



GLOBAL POWER SYNERGY PCL

GPSC TB Outperform

Target Price Bt 90.00

Price (05/11/2021) Bt 78.50

Upside % 14.65

Valuation DCF

Sector Energy & Utilities

Market Cap Btm 221,349

30-day avg turnover Btm 763.65

No. of shares on issue m 2,820

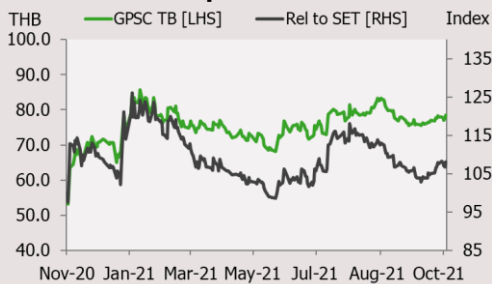
CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020A	2021E	2022E	2023E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	69,578	72,129	72,155	79,323
Core profit (Btmn)	7,283	7,049	8,749	10,238
Net profit (Btmn)	7,510	7,349	9,139	10,238
Net EPS (Bt)	2.66	2.61	3.24	3.63
DPS (Bt)	1.50	1.56	1.94	2.18
BVPS (Bt)	36.49	37.58	39.14	40.75
Net EPS growth (%)	84.95	-2.15	24.36	12.03
ROA (%)	3.34	3.20	3.81	4.00
ROE (%)	7.37	7.04	8.45	9.09
Net D/E (x)	0.78	0.87	0.88	0.99
Valuation				
P/E (x)	29.38	30.12	24.22	21.62
P/BV (x)	2.14	2.09	2.01	1.93
EV/EBITDA (x)	14.87	16.12	14.63	14.40
Dividend yield (%)	1.92	1.99	2.47	2.78

GPSC TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Ornmongkol Tantitanatorn

ornmongkol.t@kasikornsecurities.com

08 November 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

กำไรไตรมาส 3/2564 ต่ำกว่าคาด

- ▶ กำไรสุทธิไตรมาส 3/2564 ออกมาน้อยกว่าที่เราคาดไว้ 12% จากส่วนแบ่งกำไรที่ต่ำกว่าคาดจาก Avaada
- ▶ กำไรสุทธิไตรมาส 3/2564 ลดลง 27% YoY และ 19% QoQ จากต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้นและการหยุดซ่อมหม้อต้มของทั้ง GHECO-one และ GLOW Energy เฟส 5
- ▶ แนะนำ "ซื้อ" ปรับลดราคาเป้าหมายจาก 91 บาท เป็น 90 บาท เพื่อสะท้อนการปรับลดประมาณการกำไรปี 2564 และเปลี่ยนฐานราคาเป้าหมายไปเป็นสิ้นปี 2565

Investment Highlights

- ▶ **กำไรสุทธิไตรมาส 3/2564 น้อยกว่าคาด** กำไรสุทธิไตรมาส 3/2564 อยู่ที่ 1.9 พันลบ. น้อยกว่าที่เราคาดไว้ 12% จากส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ Avaada ที่ต่ำกว่าคาด GPSC บันทึกส่วนแบ่งผลขาดทุนที่ 31 ลบ. เทียบกับประมาณการของเราที่ 80 ลบ. เพราะรับรู้ผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX) ที่ 26 ลบ. จาก INR ที่อ่อนแอ ผลขาดทุนจากอนุพันธ์ที่ 24 ลบ. และการดำเนินงานหลักที่อ่อนแออยู่ที่ 19 ลบ. จากรังสีดวงอาทิตย์ที่อยู่ระดับต่ำตามฤดูกาลในอินเดีย
- ▶ **กำไรสุทธิไตรมาส 3/2564 ลดลง YoY** กำไรสุทธิในไตรมาส 3/2564 ลดลง 27% YoY ด้วยสาเหตุหลักจาก 1) อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) ของโรงไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) ของ GPSC ที่ลดลงเหลือ 25.7% จาก 30.5% ในไตรมาส 3/2563 จากต้นทุนพลังงานที่พุ่งสูงขึ้นและการปิดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้า Glow Energy เฟส 5 เป็นเวลา 47 วัน ขณะที่ราคาก๊าซธรรมชาติที่ใช้ในโรงไฟฟ้า SPP เพิ่มขึ้น 10% เป็น 271/mmbtu และ ต้นทุนถ่านหินที่ใช้ในโรงไฟฟ้า SPP เพิ่มขึ้น 47%YoY เป็น 106 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ตัน 2) รายได้ที่เกิดจากโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ (IPP) ลดลง 4% YoY เป็น 3.3 พันลบ. และคิดเป็น 19% ของรายรับไตรมาส 3/2564 จากการหยุดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้า GHECO-One ในไตรมาสนี้เป็นเวลา 28 วัน บัณฑิตเหล่านี้หักล้างปริมาณน้ำที่ไหลผ่านโรงไฟฟ้าพลังน้ำไชยะบุรี (XPCL) ที่สูงขึ้นส่งผลให้ GPSC บันทึกส่วนแบ่งกำไรเพิ่มขึ้น 33%YoY เป็น 592 ลบ. ทั้งนี้ XPCL คิดเป็น 86% ของส่วนแบ่งกำไรรวมในไตรมาสนี้

