



Update

Sittidath Praserttrunguang
Registration No. 17618
sittidath.pr@countrygroup.co.th
+66 2 205 7000 ext 4400

Sachin Muralee Krishna
Nitin Premkumar
Assistant analyst

คงคำแนะนำ “ถือ” มูลค่าพื้นฐาน 69.0 บาทคำนวณด้วยวิธีคิดลดเงินสด (DCF) (WACC 5.7%, TG 1%) ถึง 32x PE'23E มูลค่าพื้นฐานนี้สะท้อนภาพรวมธุรกิจโรงไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) ที่อ่อนแอในปี 2022 เพราะเผชิญกับแรงกดดันจากต้นทุนก๊าซที่สูง

- คาดกำไร 2Q22 จะดีขึ้น QoQ จาก 1) อัตรากำไรในธุรกิจโรงไฟฟ้า SPP ที่ดีขึ้น หนุนจากการปรับเพิ่มค่า Ft 2) การรับรู้กำไรเต็มไตรมาสจากโครงการ GE เฟส 5 หลังจากปิดซ่อมบำรุงใน 3Q21-1Q22 และ 3) ส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นจากโครงการ XPCL เพราะระดับน้ำที่ฟื้นตัวขึ้น
- ภาพรวมทั้งปี 2022 ยังอ่อนแอ เพราะคาดว่ากำไรต่อหุ้น (EPS) จะหดตัวลง 37%.YoY จากอัตรากำไรกลุ่ม SPP ที่เผชิญกับแรงกดดันอย่างต่อเนื่องจากต้นทุนก๊าซระดับสูง แต่มีมุมมองเชิงบวกต่อภาพรวมปี 2023 มากขึ้นเมื่อพิจารณาจากการฟื้นตัวของอัตรากำไรและส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นจากโครงการ Avaada ในอินเดีย (AEPL)
- คาดธุรกิจรถยนต์ไฟฟ้า (EV) และระบบกักเก็บพลังงาน (ESS) จะมีทิศทางดีตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นไป แต่ส่วนแบ่งกำไรจะยังไม่เข้ามาจนกว่าจะถึงช่วง 2024-25 เป็นต้นไป

Valuation table

Year end Dec	20A	21A	22E	23E	24E
PE (x)	23.6	23.7	37.4	28.5	20.3
Recurring net profit growth (%)	97.8	(0.3)	(36.7)	31.4	40.0
Recurring EPS (Bt)	2.6	2.6	1.7	2.2	3.1
Recurring EPS growth (%)	26.5	(0.3)	(36.7)	31.4	40.0
PBV (x)	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5
BVPS (Bt)	36.5	38.4	39.1	40.1	41.4
ROE (%)	7.4	6.9	4.3	5.5	7.5
DPS (Bt)	1.5	1.5	0.9	1.2	1.7
Dividend yield (%)	2.4	2.4	1.5	2.0	2.8
Enterprise value (Bt m)	260,134.5	270,409.1	266,616.0	264,285.8	262,127.7
EV-to-EBITDA (x)	11.9	12.3	14.5	12.5	10.6

บมจ. โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี

Recommendation: HOLD

Current price: Bt62.25.00

Target price : Bt69.00

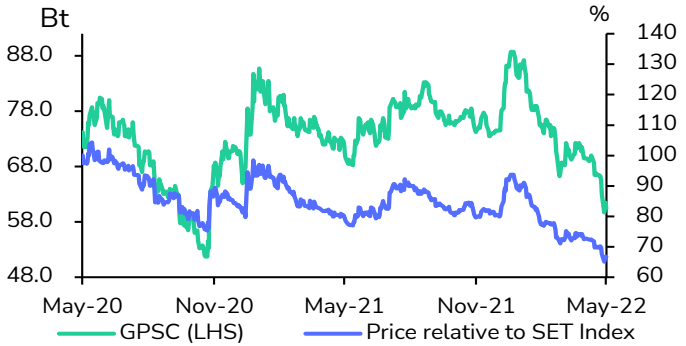
Up/(downside): 10.0%

IOD: 5 out of 5

CAC: Certified

Stock data

RIC code	GPSC.BK
Index	.SETI
SET Index (12 May 2022)	1,584.52
Market cap (Bt m)	175,528
Shares outstanding (million)	2,820
Par (Bt)	10.00



