



GLOBAL POWER SYNERGY PCL

GPSC TB Outperform

Target Price Bt 89.25

Price (13/07/2021) Bt 74.50

Upside % 19.79

Valuation DCF

Sector Energy & Utilities

Market Cap Btm 210,070

30-day avg turnover Btm 951.94

No. of shares on issue m 2,820

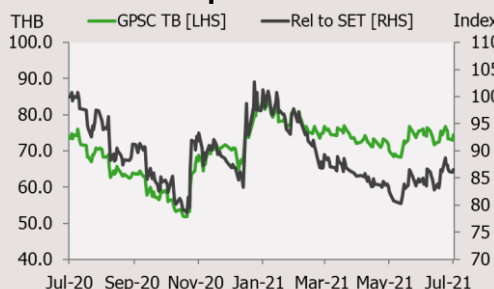
CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020A	2021E	2022E	2023E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	69,578	68,693	68,505	76,233
Core profit (Btmn)	7,283	8,040	8,471	9,822
Net profit (Btmn)	7,510	8,071	8,471	9,822
Net EPS (Bt)	2.66	2.86	3.00	3.48
DPS (Bt)	1.50	1.72	1.80	2.09
BVPS (Bt)	36.49	37.79	39.05	40.63
Net EPS growth (%)	84.95	7.46	4.96	15.96
ROA (%)	3.34	3.48	3.59	3.95
ROE (%)	7.37	7.71	7.82	8.74
Net D/E (x)	0.78	0.85	0.78	0.86
Valuation				
P/E (x)	29.38	26.03	24.80	21.39
P/BV (x)	2.14	1.97	1.91	1.83
EV/EBITDA (x)	14.87	14.57	13.95	13.48
Dividend yield (%)	1.92	2.31	2.42	2.81

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 limited 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

14 July 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

ขยายธุรกิจพลังงานหมุนเวียนในอินเดีย

- ▶ GPSC ซื้อหุ้น 41.6% ใน Avaada Energy Private Limited ด้วยวงเงิน 1.48 หมื่น ลบ. Avaada มีโรงงานแสงอาทิตย์รวม 3,744 MW ในพอร์ตธุรกิจขณะนี้
- ▶ ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2564/66 ขึ้น 2%/5%/6% เพื่อสะท้อนดีลรายการนี้
- ▶ เพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ" และเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 89.25 บาท จาก 83.25 บาท กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นจะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตของกำไรสุทธิในระยะยาว

Investment Highlights

- ▶ **ขยายธุรกิจพลังงานหมุนเวียนในอินเดีย** GPSC เสริมสัดส่วนการถือหุ้น 41.6% ใน Avaada Energy Private Limited (Avaada) เมื่อวันที่ 13 ก.ค. ที่ผ่านมา ด้วยเงินลงทุนรวมที่ 1.48 หมื่นลบ. Avaada เป็นผู้พัฒนาและประกอบการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ในประเทศอินเดียด้วยสัญญาซื้อขายไฟฟ้าในระยะยาวกับหน่วยงานกลางและหน่วยงานของรัฐบาลอินเดียและลูกค้ากลุ่มพาณิชย์และอุตสาหกรรมภาคเอกชน พอร์ตธุรกิจของ Avaada ประกอบด้วยกำลังการผลิตไฟฟ้ารวมที่ประมาณ 3,744 MW แบ่งเป็นกำลังการผลิตปัจจุบันที่ 1,392 MW และอยู่ระหว่างการก่อสร้างอีก 2,352 MW ซึ่งคาดว่าจะผลิตเชิงพาณิชย์ได้ภายในปี 2564-65
- ▶ **ผลบวกจากดีลรายการนี้** ได้แก่ 1) กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นมากขึ้น ดีลรายการนี้จะช่วยเพิ่มกำลังการผลิตรวมของบริษัทฯ ในปี 2565 ขึ้นอีก 33% มาอยู่ที่ 6,269 MW 2) สัดส่วนพลังงานหมุนเวียนเพิ่มขึ้นเป็น 34% จาก 13% หากโครงการของ Avaada เริ่มดำเนินการผลิตในปี 2565 การขยายธุรกิจครั้งนี้ ช่วยให้ GPSC บรรลุเป้าหมายในระยะยาวที่ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนของพลังงานหมุนเวียนขึ้นเป็น 30% ภายในปี 2568 3) ขยายธุรกิจในตลาดต่างประเทศ ดีลรายการนี้ถือเป็นการลงทุนรายการแรกในประเทศอินเดียของ GPSC ทั้งนี้ สัดส่วนกำลังการผลิตจากอินเดียเพิ่มขึ้นเป็น 25% ของกำลังการผลิตรวม
- ▶ **Upside/downside** จากดีลรายการนี้ Upside risk ที่อาจเกิดขึ้นจากดีลรายการนี้ได้แก่ 1) กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นจากประเทศอินเดีย แผน National Solar Mission ของอินเดียตั้งเป้าเพิ่มกำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ในประเทศขึ้นจาก 35GW ในปี 2563 เป็น 100GW ภายในปี 2565 และเพิ่มขึ้นเป็น 350GW ภายในปี 2573 ทำให้สัดส่วนของโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ขึ้นจาก 9% ในปี 2563 มาอยู่ที่ 24% ในปี 2565 2) ประโยชน์จากการรวมกิจการกับธุรกิจแบตเตอรี่ของ GPSC ผู้บริหารวางแผนติดตั้งแบตเตอรี่ในโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนเพื่อเพิ่มผลตอบแทนของโครงการในอนาคต ขณะที่ downside risk ที่อาจเกิดขึ้นจากดีลรายการนี้ประกอบด้วย 1) ความไม่ชัดเจนในเรื่องค่าไฟฟ้าของโครงการในอนาคต เทียบกับระดับปัจจุบันค่าไฟฟ้าอยู่ที่ 1.3-1.5 บาท/หน่วย สะท้อนถึงต้นทุนในการพัฒนาระดับต่ำที่ 12-15 ลบ./MW และ 2) สถานะทางการเงินของบริษัทจัดหาหน่วยไฟฟ้า (DISCOMs) อย่างไม่ดี โครงการภายใต้ Avaada ยังจัดหาไฟฟ้าให้กับรัฐบาลกลางที่ 30% และผู้ใช้เชิงพาณิชย์และอุตสาหกรรมที่ 12% ซึ่งช่วยบรรเทาความเสี่ยงที่อาจไม่สามารถเรียกเก็บเงินจากลูกค้า
- ▶ **ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2564-66 ขึ้น 2%/5%/6%** เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2564-66 ขึ้นเป็น 8.1 พันลบ./8.5 พันลบ./9.8 พันลบ. เพื่อสะท้อนการซื้อหุ้นใน Avaada (แผนภาพ 1) เราคาดว่ากำลังการผลิตรวมของ Avaada จะเพิ่มขึ้น 57% มาอยู่ที่ 2,192 MW ในช่วงสิ้นปี 2564 และเพิ่มขึ้น 71% มาอยู่ที่ 3,744 MW ในช่วงสิ้นปี 2565 เราคาดว่า GPSC จะใช้ 50% ของเงินทุนจากหนี้สินเป็นแหล่งเงินทุนในการซื้อหุ้นครั้งนี้และ project IRR อยู่ที่ 12% ดังนั้น เราจึงคาดว่าสัดส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนในปี 2564 จะเพิ่มขึ้นเป็น 0.9 เท่า จาก 0.7 เท่า บริษัทฯ จึงสามารถเพิ่มหนี้สินได้อีก 1.0 หมื่นลบ. จนกว่าจะถึงระดับหนี้สินที่ธนาคารกำหนดไว้ที่ 1.0 เท่า ซึ่งมากพอที่จะพัฒนากำลังการผลิตอีก 1,000 MW ภายใต้สมมติฐานที่เงินลงทุนของโครงการอยู่ที่ 20 ลบ./MW