กำไรสุทธิไตรมาส 3/2564 ลดลง QoQ กำไรสุทธิไตรมาส 3/2564 ลดลง 19% QoQ เป็นผลจาก 1) รายได้จากการขายเงินค่าความพร้อมจ่าย (AP) ที่ลดลงของโรงไฟฟ้า GHECO-one จากค่าบำรุงรักษาที่สูงขึ้น และการหยุดซ่อมบำรุงหม้อต้ม 27 วัน ในไตรมาส 3/2564 (เทียบกับที่ 20 วันในไตรมาส 2/2564) ส่งผลให้รายได้ของโรงไฟฟ้าประเภท IPP ลดลง 16% เป็น 3.3 พันลบ. ทั้งนี้ รายได้จากโรงไฟฟ้าประเภท IPP คิดเป็นสัดส่วนที่ 19% ของรายได้ทั้งหมด 2) อัตรากำไรของโรงไฟฟ้าประเภท SPP ที่ลดลงจากต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้น ต้นทุนก๊าซธรรมชาติเพิ่มขึ้น 15%QoQ เป็น 271 บาท/mmbtu ส่วนต้นทุนถ่านหินเพิ่มขึ้น 21% QoQ เป็น 106 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ตัน ต้นทุนก๊าซธรรมชาติและถ่านหินคิดเป็น 89% ของต้นทุนการผลิตของโรงไฟฟ้า SPP ทั้งหมด (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) ซึ่งส่งผลให้ GPM (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) ของโรงไฟฟ้า SPP ของ GPSC ลดลงเหลือ 25.7% จาก 28.4% ในไตรมาส 2/2564

- ▶ **แนวโน้มกำไรสุทธิไตรมาส 4/2564** เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 4/2564 จะลดลงทั้ง YoY และ QoQ เนื่องจาก 1) โรงไฟฟ้า Glow Energy เฟส 5 ปิดซ่อมบำรุงทั้งไตรมาส 2) ไตรมาส 4 เป็นช่วงนอกฤดูกาลของโรงไฟฟ้าพลังน้ำ โรงไฟฟ้า XPCL กำลังการผลิต 321 MW ในประเทศลาว คิดเป็น 6% ของกำลังการผลิตทั้งหมดและ 3) ราคาก๊าซธรรมชาติที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราจึงปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2564 ลง 2% เป็น 7.3 พันลบ. เพื่อสะท้อนถึงกำไรสุทธิที่ต่ำกว่าคาดในไตรมาส 3/2564 และแนวโน้มไตรมาส 4/2564 ที่อ่อนแอ

Valuation and Recommendation

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 90 บาท** เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" GPSC พร้อมกับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 90 บาท จาก 91 บาท เพื่อสะท้อนการเปลี่ยนฐานราคาเป้าหมายของเราจากกลางปี 2565 เป็นสิ้นปี 2565 บัณฑิตหลักที่หนุนการเติบโต ได้แก่ 1) การขยายกำลังการผลิตไฟฟ้าเพิ่มเติม โดยเฉพาะกับกลุ่ม PTT และ 2) ธุรกิจที่ไม่เกี่ยวกับพลังงาน เช่น การผลิตแบตเตอรี่