GPSC: Neutral tone from analyst meeting

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

คาดการณ์ 2Q22 จะปรับดีขึ้น QoQ

- ต้นทุนเชื้อเพลิงที่พุ่งสูงขึ้น (ก๊าซธรรมชาติและถ่านหิน) ในช่วง 2021-1Q22 ได้ลดอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ของบริษัท ลงจาก 32% ใน 1Q21 เป็น 10% ใน 1Q22 ขณะที่ยังเล็งเห็นปัจจัยด้านค่าที่จะดำรงอยู่ต่อเนื่องจนถึง 2H22 และฟื้นตัวดีขึ้นหลังจากนั้นเพราะคาดว่าจะราคาก๊าซจะกลับสู่ระดับปกติ
- ประเมินว่าการปรับเพิ่มค่า Ft (ค่าไฟฟ้า) เป็น 0.2477 บาท/kWh สำหรับเดือน พ.ค.-ก.ย. 2022 จาก 0.0139 บาท/kWh ในเดือน ม.ค.-เม.ย. 2022 จะช่วยชดเชยราคาก๊าซที่สูงขึ้น 440 บาท/MMBTU ใน 1Q22 (+116% YoY, +47% QoQ) และหนุนอัตรากำไรกลุ่ม SPP ของบริษัทขึ้นได้
- ดังนั้นจึงคาดว่ากำไร 2Q22 จะปรับดีขึ้น QoQ จาก 1) อัตรากำไรในธุรกิจโรงไฟฟ้า SPP ที่ดีขึ้น หนุนจากการปรับเพิ่มค่า Ft 2) การรับรู้กำไรเต็มไตรมาสจากโครงการ GE เฟส 5 หลังจากปิดซ่อมบำรุงใน 3Q21-1Q22 และ 3) ส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นจากโครงการ XPCL เพราะระดับน้ำที่ฟื้นตัวขึ้น
- ภาพรวมทั้งปี 2022 ยังอ่อนแอ เพราะคาดว่า EPS จะหดตัวลง 37%.YoY จากอัตรากำไรกลุ่ม SPP ที่เผชิญกับแรงกดดันอย่างต่อเนื่องจากต้นทุนก๊าซระดับสูง แต่มีมุมมองเชิงบวกต่อภาพรวมปี 2023 มากขึ้นเมื่อพิจารณาจากการฟื้นตัวของอัตรากำไรและส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นจากโครงการ Avaada ในอินเดีย (AEPL)

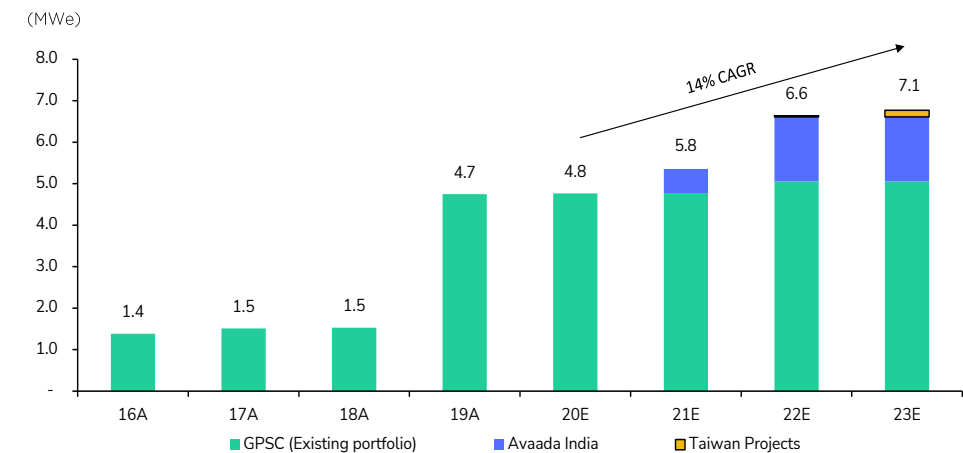
เน้นการพัฒนาธุรกิจพลังงานทดแทน EV และ ESS

- บริษัทเพิ่มสัดส่วนการถือครองใน Avaada เป็น 43% จาก 41.6% ใน 1Q22 โดยคาดว่าส่วนแบ่งจากโครงการนี้ที่ปัจจุบันยังขาดทุนจะฟื้นตัวขึ้นและช่วยหนุนการเติบโตด้านกำไรสุทธิของบริษัทตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นไป นอกจากนี้บริษัทตั้งเป้าหมายกำลังการผลิตขึ้นเป็น 11GW ภายในปี 2025 จากปัจจุบันที่ 4.6GW คิดเป็นการเติบโตของการผลิตอีก 40% (2.6GWe)
- บริษัทประกาศการโอนสิทธิ์เกี่ยวกับธุรกิจแบตเตอรี่ให้กับ NUOVO Plus (บริษัทร่วมทุนกับบริษัทย่อยของ PTT อย่าง Arun Plus) ประกอบด้วยโรงผลิตแบตเตอรี่ 30MWh/ปี ในไทย การถือครองหุ้น 11% ในโรงผลิตแบตเตอรี่ Axxiva ในจีน ด้วยกำลังการผลิตที่ 1.0GW/ปี ขณะที่คาดว่าธุรกิจ EV และ ESS จะมีทิศทางดีตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นไป แต่ส่วนแบ่งกำไรจะยังไม่เข้ามาจนกว่าจะถึงช่วง 2024-25 เป็นต้นไป