Valuation and Recommendation

- ▶ **เพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ" และเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 89.25 บาท** เราเพิ่มคำแนะนำ GPSC ขึ้นเป็น "ซื้อ" และเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 89.25 บาท/หุ้น จาก 83.25 บาท/หุ้น เพื่อสะท้อนการปรับพื้นฐานราคาเป้าหมายเป็นกลางปี 2565 และ upside จากดีลซื้อหุ้น Avaada ที่ 5.0 บาท/หุ้น ปัจจัยหนุนราคาหุ้นคาดว่าจะมาจาก 1) การขยายกำลังการผลิตโดยเฉพาะกับกลุ่ม ปตท. และ 2) ธุรกิจนอกกลุ่มโรงไฟฟ้า เช่น การผลิตแบตเตอรี่

Fig 1 Earnings revisions

		New					Old					(+/-)				
		2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Sales revenue	(Btmn)	68,693	68,505	76,233	75,968	72,468	68,693	68,505	76,233	75,968	72,468	0%	0%	0%	0%	0%
Net Profit	(Btmn)	8,071	8,471	9,822	9,433	9,420	7,933	8,038	9,255	8,815	8,742	2%	5%	6%	7%	8%
Core profit	(Btmn)	8,040	8,471	9,822	9,433	9,420	7,903	8,038	9,255	8,815	8,742	2%	5%	6%	7%	8%
Net D/E	(x)	0.9	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5					
TP	(Bt)	89.25					83.25					7%				
Capacity	(MW)	5,712	6,269	6,519	6,199	6,199	4,801	4,712	4,962	4,641	4,641	19%	33%	31%	34%	34%
Thailand	(%)	75%	67%	68%	66%	66%	89%	89%	90%	89%	89%					
Laos	(%)	8%	7%	7%	7%	7%	9%	10%	9%	10%	10%					
Japan	(%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%					
Taiwan	(%)	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%					
India	(%)	16%	25%	24%	25%	25%	0%	0%	0%	0%	0%					
Gas	(%)	59%	53%	51%	53%	51%	71%	70%	67%	71%	70%					
Coal	(%)	14%	13%	12%	8%	10%	17%	17%	16%	11%	13%					
Hydro	(%)	8%	7%	7%	7%	7%	9%	10%	9%	10%	9%					
Solar	(%)	18%	27%	26%	27%	27%	3%	3%	3%	3%	3%					
Waste	(%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%					
Pitch	(%)	0%	0%	4%	4%	4%	0%	0%	5%	5%	5%					

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	68,693	68,505	76,233	Net profit	6,001	8,493	9,170	9,602	11,022
Cost of sales and services	-55,063	-56,448	-54,586	-53,928	-59,662	Depreciation & amortization	7,079	8,706	8,894	9,277	9,350
Gross Profit	11,499	13,129	14,106	14,577	16,571	Change in working capital	1,041	1,422	-172	1,680	380
SG&A	-2,184	-1,951	-1,918	-2,079	-2,123	Others	3,233	2,236	1,387	870	873
Other income	918	1,405	828	881	789	CF from operation activities	17,353	20,857	19,279	21,429	21,625
EBIT	11,388	13,509	14,656	15,376	17,414	Capital expenditure	-3,147	-3,666	-9,527	-9,458	-27,615
EBITDA	17,312	21,290	21,911	22,656	24,588	Investment in subs and affiliates	-79,133	-1,612	-14,817	0	0
Interest expense	-5,140	-4,024	-3,824	-3,748	-3,839	Others	234	-2,092	1,004	1,057	963
Equity earnings	837	924	1,609	1,997	2,177	CF from investing activities	-82,047	-7,370	-23,340	-8,401	-26,652
EBT	6,248	9,485	10,832	11,628	13,575	Cash dividend	-2,630	-3,666	-4,420	-4,924	-5,345
Income tax	-247	-993	-1,662	-2,027	-2,553	Net proceeds from debt	51,713	-2,882	7,384	-11,765	23,729
NPAT	6,001	8,493	9,170	9,602	11,022	Capital raising	33,194	0	0	0	0
Minority Interest	-1,940	-982	-1,099	-1,131	-1,199	Others	-4,365	-5,261	-3,824	-3,748	-3,839
Core Profit	3,797	7,283	8,040	8,471	9,822	CF from financing activities	77,912	-11,809	-860	-20,437	14,544
Extraordinary items	0	226	0	0	0	Net change in cash	13,219	1,678	-4,922	-7,409	9,517
FX gain (loss)	264	1	30	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	4,061	7,510	8,071	8,471	9,822	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	1.44	2.66	2.86	3.00	3.48
Cash & equivalents	18,839	20,289	15,367	7,958	17,475	Core EPS	1.35	2.58	2.85	3.00	3.48
Accounts receivable	10,084	9,084	11,009	11,028	12,446	DPS	1.30	1.50	1.72	1.80	2.09
Inventories	6,724	6,253	8,138	7,829	8,071	BV	35.78	36.49	37.79	39.05	40.63
Total current assets	38,919	43,454	41,747	34,134	45,593	EV	117.90	112.24	113.24	112.10	117.57
Investment in subs & others	10,625	11,165	27,416	29,237	31,240	Free Cash Flow	5.04	6.10	3.46	4.25	-2.12
Fixed assets-net	101,272	99,978	102,505	104,580	124,731	Valuation analysis					
Total assets	252,017	256,656	270,478	263,843	294,815	Reported P/E (x)	59.54	29.38	26.03	24.80	21.39
Short-term debt	21,818	12,127	9,354	8,823	10,982	Core P/E (x)	63.68	30.30	26.13	24.80	21.39
Accounts payable	4,581	3,952	6,268	6,128	6,768	P/BV (x)	2.40	2.14	1.97	1.91	1.83
Total current liabilities	36,748	22,063	19,596	18,965	22,135	EV/EBITDA (x)	19.20	14.87	14.57	13.95	13.48
Long-term debt	79,356	95,041	105,198	93,965	115,534	Price/Cash flow (x)	13.93	10.58	10.90	9.80	9.71
Total liabilities	141,841	144,789	153,861	142,549	167,845	Dividend yield (%)	1.52	1.92	2.31	2.42	2.81
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	20.54	21.28	21.74
Retained earnings	17,274	20,248	23,898	27,444	31,921	EBITDA margin (%)	26.01	30.60	31.90	33.07	32.25
Minority interests	9,283	8,966	10,065	11,196	12,396	EBIT margin (%)	17.11	19.42	21.34	22.45	22.84
Total shareholders' equity	110,176	111,867	116,617	121,294	126,971	Net profit margin (%)	9.02	12.21	13.35	14.02	14.46
Total equity & liabilities	252,017	256,656	270,478	263,843	294,815	ROA (%)	3.79	3.34	3.48	3.59	3.95
Key Assumptions						ROE (%)	5.76	7.37	7.71	7.82	8.74
THB/USD Average	32.3	31.1	31.4	29.8	29.0	Liquidity ratios					
THB/USD Ending	32.7	29.9	30.5	29.0	29.0	Current ratio (x)	1.06	1.97	2.13	1.80	2.06
						Quick ratio (x)	0.81	1.33	1.35	1.00	1.35
Effective capacity (MWe)	4,703	4,741	5,712	6,269	6,519	Leverage Ratios					
						D/E ratio (x)	1.29	1.29	1.32	1.18	1.32
						Net debt/EBITDA (x)	4.70	4.08	4.53	4.19	4.43
						Net debt/equity (x)	0.74	0.78	0.85	0.78	0.86
						Int. coverage ratio (x)	2.22	3.36	3.83	4.10	4.54
						Growth					
						Revenue (%)	167.53	4.53	-1.27	-0.27	11.28
						EBITDA (%)	195.05	22.97	2.92	3.40	8.53
						Reported net profit (%)	20.89	84.95	7.46	4.96	15.96
						Reported EPS (%)	-35.77	84.95	7.46	4.96	15.96
						Core profit (%)	12.45	91.80	10.40	5.35	15.96
						Core EPS (%)	-40.25	91.80	10.40	5.35	15.96

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, BAM, BANPU, BBL, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMT, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, TASCO, TISCO, TOP, TQM, TTB, TU, VGI, and WHA.