Fig 1 3Q21 performance review

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	%YoY	%QoQ	%YTD2021E	2021E
Financials											
Sales (Btmn)	18,308	18,138	16,601	16,531	16,624	18,234	17,996	8	-1	73.3	72,129
EBITDA (Btmn)	5,220	5,654	5,625	4,791	5,371	5,747	4,966	-12	-14	78.1	20,601
Operating profit (Btmn)	3,050	3,458	3,456	2,619	3,210	3,317	2,636	-24	-21	78.3	11,707
Core profit (Btmn)	1,550	1,668	2,595	1,470	1,860	2,044	1,780	-31	-13	80.6	7,049
Net profit (Btmn)	1,580	1,896	2,574	1,458	1,973	2,302	1,875	-27	-19	83.7	7,349
Net EPS (Bt)	0.56	0.67	0.91	0.52	0.70	0.82	0.66	-27	-19	83.7	2.61
Performance Drivers											
Effective capacity (MWe)	4,742	4,742	4,742	4,760	4,766	4,775	5,826	23	22	100.0	5,826
Cogen power output (GWh)	3,276	3,319	3,119	3,234	3,149	3,553	3,440	10	-3	74.5	13,620
SPP gas cost (Bt/mmBTU)	273	270	247	221	225	236	271	10	15	98.9	247
FX (Btmn)	-30	-5	21	12	2	-68	-95	NM	NM	NM	-5
Ratios											
								Change		Avg YTD	2020E
Gross margin (%)	18.1	19.7	20.1	17.6	19.9	18.3	15.2	-4.9	-3.1	17.8	17.7
EBITDA margin (%)	28.5	31.2	33.9	29.0	32.3	31.5	27.6	-6.3	-3.9	30.5	28.6
Optg. margin (%)	16.7	19.1	20.8	15.8	19.3	18.2	14.6	-6.2	-3.5	17.4	16.2
ROE (%)	5.8	7.0	9.4	5.3	7.0	8.1	6.6	-2.8	-1.5	7.2	7.0