Earnings forecast



GPSC power generation capacity



Story

Sales

P5F

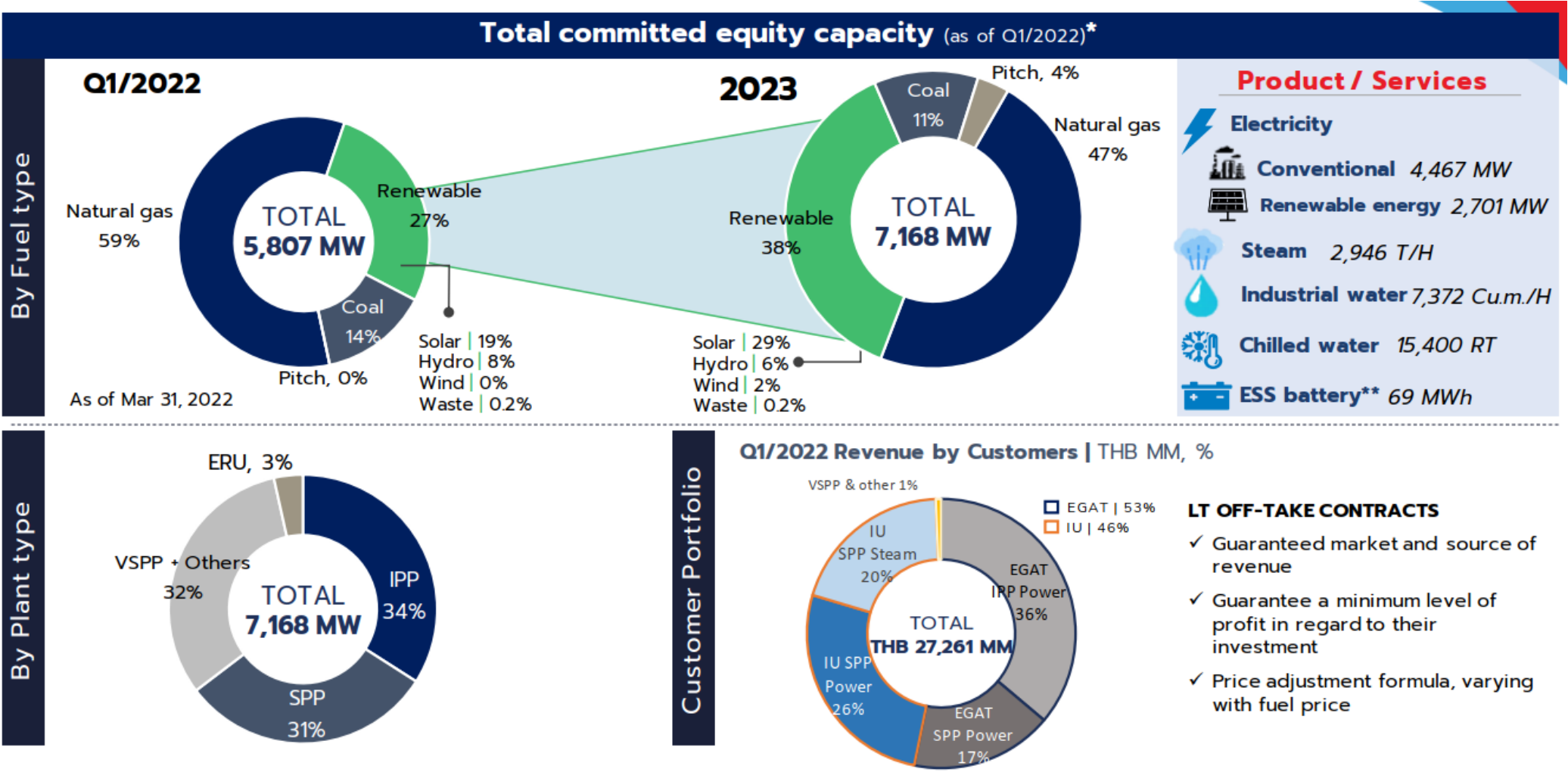
Team

WCB

ESG

Value

Risks



GPSC: Updated Scorecard

(Bt m)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	YoY (%)	3M22	22E	% of 22E
Revenue	16,624	18,234	17,996	22,019	27,261	64.0	27,261	83,858	32.5
Cost of sales	(13,314)	(14,895)	(15,254)	(20,272)	(26,559)	99.5	(26,559)	(75,473)	35.2
Gross profit	3,310	3,339	2,742	1,746	702	(78.8)	702	8,386	8.4
SG&A	(460)	(545)	(474)	(1,484)	(421)	(8.6)	(421)	(2,516)	16.7
Other (exp)/inc	270	521	284	1,944	932	244.9	932	1,123	83.1
EBIT	3,120	3,314	2,553	2,206	1,213	(61.1)	1,213	6,993	17.4
Finance cost	(974)	(987)	(998)	(901)	(974)	(0.0)	(974)	(3,107)	31.3
Other inc/(exp)	90	3	82	97	30	(66.7)	30	-	na
Earnings before taxes	2,236	2,330	1,638	1,403	269	(88.0)	269	3,885	6.9
Income tax	(453)	(348)	(295)	(97)	34	(107.4)	34	(466)	(7.2)
Earnings after taxes	1,783	1,983	1,343	1,306	303	(83.0)	303	3,419	8.9
Equity income	207	519	690	120	143	(31.1)	143	1,678	8.5
Minority interest	(19)	(132)	(63)	(309)	(64)	242.2	(64)	(408)	15.7
Earnings from cont. operations	1,972	2,370	1,970	1,117	382	(80.6)	382	4,689	8.1
Forex gain/(loss) & unusual items	2	(68)	(95)	51	(68)	nm	(68)	-	na
Net profit	1,973	2,302	1,875	1,168	313	(84.1)	313	4,689	6.7
Recurring profit	1,972	2,360	1,952	1,121	393	(80.1)	393	4,689	8.4
EBITDA	5,488	6,263	5,573	4,638	3,592	(34.5)	3,592	18,418	19.5
Recurring EPS (Bt)	0.699	0.841	0.687	0.399	0.139	(80.2)	0.139	1.663	8.3
