

Initial Coverage

บมจ. โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี (GPSC)

ผู้นำด้านโรงไฟฟ้าขนาดเล็กที่มีการเติบโตโดดเด่น

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ GPSC ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 85.00 บาท บนวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discount cash flow) เราเชื่อว่าการเข้าไปซื้อกิจการของ GLOW มีความสมเหตุสมผลและช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มอย่างมีนัยสำคัญให้กับ GPSC ซึ่งแม้ว่ามีการเพิ่มทุนแต่เรายังคาดการณ์เติบโตของกำไรต่อหุ้น (EPS) โตเด่น CAGR ถึง 24% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า (2561-2563) ทั้งนี้ราคาเป้าหมายของเรายังไม่รวมถึงมูลค่าเพิ่มที่จะเกิดจาก Synergy ของทั้งสองบริษัทและโครงการใหม่ในอนาคต ซึ่งคาดว่าจะช่วยเพิ่มมูลค่าให้อีกประมาณ 7 บาท/หุ้น

ประเด็นการลงทุน

มีมุมมองที่ต่อการเข้าซื้อกิจการของ GLOW เราเห็นเป็นบวกต่อการเข้าซื้อกิจการของ บมจ. โกลบอลพลังงาน (GLOW) เพราะ 1) หลังการรวม GPSC จะขึ้นเป็นผู้นำด้านโรงไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) รายใหญ่ที่สุดในไทย โดยมีกำลังการผลิตตามสัดส่วนความเป็นเจ้าของ (Equity MW) สูงถึง 2.3 GW และมีกำลังการผลิตรวมตามสัดส่วนความเป็นเจ้าของเพิ่มเป็น 4.8GW สูงเป็นอันดับ 3 ในประเทศ 2) รายได้กว่า 80% ของ SPP เป็นการขายให้กับลูกค้าอุตสาหกรรมในพื้นที่ EEC ที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง โดยเราคาดการณ์ได้จากลูกค้าอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นกว่า 3 เท่าหลังควบรวม ซึ่งช่วยเสริมการเติบโตในอนาคต 3) ลดการแข่งขันในอนาคตในพื้นที่ภาคตะวันออก เนื่องจาก GPSC และ GLOW มีโรงไฟฟ้าในบริเวณเดียวกัน 4) สร้างมูลค่าเพิ่ม (Synergy) จากการลดค่าใช้จ่ายที่ซ้ำซ้อน การบำรุงรักษา การกระจายความเสี่ยงในการพึ่งพาลูกค้าและประเภทโรงไฟฟ้า และการลดค่าใช้จ่ายในการลงทุน

แนวโน้มกำไรเติบโตโดดเด่นและมีมูลค่าเพิ่มหลังเข้าซื้อ GLOW โดยเราประเมินกำไรสุทธิของ GPSC เติบโตถึง 3 เท่าจาก 3.2 พันล้านบาทในปี 2560 เป็น 1.1 หมื่นล้านบาทในปี 63 หลังการรวม ซึ่งแม้ว่าจะมีการเพิ่มทุนแต่เราประเมินกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) สูงถึงเฉลี่ย CAGR 24%/ปีในช่วง 3 ปีข้างหน้า (61-63) เทียบกับการเติบโต CAGR 22%/ปีในกรณีที่ไม่มีการซื้อกิจการ

Potential upside 1) โอกาสที่เป็นไปได้มากขึ้นของการเกิดโครงการใหม่ของ GLOW หลังการรวมกับ GPSC จากต้นทุนเงินทุนที่ต่ำลง 2) มูลค่าเพิ่มกับธุรกิจ (Synergy) ของทั้งสองบริษัท ซึ่งคาดว่าจะช่วยเพิ่มมูลค่าได้ประมาณ 7 บาท/หุ้น นอกจากนี้เรายังไม่รวมถึงการปรับโครงสร้างของกลุ่ม PTT ที่อาจจะมี การถ่ายโอนสินทรัพย์อื่นๆ เข้ามาให้ GPSC โดยเฉพาะในส่วนของ Utility ของ Thai oil (TOP) และผลประโยชน์จากแนวโน้มการปรับลดราคาก๊าซให้กับกลุ่ม SPP

แนะนำ ซื้อ ที่ราคาเป้าหมายสำหรับปี 2562F ที่ 85.00 บาท ด้วยวิธี Discount cash flow ของทุกโครงการโรงไฟฟ้า โดย 1) มีสมมุติฐานการเพิ่มทุนที่ 65 บาท/หุ้น จำนวน 1,100 ล้านหุ้น 2) อัตราดอกเบี้ยจ่ายที่ 3.5% สำหรับแหล่งเงินทุนจากสินเชื่อระยะสั้นของทั้งผู้ถือหุ้นใหญ่และสถาบันการเงินในวงเงินไม่เกิน 68,500 ล้านบาท 3) การต่อสัญญาโรงไฟฟ้า SPP ของ GLOW ในรูปแบบ SPP Extension program เป็นเวลา 10 ปี 4) หลังการทำ tender offer GPSC จะมีสัดส่วนการถือครอง GLOW ที่ 100% 5) Re ที่ 8.0% 6) amortization ประมาณ 2.0 พันล้านบาท 7) GPSC มีอัตราเงินปันผลจ่ายที่ 30% และนำกระแสเงินสดส่วนที่เหลือไปลดหนี้

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Net turnover	20,675	19,917	22,947	96,028	97,729
EBITDA	4,349	4,792	6,904	25,560	25,970
Operating profit	3,084	3,441	4,919	19,228	19,519
Net profit (rep./act.)	2,700	3,175	4,018	8,982	10,530
EPS (Bt)	1.8	2.1	2.7	3.5	4.1
PE (x)	40.0	34.0	26.8	20.8	17.8
P/B (x)	2.9	2.8	2.6	1.6	1.5
Dividend yield (%)	1.6	1.7	1.8	1.9	1.9
Net debt/(cash) to equity (%)	34	29	29	51	38
Interest cover (x)	10.4	13.3	13.2	4.5	4.8
ROE (%)	7.4	8.4	10.1	11.2	8.6

Source: GPSC, UOB Kay Hian

BUY

Share Price	Bt72.00
Target Price	Bt85.00
Upside	+18.1%

COMPANY DESCRIPTION

Global Power Synergy Public Company Limited (GPSC) is a utilities flagship under PTT group. The company is now operating 1,530 MW of electricity capacity. GPSC have two main assets in Sriracha and gas-fired Central Utility Plant (CUP) located in Rayong's. After merge with GLOW energy, GPSC become to the largest SPP operator in Thailand

STOCK DATA

GICS sector	Utilities
Bloomberg ticker:	GPSC TB
Shares issued (m):	1,498.3
Market cap (Btm):	107,877.7
Market cap (US\$m):	3,303.4
3-mth avg daily t'over (US\$m):	7.63

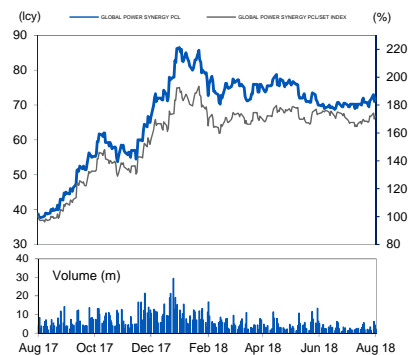
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt87.50/Bt37.25
1mth	2.13
3mth	(5.57)
6mth	(-1.03)
1yr	83.23
YTD	-

Major Shareholders

	%
PTTGC	22.73
PTT	22.58
TOP	20.79

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Arsit Pamaranont
+662 6598317
arsit@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะให้ชว่นให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

ประเด็นการลงทุน

สมมุติฐานสำคัญ ภายใต้ราคาเสนอซื้อ GLOW ที่ 94.892 บาท/หุ้นและการได้หุ้นของ GLOW มาทั้งหมดหลังทำ tender offer จะทำให้มูลค่าเงินลงทุนใน GLOW สูงสุดจะเป็น 138,814 ล้านบาท โดยในตอนแรกจะเป็นการกู้ยืมระยะสั้นจากธนาคารและผู้ถือหุ้นใหญ่ก่อนที่จะ refinance เพื่อเพิ่มทุนภายใต้เงื่อนไขอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนไม่เกิน 1 เท่า (GPSC ตั้งเป้า 48: 52) ทำให้เราสามารถประเมินถึงแนวโน้มที่โดดเด่นของกำไรหลังรวมกิจการ จากสมมุติฐานที่สำคัญดังนี้