Source: KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)						Cashflow (Btmn)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	66,562	69,578	72,129	72,155	79,323	Net profit	6,001	8,493	8,420	10,304	11,487
Cost of sales and services	-55,063	-56,448	-59,378	-57,388	-62,301	Depreciation & amortization	7,079	8,706	8,894	9,277	9,350
Gross Profit	11,499	13,129	12,751	14,767	17,022	Change in working capital	1,041	1,422	-1,756	1,706	567
SG&A	-2,184	-1,951	-2,067	-2,131	-2,150	Others	3,233	2,236	783	251	724
Other income	918	1,405	1,022	1,267	797	CF from operation activities	17,353	20,857	16,341	21,539	22,128
EBIT	11,388	13,509	13,762	16,213	18,199	Capital expenditure	-3,147	-3,666	-8,314	-9,520	-28,544
EBITDA	17,312	21,290	20,601	23,180	25,020	Investment in subs and affiliates	-79,133	-1,612	-14,817	-10,850	-4,650
Interest expense	-5,140	-4,024	-3,865	-3,829	-4,051	Others	234	-2,092	1,201	1,444	972
Equity earnings	837	924	2,060	2,310	2,530	CF from investing activities	-82,047	-7,370	-21,929	-18,926	-32,222
EBT	6,248	9,485	9,897	12,385	14,148	Cash dividend	-2,630	-3,666	-4,271	-4,752	-5,694
Income tax	-247	-993	-1,477	-2,080	-2,661	Net proceeds from debt	51,713	-2,882	6,180	-4,211	24,401
NPAT	6,001	8,493	8,420	10,304	11,487	Capital raising	33,194	0	0	0	0
Minority Interest	-1,940	-982	-1,071	-1,166	-1,249	Others	-4,365	-5,261	-3,865	-3,829	-4,051
Core Profit	3,797	7,283	7,049	8,749	10,238	CF from financing activities	77,912	-11,809	-1,956	-12,792	14,656
Extraordinary items	0	226	305	390	0	Net change in cash	13,219	1,678	-7,545	-10,178	4,562
FX gain (loss)	264	1	-5	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	4,061	7,510	7,349	9,139	10,238	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	1.44	2.66	2.61	3.24	3.63
Cash & equivalents	18,839	20,289	12,744	2,566	7,128	Core EPS	1.35	2.58	2.50	3.10	3.63
Accounts receivable	10,084	9,084	11,642	11,712	13,055	DPS	1.30	1.50	1.56	1.94	2.18
Inventories	6,724	6,253	9,747	9,212	9,230	BV	35.78	36.49	37.58	39.14	40.75
Total current assets	38,919	43,454	41,391	30,848	37,057	EV	117.90	112.24	117.74	120.27	127.75
Investment in subs & others	10,625	11,165	27,863	40,846	47,852	Free Cash Flow	5.04	6.10	2.85	4.26	-2.28
Fixed assets-net	101,272	99,978	101,292	103,428	124,508	Valuation analysis					
Total assets	252,017	256,656	269,368	271,052	302,719	Reported P/E (x)	59.54	29.38	30.12	24.22	21.62
Short-term debt	21,818	12,127	9,404	8,754	10,907	Core P/E (x)	63.68	30.30	31.40	25.30	21.62
Accounts payable	4,581	3,952	6,907	6,601	7,117	P/BV (x)	2.40	2.14	2.09	2.01	1.93
Total current liabilities	36,748	22,063	20,329	19,441	22,490	EV/EBITDA (x)	19.20	14.87	16.12	14.63	14.40
Long-term debt	79,356	95,041	103,944	100,383	122,632	Price/Cash flow (x)	13.93	10.58	13.55	10.28	10.00
Total liabilities	141,841	144,789	153,353	149,485	175,358	Dividend yield (%)	1.52	1.92	1.99	2.47	2.78
Paid-up capital	28,197	28,197	28,197	28,197	28,197	Profitability ratios					
Share premium	70,176	70,176	70,176	70,176	70,176	Gross margin (%)	17.28	18.87	17.68	20.47	21.46
Retained earnings	17,274	20,248	23,325	27,711	32,255	EBITDA margin (%)	26.01	30.60	28.56	32.13	31.54
Minority interests	9,283	8,966	10,037	11,203	12,452	EBIT margin (%)	17.11	19.42	19.08	22.47	22.94
Total shareholders' equity	110,176	111,867	116,016	121,568	127,361	Net profit margin (%)	9.02	12.21	11.67	14.28	14.48
Total equity & liabilities	252,017	256,656	269,368	271,052	302,719	ROA (%)	3.79	3.34	3.20	3.81	4.00
Key Assumptions						ROE (%)	5.76	7.37	7.04	8.45	9.09
THB/USD Average	32.3	31.2	31.5	30.4	30.5	Liquidity ratios					
THB/USD Ending	32.7	30.3	30.2	30.5	30.5	Current ratio (x)	1.06	1.97	2.04	1.59	1.65
						Quick ratio (x)	0.81	1.33	1.20	0.73	0.90
Effective capacity (MWe)	4,703	4,741	5,826	6,490	6,859	Leverage Ratios					
						D/E ratio (x)	1.29	1.29	1.32	1.23	1.38
						Net debt/EBITDA (x)	4.70	4.08	4.88	4.60	5.05
						Net debt/equity (x)	0.74	0.78	0.87	0.88	0.99
						Int. coverage ratio (x)	2.22	3.36	3.56	4.23	4.49
						Growth					
						Revenue (%)	167.53	4.53	3.67	0.04	9.93
						EBITDA (%)	195.05	22.97	-3.23	12.52	7.94
						Reported net profit (%)	20.89	84.95	-2.15	24.36	12.03
						Reported EPS (%)	-35.77	84.95	-2.15	24.36	12.03
						Core profit (%)	12.45	91.80	-3.22	24.12	17.02
						Core EPS (%)	-40.25	91.80	-3.22	24.12	17.02

Source: Company, KS estimates



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report Disclaimer

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 the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TASCO, TISCO, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.