4)	(6.8)	(11.5)	(12.2)	(1.2)
EA	(7.3)	(4.0)	(6.8)	(8.0)	(11.1)	(9.7)	(8.0)	(8.7)
EGCO	2.9	8.4	0.9	1.4	(0.9)	2.7	(0.4)	0.7
GPSC	0.3	25.8	(16.0)	0.3	(3.5)	20.0	(17.3)	(0.4)
GULF	(0.5)	11.3	3.8	(2.3)	(4.3)	5.6	2.6	(3.0)
GUNKUL	(1.0)	1.0	(17.9)	(3.8)	(4.8)	(4.7)	(19.1)	(4.6)
RATCH	2.9	13.6	3.6	2.3	(0.9)	7.9	2.3	1.6

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

- มีโอกาสที่จะลงทุนในประเทศเพื่อนบ้าน
- รัฐบาลให้การสนับสนุน และช่วยเหลือพลังงานทดแทน

W — Weakness

- ค่าไฟส่วนใหญ่ของโครงการ IPPs ถูกกำหนดให้อยู่ในระดับสูงในช่วงต้นสัญญา และลดลงในช่วงปลายสัญญา
- การปรับค่า Ft บางครั้งถูกแทรกแซงโดยภาครัฐ

T — Threat

- โครงการใหม่อาจจะถูกประท้วงโดยชุมชน
- มีความเสี่ยงทางด้านสิ่งแวดล้อมมากขึ้น

REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
China	68.5	40.4	9.0	10.1	0.9	0.9	15.0	10.7	3.5	6.1
Hong Kong	(2.1)	41.3	14.7	10.7	1.0	0.9	24.8	23.4	4.5	5.6
India	28.2	69.3	33.6	19.9	3.0	2.6	15.6	14.5	0.8	0.8
Malaysia	(56.9)	95.0	12.0	22.8	0.6	0.6	10.0	15.2	4.5	5.4
Philippines	na	na	na	12.3	3.2	2.9	9.5	7.7	5.0	5.6
Thailand	3.6	63.3	41.2	21.7	2.6	2.3	24.9	21.0	2.8	2.9
Average	8.3	61.8	22.1	16.2	1.9	1.7	16.6	15.4	3.5	4.4

Sources: Bloomberg Consensus

Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

BUY (From: HOLD)

TP: Bt 48.00

(From: Bt 40.00)

18 JANUARY 2023

Change in Recommendation

Upside : 28.0%

B.Grimm Power Pcl (BGRIM TB)

ปัจจัยบวกต่อเนื่อง

เราเชื่อว่าการปรับราคาค่าไฟฟ้าของประเทศ จะช้ากว่าการลดลงของราคา ก๊าซธรรมชาติที่เราคาดจะลดลงอย่างรวดเร็ว เราจึงปรับกำไรปี 2023-25F ของ BGRIM ขึ้น 5-17% บนสมมติฐานว่าอัตราค่าไฟจากโรงไฟฟ้า SPP จะสูงผิดปกติเป็นระยะเวลานาน เราปรับคำแนะนำขึ้นเป็น "ซื้อ" โดยมองว่า BGRIM เป็นตัวเลือกที่ดีที่สุดบนแนวโน้มการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งของ SPP



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ปรับคำแนะนำขึ้นเป็น "ซื้อ"

เราปรับคำแนะนำ BGRIM ขึ้นเป็น "ซื้อ" (จากเดิม ถือ) หลังปรับกำไรขึ้น 17/6/5% ในปี 2023-25F และปรับราคาเป้าหมายปี 2023F ขึ้นเป็น 48 บาท (จาก 40 บาท) มุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นของเราต่อ BGRIM นั้นมาจาก 3 ปัจจัย คือ 1) เราคาดกำไรการขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรม (IU) จากโรงไฟฟ้า SPP ของบริษัท จะสูงเป็นพิเศษที่ 1.5-1.6 บาท/kWh ในปี 2023-24F เนื่องจากเราคาดการปรับราคาค่าไฟฟ้าของประเทศจะช้ากว่าราคาก๊าซธรรมชาติ (pool gas) ที่ลดลงอย่างรวดเร็ว 2) ราคาเชื้อเพลิงทั่วโลกมีแนวโน้มอ่อนแอกว่าที่เราคาดไว้มาก 3) เราเชื่อว่าการเติบโตกำไรที่แข็งแกร่งของ BGRIM ที่ 294/29% จะสามารถหนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นได้อีก แม้ปัจจุบันจะซื้อขายที่ PE สูงถึง 34/27 เท่าในปี 2023-24F อีกทั้ง BGRIM ยังเป็นหนึ่งใน top pick กลุ่มสาธารณูปโภคของเรา บนแนวโน้มการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งของ SPP และมีกำลังการผลิตเติบโตต่อเนื่อง

อัตราค่าไฟที่สูงผิดปกติของ SPP

เราคาดกำไรต่อหน่วย (ราคาขาย - ต้นทุนเชื้อเพลิงเฉลี่ย) การขายไฟฟ้าของ BGRIM ให้ลูกค้า IU (34% ของปริมาณขายรวมจากโรงไฟฟ้า SPP) สูงขึ้นเป็น 1.6 บาท/kWh และ 1.5 บาทในปี 2023-24F (เดิมคาด 1.3 และ 1.4 บาท) ซึ่งสูงกว่าระดับปกติที่ 1.2 บาท/kWh มาก ด้วยเราเชื่อว่ารัฐบาลจะปรับลดราคาไฟฟ้าของประเทศช้ากว่าราคาพลังงานที่ลดลง 1) รัฐบาลจะประเมินอัตราการผลิตของราคาพลังงานช้าเกินไป 2) รัฐบาลจะต้องชดเชย กฟผ. ที่อุดหนุนราคาไฟฟ้าให้ประเทศในช่วงสองปีที่ผ่านมา เราคาดกำไรจากการขายไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้า SPP ของ BGRIM ให้ กฟผ. (66% ของปริมาณขาย) จะเพิ่มเป็น 1.1 บาท/kWh (เดิม 1.0 บาท) จากการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตของโรงไฟฟ้าอย่างต่อเนื่อง

ราคาก๊าซกลับลงสู่ระดับปกติเร็วกว่าคาด

เราคาดราคาก๊าซธรรมชาติในไทย (ราคา pool) จะลดลงอย่างมากมาเหลือ 335/305 บาท/mmbtu ในปี 2023-24F เทียบเป็นการปรับตัวลง 25% และ 9% y-y จาก 448 บาท ในปี 2022F เนื่องจากสามปัจจัยหนุนราคาก๊าซกลับตัวอย่างรวดเร็ว 1) ราคาน้ำมันลดลงมาแล้ว 30% จากจุดสูงสุดในเดือนมิ.ย. 2022 และจากว่าราคาน้ำมันจะส่งผลกระทบต่อราคา pool ใน 6 เดือนให้หลัง จึงจะทำให้ราคา pool ลดลงอย่างมากใน 1Q23F 2) ราคา spot LNG ตลาดเอเชียปรับตัวลงมาแล้วถึง 35% จากจุดสูงสุดช่วงกลางปี 2022 และไม่ได้พุ่งสูงขึ้นในฤดูหนาวตามที่ตลาดคาดไว้ 3) เงินบาทที่แข็งค่า 14% เทียบดอลลาร์สหรัฐทำให้ราคา pool ในรูปเงินบาทลดลง

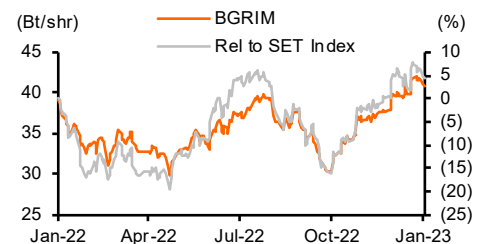
กำลังการผลิตเติบโตตามเป้า

นอกจากแนวโน้มการฟื้นตัวจากการฟื้นตัวของอัตราค่าไฟของ SPP แล้ว BGRIM ยังมีการเติบโตกำลังการผลิต 11% ต่อปีในช่วงปี 2023-26F เป็นอีกปัจจัยหนุนกำไร โครงการใหม่เหล่านี้มีโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ 276MW ในไทย โรงไฟฟ้าพลังงานลม 1.0GW ในเกาหลีใต้ และโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 120MW ที่ภูมิกาดอเชียน เราคาดกำลังการผลิตรวมของ BGRIM เพิ่มเป็น 3.5GW ในปี 2026F (จาก 2.2GW ในปี 2022F) โดยมี 44% มาจากพลังงานหมุนเวียน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	46,628	63,111	55,706	57,527
Net profit	2,276	788	3,102	3,991
Consensus NP	—	258	2,504	3,613
Diff frm cons (%)	—	205.8	23.9	10.5
Norm profit	2,429	788	3,102	3,991
Prev. Norm profit	—	756	2,655	3,772
Chg frm prev (%)	—	4.1	16.8	5.8
Norm EPS (Bt)	0.9	0.3	1.2	1.5
Norm EPS grw (%)	(9.0)	(67.6)	293.8	28.7
Norm PE (x)	43.7	134.9	34.3	26.6
EV/EBITDA (x)	14.3	18.0	12.9	12.0
P/BV (x)	3.6	3.6	3.4	3.1
Div yield (%)	1.0	0.4	1.5	1.9
ROE (%)	8.5	2.7	10.1	12.2
Net D/E (%)	171.6	189.8	178.9	159.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Jan-23 (Bt)	40.75
Market Cap (US\$ m)	3,208.9
Listed Shares (m shares)	2,606.9
Free Float (%)	31.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	13.6
12M Price H/L (Bt)	42.00/29.75
Sector	Utilities
Major Shareholder	B.Grimm Group 35.8%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P14

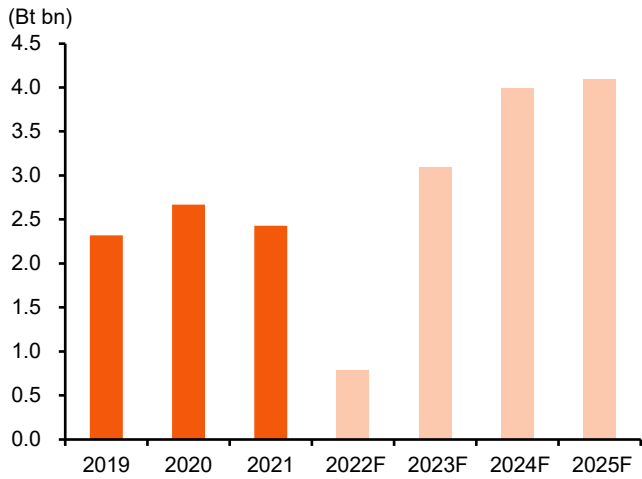
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์

ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

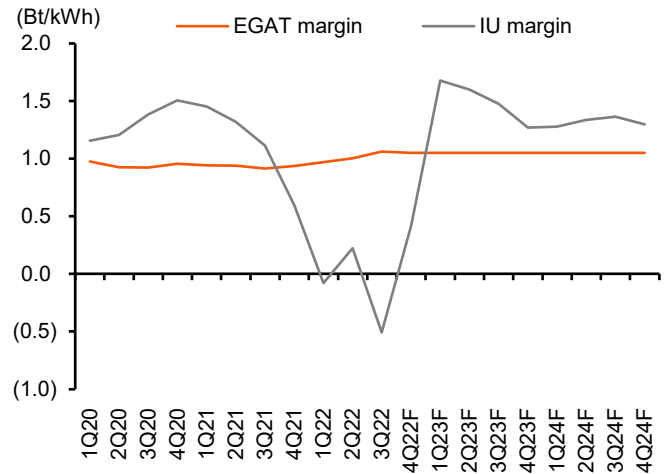


Ex 1: Swift Earnings Turnaround ...



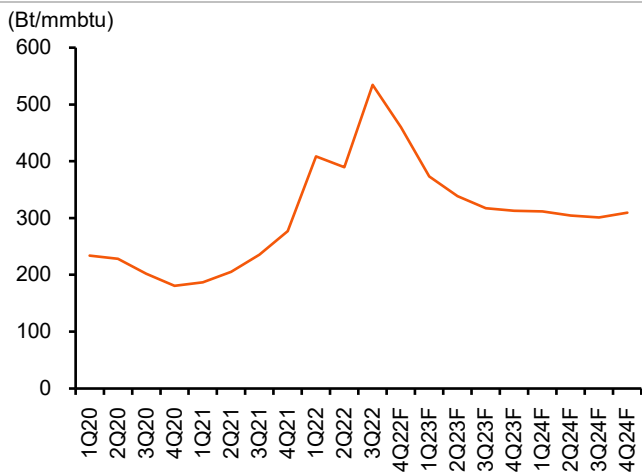
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: ... Driven By Inflated Margin Of Its SPP Plants



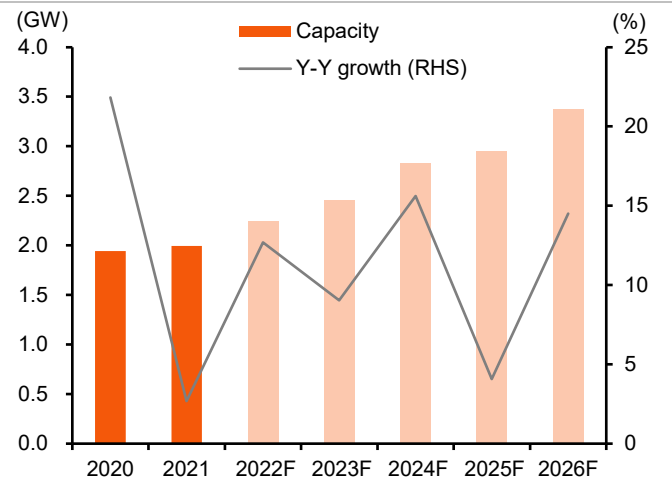
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Domestic Gas Pool Price Likely Peaked In 3Q22



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

Ex 4: Secured Capacity Growth Intact



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Our DCF-derived Sum-Of-The-Parts (SOTP)-Based 12-month TP Calculation

	Valuation method	WACC (%)	Value per BGRIM's share (Bt)
Operating gas-fired SPP plants (ABP, ABPR, BPLC, BPWHA, BIP, BPAM, ATP, UVBGP)	DCF	5.2 - 6.4%	10.9
SPP Replacement projects (ABP1, ABP2, BPLC1, BPAM1, BPAM2)	DCF	5.5%	8.9
Developing projects (BGPR, U-Tapao airport, other IPS projects)	DCF	5.5 - 6.5%	3.8
Renewable projects			16.1
Solar - Thailand	DCF	6.0%	1.2
Solar - Vietnam	DCF	6.7%	1.0
Solar - Cambodia	DCF	7.1%	0.0
Solar - Malaysia	DCF	6.4%	2.0
Wind - Thailand	DCF	5.1%	0.5
Hydro - Thailand + Laos	DCF	6.7%	1.2
Korea offshore wind farms	DCF	5.4%	5.9
Other developing renewable projects	DCF	6.0 - 7.2%	4.2
Others & cash on hand			1.5
Potential projects			6.8
- Vietnam wind farms	DCF	10.0%	0.3
- Vietnam LNG-to-Power	DCF	10.0%	6.5
Grand total			48.0

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BGRIM ก่อตั้งขึ้นในปี 1993 เป็นหนึ่งในบริษัทย่อยของกลุ่ม B.Grimm ซึ่งดำเนินธุรกิจในประเทศไทยมากกว่า 140 ปี BGRIM เป็นหนึ่งในผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) โดยจัดหาและผลิตไฟฟ้าและไอน้ำสำหรับเพื่อขายให้โครงข่ายไฟฟ้าแห่งชาติ 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