Reported EPS (Bt)	0.700	0.820	0.660	0.415	0.110	(84.3)	0.111	1.663	6.7
Profits (%)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	Diff (%)	3M22	22E	Diff (%)
Gross margin	19.9	18.3	15.2	7.9	2.6	(17.3)	2.6	10.0	7.4
Operating margin	33.0	34.4	31.0	21.1	13.2	(19.8)	4.5	8.3	3.9
Net margin	11.9	12.6	10.4	5.3	1.1	(10.7)	1.1	5.6	4.4

สรุปผลประกอบการ

- กำไร 1Q22 อยู่ที่ 313 ล้านบาท (-84%YoY, -73% QoQ) และจุดต่ำสุดเป็นประวัติการณ์
- กำไรออกมาต่ำกว่าคาดการณ์ โดยมีปัจจัยจุดมาจากอัตรากำไรในกลุ่ม SPP ที่ลดลงจากต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูงขึ้น (ก๊าซธรรมชาติ)
- GPM ใน 1Q22 ลดลงแตะจุดต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 3% เทียบ 20% ใน 1Q21 และ 8% ใน 4Q21 หลังจากต้นทุนเชื้อเพลิงจำพวกก๊าซธรรมชาติปรับสูงขึ้น (+116% YoY, +47% QoQ) สืบเนื่องจากสถานการณ์รัสเซีย-ยูเครนและอุปสงค์พลังงานที่สูงขึ้น ซึ่งกระตุ้นให้ราคาเชื้อเพลิงทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นก๊าซ น้ำมัน และถ่านหินปรับตัวสูงขึ้นทั้งหมด
- แต่รายได้ 1Q22 ปรับเพิ่มเป็น 2.73 หมื่นล้านบาท (64% YoY, 24% QoQ) จากยอดขายในโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ (IPP) และ SPP ที่แข็งแกร่งและค่าไฟฟ้าที่ปรับดีขึ้นจากต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูงขึ้น
- การดำเนินงานในโครงการ IPP ยังแข็งแกร่ง หนุนจากยอดขายไฟฟ้าให้การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) และค่าพลังงานไฟฟ้าที่สูงขึ้น
- ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมปรับเพิ่มขึ้น 19% QoQ เป็น 143 ล้านบาท หนุนจากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ที่ปรับดีขึ้นและผลขาดทุนจาก Avaada ที่น้อยลง