- 1) อัตราดอกเบี้ยของเงินกู้ระยะสั้นจากสถาบันการเงินและผู้ถือหุ้นใหญ่ที่ 3.5% (สมมุติฐานของ FA)
- 2) การได้หุ้น GLOW 100% หลังการทำ tender offer ในปี 62
- 3) GPSC จะทำการ refinance เพื่อรักษาอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนในอัตราส่วน 48:52 โดยมีการเพิ่มทุนวงเงิน 74,000 ล้านบาทและออกหุ้นกู้วงเงินไม่เกิน 68,500 ล้านบาท
- 4) บนสมมุติฐานราคาเพิ่มทุนที่ 65 บาท/หุ้น ซึ่งมีส่วนลดจากราคาปัจจุบันประมาณ 10% โดยจะมีการออกหุ้นใหม่จำนวน 1,100 ล้านหุ้นซึ่งจะทำให้ได้เงินจากการเพิ่มทุนที่ 71,500 ล้านบาท และมีหนี้จากการกู้ยืม 67,314 ล้านบาท

ภายใต้สมมุติฐานของเรา ทำให้เราประเมินกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) สูงถึงเฉลี่ย CAGR 24%/ปีในช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 61-63) สูงกว่าการเติบโต CAGR 22%/ปีในกรณีที่ไม่มีการซื้อกิจการ ดังนั้นเรามุ่งมองที่เป็นบวกต่อการเข้าซื้อกิจการของ GLOW

รูปที่ 1 สรุปสมมุติฐานทางการเงินที่สำคัญ

เงินลงทุน	138,814	ล้านบาท
interest exp.	3.50%	
Cash call	71,500	ล้านบาท
Share issue	1,100	ล้านหุ้น
ราคาเพิ่มทุน	65	บาท

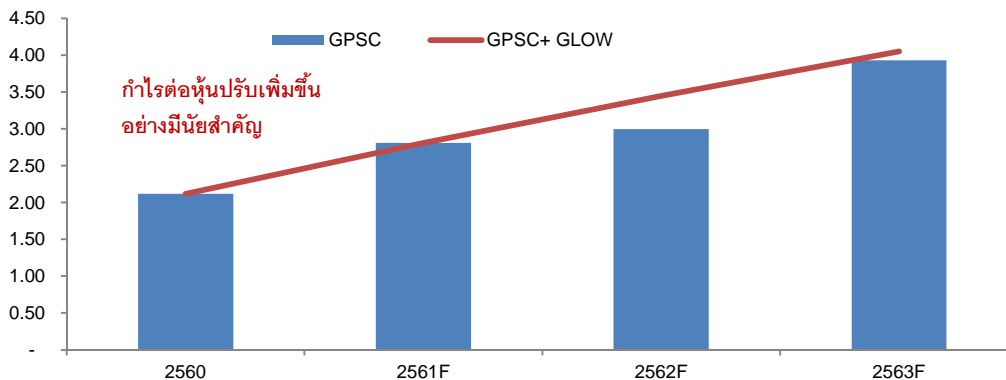
Source: GPSC, IFA

รูปที่ 2 Sensitivity ของอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมและกำไรสุทธิ

EPS	ราคาเพิ่มทุน (tender offer 100%)						
	50	55	60	Base Case	65	70	75
3.00%	3.15	3.30	3.44	3.56	3.68	3.78	
3.25%	3.10	3.25	3.38	3.50	3.61	3.71	
3.50%	3.05	3.19	3.32	3.45	3.55	3.65	
อัตราดอกเบี้ย	3.75%	2.99	3.13	3.26	3.38	3.49	3.58
	4.00%	2.94	3.08	3.20	3.32	3.42	3.52
	4.25%	2.88	3.02	3.14	3.26	3.36	3.45
	4.50%	2.83	2.96	3.08	3.19	3.30	3.39

Source: UOB Kay Hian (include amatization ~ Bt2.0b)

รูปที่ 3 แนวโน้มการเติบโตของกำไรสุทธิในอนาคตโดยเปรียบเทียบ



Source: GPSC, IFA, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

การประเมินมูลค่า

เราให้ราคาเหมาะสมของ GPSC ที่ 85 บาท/หุ้น บนวิธี Discount cash flow ของโครงการโรงไฟฟ้าที่ดำเนินงานอยู่ในปัจจุบันและโครงการที่กำลังจะเริ่มดำเนินงานเชิงพาณิชย์หลังการเข้าซื้อกิจการของ GLOW รวมทั้งสิ้น 4.8 GW จากสมมติฐาน

- 1) cost of equity ที่ 8.0% และ WACC ของแต่ละโครงการที่อยู่ระหว่าง 4.8-6.5%
- 2) นอกจากนี้เรายัง apply terminal value ในส่วนของการขายไฟฟ้าให้กับลูกค้าอุตสาหกรรมตามสัดส่วนความเป็นเจ้าของในปัจจุบันจำนวน 1,236 MW บนอัตราการเติบโตในระยะยาวที่ 3% ตามการเติบโตของ GDP และภาคอุตสาหกรรมเคมีในประเทศ
- 3) ทั้งนี้ในการประเมินมูลค่าของเรา เราใช้สมมติฐานการต่อสัญญาของโรงไฟฟ้า SPP ของ GLOW เป็นแบบ SPP extension programme ซึ่งเป็นการต่ออายุสัญญาออกไปอีก 10 ปีเฉพาะโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ (แตกต่างจากสมมติฐานของ IFA ที่ใช้ SPP replacement programme) โดย GLOW จะมีโรงไฟฟ้าที่ครบกำหนดอายุ จำนวน 4 โรงกำลังการผลิตรวม 210 MW ที่จะหมดอายุระหว่างปี 2563-2568

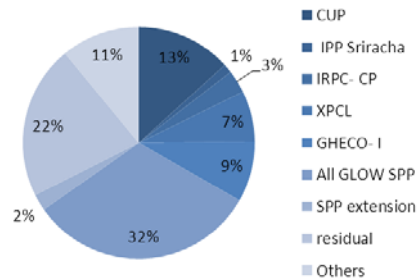
ราคาเป้าหมายปี 2562 ของเราที่ 85 บาท คิดเป็น PE ที่ 25 เท่าในปี 2562 แม้ว่าจะสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงไฟฟ้าที่ 19 เท่าแต่เรามองว่าสมเหตุสมผล เนื่องจาก GPSC มีการเติบโตเฉลี่ยที่สูงถึง 24% สูงกว่ากลุ่มที่มี CAGR เพียง 9%

รูปที่ 4 โครงการ SPP ที่กำลังจะหมดอายุ

โรงไฟฟ้า	COD	period	Expired	Type	capacity	ครบกำหนดอายุสัญญาใหม่
Glow Energy Phase 2	เม.ย. 39	21+3	เม.ย. 63	NG cogen	60	เม.ย. 73
GLOW SPP 1	ก.พ. 41	23	ก.พ. 64	NG cogen	60	ก.พ. 74
Glow SPP 2/3	มี.ค.42	25	มี.ค. 67	NG cogen + coal	60	มี.ค. 77
Glow SPP11 phase 1	ต.ค. 43	25	ต.ค. 68	NG cogen	30	ต.ค. 78
				Total	210	