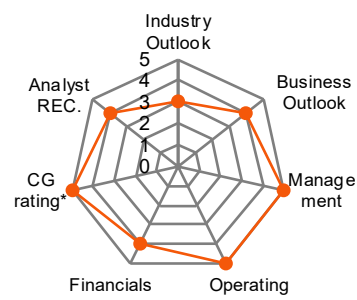
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	43.88	48.00	9%
Net profit 22F (Bt m)	258	788	206%
Net profit 23F (Bt m)	2,504	3,102	24%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 4	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเราสูงกว่าของ Bloomberg consensus มาก ซึ่งเราคาดเป็นเพราะสมมติฐานที่เรามองว่าอัตรากำไรของ SPP จะอยู่ในระดับที่สูงกว่าปกติมาก
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่า 9%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มฯ แต่ยังคงต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด

T — Threat

- ฟังพยานโยบายของรัฐบาลในการปรับสมดุลระหว่างการส่งต่อต้นทุนเชื้อเพลิงสำหรับโรงไฟฟ้ากับผลกระทบต่อเงินเฟ้อที่อาจเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบจากธุรกิจในประเทศ

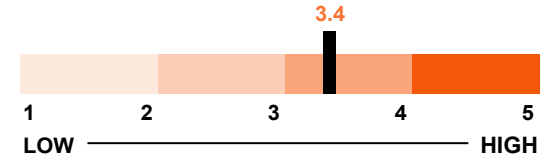
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาก๊าซในประเทศที่ลดลงช้ากว่าคาด จะมีความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- การปรับราคาค่าไฟฟ้าให้เร็วขึ้นเพื่อให้สอดคล้องกับการราคาเชื้อเพลิงที่ทยอยปรับตัวกลับลงมาสู่ระดับปกติ จะทำให้กำไรของโรงไฟฟ้า SPP ต่ำกว่าคาด และเป็นความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของกำลังการผลิตที่ต่ำกว่าคาด ทั้งจากการทำ M&A หรือการลงทุนในโครงการใหม่ เป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเราเช่นกัน

Source: Thanachart

BGRIM เป็นหนึ่งในผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติรายใหญ่ของประเทศไทย จากกำลังการผลิต 2.2GW, 67% เป็นโรงไฟฟ้าก๊าซในประเทศไทย และอีก 33% เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในอาเซียน เราให้คะแนน ESG ที่ 3.4 จากนโยบายที่แข็งแกร่งในการเพิ่มพลังงานสีเขียว การริเริ่มกิจกรรมทางสังคมต่าง ๆ และทีมงานขนาดใหญ่ที่อุทิศตนเพื่อปรับปรุงด้าน ESG ของบริษัท

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BGRIM	YES	YES	-	BBB	50.39	64.36	76.60	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- BGRIM จัดเตรียมชุดข้อมูลโดยละเอียดเกี่ยวกับการรายงานด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัทฯ รวมถึงการใช้พลังงานโดยรวม การปล่อยมลพิษ และการจัดการของเสีย
- BGRIM ตั้งเป้าหมายการปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ คาดว่าจะลดสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนในกำลังการผลิตรวมลงเหลือ 25% (จาก 33% ในปี 2022) เนื่องจากการขยายตัวยังคงเน้นไปที่โครงการที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิง BGRIM มีแผนที่จะลงทุนในหน่วยดักจับคาร์บอนเพื่อแก้ปัญหาเรื่องนี้
- BGRIM ปล่อย CO2 5.6 ล้านตันเทียบเท่าในปี 2021 คิดเป็นความเข้มข้นของการปล่อยที่ 0.38 ตันต่อเมกะวัตต์ชั่วโมง อัตราการลดการปล่อยมลพิษอยู่ที่ 7% ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา (ปี 2018-21)
- BGRIM เป็นหนึ่งในไม่กี่บริษัทที่มีนโยบายด้านความหลากหลายทางชีวภาพ เราขอชื่นชมการริเริ่มนี้ เพราะช่วยอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมโลกได้อย่างเต็มที่ นอกเหนือจากปัญหาโลกร้อน

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- BGRIM กำหนดนโยบายสิทธิมนุษยชนให้สอดคล้องกับหลักการที่แนะนำสหประชาชาติว่าด้วยธุรกิจและสิทธิมนุษยชน (UNGP) เพื่อปกป้อง เคารพ และเยียวยาพนักงานและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมด บริษัทฯ ไม่มีรายงานการละเมิดสิทธิมนุษยชนหรือพนักงานในช่วงห้าปีที่ผ่านมา
- BGRIM พัฒนาแพลตฟอร์มให้พนักงานพัฒนาความสามารถของตนเองได้ภายใต้ชื่อ 'B.GRIMM Academy' หลักสูตรนี้จัดทำขึ้นตามวัฒนธรรมหลักของ BGRIM ด้านทัศนคติที่ดี ความร่วมมือ ความคิดริเริ่ม สร้างสรรค์ และความเป็นมืออาชีพ
- บริษัทฯ ยังให้การสนับสนุนความรู้ทางวิชาการเพื่อช่วยพัฒนาทรัพยากรมนุษย์สำหรับคนไทยผ่านโรงเรียน 232 แห่งและมีนักเรียนกว่า 100 คนภายใต้การดูแล
- เนื่องจากธุรกิจหลักของโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงฟอสซิลก่อให้เกิดความเสี่ยงที่จะเกิดอุบัติเหตุและปัญหาสุขภาพต่อชุมชนโดยรอบ BGRIM จึงยึดมั่นในมาตรฐานและระเบียบปฏิบัติระดับสูงเพื่อป้องกันการใช้ของสารเคมีที่เป็นมลภาวะโดยไม่คาดคิด และเพื่อให้แน่ใจว่าสามารถแก้ไขต่อเหตุฉุกเฉินอย่างรวดเร็ว

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการของ BGRIM ประกอบด้วยสมาชิก 10 คน โดย 6 คนเป็นกรรมการอิสระ ในขณะที่ครึ่งหนึ่งของกลุ่มเป็นผู้หญิง
- เรามองว่า BGRIM เป็นหนึ่งในบริษัทชั้นนำที่ให้ข้อมูลที่ชัดเจนและมีรายละเอียดทั้งในด้านการดำเนินงานและ (ล่าสุด) ด้าน ESG บริษัทฯ ได้พัฒนาทีมงานเฉพาะเพื่อให้มั่นใจถึงมาตรฐาน ESG ระดับสูง รวมถึงความโปร่งใสทางธุรกิจต่อสาธารณชน
- BGRIM มีความยั่งยืนทางธุรกิจสูง ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากสัญญาระยะยาวของโรงไฟฟ้าทุกแห่ง ขณะที่บริษัทฯ มองหาการลงทุนเพิ่มเติมอย่างต่อเนื่องเพื่อผลักดันให้ธุรกิจเติบโต
- BGRIM ยังขาดแผนธุรกิจเชิงนวัตกรรมในมุมมองของเรา บริษัทฯ อาจต้องเร่งสำรวจเทคโนโลยีใหม่เพื่อเสริมธุรกิจไฟฟ้าแบบดั้งเดิม โดยเฉพาะแนวโน้มการดักจับคาร์บอน อัตราการดำเนินงาน และการจัดเก็บ (CCUS) เพื่อลดความเสี่ยงทางธุรกิจจากการใช้กฎระเบียบการปล่อยมลพิษทั่วโลก

Sources: Thanachart, Company note

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	44,087	46,628	63,111	55,706	57,527
Cost of sales	34,848	37,935	56,541	44,985	45,730
Gross profit	9,239	8,694	6,571	10,722	11,797
% gross margin	21.0%	18.6%	10.4%	19.2%	20.5%
Selling & administration expenses	2,008	1,673	1,807	1,766	1,983
Operating profit	7,231	7,021	4,763	8,956	9,813
% operating margin	16.4%	15.1%	7.5%	16.1%	17.1%
Depreciation & amortization	5,616	5,308	5,432	5,478	5,570
EBITDA	12,847	12,329	10,196	14,435	15,383
% EBITDA margin	29.1%	26.4%	16.2%	25.9%	26.7%
Non-operating income	251	188	254	224	232
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,056)	(3,384)	(4,028)	(4,269)	(4,075)
Pre-tax profit	4,426	3,825	990	4,911	5,970
Income tax	233	298	79	417	507
After-tax profit	4,193	3,526	910	4,494	5,463
% net margin	9.5%	7.6%	1.4%	8.1%	9.5%
Shares in affiliates' Earnings	58	44	11	334	575
Minority interests	(1,581)	(1,141)	(134)	(1,727)	(2,046)
Extraordinary items	(495)	(153)	0	0	0
NET PROFIT	2,175	2,276	788	3,102	3,991
Normalized profit	2,670	2,429	788	3,102	3,991
EPS (Bt)	0.8	0.9	0.3	1.2	1.5
Normalized EPS (Bt)	1.0	0.9	0.3	1.2	1.5

We expect its swift earnings recovery to surprise the market

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	29,879	41,058	48,446	36,407	31,851
Cash & cash equivalent	20,389	25,707	30,000	20,000	15,000
Account receivables	6,818	8,983	10,374	9,157	9,456
Inventories	1,033	971	1,549	1,232	1,253
Others	1,638	5,397	6,523	6,017	6,142
Investments & loans	1,086	3,124	3,871	6,427	9,570
Net fixed assets	80,300	84,804	94,386	96,930	95,783
Other assets	19,431	20,211	20,629	21,035	21,382
Total assets	130,696	149,198	167,333	160,799	158,585
LIABILITIES:					
Current liabilities:	26,993	12,724	22,110	19,231	18,618
Account payables	5,641	5,691	9,294	7,395	7,517
Bank overdraft & ST loans	15,080	750	5,390	5,011	4,671
Current LT debt	5,705	5,745	6,656	6,188	5,769
Others current liabilities	567	538	769	637	660
Total LT debt	58,361	89,241	95,746	89,016	82,987
Others LT liabilities	6,038	6,418	8,484	7,703	7,867
Total liabilities	91,392	108,382	126,340	115,950	109,472
Minority interest	11,834	11,344	11,479	13,205	15,252
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	7,814	9,944	12,161
Shareholders' equity	27,470	29,471	29,514	31,644	33,862
Liabilities & equity	130,696	149,198	167,333	160,799	158,585

Balance sheet was not hit by energy price issues

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	990	4,911	5,970
Tax paid	(233)	(298)	(79)	(417)	(507)
Depreciation & amortization	5,616	5,308	5,432	5,478	5,570
Chg In working capital	(12,339)	(2,054)	1,635	(366)	(197)
Chg In other CA & CL / minorities	739	(4,504)	(883)	708	474
Cash flow from operations	(1,792)	2,277	7,095	10,314	11,309
Capex	(13,663)	(9,643)	(14,806)	(7,794)	(4,177)
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)	(2,556)	(3,143)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(320)	(629)	1,639	(1,215)	(279)
Cash flow from investments	(14,673)	(14,031)	(14,113)	(11,765)	(7,749)
Debt financing	16,040	17,346	12,056	(7,577)	(6,788)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(965)	(1,173)	(744)	(972)	(1,773)
Warrants & other surplus	(1,884)	898	0	0	0
Cash flow from financing	13,192	17,072	11,312	(8,549)	(8,561)
Free cash flow	(15,454)	(7,366)	(7,711)	2,520	7,133

High capex investment to maintain its growth pace

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	39.8	43.7	134.9	34.3	26.6
Normalized PE - at target price (x)	46.9	51.5	158.9	40.3	31.4
PE (x)	48.8	46.7	134.9	34.3	26.6
PE - at target price (x)	57.5	55.0	158.9	40.3	31.4
EV/EBITDA (x)	12.8	14.3	18.0	12.9	12.0
EV/EBITDA - at target price (x)	14.3	15.8	19.9	14.2	13.2
P/BV (x)	3.9	3.6	3.6	3.4	3.1
P/BV - at target price (x)	4.6	4.2	4.2	4.0	3.7
P/CFO (x)	(59.3)	46.7	15.0	10.3	9.4
Price/sales (x)	2.4	2.3	1.7	1.9	1.8
Dividend yield (%)	1.1	1.0	0.4	1.5	1.9
FCF Yield (%)	(14.5)	(6.9)	(7.3)	2.4	6.7
(Bt)					
Normalized EPS	1.0	0.9	0.3	1.2	1.5
EPS	0.8	0.9	0.3	1.2	1.5
DPS	0.5	0.4	0.2	0.6	0.8
BV/share	10.5	11.3	11.3	12.1	13.0
CFO/share	(0.7)	0.9	2.7	4.0	4.3
FCF/share	(5.9)	(2.8)	(3.0)	1.0	2.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(0.1)	5.8	35.3	(11.7)	3.3
Net profit (%)	(6.3)	4.6	(65.4)	293.8	28.7
EPS (%)	(6.3)	4.6	(65.4)	293.8	28.7
Normalized profit (%)	15.2	(9.0)	(67.6)	293.8	28.7
Normalized EPS (%)	15.2	(9.0)	(67.6)	293.8	28.7
Dividend payout ratio (%)	53.9	48.1	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.0	18.6	10.4	19.2	20.5
Operating margin (%)	16.4	15.1	7.5	16.1	17.1
EBITDA margin (%)	29.1	26.4	16.2	25.9	26.7
Net margin (%)	9.5	7.6	1.4	8.1	9.5
D/E (incl. minor) (x)	2.0	2.3	2.6	2.2	1.9
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.7	1.9	1.8	1.6
Interest coverage - EBIT (x)	2.4	2.1	1.2	2.1	2.4
Interest coverage - EBITDA (x)	4.2	3.6	2.5	3.4	3.8
ROA - using norm profit (%)	2.1	1.7	0.5	1.9	2.5
ROE - using norm profit (%)	9.6	8.5	2.7	10.1	12.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	15.1	12.4	3.1	14.7	16.7
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4
- operating margin (%)	17.0	15.5	8.0	16.5	17.5
- leverage (x)	4.5	4.9	5.4	5.4	4.9
- interest burden (%)	59.2	53.1	19.7	53.5	59.4
- tax burden (%)	94.7	92.2	92.0	91.5	91.5
WACC (%)	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
ROIC (%)	10.2	7.5	4.4	7.6	8.0
NOPAT (Bt m)	6,850	6,473	4,382	8,195	8,979
invested capital (Bt m)	86,226	99,500	107,307	111,859	112,289

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 22.00 (From: Bt 18.00)

18 JANUARY 2023

Change in Numbers

Upside : 32.5%

Banpu Power Pcl (BPP TB)

รวมมูลค่าจากแผนเข้าซื้อกิจการ

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” BPP จากแนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่ง บนมูลค่าพื้นฐานที่น่าสนใจ เราคาด EPS เติบโตเฉลี่ย 26% ต่อปีในช่วงปี 2022-25F หลังเรารวมผลกำไรที่คาดว่าจะได้จากการควบรวมกิจการในหอนาคตอันใกล้ และการฟื้นตัวของอัตราค่าไฟโรงไฟฟ้าถ่านหินเดิม จากการทยอยปรับตัลงของราคาถ่านหิน เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 22 บาท



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เรายังแนะนำ “ซื้อ” BPP เป็นหนึ่งในหุ้นที่เราชอบในกลุ่มสาธารณูปโภค เราปรับราคาเป้าหมายปี 2023F ขึ้นเป็น 22 บาท (เดิม 18 บาท) จาก 1) เรารวมมูลค่าจากโอกาสการเข้าซื้อโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติในสหรัฐฯ สามแห่งเข้าในประมาณการ 2) เราคาดธุรกิจเดิม คือ โครงการโรงไฟฟ้าถ่านหินในจีนจะมีอัตราค่าไฟฟื้นตัว บนสมมติฐานว่าราคาถ่านหินจะลดลงในปี 3) เรามองว่า BPP เป็นหุ้นตัวเดียวในกลุ่มฯ ที่มีทั้งการเติบโตกำไรที่ดีและมูลค่าพื้นฐานยังอยู่ในระดับน่าสนใจในมุมมองของเรา