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

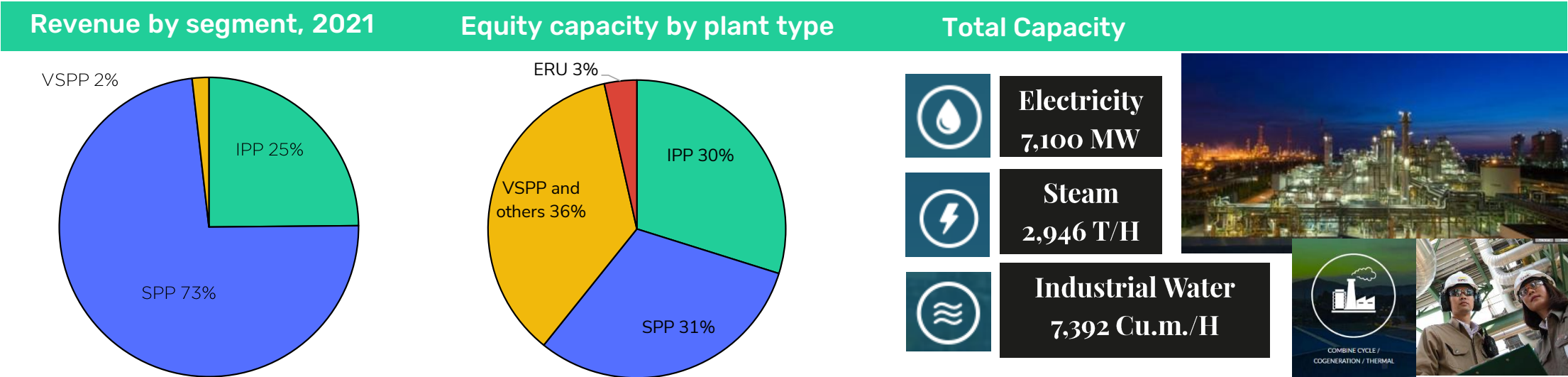
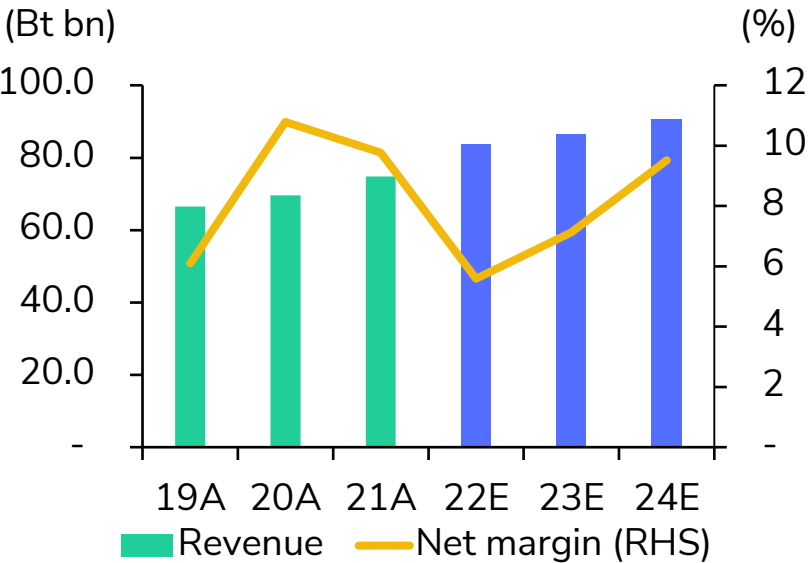
Risks

GPSC มีสัดส่วนรายได้ก้อนใหญ่มาจากการจำหน่ายไฟฟ้า ซึ่งคิดเป็น 77% ของรายได้รวม GPSC มีการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าหลากหลายประเภทซึ่งรวมถึงพลังงานความร้อนร่วม พลังงานน้ำ พลังงานแสงอาทิตย์ และพลังงานขยะ ส่วนลูกค้าที่บริษัทจำหน่ายไฟฟ้าให้จะรวมถึง กฟผ. กลุ่ม PTT และลูกค้าอื่น ๆ นอกกลุ่ม PTT

นอกจากไฟฟ้า บริษัทได้จำหน่ายไอน้ำให้กับกลุ่มผู้ใช้ภาคอุตสาหกรรม (IU) ผ่านท่อส่งไอน้ำของบริษัทที่เชื่อมต่อเข้ากับโรงงานของลูกค้าโดยตรง โดยหน่วยธุรกิจนี้คิดเป็น 20% ของรายได้รวม

นอกจากนี้ บริษัทได้จำหน่ายน้ำอุตสาหกรรมเพื่อการใช้งานในกระบวนการผลิตของลูกค้าอีกด้วย ซึ่งคิดเป็น 3% ของรายได้ทั้งหมด

ขณะที่มีสัดส่วนอัตรากำไรขั้นต้นมาจากโครงการ SPP มากที่สุด (73%) ตามด้วย IPP (25%) และอื่น ๆ



Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

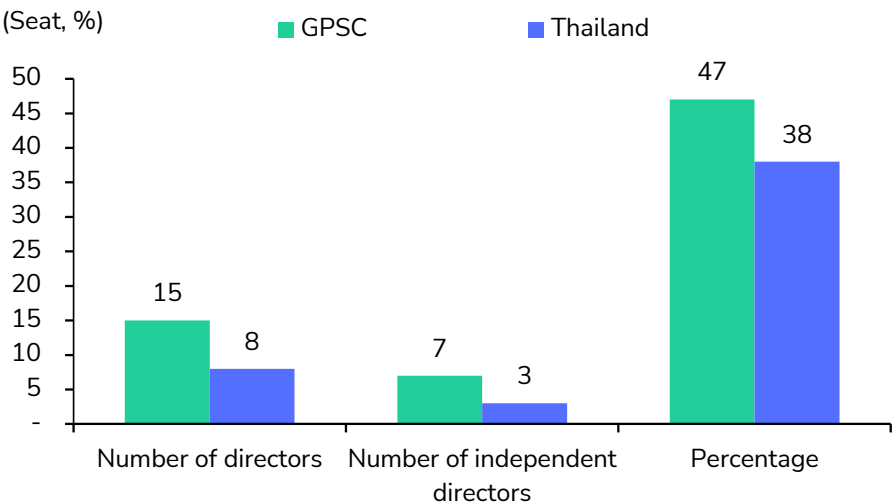


Chairman
Mr. Pailin Chuchottaworn



President & CEO
Mr. Worawat Pitayasiri

Board composition



Leadership

Board of Directors		Position*	Board of Directors		Position*
Mr. Pailin Chuchottaworn	Chairman, I		Mr. Wirat Uanarumit	Director	
Mr. Kurujit Nakornthap	Director, I, A		Mr. Jeerawat Pattanasomsit	Director	
Maj.Gen. Chaowalek Chayansupap	Director, I, A		Mr. Worawat Pitayasiri	Director	
Mrs. Nicha Hiranburana Thuvatharn	Director, I, A		Key Management		Position*
Mrs. Saowanee Kamolbutr	Director, I, A		Mr. Worawat Pitayasiri	President & CEO	
Mr. Somchai Meesen	Director, I		Mr. Thitipong Jurapornsiridee	CFO	
Mr. Pakorn Apaphant	Director, I		Mr. Sirimet Leepagorn	Chief Operating Officer	
Mr. Noppadol Pinsupa	Director		Mrs. Rosaya Teinwan	EVP-Business Development	
Mr. Atikom Terbsiri	Director		Mrs. Sriprapha Sumruatruamphol	EVP-Commercial and Supply Chain Management	
Mr. Wuttikorn Stithit	Director		Mr. Arjan van den Broek	Executive Vice President - Operation and Maintenance	
Mr. Kongkrapan Intarajang	Director				
Mr. Lavaron Sangsnit	Director				

Ownership

Shareholder	% of O/S	Note
PTT Public Company Limited	42.53	
Thai Oil Public Company Limited	20.78	
PTT Global Chemical Public Company Limited	10	
Thai NVDR Company Limited	2.92	Thai Non Voting Depository
Social Security Office	2	
Top 5 shareholders	78.23	
Institutional & Management		
		% of O/S
Total institutional ownership		76.86
Total management ownership		
Foreign ownership	3.26	Foreign ownership limit is 49%

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

Overall ESG Score (100% is best):	93%	Environmental	80%
Social	100%	Governance	100%

Environmental	Yes/No?
---------------	---------

บริษัทมีนโยบายลดการใช้ทรัพยากรหรือไม่?	Yes
--	-----

บริษัทประยุกต์ใช้แนวคิดและหลักประสิทธิภาพเชิงนิเวศเศรษฐกิจ (Eco-Efficiency) ที่ครอบคลุมประเด็นการใช้ทรัพยากรน้ำ พลังงาน การลดปริมาณน้ำเสีย ลดผลกระทบต่อสภาวะโลกร้อน และมลพิษทางอากาศ โดยมีจุดมุ่งหมายคือการเพิ่มประสิทธิภาพในการบริโภคทรัพยากรถึงขีดสุดและลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม

บริษัทเคยเผชิญข้อพิพาทด้านสิ่งแวดล้อมหรือไม่?	No
---	----

ไม่เคย

บริษัทมีนโยบายการบริหารจัดการด้านมลพิษและของเสียหรือไม่?	Yes
--	-----

บริษัทนำระบบมาตรฐานการจัดการสิ่งแวดล้อม ISO 14001 มาบริหารจัดการและพัฒนากระบวนการที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อมทั้งหมดของบริษัทอย่างต่อเนื่อง ซึ่งรวมถึงการควบคุมการปล่อยมลพิษสู่อากาศและแหล่งน้ำ บริษัทได้รับการรับรองมาตรฐาน ISO 14001:2015 จาก MASCI มีการนำหลักการ 3R มาใช้บริหารจัดการของเสีย และมีนโยบายการลดของเสียสู่หลุมฝังกลบเป็นศูนย์

บริษัททราบจำนวนการปล่อยของเสียหรือไม่?	No
--	----

บริษัทไม่ได้รายงานปริมาณการปล่อยของเสีย

บริษัทมีผลิตภัณฑ์สีเขียวหรือไม่?	Yes
----------------------------------	-----

บริษัทมีการผลิตไฟฟ้าจากทรัพยากรหมุนเวียน ซึ่งถือเป็นรูปแบบการผลิตสีเขียว

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

Overall ESG Score (100% is best):	93%	Environmental	80%
Social	100%	Governance	100%