Source: GPSC, UOB Kay Hian

รูปที่ 5 สัดส่วนมูลค่าของโรงไฟฟ้าแต่ละโรง/มูลค่ารวมปี 2562



Source: GPSC, UOB Kay Hian

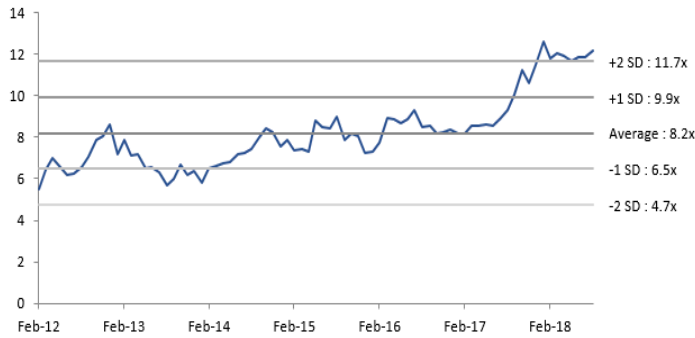
รูปที่ 6 Valuation table

Company	Rec.	Last Price (Bt)	Target Price (Bt)	Upside Downside (%)	Market Cap (US\$ m)	PE			EPS	PEG	P/B	Yield	ROE
						2017A (x)	2018F (x)	2019F (x)	CAGR (%) 2017-19	2018F (x)	2018F (x)	2018F (%)	2018F (%)
BPGP	BUY	17.80	24.5	37.6	1,070	17.6	16.4	13.3	15.0	2.4	2.3	4.2	14.5
BGRIM		25.50	29.1	14.0	2,004	26.6	27.8	21.8	10.4	-6.2	2.6	1.7	12.4
BPP	HOLD	24.50	25.0	2.0	2,253	18.0	16.0	12.5	20.0	1.3	1.7	3.7	10.5
CKP		4.04	4.4	8.7	898	202.0	56.9	35.8	137.7	0.2	1.6	1.4	4.4
EA		35.50	56.8	60.1	3,992	34.8	25.5	18.0	39.1	0.7	5.4	1.4	32.9
EGCO	HOLD	225.00	246.0	9.3	3,570	10.0	4.9	12.2	-9.2	0.0	1.1	3.2	24.8
GLOW		93.50	88.6	-5.2	4,124	15.1	17.0	16.8	-5.3	-1.5	2.7	5.8	15.9
GULF		68.00	72.3	6.3	4,374	21.4	46.3	35.8	-22.7	-0.9	3.4	1.0	9.0
PSTC		0.70			141								
RATCH	BUY	52.00	62.0	19.2	2,272	12.3	10.4	9.8	12.0	0.5	1.1	4.7	11.2
SSP		8.50	10.3	20.6	236	18.9	14.3	12.2	24.5	0.5	2.0	3.0	16.9
SPCG		21.10	23.5	11.4	620	7.7	7.5	7.1	4.6	2.8	1.5	6.0	22.2
WHAUP		5.65	8.3	46.5	652	10.5	10.6	9.6	4.4	-8.2	1.5	4.1	15.8
sector					26,205	25.5	22.5	18.9	9.4		2.7	3.1	17.0

Source: Bloomberg and UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

รูปที่ 7 P/E 5 Years History- GPSC+GLOW



Source: Bloomberg and UOB Kay Hian

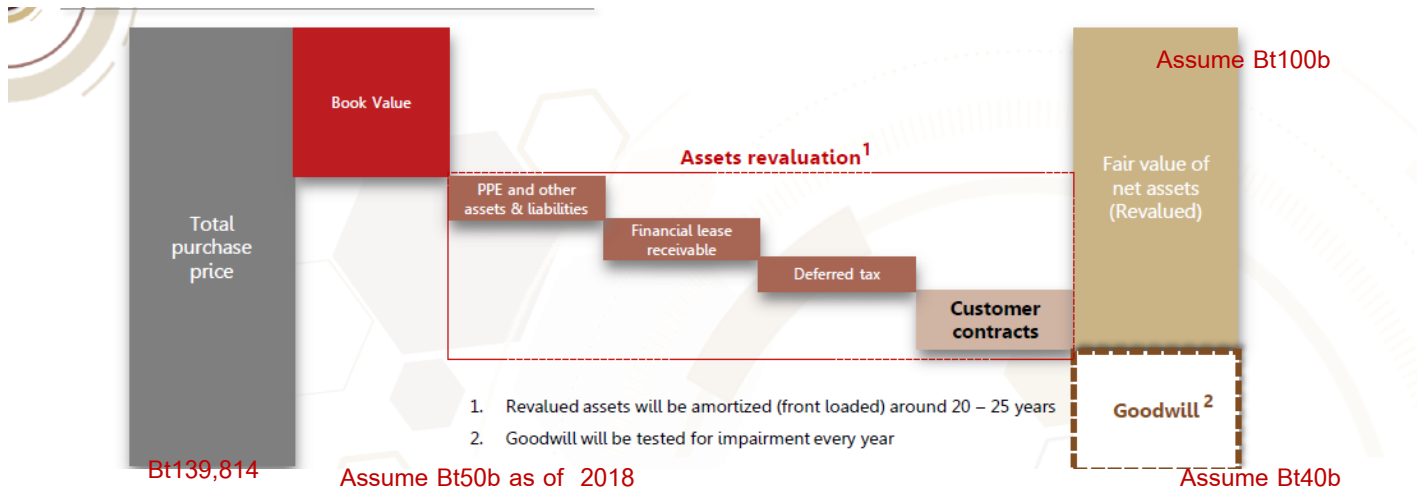
รูปที่ 8 P/BV 5 Years History- GPSC+GLOW



Source: Bloomberg and UOB Kay Hian

ทั้งนี้ในการเข้าทำรายการ GPSC จะมีความเสี่ยงจากค่าตัดจำหน่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ได้มาจากการรวมธุรกิจ (amortization) กับ GLOW โดยจะต้องมีการประมาณมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ของ GLOW และอาจจะมีค่าตัดจำหน่ายเกิดขึ้น โดยเราสมมติว่า GPSC จะต้องบันทึก amortization ประมาณ 2,000 ล้านบาท/ปี เป็นระยะเวลาประมาณ 25 ปี ซึ่งมีผลกระทบต่องบกำไรขาดทุนแต่ไม่มีผลกระทบต่อเงินสดของ GPSC นอกจากนี้ GPSC อาจจะต้องบันทึก ค่าความนิยม (Goodwill) ในงบการเงินอีกส่วนหนึ่งและจะต้องมีการประเมินการด้อยค่าปีละครั้ง

รูปที่ 9 Purchase price Allocation process



Source: GPSC, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการนี้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะให้ชว่นให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

แนวโน้มการเติบโต

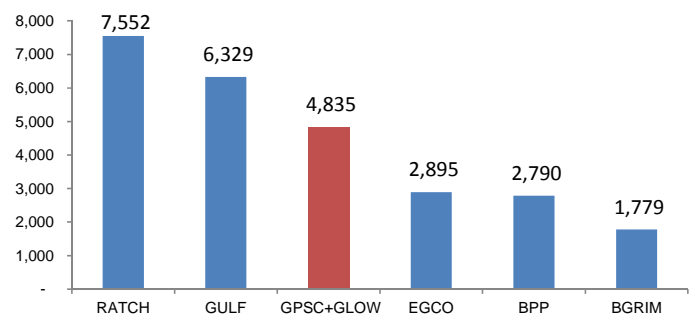
เรามองเห็นแนวโน้มที่สดใสของ GPSC ซึ่งหลังการรวมกับ GLOW โดย GPSC จะขึ้นเป็นผู้ที่มีกำลังการผลิตจากโรงไฟฟ้าขนาดเล็ก (small power producer; SPP) สูงสุดในไทยด้วยกำลังการผลิตตามสัดส่วนความเป็นเจ้าของ (Equity MW) ที่ 2.3 GW และมีกำลังการผลิตรวมตามสัดส่วนความเป็นเจ้าของเพิ่มจาก 1.9 GW เป็น 4.8GW สูงเป็นอันดับ 3 ในประเทศ โดยกำลังการผลิตส่วนใหญ่ของ GPSC อยู่ในภาคตะวันออก ซึ่งมีแนวโน้มการเติบโตที่สูงจากโครงการเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ตามนโยบายของรัฐบาล