โอกาสการเติบโตจากการซื้อกิจการ

บนเป้าหมายกำลังการผลิต 5.3GW ภายในปี 2025F (จาก 3.0GW ณ สิ้นปี 2022) และแผนการซื้อกิจการที่ประกาศไว้ เราคาด BPP จะสามารถปิดดีลการซื้อกิจการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ 3 โครงการ ในสหรัฐฯ ได้ในช่วงปี 2023-24F รวมกำลังการผลิตเพิ่มขึ้น 1.2GW เรามั่นใจว่าดีลดังกล่าวจะสำเร็จได้เช่นเดียวกับการซื้อโรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐฯ ครั้งแรกเมื่อปี 2021 จากการบุทางธุรกิจจากกลุ่มบ้านปูไปในธุรกิจก๊าซธรรมชาติในสหรัฐฯ และยังมีหลายบริษัทไทยที่สามารถเข้าซื้อโรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐฯ ได้ ในช่วงสามปีที่ผ่านมา เราคาดการเข้าซื้อกิจการดังกล่าวจะเพิ่มฐานกำไรให้ BPP 0.2/0.8/1.0 พันลบ. ในปี 2023-25F เทียบเป็นการเติบโต 6/21/24%

อัตราค่าไฟโรงไฟฟ้าเดิมฟื้นตัว

BPP เป็นหนึ่งในผู้ได้ประโยชน์จากราคาพลังงานโลกเราคาดจะทยอยปรับลงสู่ระดับปกติ โดย BPP มีโรงไฟฟ้าพลังงานรวม (CHP) 3 โครงการ และโรงไฟฟ้า IPP อีก 1 แห่งในจีนที่ทั้งหมดใช้ถ่านหินเป็นเชื้อเพลิง รวมกำลังการผลิต 707 MW โรงไฟฟ้าถ่านหินประสบปัญหาอัตราค่าถ่านหินที่พุ่งสูงมากตลอดช่วงสามปีที่ผ่านมา ขณะที่ค่าไฟฟ้าปรับขึ้นเพียงเล็กน้อย ทำให้อัตรากำไรหดตัวอย่างมาก แต่เราคาดกำไรของโครงการเหล่านี้จะค่อยๆ ดีขึ้น บนราคาถ่านหินที่เราเชื่อว่าแตะจุดสูงสุดไปแล้ว นอกจากนี้เรายังเห็นรัฐบาลท้องถิ่นส่งเสริมการทำสัญญาซื้อขายถ่านหินระยะยาวในราคาต่ำ ให้โรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ ดังเช่น โครงการ Shanxi Luguang (SLG) กำลังการผลิตตามสัดส่วนถือหุ้น 396 MW ของ BPP ได้สัญญาซื้อถ่านหิน 18 เดือนที่ราคา 800 หยวน/ตัน ซึ่งต่ำกว่าราคาตลาดราว 40%

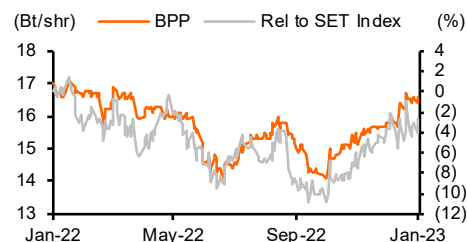
มูลค่าพื้นฐานอยู่ในระดับน่าสนใจอย่างมาก

เรามองว่า BPP มีมูลค่าพื้นฐานน่าสนใจที่สุดเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มฯ โดยมีกำไรเติบโตแข็งแกร่ง 32/22/16% ในปี 2022-24F บนอัตราส่วน PE เพียง 13 เท่า และให้อัตราผลตอบแทนปันผล 4% ในปี 2023F เรายังมองว่า BPP เป็นหุ้นที่มีสถานะด้าน ESG ที่ดีขึ้น จากการหันไปลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติมากขึ้น ซึ่งเป็นเชื้อเพลิงฟอสซิลที่สะอาดกว่าถ่านหิน และยังตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนขึ้นเป็น 15% ของกำลังการผลิตรวมในปี 2025F (จาก 9% ในปี 2022) อีกด้วย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	6,784	17,023	17,504	16,863
Net profit	3,127	3,207	3,923	4,539
Consensus NP	—	5,824	4,912	4,834
Diff frm cons (%)	—	(44.9)	(20.1)	(6.1)
Norm profit	2,429	3,207	3,923	4,539
Prev. Norm profit	—	3,003	3,445	3,885
Chg frm prev (%)	—	6.8	13.9	16.8
Norm EPS (Bt)	0.8	1.1	1.3	1.5
Norm EPS grw (%)	(27.0)	32.0	22.4	15.7
Norm PE (x)	20.8	15.8	12.9	11.1
EV/EBITDA (x)	na	41.3	35.2	39.0
P/BV (x)	1.1	1.1	1.0	1.0
Div yield (%)	3.9	4.1	4.3	4.9
ROE (%)	5.6	6.9	8.2	9.1
Net D/E (%)	38.7	45.0	71.8	76.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Jan-23 (Bt)	16.60
Market Cap (US\$ m)	1,528.2
Listed Shares (m shares)	3,047.7
Free Float (%)	21.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.7
12M Price H/L (Bt)	17.10/14.10
Sector	Utilities
Major Shareholder	BANPU 78.66%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P21

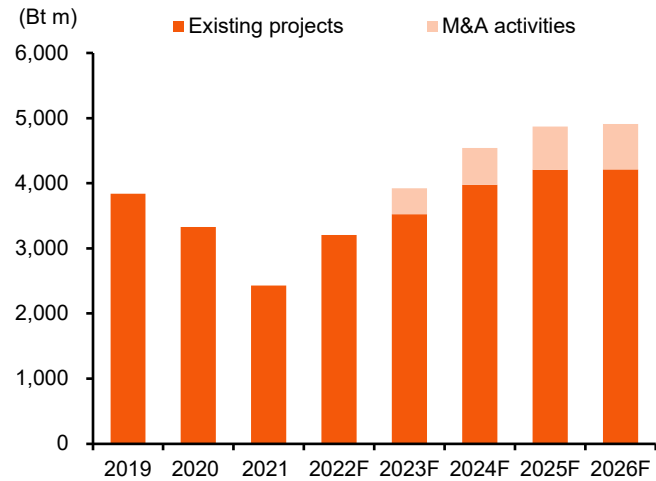
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์

ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ทำทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

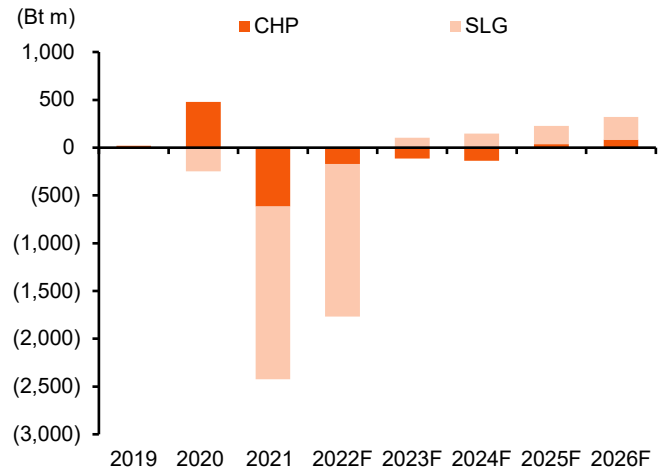


Ex 1: M&A Activities Add Spice To Earnings Growth



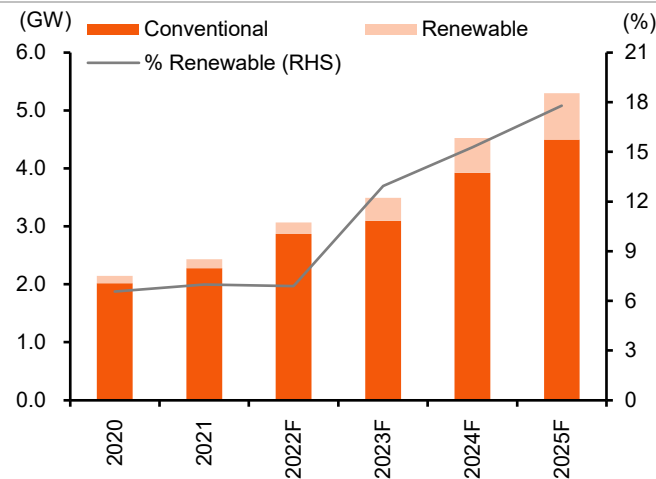
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Recovering Profits From Coal Plants In China



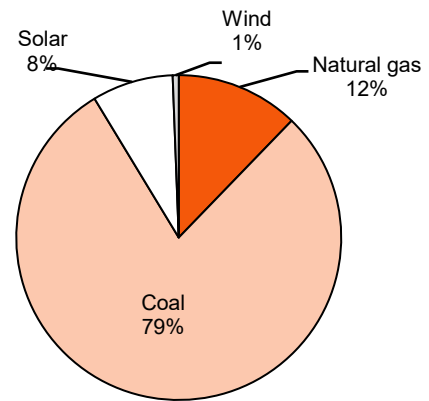
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: BPP's Capacity Growth Target



Sources: Company data

Ex 4: Capacity Breakdown By Fuel Type (2022)



Sources: Company data

Ex 5: 12-month DCF-derived SOTP-based TP Calculation

	Valuation method	WACC (%)	Value per BPP's share (Baht)
China CHP	DCF	6.4%	1.06
BLCP	DCF	6.5%	3.01
HPC	DCF	7.8%	7.93
SLG	DCF	5.8%	0.60
Nakoso	DCF	6.7%	1.53
Temple-1	DCF	5.9%	2.21
Banpu NEXT	DCF	6-10%	2.39
M&A - US gas power plants	DCF	8.0%	3.76
Parents - HQ & Cash	DCF	10.0%	(0.50)
Grand total			22.0

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บ้านปูเพาเวอร์ จำกัด (มหาชน) (BPP) เป็นบริษัทย่อยของ บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) เพื่อลงทุนธุรกิจโรงไฟฟ้า ปัจจุบัน BPP มีโรงไฟฟ้าอยู่หลายประเทศทั่วภูมิภาคเอเชีย-แปซิฟิก ได้แก่ จีน ไทย และลาว และล่าสุดมีการขยายการลงทุนไปในประเทศสหรัฐอเมริกา ในขณะที่เริ่มรุกไปสู่ธุรกิจพลังงานทดแทนเพื่อให้สอดคล้องกับทิศทางการเติบโตของโลก และกระจายความเสี่ยงของธุรกิจ โดยมีการลงทุนในโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ในจีนและญี่ปุ่น โดยมีเวียดนามเป็นประเทศล่าสุด ปัจจุบัน BPP มีกำลังการผลิตในมือรวม 3.2GW และตั้งเป้าจะขยายกำลังการผลิต 5.3GW ภายในปี 2025 โดยเป็นกำลังการผลิตจากพลังงานทดแทน 800MW

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้บริหารมีประสบการณ์ และมีประวัติการลงทุนในโรงไฟฟ้าที่ดี
- ได้เปรียบในการเจาะตลาดผลิตไฟฟ้าใหม่ ด้วยความสัมพันธ์แน่นแฟ้นกับ BANPU

O — Opportunity

- ความต้องการไฟฟ้าที่สูงในเอเชีย-แปซิฟิก
- กำลังการผลิตพลังงานทดแทนมีแนวโน้มเติบโต ซึ่งสร้างพื้นที่ในการขยายตัวใหม่ๆ

CONSENSUS COMPARISON

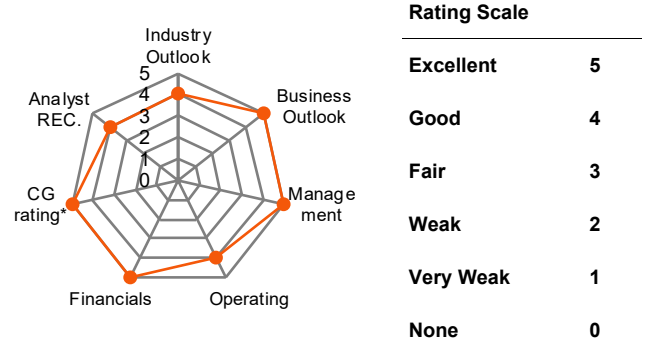
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	18.04	22.00	22%
Net profit 22F (Bt m)	5,824	3,207	-45%
Net profit 23F (Bt m)	4,912	3,923	-20%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าตลาด 45/20% คาดว่าเป็นเพราะเราใช้สมมติฐานราคาก่อนหุ้นที่สูงกว่ามาก
- แต่ทั้งนี้ ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 22% เนื่องจากเรารวมมูลค่าจากแผนการทำ M&A ก่อนตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ความล่าช้าของโครงการประมูลพลังงานทดแทนของไทยซึ่งให้ผลตอบแทนสูงก่อนหน้านี้
- ความเสี่ยงจากผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากมีโครงการในหลายประเทศ

T — Threat

- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบที่เกี่ยวกับค่าไฟฟ้า เนื่องจากส่วนใหญ่ต้องการลดผลตอบแทนที่ให้แก่ผู้ลงทุน

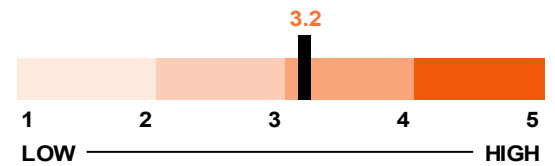
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การสนับสนุนและนโยบายจากรัฐบาลจีนในการช่วยบรรเทาผลกระทบจากต้นทุนราคาเชื้อเพลิงที่สูงขึ้นต่อโรงไฟฟ้าในประเทศที่น้อยกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อการประมาณการกำไรของเรา
- การลดลงของราคาก่อนหุ้นโลกที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการไฟฟ้าที่อ่อนแอกว่าคาดในประเทศสหรัฐฯ เป็นอีกความเสี่ยงด้านลบสำหรับประมาณการของเรา
- การสรุปผลที่ช้ากว่าที่คาดไว้ หรือข้อตกลง M&A ที่กำลังจะเกิดขึ้นมีขนาดเล็กกว่าที่คาด โดยเฉพาะโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซ 3 แห่งในสหรัฐฯ แสดงถึงความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญสำหรับการประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

BPP เป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ในประเทศไทยที่มีโรงไฟฟ้าถ่านหินใหม่เป็นถึง 80% ของกำลังการผลิตปัจจุบันที่ 3.1GW แต่แม้จะมีโรงไฟฟ้าถ่านหินในสัดส่วนที่สูง แต่เราให้คะแนน ESG ของ BPP ที่ 3.2 ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของกลุ่ม เนื่องจากเรามองว่า BPP รวมทั้งบริษัทแม่ คือ บมจ. บ้านปู (BANPU) เป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัทที่มีนโยบาย ESG ที่ดีที่สุดในไทย

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BPP	YES	YES	-	-	60.97	64.17	71.85	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- ความกังวลหลักด้าน ESG ของตลาดต่อ BPP คือปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อมเนื่องจากมีสัดส่วนของโรงไฟฟ้าถ่านหินในระดับสูง ถึงราว 80% ของกำลังการผลิตรวม และเราคาดว่าจะใช้เวลาอย่างน้อย 5 ปีเพื่อลดสัดส่วนให้เหลือต่ำกว่า 50% แต่เรามองเห็นความมุ่งมั่นอย่างมากของ BPP ในการทำนโยบาย ESG ด้านอื่นทดแทน
- BPP ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) รวม 3.63 ล้านตัน เทียบเท่า CO2 เทียบเป็นความเข้มข้นการปล่อยก๊าซที่ 0.603 ตันเทียบเท่า CO2 ต่อ MWh ในปี 2021 ซึ่งลดลงจากระดับฐานเมื่อปี 2012 แล้ว 4% และต่ำกว่าเป้าหมายการลดความเข้มข้นให้เหลือ 0.676 ตันต่อ MWh แล้ว
- BPP มีนโยบาย 'Greener and Smarter' ในการขยายกำลังการผลิตภายใต้แนวคิด 'โรงไฟฟ้าประสิทธิภาพสูงที่ปล่อยมลภาวะต่ำ (High Efficiency Low Emissions: HELE) เช่น การเลือกซื้อกิจการโรงไฟฟ้าที่ใช้เทคโนโลยี Integrated Gasification Combined Cycle หรือ IGCC, การปรับปรุงประสิทธิภาพเครื่องจักรด้วยเทคโนโลยีสมัยใหม่ และการลงทุนระบบดักจับการปล่อยมลพิษ
- BPP ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนเป็น 15% (800MW) ของกำลังการผลิตรวมในปี 2025F จากมีสัดส่วน 8% (254MW) คิดจากกำลังการผลิตที่เริ่มดำเนินการแล้วในปี 2022