Social	Yes/No?
--------	---------

บริษัทมีนโยบายคุ้มครองสุขภาพและความปลอดภัยหรือไม่?	Yes
บริษัทมีนโยบายชื่อว่า “we SAFE” เพื่อปลูกฝังวัฒนธรรมองค์กรด้านความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสภาพแวดล้อมที่ดีที่สามารถวัดผลได้ ทั้งยังได้รับการรับรองการบริหารจัดการด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยภายใต้มาตรฐาน TIS 18001:2554 และ ISO 45001:2018	
บริษัทมีนโยบายคุ้มครองสิทธิมนุษยชนหรือไม่?	Yes
บริษัทส่งเสริมสิทธิมนุษยชนและสิทธิแรงงานของบุคลากรและพันธมิตรของบริษัท ด้วยการปฏิบัติกับทุกคนอย่างเท่าเทียม	
บริษัทดำเนินตามนโยบายการแข่งขันที่เป็นธรรมหรือไม่? เช่น การต่อต้านการทุจริต ต่อต้านการให้สินบน และดำเนินตามจริยธรรมทางธุรกิจ	Yes
บริษัทไม่อดกลั้นกับการทุจริตทุกรูปแบบและระบุว่าบุคลากรของบริษัททุกคนต่างปฏิบัติตามนโยบายการต่อต้านทุจริตอย่างเข้มข้น ทั้งยังจัดทำช่องทางรับเรื่องร้องเรียนเบาะแสการทุจริต โดยบริษัทได้รับเข้าเป็นแนวร่วมต่อต้านคอร์รัปชันของภาคเอกชนไทย (CAC) ในวันที่ 7 มิ.ย. 2018	
บริษัทมีระบบบริหารจัดการควบคุมคุณภาพหรือไม่?	Yes
บริษัทได้รับการรับรองมาตรฐานระดับสากลและภายในประเทศจำนวนมาก เช่น รางวัลอุตสาหกรรมสีเขียว ระดับที่ 4 (Green Culture) จากกระทรวงอุตสาหกรรม รางวัล CSR-DIW Continuous Award โครงการส่งเสริมโรงงานอุตสาหกรรมให้มีความรับผิดชอบต่อสังคมและชุมชนอย่างยั่งยืน 2018 จากกรมโรงงานอุตสาหกรรม และรางวัลโครงการสนับสนุนกิจกรรมลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก จากองค์การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก (องค์การมหาชน) (TGO)	
บริษัทได้รับรายได้จากการค้าอาวุธ เครื่องดื่มแอลกอฮอล์ การพนัน ยาสูบ หรือสื่อลามกหรือไม่?	No

บริษัทไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ดังกล่าว

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

Overall ESG Score (100% is best):	93%	Environmental	80%
Social	100%	Governance	100%

Governance	Yes/No?
สัดส่วนของกรรมการอิสระสูงกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศไทยที่ 38% หรือไม่?	Yes
กรรมการของบริษัทเป็นกรรมการอิสระ 47% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของไทย	
ประธานกรรมการดำรงตำแหน่ง CEO (หรือเทียบเท่า) ควบคู่กันหรือไม่?	No
คุณไพรินทร์ ชูโชติถาวรดำรงตำแหน่งประธานกรรมการ ขณะที่คุณวรวัฒน์ พิทยศิริดำรงตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่ฝ่ายบริหาร (CEO)	
บริษัทมีนโยบายด้านสิทธิผู้ถือหุ้นหรือไม่?	Yes
นโยบายด้านนี้ของบริษัทได้ระบุไว้บนเว็บไซต์และในรายงานประจำปี	
บริษัทมีข้อพิพาทด้านการใช้ข้อมูลภายในหรืออื่น ๆ เกี่ยวกับมาตรฐานทางบัญชีหรือไม่?	No
ไม่มี	
บริษัทมีความยั่งยืนด้าน CSR หรือรายงานเรื่อง ESG หรือไม่?	Yes
บริษัทรายงานนโยบายเกี่ยวกับกิจกรรม CSR ไว้บนเว็บไซต์และในรายงานประจำปีของบริษัท	