รูปที่ 10 ที่ตั้งของโรงไฟฟ้าของ GPSC และ GLOW



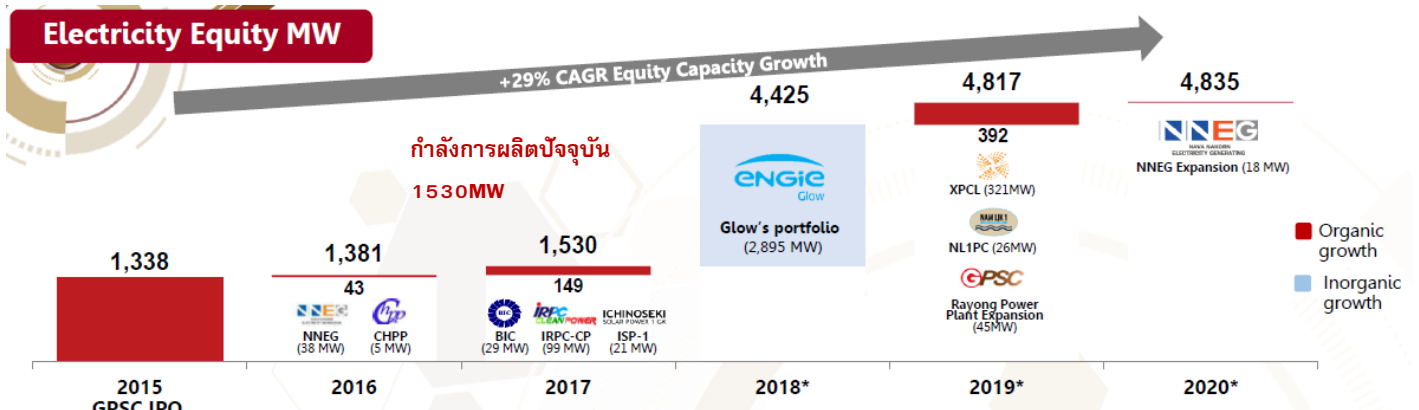
Source: GPSC

รูปที่ 11 Capacity (Equity MW) as of 1Q61



Source: GPSC, UOB Kay Hian

รูปที่ 12 กำลังการผลิตที่จะเข้ามาในอนาคต

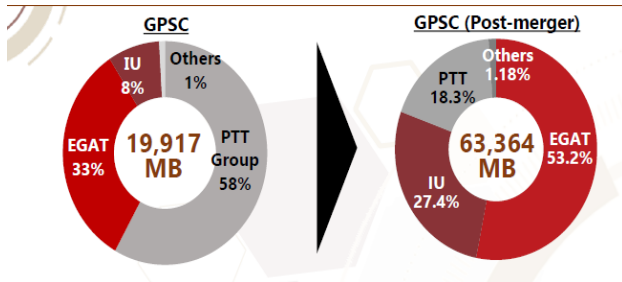


Source: GPSC

นอกจากนี้การเข้าซื้อกิจการ GLOW จะทำให้สัดส่วนของกำลังการผลิตที่ขายให้ลูกค้าอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นจาก 16% เป็น 25% คิดเป็น 1,236 MW และทำให้รายได้จากลูกค้าอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นกว่า 3 เท่าหลังควบรวม ซึ่งลูกค้าส่วนใหญ่อยู่ในภาคปิโตรเคมีที่มีการเติบโตสูงและมีความต้องการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง นอกจากนี้การไปซื้อ GLOW จะทำให้ GPSC กระจายความเสี่ยงจากพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่ (PTT) จาก 58% เหลืออยู่ประมาณ 18% และเพิ่มสัดส่วนของลูกค้าอุตสาหกรรมอื่นๆ จาก 8% เป็น 27% ซึ่งเป็นผลบวกต่อ GPSC เนื่องจากเป็นลูกค้าที่มีอัตรากำไรดีกว่าและมีรายได้จากการขายไอน้ำเพิ่ม

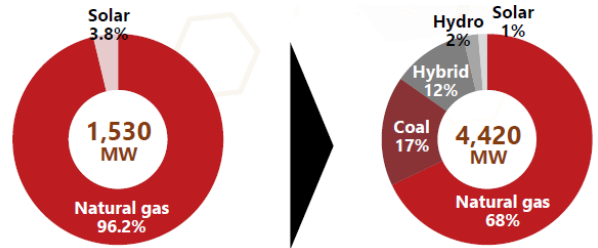
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

รูปที่ 13 สัดส่วนลูกค้า



Source: GPSC

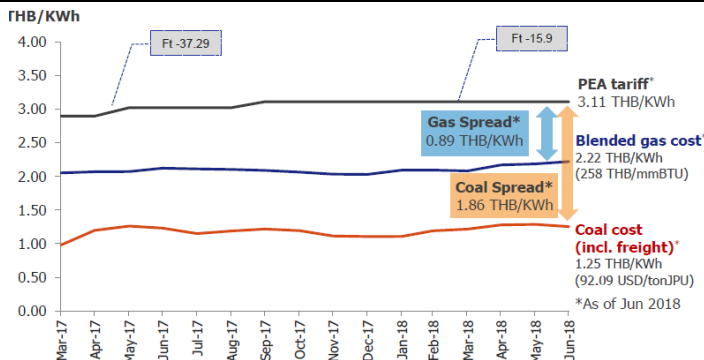
รูปที่ 14 แหล่งเชื้อเพลิง



Source: GPSC

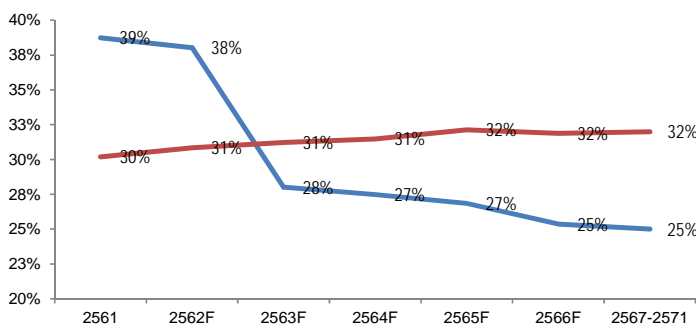
นอกจากนี้ เรายังเห็นถึงข้อดีของการกระจายการใช้เชื้อเพลิง โดยเพิ่มสัดส่วนของเชื้อเพลิงประเภทถ่านหินเพิ่มขึ้นเป็น 17% จาก 0% ก่อนการรวม ซึ่งโรงไฟฟ้าถ่านหินส่วนใหญ่จะเป็น Base load ที่มีการเรียกใช้ไฟสม่ำเสมอ รวมทั้งเป็นลดความเสี่ยงจากการใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงเพียงอย่างเดียว

รูปที่ 15 ส่วนต่างต้นทุนก๊าซธรรมชาติและถ่านหิน



Source: GLOW, UOB Kay Hian

รูปที่ 16 ประมาณการอัตรากำไรขั้นต้น (Gross margin) ของโรงไฟฟ้า IPP และ SPP หลังการรวม



Source: GPSC, IFA, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเยิน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

Initial Coverage

Thursday, 23 August 2018

โอกาสในการสร้างมูลค่าเพิ่มทางธุรกิจ (Synergies) กว่าหนึ่งหมื่นล้านบาท นอกจากการเติบโตที่สดใสของ GPSC หลังการควบรวมแล้ว เรายังเห็น Potential upside จากการสร้างมูลค่าเพิ่มที่เกิดขึ้นของทั้งสองบริษัทร่วมกัน โดยอ้างอิงข้อมูลจากที่ปรึกษาทางการเงินอิสระและการพบผู้บริหารในการประชุมหนึ่งไตรมาสล่าสุด เราเห็นโอกาสในการสร้างมูลค่าเพิ่มได้อีกมากกว่า 1 หมื่นล้านบาทจากการเพิ่มประสิทธิภาพในการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ของทั้งสองบริษัท เช่น การสร้างโครงข่ายสายส่งระหว่างกัน การเพิ่มประสิทธิภาพในการใช้ไอน้ำ การลดค่าใช้จ่ายด้านเชื้อเพลิงและการซ่อมบำรุง รวมถึงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่เข้าซ้อน ซึ่งรายละเอียดในเชิงลึกจะถูกพิจารณาหลังการเข้าร่วมเป็นที่เรียบร้อย ทั้งนี้จากข้อมูลของที่ปรึกษาทางการเงิน ตัวเลขในการสร้างมูลค่าเพิ่มของทั้งสองบริษัทอยู่ที่ประมาณ 9,400 ล้านบาท นอกจากนี้เรายังมองถึงความน่าจะเป็นที่สูงขึ้นของการสร้างโครงการใหม่ในขนาดของ GLOW จากต้นทุนเงินทุนที่ลดลง โดยจากข้อมูลของที่ปรึกษาทางการเงินจะมี 2 โครงการประกอบด้วยการขายกำลังการผลิตลูกค้ออุตสาหกรรมอีก 190 MW และโครงการสร้างโรงไฟฟ้าที่พม่าอีก 622 MW คิดเป็นมูลค่าประมาณ 8,700 ล้านบาท ซึ่งเมื่อรวมกับการสร้าง Synergies แล้ว ทำให้ GPSC สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มอีก 18,000 ล้านบาท หรือประมาณ 7 บาท/หุ้น (หลังการเพิ่มทุน)