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- BPP คำนึงสิทธิและป้องกันการเลือกปฏิบัติและการล่วงละเมิดให้แก่พนักงานผ่านการเปิดช่องทางการสื่อสารที่ช่วยให้พนักงานสามารถแสดงความคิดเห็นเกี่ยวกับปัญหาในสถานที่ทำงานได้ โดยการมีส่วนร่วมแบบสำรวจความผูกพันของพนักงานในปี 2021 อยู่ที่ 69% ในประเทศไทย และ 93% ในประเทศจีน
- BPP ใช้วัฒนธรรมองค์กร 'Banpu Heart' ร่วมกับกลุ่มบ้านปู ซึ่งเน้นสภาพแวดล้อมการทำงานที่ชาญฉลาดและรวดเร็ว เพื่อความสำเร็จทางธุรกิจแก่กลุ่มบ้านปู โดยทางกลุ่มมุ่งเน้นการฝึกอบรมอย่างเท่าเทียมกันให้แก่พนักงานเพื่อเพิ่มทักษะและโอกาสในเติบโตของแต่ละบุคคล
- ข้อกำหนดด้านสุขภาพและความปลอดภัยเป็นมาตรฐานหลักในโรงไฟฟ้าทุกแห่งของ BPP
- BPP ช่วยเหลือชุมชนท้องถิ่นโดยเน้นการร่วมพัฒนาคุณภาพชีวิต ผ่านทาง การให้โอกาสทำงาน การตอบแทนและช่วยเหลือหากมีอันตรายหรือได้รับผลกระทบจากโรงไฟฟ้า (รวมถึงการปล่อยมลพิษ) และการให้ความรู้และฝึกอบรมแก่ชาวบ้านในพื้นที่เพื่อสร้างอาชีพระยะยาว

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- BPP มีสมาชิกในคณะกรรมการ (BOD) 10 คน โดย 4 คน เป็นกรรมการอิสระ และ 2 คนเป็นผู้หญิง
- BPP มีระบบควบคุมภายในเพื่อติดตามและประเมินความโปร่งใสและการกำกับดูแลกิจการของบริษัทฯ รวมทั้งขยายผลไปสู่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในห่วงโซ่มูลค่า (Value Chain) และห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chain) ของบริษัท รวมถึงมีช่องทางให้ผู้เกี่ยวข้องรายงานปัญหาที่น่าสงสัย
- เพื่อความยั่งยืนของธุรกิจ BPP พยายามอย่างมากที่จะลดสัดส่วนโรงไฟฟ้าถ่านหินในการลงทุนของบริษัทฯ ในขณะที่เร่งเพิ่มสัดส่วนของโครงการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติและพลังงานทดแทนเพื่อชดเชย
- BPP มีการลงทุนผ่านบริษัท Banpu NEXT (ถือหุ้น 50%) ในธุรกิจระบบการซื้อขายไฟฟ้าอัจฉริยะและระบบดิจิทัลที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจพลังงานไฟฟ้า (smart energy solutions) การผลิตและการให้บริการระบบกักเก็บพลังงาน เพื่อให้ก้าวทันแนวโน้มการเติบโตและโอกาสทางธุรกิจจากนวัตกรรมใหม่ดังกล่าว

Sources: Thanachart , Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	5,506	6,784	17,023	17,504	16,863
Cost of sales	4,391	6,824	14,623	14,317	13,799
Gross profit	1,115	(40)	2,401	3,187	3,064
% gross margin	20.2%	-0.6%	14.1%	18.2%	18.2%
Selling & administration expenses	946	1,103	1,448	1,507	1,501
Operating profit	169	(1,143)	953	1,680	1,563
% operating margin	3.1%	-16.8%	5.6%	9.6%	9.3%
Depreciation & amortization	445	581	824	849	839
EBITDA	614	(562)	1,777	2,529	2,401
% EBITDA margin	11.1%	-8.3%	10.4%	14.4%	14.2%
Non-operating income	1,021	1,034	744	728	623
Non-operating expenses	(577)	0	0	0	0
Interest expense	(243)	(249)	(795)	(1,088)	(1,318)
Pre-tax profit	370	(358)	901	1,320	867
Income tax	300	57	316	396	260
After-tax profit	70	(416)	586	924	607
% net margin	1.3%	-6.1%	3.4%	5.3%	3.6%
Shares in affiliates' Earnings	3,340	2,892	2,876	3,637	4,561
Minority interests	(81)	(47)	(255)	(638)	(629)
Extraordinary items	373	698	0	0	0
NET PROFIT	3,702	3,127	3,207	3,923	4,539
Normalized profit	3,329	2,429	3,207	3,923	4,539
EPS (Bt)	1.2	1.0	1.1	1.3	1.5
Normalized EPS (Bt)	1.1	0.8	1.1	1.3	1.5

M&A activities likely to boost its near-term earnings growth

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	7,519	9,883	18,294	12,851	11,940
Cash & cash equivalent	2,319	2,760	7,300	2,300	2,300
Account receivables	938	1,311	3,265	3,357	3,234
Inventories	505	1,186	1,602	1,569	1,512
Others	3,757	4,625	6,126	5,625	4,893
Investments & loans	32,379	39,245	44,392	63,300	72,099
Net fixed assets	8,001	23,811	23,618	23,273	22,863
Other assets	1,664	1,928	4,048	4,196	4,124
Total assets	49,563	74,867	90,352	103,619	111,026
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,067	10,968	16,360	17,800	18,692
Account payables	170	331	801	981	945
Bank overdraft & ST loans	1,454	6,551	6,045	6,098	6,819
Current LT debt	951	1,439	2,418	3,455	3,864
Others current liabilities	1,492	2,647	7,095	7,266	7,063
Total LT debt	3,481	13,965	21,763	31,098	34,778
Others LT liabilities	37	354	1,240	1,292	1,286
Total liabilities	7,585	25,287	39,363	50,191	54,757
Minority interest	869	3,944	4,199	4,837	5,466
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	30,510	30,477	30,457	30,457	30,457
Share premium	7,231	7,231	7,231	7,231	7,231
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(7,826)	(4,369)	(4,369)	(4,369)	(4,369)
Retained earnings	11,193	12,295	13,470	15,272	17,484
Shareholders' equity	41,109	45,635	46,789	48,592	50,804
Liabilities & equity	49,563	74,867	90,352	103,619	111,026

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	370	(358)	901	1,320	867
Tax paid	(297)	(115)	(225)	(439)	(240)
Depreciation & amortization	445	581	824	849	839
Chg In working capital	(86)	(894)	(1,900)	121	144
Chg In other CA & CL / minorities	3,451	6,214	5,132	3,753	4,469
Cash flow from operations	3,882	5,428	4,734	5,604	6,080
Capex	3,450	(16,390)	(595)	(460)	(380)
Right of use	(569)	(62)	(200)	(100)	(100)
ST loans & investments	(3,179)	50	600	600	600
LT loans & investments	(11,835)	(6,866)	(5,146)	(18,908)	(8,799)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	6,517	438	(1,071)	(40)	116
Cash flow from investments	(5,616)	(22,831)	(6,412)	(18,908)	(8,563)
Debt financing	(943)	16,445	8,271	10,425	4,811
Capital increase	0	(33)	(20)	0	0
Dividends paid	(1,829)	(1,981)	(2,032)	(2,121)	(2,327)
Warrants & other surplus	157	3,413	0	0	0
Cash flow from financing	(2,616)	17,844	6,218	8,304	2,483
Free cash flow	7,332	(10,963)	4,139	5,144	5,700

Resilient cash flows from IPP plants the key source for its investment budget

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	15.2	20.8	15.8	12.9	11.1
Normalized PE - at target price (x)	20.1	27.6	20.9	17.1	14.8
PE (x)	13.7	16.2	15.8	12.9	11.1
PE - at target price (x)	18.1	21.4	20.9	17.1	14.8
EV/EBITDA (x)	88.2	na	41.3	35.2	39.0
EV/EBITDA - at target price (x)	115.0	na	50.6	41.7	45.9
P/BV (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
P/BV - at target price (x)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
P/CFO (x)	13.0	9.3	10.7	9.0	8.3
Price/sales (x)	9.2	7.5	3.0	2.9	3.0
Dividend yield (%)	3.9	3.9	4.1	4.3	4.9
FCF Yield (%)	14.5	(21.7)	8.2	10.2	11.3
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	0.8	1.1	1.3	1.5
EPS	1.2	1.0	1.1	1.3	1.5
DPS	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
BV/share	13.5	15.0	15.4	16.0	16.7
CFO/share	1.3	1.8	1.6	1.8	2.0
FCF/share	2.4	(3.6)	1.4	1.7	1.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(3.2)	23.2	150.9	2.8	(3.7)
Net profit (%)	24.7	(15.5)	2.5	22.4	15.7
EPS (%)	24.7	(15.5)	2.5	22.4	15.7
Normalized profit (%)	(13.2)	(27.0)	32.0	22.4	15.7
Normalized EPS (%)	(13.2)	(27.0)	32.0	22.4	15.7
Dividend payout ratio (%)	53.5	63.3	65.0	55.0	55.0
Operating performance					
Gross margin (%)	20.2	(0.6)	14.1	18.2	18.2
Operating margin (%)	3.1	(16.8)	5.6	9.6	9.3
EBITDA margin (%)	11.1	(8.3)	10.4	14.4	14.2
Net margin (%)	1.3	(6.1)	3.4	5.3	3.6
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.4	0.6	0.8	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.4	0.4	0.7	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	0.7	na	1.2	1.5	1.2
Interest coverage - EBITDA (x)	2.5	na	2.2	2.3	1.8
ROA - using norm profit (%)	6.8	3.9	3.9	4.0	4.2
ROE - using norm profit (%)	8.3	5.6	6.9	8.2	9.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	0.2	na	1.3	1.9	1.2
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	11.1	na	10.0	13.8	13.0
- leverage (x)	1.2	1.4	1.8	2.0	2.2
- interest burden (%)	60.4	328.8	53.1	54.8	39.7
- tax burden (%)	18.8	na	65.0	70.0	70.0
WACC (%)	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
ROIC (%)	0.1	(2.6)	1.0	1.7	1.3
NOPAT (Bt m)	32	(1,143)	619	1,176	1,094
invested capital (Bt m)	44,675	64,831	69,715	86,943	93,966

Sources: Company data, Thanachart estimates

Recovering profitability on an easing of coal prices

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 65.00

(From: Bt 62.00)

18 JANUARY 2023

Downside : 11.3%

Global Power Synergy (GPSC TB)

แนวโน้มระยะยาวยังคงลุ่มเครือ

เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” GPSC แม้อัตรากำไรจากการขายไฟฟ้าของ โรงไฟฟ้า SPP จะสูงขึ้นในปี 2023-24F เรามองว่าราคาหุ้นปัจจุบันที่ PE ที่ 26 เท่าในปี 2023F นั้นไม่ได้น่าสนใจเทียบเท่ากับกำไรที่มีแนวโน้มเติบโตต่ำ ในช่วงหลังปี 2025F อีกทั้งเรายังเห็นความเสี่ยงที่สูงจากการลงทุนใหม่ที่อาจต่ำกว่าเป้าหมายที่ตลาดคาด ทั้งด้านระยะเวลาและผลตอบแทน



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ “ขาย”

เราคงคำแนะนำ “ขาย” GPSC แม้เราปรับประมาณกำไรขึ้นบนสมมติฐาน อัตรากำไรจากการขายไฟฟ้าที่สูงขึ้นของเรา และปรับราคาเป้าหมายปี 2023F ขึ้นเป็น 65 บาท (จาก 62 บาท) เนื่องจาก 1) เรามองว่าราคาหุ้นที่ 26 เท่า PE ในปี 2023F นั้นไม่น่าสนใจเทียบกับแนวโน้มกำไรที่คงตัวหลังปี 2025F 2) เรามองว่าประโยชน์จากการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของโรงไฟฟ้า SPP จะถูกชดเชยลงบางส่วนด้วยอัตรากำไรโรงไฟฟ้า IPP ที่ลดลงและ ปริมาณการผลิตไฟฟ้าที่คาดว่าจะลดลงจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำในปี 2023F 3) ธุรกิจใหม่ (โรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน และแบตเตอรี่ Li-ion) ยังคืบหน้า ได้ช้า และมีความเสี่ยงที่อาจมีผลตอบแทนที่ต่ำกว่าที่คาดไว้

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้นในระยะสั้น

เราปรับประมาณการกำไรของ GPSC ขึ้น 34/33/10% ในปี 2022-24F เนื่องจากเราเชื่อว่าอัตรากำไรจากการขายไฟฟ้าของ SPP จะอยู่ในระดับสูง เป็นพิเศษในช่วงเวลาดังกล่าว จากต้นทุนพลังงานที่ลดลงเร็วในขณะที่ค่า ไฟฟ้าประเทศปรับตัวลงตามได้ช้า ซึ่งทำให้กำไร GPSC ฟื้นตัวแข็งแกร่ง ถึง 353/18% ในปี 2023-24F หลังจากทีลดลงหนักถึง 74% ในปี 2022F ที่ โรงไฟฟ้า SPP ประสบปัญหาราคาเชื้อเพลิงพุ่งสูงขึ้นแต่รัฐบาลปรับขึ้นค่า ไฟฟ้าในอัตราที่ช้ากว่ามาก จากกระบวนการปรับราคาไฟฟ้าที่สะท้อน ต้นทุนได้ช้านี้ เราคาดว่าอัตรากำไรจากการขายไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้า SPP ของ GPSC จะเพิ่มเป็น 1.2/1.3/kWh ในปี 2023-24F จาก 0.5 บาท ในปี 2022F ก่อนจะกลับสู่ระดับปกติที่ 1.1 บาท ตั้งแต่ปี 2025F เป็นต้นไป

โครงการหลักใกล้หมดอายุ

เรามีความกังวลต่อความต่อเนื่องในธุรกิจโรงไฟฟ้าของ GPSC เนื่องจาก จะมีสัญญาโรงไฟฟ้า IPP และ SPP รวมกำลังผลิตรวม 1.3GW หมดอายุ ในช่วงปี 2022-25F ซึ่งเราคาดว่ากำไรจากโครงการพลังงานทดแทนใหม่ ซึ่งแม้จะมีขนาดใหญ่กว่าที่ 2.1GW จะสามารถเพียงชดเชยกำไรที่หายไป ได้ ทำให้การเติบโตจำกัดหลังปี 2025F เมื่อโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ใหม่ทั้งหมดเริ่มดำเนินการไปแล้ว อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ GPSC ที่ 1.1 เท่า ในปี 2022F นั้นเป็นระดับที่ใกล้กับเป้าหมายของบริษัทแล้ว ในขณะที่การลงทุนในอนาคตดูจะมุ่งเน้นไปในธุรกิจเพื่อการเติบโตใหม่ (new S-curve) มากกว่าธุรกิจโรงไฟฟ้าเดิม

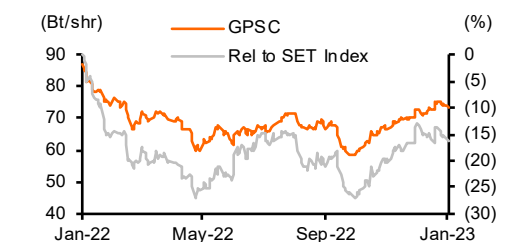
ความเสี่ยงของธุรกิจใหม่

เราเชื่อว่าการลงทุนในธุรกิจพลังงานสีเขียวและโรงไฟฟ้าแบตเตอรี่ Li-ion จะเป็น 2 กลยุทธ์การลงทุนหลักเพื่อผลักดันการเติบโตของ GPSC ในช่วง 3-5 ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตามเรามองว่ามีความไม่แน่นอนสูงในสองธุรกิจ ดังกล่าว โดย GPSC ในฐานะบริษัทการลงทุนธุรกิจสาธารณูปโภคของกลุ่มปตท. อาจต้องเร่งลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนเพื่อพันธกิจการ ลดการปล่อยคาร์บอนของกลุ่ม และอาจนำมาซึ่งผลตอบแทนที่ต่ำกว่าปกติ ส่วนการผันกิจการในกลุ่มนี้ต่อการขยายธุรกิจ EV ยังคงไม่ชัดเจน ซึ่งอาจ ทำให้การขยายโรงงานแบตเตอรี่เป็นไปได้ช้า อีกทั้งเทคโนโลยีแบตเตอรี่ ของ 24M ดูเหมือนจะไม่เหมาะที่สุดสำหรับการนำไปใช้กับ EV

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	74,874	113,180	107,759	97,312
Net profit	7,319	1,778	8,055	9,489
Consensus NP	—	2,345	6,121	8,990
Diff frm cons (%)	—	(24.2)	31.6	5.6
Norm profit	6,769	1,778	8,055	9,489
Prev. Norm profit	—	1,325	6,051	8,617
Chg frm prev (%)	—	34.2	33.1	10.1
Norm EPS (Bt)	2.4	0.6	2.9	3.4
Norm EPS grw (%)	(9.9)	(73.7)	353.0	17.8
Norm PE (x)	30.5	116.2	25.6	21.8
EV/EBITDA (x)	16.9	25.4	16.4	14.6
P/BV (x)	1.9	1.9	1.8	1.8
Div yield (%)	2.0	0.5	2.3	2.8
ROE (%)	6.4	1.6	7.3	8.3
Net D/E (%)	89.9	107.4	96.3	84.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Jan-23 (Bt)	73.25
Market Cap (US\$ m)	6,239.1
Listed Shares (m shares)	2,819.7
Free Float (%)	24.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	14.5
12M Price H/L (Bt)	87.25/58.25
Sector	Utilities
Major Shareholder	PTT Group 67.27%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P29

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

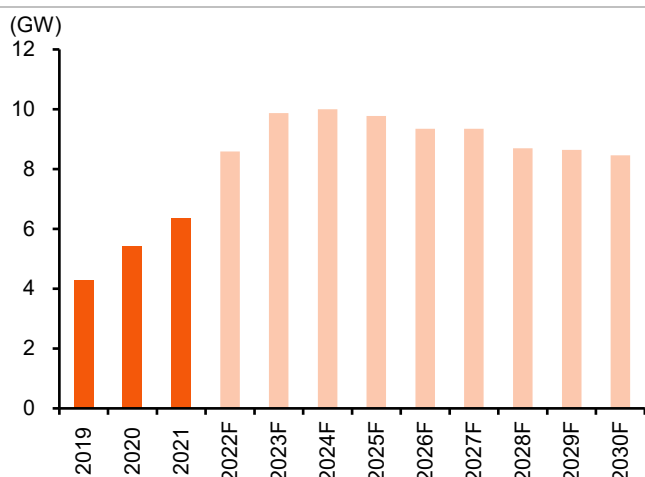


Ex 1: Changes In Our Key Assumptions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Gas pool price (Bt/mmbtu)						
New	245	266	475	360	325	332
Old			475	420	340	350
Change (%)			-	(14.3)	(4.4)	(1.0)
National electricity tariff (Bt/kWh)						
New	3.64	3.61	4.20	4.80	4.34	4.20
Old			4.20	4.90	4.30	4.10
Change (%)			-	(2.0)	0.9	2.4
Average SPP throughput margin (Bt/kWh)						
New	1.00	1.11	0.47	1.00	1.21	1.20
Old			0.38	0.77	1.03	1.25

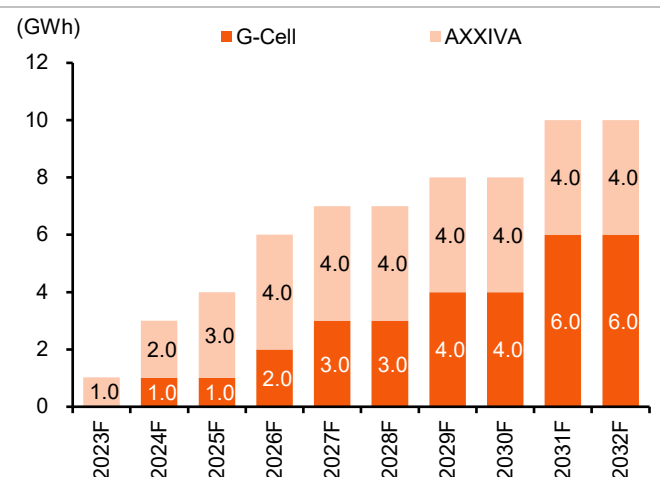
Sources: Company data, Energy Policy and Planning Office (EPPO), Thanachart estimates

Ex 2: Long-Term Capacity Outlook



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Our Assumptions For Its Li-ion Battery Business



Source: Thanachart estimates

Ex 4: 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	19,732	21,461	20,448	19,932	19,807	19,816	19,239	18,137	17,758	18,206	18,854	
Free cash flow	6,993	12,140	906	18,263	17,155	17,206	17,109	16,213	16,036	16,395	17,275	215,969
PV of free cash flow	6,657	11,001	782	14,995	13,123	12,474	11,757	10,560	9,900	9,592	9,140	114,266
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	5.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	224,246											
Net debt (2022F)	125,941											
Minority interest	9,766											
Equity value	88,538											
# of shares (m)	2,820											
Valuation/share (Bt)	31.4											

	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%	5,252	1.9
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	6.0%	17,973	6.4
Avaada	DCF	6.5%	14,395	5.1
Taiwan wind farms	DCF	6.0%	3,189	1.1
Li-ion battery business	DCF	8.0%	27,735	9.8
Total				27.2
Plus potential				
Renewable projects	DCF	6.0%	18,470	6.4
Total				6.4
Grand total				65.0

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี (GPSC) เกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการระหว่าง PTTUT และ IPT ในเดือนมกราคม 2013 โดยเป็นบริษัทหลักในการลงทุนในธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าของกลุ่ม PTT โดยมี 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

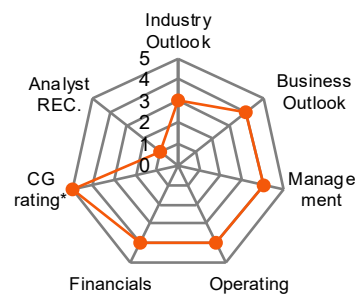
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	76.30	65.00	-15%
Net profit 22F (Bt m)	2,345	1,778	-24%
Net profit 23F (Bt m)	6,121	8,055	32%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 6	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2023F ของเราสูงกว่าตลาด 32% เนื่องจากเราสมมติให้อัตรากำไรจาก SPP แข็งแกร่งขึ้น
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า 15% ซึ่งเราเชื่อว่าเกิดจากมุมมองเชิงลบมากขึ้นเกี่ยวกับส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจ S-curve ใหม่ของ GPSC (โครงการพลังงานหมุนเวียนและแบตเตอรี่ Li-ion)

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
- พืงพียงนโยบายของกลุ่มในการตัดสินใจลงทุนที่สำคัญ

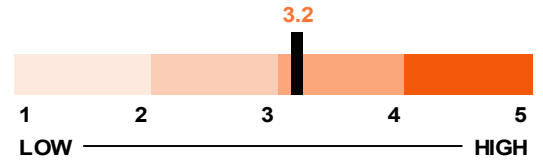
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวของอัตรากำไรของ SPP ที่เร็วกว่าคาด ไม่ว่าจะมาจากด้านต้นทุนหรือราคาขายไฟฟ้า เป็นความเสี่ยงทางบวกต่อประมาณการและราคาเป้าหมายของเรา
- การพัฒนาโรงงานแบตเตอรี่ Li-ion ได้เร็วกว่าคาด ทั้งที่อยู่ในประเทศไทยและจีน เป็นความเสี่ยงทางบวกอีกประการหนึ่งต่อประมาณการกำไร และมูลค่าพื้นฐานของเรา
- การลงทุนได้รวดเร็ว หรืออัตราผลตอบแทนจากการเข้าซื้อสินทรัพย์ และโครงการใหม่ที่ดีหรือเร็วกว่าสมมติฐานของเรา จะเป็นความเสี่ยงทางบวกต่อประมาณการ

Source: Thanachart

GPSC เป็นบริษัทด้านสาธารณูปโภคของกลุ่ม PTT มีกำลังการผลิตไฟฟ้า 6.1GW ในปี 2022 โดยเป็น ก๊าซ 52% ถ่านหิน 17% และพลังงานทดแทน 31% นโยบาย ESG ของบริษัทฯ ค่อนข้างแข็งแกร่ง เนื่องจากต้องดำเนินการให้สอดคล้องกับกลุ่ม PTT ดังนั้นเราจึงให้คะแนน ESG ที่ 3.2 แต่เราเห็นปัจจัยลบบางประการเกี่ยวกับความยั่งยืนทางธุรกิจและด้านนวัตกรรม

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
GPSC	YES	YES	YES	B	65.15	69.99	88.44	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- GPSC มีเป้าหมายเดียวกันกับกลุ่ม ปตท. ในการบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050 และการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2060 ซึ่งเร็วกว่าเป้าหมายของประเทศเล็กน้อย แผนระยะสั้นของบริษัทฯ คือการเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนเป็น 50% ของกำลังการผลิตภายในปี 2030 (จาก 31% ในปี 2022) และลดการปล่อยคาร์บอนลง 10% ในปี 2025 และ 35% ในปี 2030 จากฐานของปี 2020
- GPSC จัดสรรงบประมาณประจำปีสำหรับอุปกรณ์และเทคโนโลยีการลดการปล่อยมลพิษ ตามนโยบายการกำหนดราคาคาร์บอนภายในเพื่อลดมลพิษทางอากาศและน้ำจากโรงไฟฟ้า
- บริษัทฯ ใช้แนวทาง 3Rs (Reduce, Reuse, Recycle) เพื่อลดการสร้างขยะจากทุกกิจกรรมทางธุรกิจ
- GPSC ประหยัดการใช้ไฟฟ้าได้ 1.78MWh ผ่านมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพและการลงทุนในโซลาร์รูฟท็อป ขณะที่การปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) อยู่ที่ 0.44kg เทียบเท่า CO2 ต่อ KWh ของการผลิตไฟฟ้าในปี 2021

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- GPSC ยึดถือหลักการชี้แนะสหประชาชาติ (UN Guiding Principles: UNGP) ในการพัฒนานโยบายด้านสิทธิมนุษยชนเพื่อปกป้องสิทธิของพนักงานและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดโดยตรง
- GPSC มุ่งมั่นที่จะจัดหาแพลตฟอร์มการพัฒนาตนเอง และสร้างเส้นทางอาชีพที่ชัดเจนให้กับพนักงาน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความเชื่อของบริษัทฯ ที่ว่าความสำเร็จของธุรกิจขึ้นอยู่กับ 1) แผนการสืบทอดตำแหน่งภายในองค์กร 2) การเตรียมความพร้อมเพื่อให้พนักงานทันต่อการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรม 3) สร้างขวัญกำลังใจ/ความสามัคคีในหมู่พนักงาน และ 4) การสร้างแบรนด์นายจ้างที่ดี
- GPSC ให้ความร่วมมือกับหน่วยงานธุรกิจอื่นๆ ในกลุ่ม ปตท. ในการสนับสนุนการบริจาคเงินแก่ชุมชนรอบโรงไฟฟ้าและโรงงานอื่นๆ ซึ่งมีผลอย่างมากในการส่งเสริมเศรษฐกิจท้องถิ่นและคุณภาพชีวิต

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการของ GPSC ประกอบด้วยกรรมการ 12 คน โดยเป็นกรรมการอิสระ 7 คน และเป็นผู้หญิง 1 คน
- เราเห็นว่ากรการกำกับดูแลกิจการที่ดีของ GPSC (รวมถึง ความโปร่งใส) นั้นแข็งแกร่งมาก ซึ่งสอดคล้องกับระเบียบปฏิบัติของกลุ่ม ปตท.
- เรามีความกังวลเล็กน้อยเกี่ยวกับความยั่งยืนทางธุรกิจของ GPSC เนื่องจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้าสำหรับโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่บางแห่งกำลังจะหมดอายุลง และปัจจุบันนี้จะเป็นเรื่องยากที่จะหาโอกาสในการลงทุนเพื่อซื้อโรงไฟฟ้าใหม่เพื่อชดเชยโรงเก่าท่ามกลางสถานการณ์ตลาดในปัจจุบัน
- GPSC มีความคิดริเริ่มที่ดีผ่านการลงทุนในเทคโนโลยีแบตเตอรี่ Li-ion ของ 24M ในปี 2017 อย่างไรก็ตาม ยังไม่ถึงขั้นดำเนินการเชิงพาณิชย์ แม้ว่าจะมีการเปิดตัวต้นแบบผลิตภัณฑ์ต่างๆ ไปแล้ว โดยได้รับการสนับสนุนจากกลุ่ม ปตท.

Sources: Thanachart, Company note

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	69,578	74,874	113,180	107,759	97,312
Cost of sales	56,448	63,616	107,459	95,214	83,302
Gross profit	13,129	11,258	5,721	12,545	14,010
% gross margin	18.9%	15.0%	5.1%	11.6%	14.4%
Selling & administration expenses	1,951	2,095	1,885	1,942	2,000
Operating profit	11,178	9,163	3,836	10,603	12,010
% operating margin	16.1%	12.2%	3.4%	9.8%	12.3%
Depreciation & amortization	8,706	9,314	9,230	9,268	9,593
EBITDA	19,885	18,477	13,066	19,871	21,603
% EBITDA margin	28.6%	24.7%	11.5%	18.4%	22.2%
Non-operating income	1,405	1,483	1,053	1,070	1,185
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,024)	(3,860)	(4,275)	(4,455)	(3,988)
Pre-tax profit	8,560	6,786	613	7,219	9,207
Income tax	993	1,031	49	722	1,013
After-tax profit	7,567	5,754	564	6,497	8,194
% net margin	10.9%	7.7%	0.5%	6.0%	8.4%
Shares in affiliates' Earnings	924	1,536	1,567	2,401	2,359
Minority interests	(982)	(522)	(353)	(843)	(1,064)
Extraordinary items	(1)	550	0	0	0
NET PROFIT	7,508	7,319	1,778	8,055	9,489
Normalized profit	7,509	6,769	1,778	8,055	9,489
EPS (Bt)	2.7	2.6	0.6	2.9	3.4
Normalized EPS (Bt)	2.7	2.4	0.6	2.9	3.4

*Faster-than-expected
near-term earnings
recovery*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	43,454	45,490	63,068	50,351	51,395
Cash & cash equivalent	20,289	13,793	20,000	10,000	15,000
Account receivables	9,084	13,441	15,504	14,762	13,330
Inventories	6,253	6,938	11,776	10,434	9,129
Others	7,828	11,318	15,787	15,155	13,936
Investments & loans	17,376	37,660	44,522	54,560	55,238
Net fixed assets	99,978	95,581	92,858	88,114	89,424
Other assets	95,849	91,648	111,746	106,136	97,416
Total assets	256,656	270,379	312,194	299,161	293,472
LIABILITIES:					
Current liabilities:	22,063	23,036	37,167	34,825	31,228
Account payables	6,746	6,407	13,248	11,739	10,270
Bank overdraft & ST loans	0	0	5,838	5,148	4,925
Current LT debt	11,993	9,121	9,807	8,649	8,274
Others current liabilities	3,324	7,508	8,274	9,290	7,759
Total LT debt	102,239	110,474	130,296	114,903	109,930
Others LT liabilities	20,487	19,121	27,455	26,166	23,757
Total liabilities	144,789	152,632	194,919	175,893	164,915
Minority interest	8,966	9,413	9,766	10,610	11,673
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	24,354	29,504	33,730
Shareholders' equity	102,901	108,334	107,509	112,658	116,884
Liabilities & equity	256,656	270,379	312,194	299,161	293,472