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

Global Power Synergy PCL: Summary financials										
Profit & loss (Bt m)	20A	21A	22E	23E	24E	Mar '21	Jun '21	Sep '21	Dec '21	Mar '22
Revenue	69,578	74,874	83,858	86,374	90,693	16,624	18,234	17,996	22,019	27,261
Cost of goods sold	(56,448)	(63,736)	(75,473)	(76,009)	(77,089)	(13,314)	(14,895)	(15,254)	(20,272)	(26,559)
Gross profit	13,129	11,138	8,386	10,365	13,604	3,310	3,339	2,742	1,746	702
SG&A	(1,951)	(2,963)	(2,516)	(2,591)	(2,811)	(460)	(545)	(474)	(1,484)	(421)
Other (exp)/inc	1,009	3,019	1,123	1,084	1,054	270	521	284	1,944	932
Operating profit	12,187	11,194	6,993	8,857	11,846	3,120	3,314	2,553	2,206	1,213
Finance cost	(3,180)	(3,121)	(3,107)	(3,183)	(3,183)	(974)	(987)	(998)	(901)	(974)
Other inc/(exp)	(532)	(466)	-	-	-	90	3	82	97	30
Earnings before taxes	8,476	7,607	3,885	5,674	8,663	2,236	2,330	1,638	1,403	269
Income tax	(993)	(1,192)	(466)	(681)	(1,040)	(453)	(348)	(295)	(97)	34
After-tax profit	7,483	6,415	3,419	4,994	7,624	1,783	1,983	1,343	1,306	303
Equity income	924	1,536	1,678	1,703	1,752	207	519	690	120	143
Minorities	(982)	(522)	(408)	(536)	(750)	(19)	(132)	(63)	(309)	(64)
Earnings from cont. operations	7,425	7,429	4,689	6,161	8,626	1,972	2,370	1,970	1,117	382
Forex gain/(loss) & unusual items	83	(110)	-	-	-	2	(68)	(95)	51	(68)
Net income	7,508	7,319	4,689	6,161	8,626	1,973	2,302	1,875	1,168	313
EBITDA	21,818	21,962	18,418	21,078	24,747	5,488	6,263	5,573	4,638	3,592
Recurring EPS (Bt)	2.64	2.63	1.66	2.18	3.06	0.70	0.84	0.69	0.40	0.14
Weighted average shares (m)	2,819	2,819	2,820	2,820	2,820	2,819	2,807	2,841	2,812	2,834
Balance sheet (Bt m)	20A	21A	22E	23E	24E	Mar '21	Jun '21	Sep '21	Dec '21	Mar '22
Assets	256,656	270,379	279,191	283,997	289,152	257,925	257,140	264,245	270,379	268,446
Liabilities	144,789	152,632	159,022	160,647	161,347	143,829	143,593	149,734	152,632	150,206
Equity	102,901	108,334	110,348	112,994	116,698	105,044	104,582	105,452	108,334	108,730
Invested capital	182,585	179,068	175,019	173,167	172,711	179,391	180,519	179,914	179,068	170,326
Growth (YoY, %)	20A	21A	22E	23E	24E	Mar '21	Jun '21	Sep '21	Dec '21	Mar '22
Revenue	4.5	7.6	12.0	3.0	5.0	(9.2)	0.5	8.4	33.2	64.0
Recurring EPS	26.5	(0.3)	(36.7)	31.4	40.0	22.9	24.7	(24.0)	(21.9)	(80.2)
Assets	1.8	5.3	3.3	1.7	1.8	3.4	2.9	3.7	5.3	4.1
Liabilities	2.1	5.4	4.2	1.0	0.4	0.9	1.6	3.4	5.4	4.4
Equity	2.0	5.3	1.9	2.4	3.3	7.4	4.7	4.2	5.3	3.5
Profits (%)	20A	21A	22E	23E	24E	Mar '21	Jun '21	Sep '21	Dec '21	Mar '22
Gross margin	18.9	14.9	10.0	12.0	15.0	19.9	18.3	15.2	7.9	2.6
EBITDA margin	31.4	29.3	22.0	24.4	27.3	33.0	34.4	31.0	21.1	13.2
Net margin	10.8	9.8	5.6	7.1	9.5	11.9	12.6	10.4	5.3	1.1
ROE	7.4	6.9	4.3	5.5	7.5	7.6	8.8	7.1	4.4	1.2
ROIC	5.9	5.2	3.5	4.5	6.0	5.5	6.3	4.6	4.6	3.1
Core profit (Bt m)	20A	21A	22E	23E	24E	Mar '21	Jun '21	Sep '21	Dec '21	Mar '22
Net profit	7,508	7,319	4,689	6,161	8,626	1,973	2,302	1,875	1,168	313

Disclaimer



Investment ratings

BUY:	Expected return excluding dividends of more than 10% within the next 12 months.
HOLD:	Expected return excluding dividends between -10% and 10% within the next 12 months.
SELL:	Expected return excluding dividends of less than -10% within the next 12 months.
NR:	Not Rated- Stock is not in our research coverage.

Analyst certification

The analyst(s) named in this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the analyst(s) with regard to any of all of the subject securities and companies mentioned in this report and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation or views expressed by that analyst herein.

General disclaimer

This document is prepared by Pi Securities Public Company Limited (Pi). This research is aimed to provide information and analysis based on data received from public sources and interviews with company executives. The information is carefully examined but their completeness and accuracy are not guaranteed. The analysis, conclusions and recommendations in this research are mainly based on the fundamental analysis without the intention to influence or lead the users of this report. The recommendations in this research belong solely to the analyst(s). Pi may not agree with the opinions in this research. Investors and users of this research should rely on their personal judgment.

Disclaimer on CG Scoring and THAI-CAC

CG Scoring: The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (“IOD”) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the office of the Securities and Exchange Commission. The survey of IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Country Group Securities Public Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such survey result. The IOD assigns numbers of logos to each company based on their scoring as follows: 90-100 = Excellent (5), 80-89 = Very Good (4), 70-79 = Good (3), 60-69 = Satisfactory (2), 50-59 = Pass (1), <50 = N/A (No logo given).

Anti-corruption Progress Indicator: The assessment on progress level of Thai listed companies with respect to anticorruption called “anti-corruption progress indicator” conducted by Thaipat Institute. This is an initiative under the SEC’s Sustainability Development Roadmap for Listed Companies emphasizing on running business operation with good corporate governance, corporate social responsibility and firm commitment against corruption; which will pave the way for them to become role models for others in the Thai business sector. The indicator comprises level 1 to 5 as follows: Level 1: Committed, Level 2: Declared, Level 3: Established, Level 4: Certified, Level 5: Extend.