รูปที่ 17 Total Loaning Portfolio: 2557-63F



Source: GPSC and UOB Kay Hian

และยังมีการลงทุนโครงการ (Energy Recovery Unit; ERU) นอกจากการมูลค่าเพิ่มที่กล่าวไปเบื้องต้น เรายังเห็น Potential upside จากโอกาสในการลงทุนสร้างโรงไฟฟ้าให้ Thai oil (TOP) ขนาด 250 MW มูลค่า 600 ล้านเหรียญในปี 2566 หลังจากล่าสุด TOP มีแผนลดการลงทุนในโครงการ Clean fuel project (CFP) โดยเปิดโอกาสให้ Third party สามารถลงทุนในโรงไฟฟ้าแทน ซึ่งคาดว่าจะได้ข้อสรุปภายในสิ้นปีนี้ และเราประเมินว่า GPSC มีโอกาสที่จะได้งานนี้ นอกจากนี้เรายังเห็นโอกาสในการปรับโครงสร้างธุรกิจภายในกลุ่ม PTT และอาจจะมีการถ่ายโอนสินทรัพย์มาให้ GPSC โดยเฉพาะสินทรัพย์ของ TOP ซึ่งคิดเป็นจำนวนสูงถึง 576MW หรือเทียบคร่าวๆ เป็นมูลค่าให้กับ GPSC อีกกว่า 40,000 ล้านบาท (หรือประมาณ 15 บาท/หุ้นหลังสมมติฐานการเพิ่มทุน)

และคาดว่าจะได้ประโยชน์จากการปรับลดค่าก๊าซ ซึ่งปัจจุบันจะมีส่วนต่างระหว่างราคาซื้อขายให้ SPP จะสูงกว่า IPP ประมาณ 9 บาทต่อ MMBTU ซึ่งมีโอกาสที่จะปรับราคาลงในอนาคต

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเยิน (ประเทศไทย) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณี่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

การเติบโตตามความต้องการที่เพิ่มขึ้นของกลุ่ม PTT เมื่อเทียบกับกลุ่มโรงไฟฟ้าด้วยกันแล้ว GPSC จะมีการเติบโตที่โดดเด่นจากความต้องการการใช้ไฟฟ้าในกลุ่ม PTT และกลุ่มลูกค้าอุตสาหกรรม ซึ่งแตกต่างจากโรงไฟฟ้าอื่นๆ ที่เติบโตตามการขยายไฟให้กับ EGAT โดย GPSC จะสามารถเติบโตได้ตามการลงทุนที่เพิ่มทุนของกลุ่ม ปตท โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากฐานลูกค้าในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ซึ่งในอนาคตเราคาดว่าจะมีความต้องการการใช้ไฟฟ้าอีกไม่ต่ำกว่า 130 MW (ไม่รวมโครงการ ERU) โดยเฉพาะการลงทุนในโครงการ Map Tha Put retrofit project และโครงการ LNG receiving terminal phase 2 และการลงทุนโครงการสร้าง Paraxylene อีก 1 ล้านตันของ IRPC

รูปที่ 18 การขยายกำลังการผลิตของ PTT

Clients	Projects	Expected COD	Estimate demand
PTTGC	Olefins Reconfiguration	1H20	More than 50MW
IRPC	New PX plant	4Q22	More than 50MW
PTT	LNG receiving terminal	N/A	30
		Total	130

Source: GPSC and UOB Kay Hian

การประเมินมูลค่าพื้นฐาน

เราแนะนำ ซื้อ ที่ราคาเป้าหมายสำหรับปี 2562F ที่ 85.00 บาท ด้วยวิธี Discount cash flow ของทุกโครงการโรงไฟฟ้า โดย 1) มีสมมติฐานการเพิ่มทุนที่ 65 บาท/หุ้นจำนวน 1,100 ล้านหุ้น 2) อัตราดอกเบี้ยจ่ายที่ 3.5% สำหรับแหล่งเงินทุนจากสินเชื่อระยะสั้นของทั้งผู้ถือหุ้นใหญ่และสถาบันการเงินในวงเงินไม่เกิน 68,500 ล้านบาท 3) การต่อสัญญาโรงไฟฟ้า SPP ของ GLOW ในรูปแบบ SPP Extension program เป็นเวลา 10 ปี 4) หลังการทำ tender offer GPSC จะมีสัดส่วนการถือครอง GLOW ที่ 100% 5) Re ที่ 8.0% 6) amortization ประมาณ 2.0 พันล้านบาท 7) GPSC มีอัตราเงินปันผลจ่ายที่ 30% และนำกระแสเงินสดส่วนที่เหลือไปลดหนี้

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันถึงความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณี่ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ปัจจัยความเสี่ยง

ข้อพิพาทกับ กฟผ. เรื่องสัญญาซื้อขายไฟฟ้าผู้ผลิตรายเล็กของ GLOW Energy Phase 2- ในการรวมกิจการกับ GLOW นั้นในปัจจุบัน GLOW ได้มีข้อพิพาทกับ กฟผ. ในส่วนที่เกี่ยวกับวันหมดอายุของ สัญญาซื้อขายไฟฟ้าผู้ผลิตรายเล็ก ของโรงไฟฟ้าโกลว์ พลังงาน ระยะที่ 2 (GLOW Energy Phase 2) ซึ่งสาเหตุเกิดจาก กฟผ. และ GLOW มีความเห็นแตกต่างกันในเรื่องวันสิ้นสุดอายุสัญญาซื้อขายไฟฟ้าของโครงการ เนื่องจากวันจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบเชิงพาณิชย์ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (Schedule Commercial Operation Date) ไม่ตรงกับวันจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบเชิงพาณิชย์ (Commercial Operation Date) โดยปัจจุบัน กรณีนี้อยู่ในระหว่างกระบวนการพิจารณาของอนุญาโตตุลาการ และหากได้คำชี้ขาดจากอนุญาโตตุลาการ

ความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน - ในการประกอบธุรกิจหลักหลังจากควบรวมกับ GLOW ทำให้มีโอกาสที่จะได้รับความเสี่ยงจากต้นทุนการดำเนินงานบางส่วนในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐมากขึ้น เช่น ต้นทุนค่าก๊าซธรรมชาติ ต้นทุนและค่าขนส่งถ่านหิน ทั้งนี้หากอัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวนมีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดของ GPSC ทั้งทางบวกและทางลบมากขึ้น

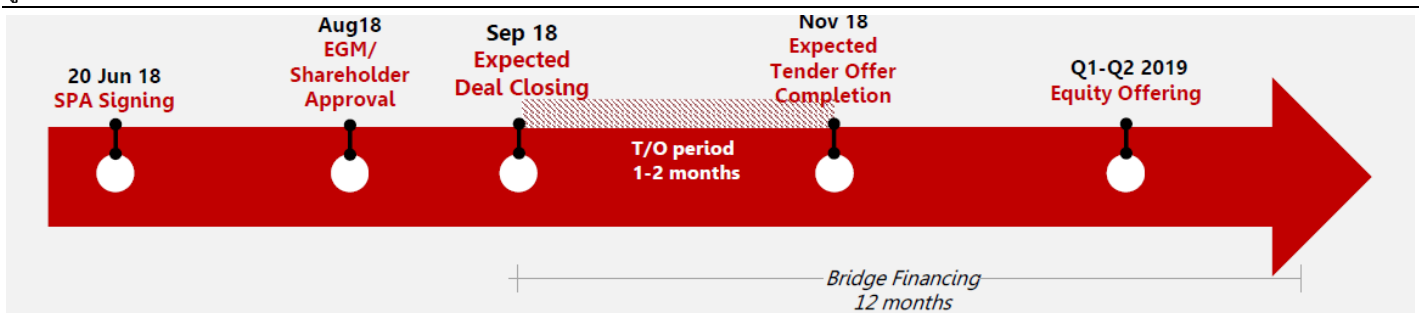
ความเสี่ยงจากค่าตัดจำหน่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ได้มาจากการรวมธุรกิจ- ค่าตัดจำหน่าย (Amortization) อาจจะมีมากขึ้นหรือน้อยกว่าที่เราประเมิน ซึ่งจะมีผลต่อกำไรขาดทุนของบริษัทหลังควบรวม