*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	613	7,219	9,207
Tax paid	(993)	(1,031)	(49)	(722)	(1,013)
Depreciation & amortization	8,706	9,314	9,230	9,268	9,593
Chg In working capital	83	(5,381)	(59)	575	1,268
Chg In other CA & CL / minorities	(3,391)	3,198	(2,137)	4,050	1,923
Cash flow from operations	12,965	12,885	7,598	20,390	20,978
Capex	(7,235)	(4,715)	(4,200)	(2,215)	(8,590)
Right of use	(2,973)	78	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(68)	(1,408)	0	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	(14,021)	2,061	4,172
Cash flow from investments	(4,751)	(22,804)	(25,133)	(10,242)	(5,145)
Debt financing	(2,229)	5,308	26,346	(17,242)	(5,570)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,666)	(4,230)	(2,604)	(2,905)	(5,263)
Warrants & other surplus	(1,834)	2,344	0	0	0
Cash flow from financing	(7,729)	3,422	23,743	(20,147)	(10,833)
Free cash flow	5,730	8,170	3,398	18,175	12,388

We still expect flat earnings despite its huge capex over 2022-24F

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	27.5	30.5	116.2	25.6	21.8
Normalized PE - at target price (x)	24.5	27.2	103.4	22.8	19.4
PE (x)	27.5	28.2	116.2	25.6	21.8
PE - at target price (x)	24.5	25.1	103.4	22.8	19.4
EV/EBITDA (x)	15.1	16.9	25.4	16.4	14.6
EV/EBITDA - at target price (x)	14.0	15.7	23.7	15.2	13.5
P/BV (x)	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8
P/BV - at target price (x)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
P/CFO (x)	15.9	16.0	27.2	10.1	9.8
Price/sales (x)	3.0	2.8	1.8	1.9	2.1
Dividend yield (%)	2.0	2.0	0.5	2.3	2.8
FCF Yield (%)	2.8	4.0	1.6	8.8	6.0
(Bt)					
Normalized EPS	2.7	2.4	0.6	2.9	3.4
EPS	2.7	2.6	0.6	2.9	3.4
DPS	1.5	1.5	0.3	1.7	2.0
BV/share	36.5	38.4	38.1	40.0	41.5
CFO/share	4.6	4.6	2.7	7.2	7.4
FCF/share	2.0	2.9	1.2	6.4	4.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	4.5	7.6	51.2	(4.8)	(9.7)
Net profit (%)	84.9	(2.5)	(75.7)	353.0	17.8
EPS (%)	38.5	(2.5)	(75.7)	353.0	17.8
Normalized profit (%)	100.6	(9.9)	(73.7)	353.0	17.8
Normalized EPS (%)	50.3	(9.9)	(73.7)	353.0	17.8
Dividend payout ratio (%)	56.3	57.8	55.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	18.9	15.0	5.1	11.6	14.4
Operating margin (%)	16.1	12.2	3.4	9.8	12.3
EBITDA margin (%)	28.6	24.7	11.5	18.4	22.2
Net margin (%)	10.9	7.7	0.5	6.0	8.4
D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.0	1.2	1.0	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.9	1.1	1.0	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	2.8	2.4	0.9	2.4	3.0
Interest coverage - EBITDA (x)	4.9	4.8	3.1	4.5	5.4
ROA - using norm profit (%)	3.0	2.6	0.6	2.6	3.2
ROE - using norm profit (%)	7.4	6.4	1.6	7.3	8.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.4	5.4	0.5	5.9	7.1
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
- operating margin (%)	18.1	14.2	4.3	10.8	13.6
- leverage (x)	2.5	2.5	2.7	2.8	2.6
- interest burden (%)	68.0	63.7	12.5	61.8	69.8
- tax burden (%)	88.4	84.8	92.0	90.0	89.0
WACC (%)	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
ROIC (%)	5.0	3.9	1.6	4.1	4.6
NOPAT (Bt m)	9,882	7,770	3,529	9,543	10,689
invested capital (Bt m)	196,845	214,137	233,450	231,357	225,013

Sources: Company data, Thanachart estimates

BCPG Pcl

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	4,231	4,669	5,606	5,552	5,842
Cost of sales	1,436	1,608	1,902	2,189	2,674
Gross profit	2,794	3,061	3,704	3,363	3,168
% gross margin	66.1%	65.6%	66.1%	60.6%	54.2%
Selling & administration expenses	532	588	687	745	867
Operating profit	2,262	2,473	3,017	2,617	2,301
% operating margin	53.5%	53.0%	53.8%	47.1%	39.4%
Depreciation & amortization	1,078	1,180	1,099	1,299	1,606
EBITDA	3,340	3,653	4,116	3,916	3,907
% EBITDA margin	79.0%	78.2%	73.4%	70.5%	66.9%
Non-operating income	29	72	119	115	67
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(820)	(787)	(821)	(915)	(744)
Pre-tax profit	1,472	1,757	2,315	1,818	1,624
Income tax	33	99	219	176	207
After-tax profit	1,439	1,658	2,096	1,642	1,417
% net margin	34.0%	35.5%	37.4%	29.6%	24.3%
Shares in affiliates' Earnings	460	600	108	17	28
Minority interests	1	0	0	0	0
Extraordinary items	12	(247)	0	0	0
NET PROFIT	1,912	2,011	2,204	1,659	1,445
Normalized profit	1,900	2,258	2,204	1,659	1,445
EPS (Bt)	0.8	0.7	0.8	0.6	0.5
Normalized EPS (Bt)	0.8	0.8	0.8	0.6	0.5

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	12,493	13,933	27,243	12,237	7,345
Cash & cash equivalent	11,138	11,228	25,000	10,000	5,000
Account receivables	1,219	2,317	1,843	1,825	1,921
Inventories	0	0	0	0	0
Others	135	389	400	412	425
Investments & loans	11,723	13,486	3,186	4,060	5,439
Net fixed assets	14,668	17,372	18,687	23,418	27,242
Other assets	12,336	13,931	13,676	13,422	13,167
Total assets	51,220	58,721	62,792	53,137	53,193
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,046	4,678	6,312	4,804	5,221
Account payables	540	888	938	1,079	1,319
Bank overdraft & ST loans	1,771	0	1,587	1,057	1,020
Current LT debt	1,678	3,527	3,601	2,425	2,658
Others current liabilities	58	263	185	242	224
Total LT debt	23,219	25,574	26,555	17,664	16,713
Others LT liabilities	1,405	1,241	1,432	1,441	1,512
Total liabilities	28,671	31,493	34,299	23,909	23,446
Minority interest	69	69	69	69	69
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	13,202	14,470	14,470	14,470	14,470
Share premium	6,990	7,753	7,753	7,753	7,753
Warrants	2	24	24	24	24
Surplus	(1,641)	(144)	(144)	(144)	(144)
Retained earnings	3,927	5,056	6,321	7,055	7,575
Shareholders' equity	22,480	27,160	28,425	29,159	29,679
Liabilities & equity	51,220	58,721	62,792	53,137	53,193

Sources: Company data, Thanachart estimates

BCPG Pcl

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,472	1,757	2,315	1,818	1,624
Tax paid	(25)	(45)	(239)	(161)	(212)
Depreciation & amortization	1,078	1,180	1,099	1,299	1,606
Chg In working capital	(438)	(749)	524	159	144
Chg In other CA & CL / minorities	104	585	38	47	3
Cash flow from operations	2,191	2,728	3,737	3,163	3,165
Capex	(2,070)	(3,884)	(2,414)	(6,030)	(5,430)
Right of use	(397)	(36)	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	1,901	(1,763)	10,300	(874)	(1,379)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(3,996)	(2,091)	465	283	345
Cash flow from investments	(4,563)	(7,774)	8,331	(6,641)	(6,484)
Debt financing	7,002	2,467	2,643	(10,597)	(756)
Capital increase	7,270	2,031	0	0	0
Dividends paid	(639)	(882)	(941)	(926)	(926)
Warrants & other surplus	(1,569)	1,520	1	1	1
Cash flow from financing	12,064	5,136	1,704	(11,522)	(1,680)
Free cash flow	121	(1,157)	1,323	(2,867)	(2,265)

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	12.7	13.2	13.5	18.0	20.6
Normalized PE - at target price (x)	19.7	20.5	21.0	27.9	32.1
PE (x)	12.6	14.8	13.5	18.0	20.6
PE - at target price (x)	19.5	23.0	21.0	27.9	32.1
EV/EBITDA (x)	11.9	13.1	8.9	10.5	11.6
EV/EBITDA - at target price (x)	15.8	17.6	12.9	14.7	15.8
P/BV (x)	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0
P/BV - at target price (x)	2.1	1.7	1.6	1.6	1.6
P/CFO (x)	11.0	10.9	8.0	9.4	9.4
Price/sales (x)	7.1	6.4	5.3	5.4	5.1
Dividend yield (%)	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1
FCF Yield (%)	0.5	(3.9)	4.4	(9.6)	(7.6)
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	0.8	0.8	0.6	0.5
EPS	0.8	0.7	0.8	0.6	0.5
DPS	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
BV/share	7.8	9.4	9.8	10.1	10.3
CFO/share	0.9	0.9	1.3	1.1	1.1
FCF/share	0.1	(0.4)	0.5	(1.0)	(0.8)

Sources: Company data, Thanachart estimates

BCPG Pcl

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	23.5	10.4	20.1	(1.0)	5.2
Net profit (%)	6.2	5.2	9.6	(24.7)	(12.9)
EPS (%)	0.7	(15.1)	9.6	(24.7)	(12.9)
Normalized profit (%)	10.1	18.8	(2.4)	(24.7)	(12.9)
Normalized EPS (%)	4.5	(4.1)	(2.4)	(24.7)	(12.9)
Dividend payout ratio (%)	49.9	47.5	42.0	55.8	64.1
Operating performance					
Gross margin (%)	66.1	65.6	66.1	60.6	54.2
Operating margin (%)	53.5	53.0	53.8	47.1	39.4
EBITDA margin (%)	79.0	78.2	73.4	70.5	66.9
Net margin (%)	34.0	35.5	37.4	29.6	24.3
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.1	1.1	0.7	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.2	0.4	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	2.8	3.1	3.7	2.9	3.1
Interest coverage - EBITDA (x)	4.1	4.6	5.0	4.3	5.3
ROA - using norm profit (%)	4.3	4.1	3.6	2.9	2.7
ROE - using norm profit (%)	10.0	9.1	7.9	5.8	4.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.6	6.7	7.5	5.7	4.8
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	54.2	54.5	55.9	49.2	40.5
- leverage (x)	2.3	2.2	2.2	2.0	1.8
- interest burden (%)	64.2	69.1	73.8	66.5	68.6
- tax burden (%)	97.8	94.4	90.5	90.3	87.3
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	6.5	6.1	6.1	6.7	5.0
NOPAT (Bt m)	2,212	2,333	2,732	2,364	2,008
invested capital (Bt m)	38,010	45,033	35,168	40,306	45,070

Sources: Company data, Thanachart estimates

CK Power Pcl

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	6,695	8,798	10,608	10,212	9,758
Cost of sales	5,990	6,520	8,329	7,836	7,434
Gross profit	705	2,278	2,279	2,375	2,323
% gross margin	10.5%	25.9%	21.5%	23.3%	23.8%
Selling & administration expenses	428	494	629	612	584
Operating profit	277	1,783	1,650	1,764	1,739
% operating margin	4.1%	20.3%	15.6%	17.3%	17.8%
Depreciation & amortization	1,598	1,611	1,541	2,525	2,465
EBITDA	1,875	3,395	3,191	4,289	4,205
% EBITDA margin	28.0%	38.6%	30.1%	42.0%	43.1%
Non-operating income	482	537	493	456	456
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(996)	(1,070)	(1,144)	(1,166)	(1,194)
Pre-tax profit	(236)	1,250	998	1,053	1,001
Income tax	(16)	61	65	100	87
After-tax profit	(221)	1,189	933	953	914
% net margin	-3.3%	13.5%	8.8%	9.3%	9.4%
Shares in affiliates' Earnings	496	1,380	1,818	1,820	1,628
Minority interests	207	(572)	(481)	(605)	(533)
Extraordinary items	(78)	183	0	0	0
NET PROFIT	405	2,179	2,270	2,168	2,009
Normalized profit	483	1,996	2,270	2,168	2,009
EPS (Bt)	0.0	0.3	0.3	0.3	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	10,566	9,712	8,063	7,967	7,859
Cash & cash equivalent	8,901	7,084	5,002	5,002	5,002
Account receivables	1,054	1,557	1,878	1,808	1,727
Inventories	61	68	87	81	77
Others	551	1,003	1,097	1,076	1,053
Investments & loans	20,069	24,901	26,261	30,339	34,417
Net fixed assets	8,919	8,491	7,743	6,013	5,488
Other assets	27,484	25,874	25,106	24,336	23,564
Total assets	67,038	68,977	67,172	68,655	71,327
LIABILITIES:					
Current liabilities:	6,275	3,394	4,071	3,970	4,044
Account payables	620	927	1,184	1,114	1,057
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	5,544	2,331	2,722	2,698	2,830
Others current liabilities	111	136	165	158	158
Total LT debt	24,961	28,979	24,495	24,283	25,468
Others LT liabilities	764	474	505	523	539
Total liabilities	32,000	32,847	29,070	28,776	30,051
Minority interest	11,264	11,296	11,777	12,382	12,915
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	8,129	8,129	8,129	8,129	8,129
Share premium	13,319	13,319	13,319	13,319	13,319
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	373	(462)	(462)	(462)	(462)
Retained earnings	1,953	3,847	5,338	6,510	7,375
Shareholders' equity	23,774	24,834	26,324	27,497	28,361
Liabilities & equity	67,038	68,977	67,172	68,655	71,327

Sources: Company data, Thanachart estimates

CK Power Pcl

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(236)	1,250	998	1,053	1,001
Tax paid	18	(42)	(65)	(100)	(87)
Depreciation & amortization	1,598	1,611	1,541	2,525	2,465
Chg In working capital	168	(203)	(82)	5	27
Chg In other CA & CL / minorities	39	835	1,752	1,833	1,651
Cash flow from operations	1,587	3,451	4,144	5,317	5,059
Capex	(1,233)	(1,142)	(771)	(771)	(1,913)
Right of use	(423)	(31)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(66)	(394)	0	0	0
LT loans & investments	(468)	(4,832)	(1,359)	(4,078)	(4,078)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,769	1,412	826	814	810
Cash flow from investments	(422)	(4,987)	(1,355)	(4,085)	(5,230)
Debt financing	3,005	839	(4,093)	(235)	1,317
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(774)	(824)	(779)	(996)	(1,145)
Warrants & other surplus	595	(296)	0	0	0
Cash flow from financing	2,827	(280)	(4,872)	(1,231)	172
Free cash flow	354	2,309	3,374	4,546	3,146

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	76.4	18.5	16.3	17.0	18.4
Normalized PE - at target price (x)	109.4	26.5	23.3	24.4	26.3
PE (x)	91.2	16.9	16.3	17.0	18.4
PE - at target price (x)	130.6	24.2	23.3	24.4	26.3
EV/EBITDA (x)	31.2	18.0	18.5	13.7	14.3
EV/EBITDA - at target price (x)	39.7	22.7	23.5	17.4	18.1
P/BV (x)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3
P/BV - at target price (x)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9
P/CFO (x)	23.3	10.7	8.9	6.9	7.3
Price/sales (x)	5.5	4.2	3.5	3.6	3.8
Dividend yield (%)	0.8	1.8	2.5	2.9	3.3
FCF Yield (%)	1.0	6.3	9.1	12.3	8.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2
EPS	0.0	0.3	0.3	0.3	0.2
DPS	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	2.9	3.1	3.2	3.4	3.5
CFO/share	0.2	0.4	0.5	0.7	0.6
FCF/share	0.0	0.3	0.4	0.6	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