ความเสี่ยงจากการไม่ได้รับการต่อสัญญาของโรงไฟฟ้ารูปแบบ SPP Cogeneration - โดยในปัจจุบันเราประเมินมูลค่าเป็นแบบ SPP extension programme ซึ่งอาจจะมีความเสี่ยงที่ไม่ได้ต่อสัญญาได้ โดยเราประเมินว่าในกรณีที่มิได้รับการต่อสัญญาของโรงไฟฟ้า SPP 4 โรงที่กำลังจะหมดอายุกำลังการผลิตรวม 210MW จะมีผลกระทบต่อการประเมินมูลค่าประมาณ 3 บาท/หุ้น

ภาพรวมธุรกิจ

บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) (GPSC) ก่อตั้ง ณ วันที่ 1 ต.ค. 2556 เพื่อดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าสหับสนุนให้กับ กลุ่ม ปตท. ปัจจุบันมีกำลังการผลิตส่วนที่เป็นเจ้าของในโรงไฟฟ้าที่เริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้วแบ่งเป็นการผลิตไฟฟ้ารวมประมาณ 1,530MW ใอน้ำ รวมประมาณ 1,512 ตัน/ชั่วโมง น้ำเพื่อการอุตสาหกรรมรวมประมาณ 2,080 ลูกบาศก์เมตร/ชั่วโมง และน้ำเย็นรวมประมาณ 12,000 ตันความเย็นและมีกำลังการผลิตระหว่างการก่อสร้างคิดตามสัดส่วนอีก 410MW โดยหลังจากการรวมกิจการกับ GLOW จะทำให้ GPSC มีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นเป็น 4.8 GW มากที่สุดเป็นอันดับ 3 ในไทย

รูปที่ 19 Time line ในการรวมกิจการ



Source: GPSC

รูปที่ 20 โครงสร้างธุรกิจหลังการรวม



Source: GPSC and UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

รูปที่ 21 โครงการโรงไฟฟ้า

No.	Plants	Type	Location	COD/SCOD	PPA Type	PPA (Years)	PPA Expiry	Equity %	Installed capacity (MW)	Effective installed capacity (MWe)	IPP (MW)	SPP (MW)	Industrial users (MW)	Steam installed capacity (tph)
Operating Projects														
GPSC														
Consol	Sriracha	Gas-Fired	Sriracha, Chonburi	Aug 00	IPP	25	Aug 25	100.0%	700.0	700.0	700.0			
EQ	RPCL	CCGT	Damnoen Saduak District, Ratchaburi	Mar 08	IPP	25	Mar 33	15.0%	1,400.0	210.0	210.0			
Consol	CHFP	Combined Heat	Chaeng Watthana, Bangkok	Apr 09	VSP-PP-Firm	25	Apr 34	100.0%	5.0	5.0	0.0	5.0		
Consol	CHFP	Solar	Chanthaburi	Dec 16	VSP-PP-Firm	25	Dec 41	100.0%	5.0	5.0		5.0		
Consol	CUP-1	NG Cogen	Hemaraj Industrial Estate, Rayong	Apr 06	SPP-Firm	25	Apr 31	100.0%	226.0	226.0		40.0	171.0	890.0
Consol	CUP-2	NG Cogen	Rayong Industrial Land, Rayong	Jan 08	SPP-Firm	25	Jan 33	100.0%	113.0	113.0		60.0	30.0	170.0
Consol	CUP-3	NG Cogen	MTP, Rayong	Jan 09	SPP-Firm	25	Jan 34	100.0%	0.0	0.0		0.0	0.0	280.0
EQ	BIC-1	NG Cogen	Bangpa-in, Ayuttaya	Jun 13	SPP-Firm	25	Jun 38	25.0%	117.0	29.3		90.0	27.0	20.0
EQ	BIC-2	NG Cogen	Bangpa-in, Ayuttaya	Jun 17	SPP-Firm	25	Jun 42	25.0%	117.0	29.3		90.0	27.0	20.0
EQ	NNEG	NG Cogen	Navanakorn Industrial, PathumThani	Jun 16	SPP-Firm	25	Jun 41	30.0%	125.0	37.5		90.0	30.0	30.0
Consol	IRPC-CP 1+2	NG Cogen	IRPC Industrial Zone, Rayong	Jun 15	SPP-Firm	25	Jun 40	51.0%	240.0	122.4		180.0	60.0	300.0
Consol	TSR	Solar farm	4 sites in Kanchanaburi / 6 sites in Suphanburi	Jul 13	VSP-PP-Firm	10	Jul 23	40.0%	80.00	32.00		80.0	0.0	0.0
Consol	Ichinoseki Power 1	Solar farm	Japan	Dec 17	VSP-PP-Firm	20	Dec 37	99.0%	20.80	20.59		20.8	0.0	0.0
Future Projects														
CUP 4	NG Cogen		Asia Industrial Estate, Rayong	Jun 19	SPP-Firm	25	Jun 44	100.0%	45.0	45.0	0.0	0.0	45.0	70.0
XPC1	Hydropower		Lao	Oct 19	IPP	25	Oct 44	25.0%	1,285.0	321.3	321.3	0.0	0.0	0.0
Nam Lik 1	Hydropower		Lao	Mar 19	IPP	25	Mar 44	40.0%	65.0	26.0	26.0	0.0	0.0	0.0
NNEG Extension	NG Cogen		Navanakorn Industrial, PathumThani	Jul 20	SPP-Firm	25	Jul 45	30.0%	60.0	18.0				10.0
Total Future Projects									1,455.0	410.3	347.3	0.0	45.0	80.0
Grand Total									4,603.8	1,940.2	1,257.3	660.8	390.0	1,790.0

Operating Projects														
GLOW														
Consol	GHECO-1	Coal-fired	Map ta put industrial	Aug 12	IPP	25	Aug 37	65.0%	660.0	429.0	429.0			
Consol	GLOW-IPP	Gas-Fired	Hemraj industrial, Rayong	Jan 03	IPP	25	Jan 28	95.0%	713.0	677.4	713.0			
Consol	HHFC	Hydro	Lao	Sep 99	IPP	30	Sep 29	67.3%	152.0	102.2	102.2			
Consol	GLOW Energy-I	NG Cogen	Map ta put industrial	Jul 94	SPP-Firm	25	Jul 19	100.0%	0.0	0.0				250.0
Consol	GLOW Energy-II	NG Cogen	Map ta put industrial	Apr 95	SPP-Firm	25	Apr 20	100.0%	281.0	281.0		120.0	100.0	300.0
Consol	GLOW Energy-4	NG Cogen	Map ta put industrial	Jan 05	SPP-Firm	25	Jan 30	100.0%	77.0	77.0		74.0	-	137.0
Consol	Phase-5	NG Cogen	Map ta put industrial	Sep 11	SPP-Firm	25	Sep 36	100.0%	328.0	328.0			328.0	160.0
Consol	CFB 3	Coal-fired	Map ta put industrial	Nov 10	SPP-Firm	25	Nov 35	100.0%	85.0	85.0			85.0	79.0
Consol	GLOW-SPP 1	NG Cogen	Hemraj industrial, Rayong	Feb 99	SPP-Firm	25	Feb 24	100.0%	124.0	124.0		110.0	14.0	90.0
Consol	GLOW-SPP 2/3	NG and Coal	Map ta put industrial	Mar 99	SPP-Firm	25	Mar 24	100.0%	513.0	513.0		300.0	108.0	190.0
Consol	GLOW-SPP 11	NG Cogen	Siam industrial park	Oct 00	SPP-Firm	25	Oct 25	100.0%	120.0	120.0		90.0	30.0	
Consol	GLOW-SPP 11 P. 2	NG Cogen	Siam industrial park	Dec 12	SPP-Firm	25	Dec 37	100.0%	110.0	110.0		90.0	20.0	
Consol	GLOW-SPP 11 no 3	NG Cogen	Siam industrial park	Oct 06	SPP-Firm	25	Oct 31	100.0%	23.0	23.0			23.0	
Consol	GLOW-SPP 11 no 3	NG Cogen	Siam industrial park	Apr 15	SPP-Firm	25	Apr 40	100.0%	19.00	19.00			19.0	
Consol	Solar	Solar	Asia Industrial Estate, Rayong	Aug 12	SPP-Firm	10	Aug 22	100.0%	1.55	1.55				1.6
Total Operating Projects									3,206.6	2,890.1	1,244.2	784.0	728.6	1,206.0
Total (Equity MW)									7,810.4	4,835.0	2,502	1,110	1,236	4,847.5

Source: GPSC

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

รูปที่ 22 GPSC financial statement (before merge with GLOW)

INCOME STATEMENT	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	2555	2556	2557	2558	2559	2560	2561	2562	2563	2564
Sales	24,625	25,596	23,654	22,444	20,675	19,917	22,947	24,305	26,006	26,169
Cost of Goods Sold	22,672	23,649	21,571	20,177	17,365	16,376	17,666	18,529	19,630	19,953
Gross Profit	1,953	1,947	2,083	2,267	3,310	3,541	5,281	5,776	6,376	6,216
SG&A	326	281	410	670	900	850	886	1,034	1,200	1,216
Operating Income (Before depre)	2,645	2,657	2,716	2,679	3,676	4,042	6,380	6,766	7,320	7,144
Depreciation, Depletion, & Amortiz	108	991	1,043	1,082	1,266	1,351	1,985	2,024	2,144	2,144
Operating Income	1,627	1,665	1,673	1,596	2,410	2,691	4,395	4,742	5,176	5,000
Non-Operating Income	261	191	142	577	764	856	629	690	620	652
Non-Operating Expense	-	23	8	139	90	106	105	102	102	102
Equity gain	-	2	268	339	346	517	607	868	1,947	2,227
Equity loss										
EBIT	1,888	1,836	2,076	2,373	3,430	3,958	5,526	6,198	7,641	7,878
Financial cost	746	601	470	394	418	361	524	524	588	559
Pretax profit	1,142	1,235	1,606	1,979	3,012	3,597	5,002	5,674	7,053	7,319
Taxes:	(99)	2	27	90	140	257	440	543	542	537
% of Income Before Taxes	-8.67%	0.13%	1.71%	4.55%	4.66%	7.14%	8.79%	9.57%	7.69%	7.33%
Minority Interest(profit)/loss		(5)	(3)	(17)	172	166	544	642	652	650
Income Before Extraordinary Items	1,241	1,238	1,581	1,906	2,700	3,175	4,018	4,489	5,858	6,133
Eatra item		(90)								
Reported/actual net profit	1,241	1,148	1,581	1,906	2,700	3,175	4,018	4,489	5,858	6,133

Source: GPSC, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอชเอ็น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะให้ชวณให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Initial Coverage

Thursday, 23 August 2018

PROFIT & LOSS

Year to 31 Dec (Btm)	2017	2018F	2019F	2020F
Net turnover	19,917	22,947	96,028	97,729
EBITDA	4,792	6,904	25,560	25,970
Deprec. & amort.	1,351	1,985	6,332	6,451
EBIT	3,441	4,919	19,228	19,519
Total other non-operating income	0	0	0	0
Associate contributions	517.1	607.1	867.9	1,946.7
Net interest income/(expense)	(361)	(524)	(5,621)	(5,441)
Pre-tax profit	3,597	5,002	14,475	16,025
Tax	(257)	(440)	(1,551)	(1,542)
Minorities	(165.6)	(543.9)	(1,942.1)	(1,952.1)
Net profit	3,175	4,018	8,982	10,530
Net profit (adj.)	3,175	4,018	8,982	10,530

BALANCE SHEET

Year to 31 Dec (Btm)	2017	2018F	2019F	2020F
Fixed assets	27,246	30,261	98,929	95,478
Other LT assets	22,805	19,999	69,000	68,200
Cash/ST investment	3,965	6,348	9,707	6,192
Other current assets	5,953	5,645	30,311	28,935
Total assets	59,968	62,253	207,947	198,805
ST debt	991	900	6,800	3,000
Other current liabilities	3,097	3,910	16,003	13,800
LT debt	14,817	13,917	62,117	52,117
Other LT liabilities	689	555	560	800
Shareholders' equity	38,547	41,070	119,466	126,838
Minority interest	1,827.0	1,900.0	3,000.0	2,250.0
Total liabilities & equity	59,968	62,253	207,947	198,805

CASH FLOW

Year to 31 Dec (Btm)	2017	2018F	2019F	2020F
Operating	3,153	6,864	2,646	16,294
Pre-tax profit	3,597	5,002	14,475	16,025
Tax	(257)	(440)	(1,551)	(1,542)
Deprec. & amort.	1,351	1,985	6,332	6,451
Associates	0.0	(543.9)	(1,942.1)	(1,952.1)
Working capital changes	(396)	694	(12,568)	(587)
Non-cash items	0	0	0	0
Other operating cashflows	(1,143)	167	(100)	(100)
Investing	(2,312)	(2,069)	(123,901)	(2,100)
Capex (growth)	(1,117)	(5,000)	(75,000)	(3,000)
Capex (maintenance)	0.0	0.0	0.0	0.0
Investments	0.0	2,695.8	(47,326.0)	1,400.0
Proceeds from sale of assets	0	0	0	0
Others	(1,195)	235	(1,575)	(500)
Financing	(2,298)	(2,413)	124,614	(17,709)
Dividend payments	0	(1,423)	(2,695)	(3,159)
Issue of shares	0.0	0.0	0.0	0.0
Proceeds from borrowings	0.0	0.0	0.0	0.0
Loan repayment	0	(989)	116,292	(14,550)
Others/interest paid	(2,297.5)	(0.0)	11,017.0	0.0
Net cash inflow (outflow)	(1,457)	2,383	3,359	(3,515)
Beginning cash & cash equivalent	5,422	3,965	6,348	9,707
Changes due to forex impact	0	0	0	0
Ending cash & cash equivalent	3,965	6,348	9,707	6,192

KEY METRICS

Year to 31 Dec (%)	2017	2018F	2019F	2020F
Profitability				
EBITDA margin	24.1	30.1	26.6	26.6
Pre-tax margin	18.1	21.8	15.1	16.4
Net margin	15.9	17.5	9.4	10.8
ROA	5.4	6.6	6.6	5.2
ROE	8.4	10.1	11.2	8.6
Growth				
Turnover	(3.7)	15.2	318.5	1.8
EBITDA	10.2	44.1	270.2	1.6
Pre-tax profit	19.4	39.1	189.4	10.7
Net profit	17.6	26.6	123.5	17.2
Net profit (adj.)	17.6	26.6	28.8	17.2
EPS	17.6	26.6	28.8	17.2
Leverage				
Debt to total capital	39.2	34.5	56.3	42.7
Debt to equity	41.0	36.1	57.7	43.5
Net debt/(cash) to equity	30.7	20.6	49.6	38.6
Interest cover (x)	13.3	13.2	4.5	4.8

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IDO) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2017



AMATA	AOT	BAFS	BAY	BCP	BIGC	BTS	BWG	CK	CPF
CPN	CSL	DELTA	DEMCO	DRT	DTAC	DTC	EASTW	EGCO	GFPT
GPSC	GRAMMY	HANA	HMPRO	INTUCH	IRPC	IVL	KBANK	KCE	KKP
KTB	KTC	LHBANK	LPN	MBK	MCOT	MINT	MONO	NKI	NYT
PSL	PTT	PTTEP	PTTGC	QH	RATCH	SAMART	SAMTEL	SAT	SC
SCB	SCC	SCCC	SE-ED	SIM	SITHAI	SNC	SPALI	SSSC	STEC
SVI	TCAP	THCOM	TISCO	TKT	TMB	TOP	TSC	TTCL	TU
UV	VGI	WACOAL	WAVE						