CK Power Pcl

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(20.1)	31.4	20.6	(3.7)	(4.4)
Net profit (%)	(47.4)	438.4	4.2	(4.5)	(7.3)
EPS (%)	(49.6)	438.4	4.2	(4.5)	(7.3)
Normalized profit (%)	96.1	313.4	13.7	(4.5)	(7.3)
Normalized EPS (%)	87.6	313.4	13.7	(4.5)	(7.3)
Dividend payout ratio (%)	70.3	29.8	40.0	50.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	10.5	25.9	21.5	23.3	23.8
Operating margin (%)	4.1	20.3	15.6	17.3	17.8
EBITDA margin (%)	28.0	38.6	30.1	42.0	43.1
Net margin (%)	(3.3)	13.5	8.8	9.3	9.4
D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	0.7	2.9	3.3	3.2	2.9
ROE - using norm profit (%)	2.0	8.2	8.9	8.1	7.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	4.9	3.6	3.5	3.3
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
- operating margin (%)	na	26.4	20.2	21.7	22.5
- leverage (x)	2.8	2.8	2.7	2.5	2.5
- interest burden (%)	(31.1)	53.9	46.6	47.5	45.6
- tax burden (%)	na	95.1	93.5	90.5	91.3
WACC (%)	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
ROIC (%)	0.6	3.7	3.1	3.3	3.2
NOPAT (Bt m)	277	1,696	1,542	1,596	1,588
invested capital (Bt m)	45,379	49,060	48,539	49,476	51,657

Sources: Company data, Thanachart estimates

Energy Absolute

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	17,080	20,174	29,654	45,472	52,180
Cost of sales	9,271	11,893	19,004	31,189	37,436
Gross profit	7,808	8,280	10,651	14,283	14,743
% gross margin	45.7%	41.0%	35.9%	31.4%	28.3%
Selling & administration expenses	1,278	1,437	1,961	2,553	2,774
Operating profit	6,530	6,843	8,690	11,731	11,969
% operating margin	38.2%	33.9%	29.3%	25.8%	22.9%
Depreciation & amortization	2,844	2,896	3,186	3,358	3,783
EBITDA	9,373	9,739	11,876	15,089	15,752
% EBITDA margin	54.9%	48.3%	40.0%	33.2%	30.2%
Non-operating income	120	384	148	227	261
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,637)	(1,388)	(1,353)	(1,276)	(1,244)
Pre-tax profit	5,013	5,840	7,485	10,682	10,986
Income tax	(18)	3	37	53	55
After-tax profit	5,031	5,837	7,448	10,629	10,931
% net margin	29.5%	28.9%	25.1%	23.4%	20.9%
Shares in affiliates' Earnings	(61)	14	368	773	1,261
Minority interests	157	171	(543)	(2,195)	(2,004)
Extraordinary items	78	79	0	0	0
NET PROFIT	5,205	6,100	7,272	9,207	10,188
Normalized profit	5,127	6,021	7,272	9,207	10,188
EPS (Bt)	1.4	1.6	1.9	2.5	2.7
Normalized EPS (Bt)	1.4	1.6	1.9	2.5	2.7

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	7,389	11,650	15,166	21,871	24,833
Cash & cash equivalent	2,962	2,944	3,017	3,017	3,017
Account receivables	2,750	3,690	4,875	7,475	8,577
Inventories	833	1,483	2,083	3,418	4,103
Others	843	3,532	5,192	7,962	9,136
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	55,857	58,421	59,278	62,765	67,377
Other assets	15,238	15,406	14,649	14,834	15,023
Total assets	78,484	85,476	89,093	99,470	107,234
LIABILITIES:					
Current liabilities:	13,564	12,676	13,244	15,667	15,886
Account payables	373	358	781	1,282	1,538
Bank overdraft & ST loans	2,674	1,877	1,955	1,844	1,772
Current LT debt	9,342	7,580	7,429	7,007	6,734
Others current liabilities	1,176	2,860	3,078	5,535	5,841
Total LT debt	31,090	33,777	29,717	28,026	26,936
Others LT liabilities	4,203	3,921	4,865	5,579	5,440
Total liabilities	48,857	50,375	47,826	49,273	48,263
Minority interest	1,815	2,601	3,144	5,339	7,343
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	373	373	373	373	373
Share premium	3,681	3,681	3,681	3,681	3,681
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(428)	(720)	(720)	(720)	(720)
Retained earnings	24,186	29,167	34,789	41,525	48,294
Shareholders' equity	27,812	32,501	38,123	44,858	51,627
Liabilities & equity	78,484	85,476	89,093	99,470	107,234

Sources: Company data, Thanachart estimates

Energy Absolute

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	5,013	5,840	7,485	10,682	10,986
Tax paid	18	(3)	(37)	(53)	(55)
Depreciation & amortization	2,844	2,896	3,186	3,358	3,783
Chg In working capital	(73)	(1,604)	(1,361)	(3,435)	(1,531)
Chg In other CA & CL / minorities	449	(326)	(1,074)	461	392
Cash flow from operations	8,251	6,802	8,199	11,013	13,576
Capex	(7,216)	(5,332)	(3,950)	(6,750)	(8,299)
Right of use	(1,892)	(83)	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	(4)	7	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(6,631)	(196)	1,627	454	(404)
Cash flow from investments	(15,743)	(5,604)	(2,343)	(6,316)	(8,723)
Debt financing	1,171	194	(4,133)	(2,225)	(1,434)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,119)	(1,119)	(1,650)	(2,472)	(3,419)
Warrants & other surplus	361	(292)	0	0	0
Cash flow from financing	414	(1,216)	(5,783)	(4,697)	(4,853)
Free cash flow	1,035	1,470	4,249	4,263	5,276

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	64.9	55.3	45.8	36.2	32.7
Normalized PE - at target price (x)	72.8	62.0	51.3	40.5	36.6
PE (x)	64.0	54.6	45.8	36.2	32.7
PE - at target price (x)	71.7	61.1	51.3	40.5	36.6
EV/EBITDA (x)	39.8	38.3	31.1	24.3	23.2
EV/EBITDA - at target price (x)	44.1	42.4	34.4	27.0	25.7
P/BV (x)	12.0	10.2	8.7	7.4	6.4
P/BV - at target price (x)	13.4	11.5	9.8	8.3	7.2
P/CFO (x)	40.3	48.9	40.6	30.2	24.5
Price/sales (x)	19.5	16.5	11.2	7.3	6.4
Dividend yield (%)	0.3	0.3	0.7	0.8	1.2
FCF Yield (%)	0.3	0.4	1.3	1.3	1.6
(Bt)					
Normalized EPS	1.4	1.6	1.9	2.5	2.7
EPS	1.4	1.6	1.9	2.5	2.7
DPS	0.3	0.3	0.6	0.7	1.1
BV/share	7.5	8.7	10.2	12.0	13.8
CFO/share	2.2	1.8	2.2	3.0	3.6
FCF/share	0.3	0.4	1.1	1.1	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Energy Absolute

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	14.7	18.1	47.0	53.3	14.8
Net profit (%)	(14.4)	17.2	19.2	26.6	10.6
EPS (%)	(14.4)	17.2	19.2	26.6	10.6
Normalized profit (%)	(13.4)	17.4	20.8	26.6	10.6
Normalized EPS (%)	(13.4)	17.4	20.8	26.6	10.6
Dividend payout ratio (%)	21.5	18.3	30.0	30.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	45.7	41.0	35.9	31.4	28.3
Operating margin (%)	38.2	33.9	29.3	25.8	22.9
EBITDA margin (%)	54.9	48.3	40.0	33.2	30.2
Net margin (%)	29.5	28.9	25.1	23.4	20.9
D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.2	0.9	0.7	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	1.4	1.1	0.9	0.7	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	6.9	7.3	8.3	9.8	9.9
ROE - using norm profit (%)	20.0	20.0	20.6	22.2	21.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	19.7	19.4	21.1	25.6	22.7
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.3	0.5	0.5
- operating margin (%)	38.9	35.8	29.8	26.3	23.4
- leverage (x)	2.9	2.7	2.5	2.3	2.1
- interest burden (%)	75.4	80.8	84.7	89.3	89.8
- tax burden (%)	100.4	99.9	99.5	99.5	99.5
WACC (%)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
ROIC (%)	11.9	10.1	11.9	15.7	15.1
NOPAT (Bt m)	6,553	6,839	8,646	11,672	11,909
invested capital (Bt m)	67,955	72,792	74,208	78,718	84,053

Sources: Company data, Thanachart estimates

Electricity Generating

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	33,578	35,903	35,816	35,405	33,104
Cost of sales	25,258	27,560	27,140	26,911	25,181
Gross profit	8,320	8,343	8,676	8,494	7,923
% gross margin	24.8%	23.2%	24.2%	24.0%	23.9%
Selling & administration expenses	2,613	2,646	2,673	2,708	2,748
Operating profit	5,707	5,697	6,003	5,786	5,175
% operating margin	17.0%	15.9%	16.8%	16.3%	15.6%
Depreciation & amortization	3,131	3,124	3,050	3,072	3,094
EBITDA	8,838	8,821	9,053	8,858	8,269
% EBITDA margin	26.3%	24.6%	25.3%	25.0%	25.0%
Non-operating income	2,413	2,234	2,120	1,664	1,291
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,869)	(3,714)	(4,222)	(4,082)	(3,733)
Pre-tax profit	4,250	4,216	3,901	3,368	2,733
Income tax	1,022	818	780	674	547
After-tax profit	3,228	3,398	3,121	2,694	2,186
% net margin	9.6%	9.5%	8.7%	7.6%	6.6%
Shares in affiliates' Earnings	6,259	6,873	8,764	9,115	9,051
Minority interests	(27)	(13)	(50)	(49)	(46)
Extraordinary items	(727)	(6,154)	0	0	0
NET PROFIT	8,733	4,104	11,835	11,760	11,191
Normalized profit	9,460	10,258	11,835	11,760	11,191
EPS (Bt)	16.6	7.8	22.5	22.3	21.3
Normalized EPS (Bt)	18.0	19.5	22.5	22.3	21.3

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	34,911	38,495	42,535	46,061	43,745
Cash & cash equivalent	17,237	17,898	20,000	25,000	25,000
Account receivables	4,811	7,060	5,397	5,335	4,988
Inventories	2,760	2,947	2,974	2,949	2,760
Others	10,104	10,591	14,164	12,777	10,998
Investments & loans	97,903	124,462	124,462	124,462	124,462
Net fixed assets	49,750	49,597	47,078	44,539	41,980
Other assets	31,873	29,377	27,158	26,559	25,863
Total assets	214,438	241,932	241,233	241,620	236,051
LIABILITIES:					
Current liabilities:	16,290	27,019	21,390	20,007	17,740
Account payables	2,510	4,380	2,974	2,949	2,760
Bank overdraft & ST loans	0	0	101	93	80
Current LT debt	11,170	19,670	15,063	13,896	11,958
Others current liabilities	2,610	2,970	3,252	3,069	2,943
Total LT debt	81,758	89,747	85,359	78,743	67,760
Others LT liabilities	13,556	11,129	11,985	12,115	12,244
Total liabilities	111,603	127,895	118,733	110,865	97,744
Minority interest	591	596	646	695	741
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,265	5,265	5,265	5,265	5,265
Share premium	8,601	8,601	8,601	8,601	8,601
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(14,349)	(3,702)	(3,702)	(3,702)	(3,702)
Retained earnings	102,726	103,277	111,689	119,896	127,401
Shareholders' equity	102,243	113,441	121,854	130,060	137,566
Liabilities & equity	214,438	241,932	241,233	241,620	236,051

Sources: Company data, Thanachart estimates

Electricity Generating

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	4,250	4,216	3,901	3,368	2,733
Tax paid	(1,022)	(818)	(780)	(674)	(547)
Depreciation & amortization	3,131	3,124	3,050	3,072	3,094
Chg In working capital	287	(565)	229	62	347
Chg In other CA & CL / minorities	(1,516)	6,036	3,865	10,346	10,732
Cash flow from operations	5,131	11,993	10,265	16,174	16,358
Capex	(100)	(2,971)	(500)	(500)	(500)
Right of use	(513)	(71)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(1,513)	(91)	1,609	(27)	(28)
LT loans & investments	(9,391)	(26,559)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	3,401	(4,896)	3,094	747	839
Cash flow from investments	(8,116)	(34,587)	4,153	170	262
Debt financing	6,016	16,162	(8,894)	(7,790)	(12,935)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,325)	(3,565)	(3,422)	(3,554)	(3,685)
Warrants & other surplus	(7,655)	10,659	0	0	0
Cash flow from financing	(4,964)	23,255	(12,316)	(11,344)	(16,620)
Free cash flow	5,031	9,022	9,765	15,674	15,858

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	9.7	9.0	7.8	7.8	8.2
Normalized PE - at target price (x)	15.3	14.1	12.2	12.3	12.9
PE (x)	10.5	22.5	7.8	7.8	8.2
PE - at target price (x)	16.6	35.3	12.2	12.3	12.9
EV/EBITDA (x)	19.0	20.8	19.1	18.0	17.8
EV/EBITDA - at target price (x)	24.9	26.8	24.9	24.0	24.1
P/BV (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
P/CFO (x)	18.0	7.7	9.0	5.7	5.6
Price/sales (x)	2.7	2.6	2.6	2.6	2.8
Dividend yield (%)	3.7	3.7	3.7	4.0	4.0
FCF Yield (%)	5.5	9.8	10.6	17.0	17.2
(Bt)					
Normalized EPS	18.0	19.5	22.5	22.3	21.3
EPS	16.6	7.8	22.5	22.3	21.3
DPS	6.5	6.5	6.5	7.0	7.0
BV/share	194.2	215.5	231.5	247.0	261.3
CFO/share	9.7	22.8	19.5	30.7	31.1
FCF/share	9.6	17.1	18.5	29.8	30.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Electricity Generating**FINANCIAL RATIOS**

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(10.5)	6.9	(0.2)	(1.1)	(6.5)
Net profit (%)	(33.1)	(53.0)	188.4	(0.6)	(4.8)
EPS (%)	(33.1)	(53.0)	188.4	(0.6)	(4.8)
Normalized profit (%)	(12.5)	8.4	15.4	(0.6)	(4.8)
Normalized EPS (%)	(12.5)	8.4	15.4	(0.6)	(4.8)
Dividend payout ratio (%)	39.2	83.4	28.9	31.3	32.9
Operating performance					
Gross margin (%)	24.8	23.2	24.2	24.0	23.9
Operating margin (%)	17.0	15.9	16.8	16.3	15.6
EBITDA margin (%)	26.3	24.6	25.3	25.0	25.0
Net margin (%)	9.6	9.5	8.7	7.6	6.6
D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.0	0.8	0.7	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.8	0.7	0.5	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
Interest coverage - EBITDA (x)	2.3	2.4	2.1	2.2	2.2
ROA - using norm profit (%)	4.5	4.5	4.9	4.9	4.7
ROE - using norm profit (%)	9.2	9.5	10.1	9.3	8.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.1	3.2	2.7	2.1	1.6
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	24.2	22.1	22.7	21.0	19.5
- leverage (x)	2.0	2.1	2.1	1.9	1.8
- interest burden (%)	52.3	53.2	48.0	45.2	42.3
- tax burden (%)	76.0	80.6	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
ROIC (%)	2.6	2.6	2.3	2.3	2.1
NOPAT (Bt m)	4,335	4,591	4,802	4,629	4,140
invested capital (Bt m)	177,934	204,960	202,376	197,792	192,363

Sources: Company data, Thanachart estimates

Gulf Energy Dev. Pcl

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	32,863	47,467	80,636	104,923	134,012
Cost of sales	23,702	34,388	64,876	85,213	107,048
Gross profit	9,161	13,079	15,759	19,710	26,964
% gross margin	27.9%	27.6%	19.5%	18.8%	20.1%
Selling & administration expenses	2,116	2,297	2,493	2,891	3,355
Operating profit	7,045	10,782	13,266	16,819	23,609
% operating margin	21.4%	22.7%	16.5%	16.0%	17.6%
Depreciation & amortization	3,431	4,989	6,691	8,574	10,781
EBITDA	10,476	15,771	19,958	25,393	34,390
% EBITDA margin	31.9%	33.2%	24.8%	24.2%	25.7%
Non-operating income	543	2,516	217	186	151
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,665)	(5,596)	(7,424)	(7,335)	(7,019)
Pre-tax profit	3,923	7,703	6,060	9,670	16,740
Income tax	107	347	315	362	478
After-tax profit	3,816	7,356	5,745	9,307	16,262
% net margin	11.6%	15.5%	7.1%	8.9%	12.1%
Shares in affiliates' Earnings	2,462	3,853	7,947	9,073	10,424
Minority interests	(1,862)	(2,356)	(2,872)	(3,518)	(5,266)
Extraordinary items	(134)	(1,182)	0	0	0
NET PROFIT	4,282	7,670	10,820	14,862	21,421
Normalized profit	4,416	8,852	10,820	14,862	21,421
EPS (Bt)	0.4	0.7	0.9	1.3	1.8
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.8	0.9	1.3	1.8

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	30,354	38,811	44,858	45,493	57,158
Cash & cash equivalent	21,772	22,634	23,000	18,000	23,000
Account receivables	5,660	9,569	16,569	21,560	27,537
Inventories	331	1,303	1,777	2,335	2,933
Others	2,591	5,306	3,511	3,599	3,689
Investments & loans	26,717	142,229	147,486	153,265	160,657
Net fixed assets	129,718	130,128	170,373	200,212	204,695
Other assets	58,790	51,506	21,267	21,385	21,500
Total assets	245,581	362,674	383,983	420,355	444,010
LIABILITIES:					
Current liabilities:	29,643	35,016	27,923	30,083	31,870
Account payables	1,353	3,080	5,332	7,004	8,798
Bank overdraft & ST loans	11,500	9,998	4,540	4,511	4,169
Current LT debt	6,787	9,528	8,899	8,842	8,171
Others current liabilities	10,002	12,410	9,151	9,726	10,731
Total LT debt	136,482	212,465	213,583	212,205	196,115
Others LT liabilities	7,376	7,684	2,017	2,393	2,907
Total liabilities	173,501	255,165	243,523	244,680	230,892
Minority interest	8,053	10,913	13,785	17,303	22,569
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	11,733	11,733	11,733	11,733	11,733
Share premium	51,822	51,822	51,822	51,822	51,822
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(7,496)	(3,891)	(3,891)	(3,891)	(3,891)
Retained earnings	7,968	36,931	67,011	98,707	130,885
Shareholders' equity	64,027	96,596	126,676	158,372	190,550
Liabilities & equity	245,581	362,674	383,983	420,355	444,010

Sources: Company data, Thanachart estimates

Gulf Energy Dev. Pcl

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	3,923	7,703	6,060	9,670	16,740
Tax paid	(112)	(259)	(323)	(290)	(465)
Depreciation & amortization	3,431	4,989	6,691	8,574	10,781
Chg In working capital	(971)	(3,153)	(5,223)	(3,876)	(4,781)
Chg In other CA & CL / minorities	1,342	3,586	6,491	9,488	11,326
Cash flow from operations	7,614	12,865	13,695	23,566	33,602
Capex	(52,189)	(5,399)	(46,901)	(38,373)	(15,218)
Right of use	(787)	131	(100)	(100)	(100)
ST loans & investments	0	(596)	0	0	0
LT loans & investments	(3,146)	(115,511)	(5,257)	(5,779)	(7,392)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(42,844)	8,326	24,637	317	454
Cash flow from investments	(98,967)	(113,049)	(27,621)	(43,935)	(22,256)
Debt financing	76,997	76,147	(4,968)	(1,465)	(17,102)
Capital increase	31,999	0	0	0	0
Dividends paid	(2,773)	(4,459)	(6,492)	(8,917)	(14,995)
Warrants & other surplus	(7,908)	29,357	25,752	25,752	25,752
Cash flow from financing	98,315	101,046	14,292	15,369	(6,345)
Free cash flow	(44,575)	7,467	(33,205)	(14,807)	18,384

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	135.6	71.6	58.6	42.6	29.6
Normalized PE - at target price (x)	113.0	59.6	48.8	35.5	24.6
PE (x)	139.8	82.6	58.6	42.6	29.6
PE - at target price (x)	116.5	68.8	48.8	35.5	24.6
EV/EBITDA (x)	69.8	53.4	42.0	33.1	23.8
EV/EBITDA - at target price (x)	60.3	46.8	36.7	29.0	20.7
P/BV (x)	9.9	6.6	5.0	4.0	3.3
P/BV - at target price (x)	8.2	5.5	4.2	3.3	2.8
P/CFO (x)	78.6	49.2	46.3	26.9	18.9
Price/sales (x)	19.3	13.3	7.9	6.0	4.7
Dividend yield (%)	0.7	0.8	1.0	1.4	2.4
FCF Yield (%)	(7.4)	1.2	(5.2)	(2.3)	2.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	0.8	0.9	1.3	1.8
EPS	0.4	0.7	0.9	1.3	1.8
DPS	0.4	0.4	0.6	0.8	1.3
BV/share	5.5	8.2	10.8	13.5	16.2
CFO/share	0.7	1.1	1.2	2.0	2.9
FCF/share	(4.0)	0.6	(2.8)	(1.3)	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Gulf Energy Dev. Pcl

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	9.4	44.4	69.9	30.1	27.7
Net profit (%)	(12.4)	79.1	41.1	37.4	44.1
EPS (%)	(14.1)	69.3	41.1	37.4	44.1
Normalized profit (%)	25.8	100.5	22.2	37.4	44.1
Normalized EPS (%)	23.4	89.4	22.2	37.4	44.1
Dividend payout ratio (%)	104.1	67.3	60.0	60.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	27.9	27.6	19.5	18.8	20.1
Operating margin (%)	21.4	22.7	16.5	16.0	17.6
EBITDA margin (%)	31.9	33.2	24.8	24.2	25.7
Net margin (%)	11.6	15.5	7.1	8.9	12.1
D/E (incl. minor) (x)	2.1	2.2	1.6	1.3	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	1.8	1.9	1.5	1.2	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	1.9	1.9	1.8	2.3	3.4
Interest coverage - EBITDA (x)	2.9	2.8	2.7	3.5	4.9
ROA - using norm profit (%)	2.3	2.9	2.9	3.7	5.0
ROE - using norm profit (%)	8.6	11.0	9.7	10.4	12.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.4	9.2	5.1	6.5	9.3
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
- operating margin (%)	23.1	28.0	16.7	16.2	17.7
- leverage (x)	3.7	3.8	3.3	2.8	2.5
- interest burden (%)	51.7	57.9	44.9	56.9	70.5
- tax burden (%)	97.3	95.5	94.8	96.3	97.1
WACC (%)	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
ROIC (%)	6.8	5.2	4.1	4.9	6.3
NOPAT (Bt m)	6,852	10,296	12,577	16,189	22,934
invested capital (Bt m)	197,024	305,953	330,699	365,930	376,005

Sources: Company data, Thanachart estimates

Gunkul Engineering

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	7,453	7,945	7,775	9,594	11,488
Cost of sales	5,608	5,574	5,195	6,751	8,162
Gross profit	1,845	2,372	2,580	2,843	3,326
% gross margin	24.8%	29.9%	33.2%	29.6%	29.0%
Selling & administration expenses	955	972	1,029	1,109	1,165
Operating profit	889	1,400	1,551	1,734	2,161
% operating margin	11.9%	17.6%	19.9%	18.1%	18.8%
Depreciation & amortization	1,353	1,542	1,213	937	950
EBITDA	2,243	2,942	2,764	2,671	3,111
% EBITDA margin	30.1%	37.0%	35.6%	27.8%	27.1%
Non-operating income	1,285	1,446	388	107	127
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(912)	(971)	(855)	(774)	(784)
Pre-tax profit	1,262	1,875	1,084	1,067	1,503
Income tax	119	188	108	128	226
After-tax profit	1,143	1,687	975	939	1,278
% net margin	15.3%	21.2%	12.5%	9.8%	11.1%
Shares in affiliates' Earnings	291	357	729	830	791
Minority interests	(13)	(22)	(10)	(11)	(11)
Extraordinary items	1,992	208	0	0	0
NET PROFIT	3,412	2,229	1,694	1,758	2,058
Normalized profit	1,421	2,022	1,694	1,758	2,058
EPS (Bt)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	11,782	7,567	6,200	6,887	7,860
Cash & cash equivalent	6,279	3,868	2,019	2,019	2,019
Account receivables	2,864	1,466	1,917	2,366	2,833
Inventories	637	809	854	1,110	1,342
Others	2,003	1,424	1,410	1,392	1,667
Investments & loans	1,566	1,833	1,833	1,833	1,833
Net fixed assets	26,943	26,536	26,682	27,081	27,530
Other assets	5,741	6,550	6,421	7,797	9,229
Total assets	46,032	42,485	41,137	43,597	46,452
LIABILITIES:					
Current liabilities:	12,983	9,054	10,972	10,825	13,024
Account payables	2,404	1,681	1,708	2,220	2,683
Bank overdraft & ST loans	4,659	1,645	941	1,026	968
Current LT debt	3,315	4,469	3,575	3,899	3,677
Others current liabilities	2,604	1,258	4,748	3,680	5,696
Total LT debt	18,793	18,630	14,299	15,598	14,708
Others LT liabilities	1,781	1,518	1,483	1,714	1,953
Total liabilities	33,557	29,202	26,754	28,136	29,686
Minority interest	125	162	172	183	193
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,221	2,221	2,221	2,221	2,221
Share premium	5,179	5,179	5,179	5,179	5,179
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(1,359)	(674)	(674)	(674)	(674)
Retained earnings	6,309	6,395	7,484	8,552	9,847
Shareholders' equity	12,350	13,122	14,210	15,278	16,573
Liabilities & equity	46,032	42,485	41,137	43,597	46,452

Sources: Company data, Thanachart estimates

Gunkul Engineering**CASH FLOW STATEMENT**

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,262	1,875	1,084	1,067	1,503
Tax paid	(114)	(194)	(105)	(124)	(218)
Depreciation & amortization	1,353	1,542	1,213	937	950
Chg In working capital	(287)	504	(470)	(193)	(235)
Chg In other CA & CL / minorities	(2,482)	(440)	4,184	(265)	2,484
Cash flow from operations	(267)	3,286	5,907	1,422	4,485
Capex	(3,729)	(1,135)	(1,360)	(1,335)	(1,400)
Right of use	(682)	138	0	0	0
ST loans & investments	170	0	0	0	0
LT loans & investments	165	(267)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	3,728	(1,052)	139	(1,105)	(1,151)
Cash flow from investments	(348)	(2,315)	(1,221)	(2,440)	(2,551)
Debt financing	4,451	(1,924)	(5,929)	1,709	(1,170)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,194)	(2,131)	(605)	(690)	(763)
Warrants & other surplus	(580)	674	0	0	0
Cash flow from financing	2,676	(3,382)	(6,535)	1,018	(1,934)
Free cash flow	(3,996)	2,152	4,547	87	3,085

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	31.6	22.2	26.5	25.5	21.8
Normalized PE - at target price (x)	30.0	21.1	25.2	24.2	20.7
PE (x)	13.1	20.1	26.5	25.5	21.8
PE - at target price (x)	12.5	19.1	25.2	24.2	20.7
EV/EBITDA (x)	29.1	22.3	22.3	23.7	20.0
EV/EBITDA - at target price (x)	28.1	21.6	21.5	22.9	19.3
P/BV (x)	3.6	3.4	3.2	2.9	2.7
P/BV - at target price (x)	3.5	3.2	3.0	2.8	2.6
P/CFO (x)	(168.0)	13.6	7.6	31.6	10.0
Price/sales (x)	6.0	5.6	5.8	4.7	3.9
Dividend yield (%)	3.6	1.2	1.5	1.6	1.8
FCF Yield (%)	(8.9)	4.8	10.1	0.2	6.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EPS	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
DPS	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9
CFO/share	(0.0)	0.4	0.7	0.2	0.5
FCF/share	(0.5)	0.2	0.5	0.0	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Gunkul Engineering**FINANCIAL RATIOS**

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	35.0	6.6	(2.1)	23.4	19.7
Net profit (%)	58.9	(34.7)	(24.0)	3.8	17.0
EPS (%)	42.2	(34.7)	(24.0)	3.8	17.0
Normalized profit (%)	(33.2)	42.3	(16.2)	3.8	17.0
Normalized EPS (%)	(40.2)	42.3	(16.2)	3.8	17.0
Dividend payout ratio (%)	47.4	23.9	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	24.8	29.9	33.2	29.6	29.0
Operating margin (%)	11.9	17.6	19.9	18.1	18.8
EBITDA margin (%)	30.1	37.0	35.6	27.8	27.1
Net margin (%)	15.3	21.2	12.5	9.8	11.1
D/E (incl. minor) (x)	2.1	1.9	1.3	1.3	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.6	1.6	1.2	1.2	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	1.0	1.4	1.8	2.2	2.8
Interest coverage - EBITDA (x)	2.5	3.0	3.2	3.4	4.0
ROA - using norm profit (%)	3.3	4.6	4.1	4.2	4.6
ROE - using norm profit (%)	12.3	15.9	12.4	11.9	12.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.9	13.2	7.1	6.4	8.0
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
- operating margin (%)	29.2	35.8	24.9	19.2	19.9
- leverage (x)	3.7	3.5	3.1	2.9	2.8
- interest burden (%)	58.1	65.9	55.9	57.9	65.7
- tax burden (%)	90.5	90.0	90.0	88.0	85.0
WACC (%)	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
ROIC (%)	2.8	3.8	4.1	4.9	5.4
NOPAT (Bt m)	805	1,259	1,396	1,526	1,837
invested capital (Bt m)	32,839	33,998	31,006	33,782	33,907

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ratchaburi Electricity Generating

INCOME STATEMENT

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

BALANCE SHEET

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

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ratchaburi Electricity Generating

CASH FLOW STATEMENT

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

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	12.3	10.2	6.8	8.5	8.1
Normalized PE - at target price (x)	13.0	10.7	7.2	9.0	8.5
PE (x)	10.7	8.6	6.8	8.5	8.1
PE - at target price (x)	11.2	9.1	7.2	9.0	8.5
EV/EBITDA (x)	22.9	25.0	20.1	19.5	21.9
EV/EBITDA - at target price (x)	23.7	25.8	20.6	20.2	22.7
P/BV (x)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
P/BV - at target price (x)	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9
P/CFO (x)	10.2	4.4	4.9	6.9	6.8
Price/sales (x)	2.8	2.5	2.3	2.3	2.4
Dividend yield (%)	5.2	5.1	8.1	4.4	4.9
FCF Yield (%)	(0.4)	10.1	17.8	11.8	13.0
(Bt)					
Normalized EPS	3.5	4.3	6.4	5.1	5.4
EPS	4.1	5.1	6.4	5.1	5.4
DPS	2.3	2.2	3.5	1.9	2.2
BV/share	39.4	45.8	49.3	50.6	54.0
CFO/share	4.3	10.0	8.9	6.3	6.5
FCF/share	(0.2)	4.4	7.8	5.2	5.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ratchaburi Electricity Generating

FINANCIAL RATIOS

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

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate an index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

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 60 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AOT16C2305A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BBL16C2305A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DELTA16C2305A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2301A, JMART16C2303A, JMT16C2302A, KBANK16C2304A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2305A, KCE16C2303A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2301A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2305A, SAWAD16C2302A, SCB16C2301A, SCGP16C2303A, SET5016P2303B, SET5016P2303A, SET5016C2303A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, MTC, PTTEP, RCL, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, VGI)). 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 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวีณี ไตลัดคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท 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 นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา
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, เติบเรื่อ

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, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง
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 ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลั่งเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

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

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