AAV	ADVANC	AH	AHC	ALUCON	AMANAH	ANAN	AP	APCS	ASIA
ASIMAR	ASK	ASP	AYUD	BANPU	BBL	BDMS	BEM	BFIT	BLA
CEN	CENTEL	CFRESH	CGH	CHG	CI	CIMBT	CKP	CM	CNS
CNT	COL	CPI	DCC	EA	EE	ERW	FORTH	GBX	GC
GL	GLOBAL	GLOW	GUNKUL	ICC	ICHI	IFEC	INET	IRC	KSL
KTIS	L&E	LANNA	LH	LHK	LOXLEY	LRH	LST	M	MACO
MALEE	MBKET	MC	MEGA	MFC	MSC	MTI	MTLS	NCH	NOBLE
NSI	NTV	OCC	OGC	OISHI	ORI	PACE	PAP	PB	PCSGH
PDI	PE	PG	PLANB	PM	PPP	PR	PRANDA	PREB	PRG
PRINC	PT	PTG	PYLON	Q-CON	RICHY	ROBINS	RS	S	S & J
SABINA	SAMCO	SCG	SEAFCCO	SFP	SIAM	SINGER	SIS	SMK	SMPC
SMT	SNP	SPI	SPPT	SPRC	SSF	SST	STA	SUSCO	SUTHA
SYMC	SYNEX	SYNTEC	TAE	TASCO	TBSP	TCC	TF	TFI	TGCI
THAI	THANI	THIP	THRE	THREL	TICON	TIPCO	TK	TKS	TMT
TNITY	TNL	TOG	TPCORP	TRC	TRU	TRUE	TSR	TSTE	TSTH
TTA	TTW	TVO	TWPC	UP	UPF	VIH	VNT	ZMICO	



AEC	AEONTS	AIT	AJ	AKR	AMARIN	AMATAV	AMC	APURE	AQUA
AS	BA	BEAUTY	BEC	BH	BIG	BJC	BJCHI	BR	BROCK
BRR	BTNC	CBG	CGD	CHARAN	CITY	CMR	COM7	CPL	CSC
CSP	CSR	CSS	CTW	DCON	EARTH	EASON	ECL	EPCO	EPG
ESSO	FE	FER	FSS	GEL	GIFT	GLAND	GOLD	GSTEL	GYT
HTC	IFS	IHL	ILINK	INSURE	IT	ITD	J	JMART	JMT
JWD	KBS	KCAR	KGI	KKC	KWC	KYE	LALIN	LPH	MAJOR
MAKRO	MATCH	MATI	M-CHAI	MDX	MFEC	MJD	MK	MODERN	NC
NEP	NOK	NUSA	PATO	PF	PL	PLAT	PLE	PMTA	PRIN
RCI	RCL	RICH	RML	RPC	SAPPE	SAWAD	SCI	SCN	SCP
SENA	SIRI	SKR	SLP	SMIT	SORKON	SPC	SPCG	SSC	STANLY
STPI	SUC	TCOC	TCMC	TEAM	TFD	TFG	TIC	TIW	TKN
TLUXE	TMD	TOPP	TPA	TPIPL	TPOLY	TRITN	TTI	TVI	TWP
U	UMI	UPOIC	UT	VIBHA	VPO	WICE	WIKI	WIN	

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100	▲▲▲▲▲	ดีเลิศ
80-89	▲▲▲▲	ดีมาก
70-79	▲▲▲	ดี
60-69	▲▲	ดีพอใช้
50-59	▲	ผ่าน
ต่ำกว่า 50	-	-

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Anti-corruption Progress Indicator 2017

ได้รับการรับรอง

ADVANC	AKP	AMANAH	AP	ASP	AYUD	BAFS	BANPU	BAY	BBL
BCP	BKI	BLA	BROOK	BTS	BWG	CENTEL	CFRESH	CIMBT	CM
CNS	CPI	CPN	CSL	DCC	DEMCO	DIMET	DRT	DTAC	DTC
EASTW	ECL	EGCO	ERW	FE	FSS	GBX	GLOW	HANA	HMPRO
HTC	ICC	IFEC	INTUCH	IRPC	IVL	K	KBANK	KCE	KGI
KKP	KSL	KTB	KTC	LANNA	LHBANK	LHK	LPN	MBK	MBKET
MFC	MINT	MONO	MOONG	MSC	MTI	NKI	NSI	OCC	OCEAN
PB	PDI	PE	PG	PHOL	PM	PPP	PPS	PR	PRANDA
PRG	PS	PSL	PT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	Q-CON	QH
QLT	RATCH	RML	ROBINS	S&J	SABINA	SAT	SCB	SCC	SCG
SGP	SINGER	SIS	SITHAI	SMIT	SMPC	SNC	SNP	SORKON	SPC
SPI	SSF	SSI	SSSC	SVI	SYNTEC	TAE	TCAP	TCMC	TF
TFG	TGCI	THANI	THCOM	THRE	THREL	TIPCO	TISCO	TKT	TMB
TMD	TNITY	TNL	TOG	TOP	TPC	TPCORP	TRU	TSC	TSTH
TTCL	TVI	UOBKH	WACOAL						

ประกาศเจตนารมณ์

2S	A	ABC	ACAP	AEC	AF	AGE	AH	AI	AIE
AIRA	ALUCON	AMARIN	AMATA	AMATAV	ANAN	AOT	APCO	APCS	APURE
AQUA	AS	ASIA	ASIAN	ASIMAR	ASK	BCH	BEAUTY	BFIT	BH
BIGC	BJCHI	BKD	BLAND	BR	BROCK	BRR	BSBM	BTNC	CEN
CGH	CGS	CHARAN	CHEWA	CHG	CHO	CHOTI	CHOW	CI	CIG
CPALL	CPF	CPL	CSC	CSR	CSS	DELTA	DNA	E	EA
ECF	EE	EFORL	EKH	EPCO	ESTAR	EVER	FER	FNS	FPI
FSMART	FVC	GC	GEL	GIFT	GLOBAL	GOLD	GPSC	GREEN	GUNKUL
HARN	HEMRAJ	HOTPOT	ICHI	IEC	IFS	ILINK	INET	INOX	INSURE
J	JAS	JMART	JMT	JTS	JUTHA	KASET	KBS	KC	KTECH
KWC	KYE	L&E	LALIN	LRH	LTX	LVT	M	MAKRO	MALEE
MBAX	MC	MCOT	MEGA	MFEC	MIDA	MILL	MJD	MK	MPG
NBC	NCH	NCL	NDR	NEP	NINE	NMG	NNCL	NPP	NTV
NUSA	OFM	OGC	PACE	PAF	PAP	PATO	PCA	PCSGH	PDG
PIMO	PK	PL	PLANB	PLAT	PREB	PRINC	PSH	PSTC	PYLON
QTC	ROCK	ROH	ROJNA	RPC	RWI	SAMCO	SANKO	SAUCE	SC
SCCC	SCN	SEAOIL	SE-ED	SENA	SKR	SMG	SMK	SPACK	SPALI
SPCG	SPPT	SPRC	SRICHA	SST	STA	STANLY	SUPER	SUSCO	SWC
SYMC	SYNEX	TAKUNI	TASCO	TBSP	TEAM	TFI	THAI	THE	TIC
TICON	TIP	TKN	TLUXE	TMC	TMI	TMILL	TPA	TPP	TRT
TRUE	TSE	TSI	TSTE	TTW	TU	TVD	TVO	TVT	TWFP
U	UBIS	UKEM	UPA	UREKA	UWC	VGI	VIBHA	VIH	VNG
VNT	WAVE	WHA	WICE	WIN	XO	ZMICO			

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจัดทำโดยสถาบันไทยพัฒน์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผลการประเมินดังกล่าวของสถาบันไทยพัฒน์ อาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันไทยพัฒน์ซึ่งเป็นบุคคลภายนอกโดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมิได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของวงเล็บในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน