

# โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี - GPSC



ซื้อ

ราคาเป้าหมาย	75 บาท
Upside/Downside	+8%
Median Consensus	73 บาท
1M price direction:	



## คาดการณ์ 4Q22 ขาดทุน มองจุดต่ำสุดได้ผ่านพ้นไปแล้ว

- เปลี่ยนคำแนะนำจากถือ เป็น "ซื้อ" ให้ราคาเป้าหมายใหม่ปี 2023 ที่ 75 บาท (อิงวิธี SOTP แบ่งเป็นโรงไฟฟ้า 72 บาท และ ธุรกิจแบตเตอรี่ 3 บาท)
- คาด GPSC รายงานขาดทุน 4Q65 ที่ -349 ล้านบาท ลดลงจากกำไร 3Q65 ที่ 331 ล้านบาท เนื่องจากต้นทุนพลังงานที่สูงกว่าคาด รวมถึงปริมาณการขายไฟฟ้าให้กับ IU ที่ลดลงเนื่องจากกลุ่ม PTT มีการปิดซ่อมบำรุง (PTTGC และ IRPC) นอกจากนี้ คาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าโซลาร์จะลดลงตามฤดูกาล
- คาดกำไรปี 2566 พ้นตัวจากค่า Ft ที่ปรับขึ้นมาอยู่ที่ 158 สตางค์ จาก 93.43 สตางค์ (ค่า Ft ช่วงเดือน ก.ย. - ธ.ค.) ในปี 2565 และอัตราแลกเปลี่ยนที่เริ่มแข็งค่าขึ้น รวมถึงแนวโน้มค่าเชื้อเพลิงที่เป็นเทรนด์ขาลง

### Earning Preview

คาด GPSC รายงานกำไร 4Q65 ที่ -349 ลดลงจากกำไร 3Q65 ที่ 331 ล้านบาท เนื่องจากต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้น รวมถึงปริมาณการขายไฟฟ้าให้กับ IU ที่ลดลงเนื่องจากกลุ่ม PTT มีการปิดซ่อมบำรุง (PTTGC และ IRPC) กดดัน Gross margin ลดลงเหลือ 1.6% จาก 7.0% ช่วง 4Q64 และ 2.0% ช่วง 3Q65 นอกจากนี้คาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าโซลาร์จะลดลงตามฤดูกาล

### Stock information

ราคาปิด	69.50 บาท
ราคาปิดสูงต่ำใน 1 ปี	80/57.25 บาท
มูลค่าตลาด	195,971 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 10)	2,819 ล้านหุ้น
Free Float	24.75%
Foreign Limit/Available	49%/46.11%
NVDR in hand (% of share)	2.82%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน('000)	8,856.94
Anti-corruption:	ได้รับการรับรอง
CG Score:	

XD - Date	X-Date	DPS(Bt)
-	07/09/22	0.20
-	24/02/22	1.00
-	08/09/21	0.50

### 2566 Outlook

คาดการณ์กำไรปี 2566 อยู่ที่ 4,361 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 445% จากปี 2565 พ้นตัวจากค่า Ft ที่ปรับขึ้นในช่วงเดือนมกราคม - เมษายน สวนทางกับราคาก๊าซธรรมชาติและถ่านหินที่มีแนวโน้มเป็นขาลงอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้การที่จีนเปิดประเทศเร็วกว่ากำหนดอาจจะมีผลกระทบต่อ demand ของถ่านหินและก๊าซธรรมชาติ โดยคาดว่าจะมีผลกระทบต่อราคาเชื้อเพลิงในระยะสั้น

และคาดว่าในปีนี้ โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Avaada จะสามารถทำกำไรให้บริษัทฯ 200 ล้านบาท (Net PPA และ คิดตามสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทฯ แล้ว) และวินด์ฟาร์ม Changfang and Xidao ได้เริ่มต้นการผลิตแล้ว แต่จะสามารถ COD ได้ครบ 50 เสาในปลายปี 2566 (GPSC ถือหุ้นอยู่ 25% คิดเป็นกำลังการผลิต 149 MW)

นอกจากนี้บริษัทฯ ยังมีการขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง โดยเน้นไปที่โรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในต่างประเทศมากขึ้น เพื่อเดินตามเป้าหมาย Carbon Neutrality ในปี 2593 และ Net-Zero Emission ในปี 2603

ความเสี่ยง: ราคาเชื้อเพลิง การปิดซ่อมนอกแผนงาน และความเสี่ยงจากเงินบาทอ่อน

### Financial Highlights

Year End:	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Revenue (Btmn)	68,757	74,137	119,593	116,601	94,392
EBITDA(Btmn)	22,212	22,179	14,828	19,224	20,796
Net Profit (Bt mn)	7,508	7,319	980	4,361	5,945
EPS (Bt)	2.66	2.60	0.35	1.55	2.11
EV/EBITDA (x)	12.9	13.0	20.4	15.8	14.9
PER(x)	26.3	27.0	201.6	45.3	33.2
P/BV (x)	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6
DPS(Bt)	1.30	1.50	0.20	0.89	1.22
Div Yield (%)	1.9%	2.1%	0.3%	1.3%	1.7%
ROE (%)	6.8%	6.4%	0.8%	3.7%	5.0%

Source: Trinity Research and Company Data



นักวิเคราะห์  
เอกกรินทร์ วงษ์ศิริ, CFA  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 055680  
ekkarin@trinitythai.com

สุทธิวัฒน์ อัสวเหม  
ผู้ช่วยผู้จัดการ

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

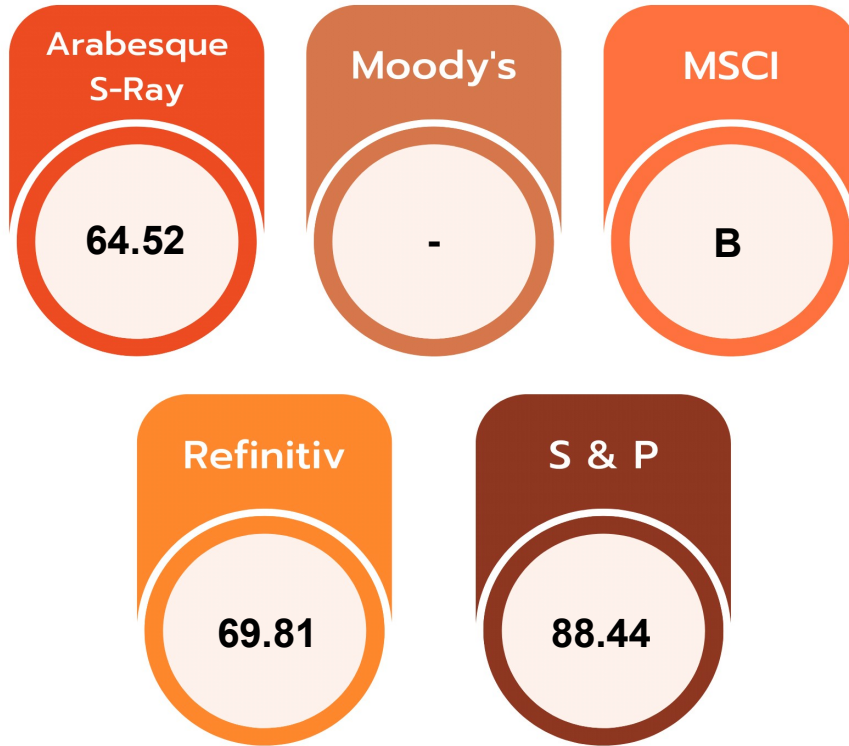
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้ลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

**GPSC Quarterly Result**

Quarterly Breakdown (Bt mn)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	%YoY	%QoQ	2021	2022F	%YoY
<b>Revenue</b>	<b>21,792</b>	<b>27,101</b>	<b>27,560</b>	<b>33,718</b>	<b>31,215</b>	<b>43.2%</b>	<b>(7.4%)</b>	<b>74,137</b>	<b>119,593</b>	<b>61.3%</b>
COGS	-20,272	-26,559	-26,231	-33,046	-30,715	51.5%	(7.1%)	-63,736	-116,551	82.9%
<b>Gross profit</b>	<b>1,519</b>	<b>542</b>	<b>1,329</b>	<b>672</b>	<b>500</b>	<b>(67.1%)</b>	<b>(25.5%)</b>	<b>10,401</b>	<b>3,042</b>	<b>(70.7%)</b>
SG&A	-1,484	-421	-457	-422	-478	(67.8%)	13.3%	-2,963	-1,778	(40.0%)
Other incomes	2,371	1,265	1,220	1,123	346			4,811	3,953	
Other expenses	5	-11	40	-84	-16			-38	-72	
<b>EBITDA</b>	<b>4,714</b>	<b>3,634</b>	<b>4,345</b>	<b>3,746</b>	<b>3,103</b>	<b>(34.2%)</b>	<b>(17.2%)</b>	<b>22,179</b>	<b>14,828</b>	<b>(33.1%)</b>
Depreciation & Amortization	-2,311	-2,236	-2,293	-2,290	-2,109			-9,232	-8,928	
<b>EBIT</b>	<b>2,402</b>	<b>1,397</b>	<b>2,052</b>	<b>1,456</b>	<b>994</b>	<b>(58.6%)</b>	<b>(31.7%)</b>	<b>12,947</b>	<b>5,900</b>	<b>(54.4%)</b>
Interest Expense	-901	-974	-1,046	-1,069	-1,114			-3,860	-4,204	
<b>EBT</b>	<b>1,501</b>	<b>423</b>	<b>1,005</b>	<b>388</b>	<b>-120</b>	<b>(108%)</b>	<b>(131%)</b>	<b>9,087</b>	<b>1,696</b>	<b>(81.3%)</b>
Tax	-97	34	-53	158	14			-1,192	153	
Minority	-309	-64	-124	-70	-362			-522	-620	
<b>Normalized profit</b>	<b>1,168</b>	<b>393</b>	<b>828</b>	<b>476</b>	<b>-468</b>	<b>(140%)</b>	<b>(198%)</b>	<b>7,374</b>	<b>1,229</b>	<b>(83.3%)</b>
Fx gain (loss)	72	-80	-145	-145	119			-55	-250	
Extraordinary Items	0	0	0	0	0			0	0	
<b>Net Profit</b>	<b>1,168</b>	<b>313</b>	<b>684</b>	<b>331</b>	<b>-349</b>	<b>(130%)</b>	<b>(205%)</b>	<b>7,319</b>	<b>979</b>	<b>(86.6%)</b>
EPS (Bt)	0.41	0.14	0.29	0.17	-0.17	(140%)	(198%)	2.60	0.35	(86.6%)
Normalized EPS (Bt)	0.41	0.11	0.24	0.12	-0.12	(130%)	(205%)	2.62	0.44	(83.3%)
<b>Key ratios</b>										
Gross margin	7.0%	2.0%	4.8%	2.0%	1.6%			14.0%	2.5%	
SG&A/Sales	6.8%	1.6%	1.7%	1.3%	1.5%			4.0%	1.5%	
EBITDA margin	21.6%	13.4%	15.8%	11.1%	9.9%			29.9%	12.4%	
EBIT margin	11.0%	5.2%	7.4%	4.3%	3.2%			17.5%	4.9%	
Effective tax rate	6.5%	(7.9%)	5.3%	(40.8%)	11.7%			13.1%	(9.0%)	
Core Net margin	5.4%	1.4%	3.0%	1.4%	(1.5%)			9.9%	1.0%	
Net margin	5.4%	1.2%	2.5%	1.0%	(1.1%)			9.9%	0.8%	

Source: Company Data, Trinity Research

## ESG



Source: Settrade

GLOBAL POWER SYNERGY PUBLIC COMPANY LIMITED (GPSC)					
Income statement					
Year End Dec (Btm)	2020A	2021A	2022F	2023F	20224F
Sales	68,757	74,137	119,593	116,601	94,392
Cost of good sold	(56,448)	(63,736)	(116,551)	(108,846)	(85,377)
<b>Gross Profit</b>	<b>12,309</b>	<b>10,401</b>	<b>3,042</b>	<b>7,755</b>	<b>9,015</b>
SG&A	(1,951)	(2,963)	(1,778)	(1,813)	(1,849)
Other expenses	(2)	(38)	(72)	(65)	(55)
Other Income	3,150	5,547	4,707	4,599	5,151
<b>EBIT</b>	<b>13,505</b>	<b>12,947</b>	<b>5,900</b>	<b>10,476</b>	<b>12,262</b>
Depreciation & Amortization	(8,706)	(9,232)	(8,928)	(8,748)	(8,535)
<b>EBITDA</b>	<b>22,212</b>	<b>22,179</b>	<b>14,828</b>	<b>19,224</b>	<b>20,796</b>
Financial Costs	(4,024)	(3,860)	(4,204)	(4,728)	(4,919)
<b>Pretax Profit</b>	<b>9,482</b>	<b>9,087</b>	<b>1,696</b>	<b>5,748</b>	<b>7,342</b>
Tax	(993)	(1,192)	153	(402)	(514)
<b>Net Profit before minority</b>	<b>8,489</b>	<b>7,895</b>	<b>1,849</b>	<b>5,345</b>	<b>6,828</b>
Less Minority Interest	(982)	(522)	(620)	(930)	(884)
<b>Net Profit before Extra.</b>	<b>7,507</b>	<b>7,374</b>	<b>1,229</b>	<b>4,415</b>	<b>5,945</b>
Extraordinary items	1	(55)	(249)	(55)	0
<b>Reported Net Profit</b>	<b>7,508</b>	<b>7,319</b>	<b>980</b>	<b>4,361</b>	<b>5,945</b>
<b>EPS (Bt)</b>	<b>2.66</b>	<b>2.60</b>	<b>0.35</b>	<b>1.55</b>	<b>2.11</b>
<b>Norm EPS (Bt)</b>	<b>2.66</b>	<b>2.62</b>	<b>0.44</b>	<b>1.57</b>	<b>2.11</b>
Financial Position					
Year End Dec (Btm)	2020F	2021A	2022F	2023F	20224F
Cash in hand & at Banks	20,289	13,793	1,771	6,714	2,617
ST investment	2,273	3,598	3,598	3,598	3,598
Accounts receivable -net	9,084	13,441	17,707	16,536	12,971
Inventories	0	0	1,376	1,361	1,067
Other current assets	11,808	14,658	22,651	22,877	18,421
<b>Total Current Assets</b>	<b>43,454</b>	<b>45,490</b>	<b>47,103</b>	<b>51,086</b>	<b>38,674</b>
Investments					
Property, Plant & Equipment	99,978	95,581	91,156	87,040	82,773
Others	113,225	129,308	146,892	153,205	166,003
<b>Total Assets</b>	<b>256,656</b>	<b>270,379</b>	<b>285,151</b>	<b>291,331</b>	<b>287,450</b>
Loans and O/D from banks	2,794	2,178	11,178	14,178	19,178
Account payable-trade	3,952	6,407	9,471	8,845	6,938
Current portion 1 yr L/T loans	13,728	10,669	10,669	10,669	10,669
Other current liabilities	1,590	3,781	5,947	5,503	4,263
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>22,063</b>	<b>23,036</b>	<b>37,265</b>	<b>39,195</b>	<b>41,048</b>
Long-term liabilities	95,041	94,996	88,674	92,493	89,882
Other non-current liabilities	27,685	34,599	44,716	41,353	34,805
<b>Total Liabilities</b>	<b>144,789</b>	<b>152,632</b>	<b>170,655</b>	<b>173,041</b>	<b>165,735</b>
Paid-up share capital	28,197	28,197	28,197	28,197	28,197
Premium on share capital	70,176	70,176	70,176	70,176	70,176
Retained earnings	22,091	25,180	21,929	25,723	29,148
Other	(17,563)	(15,219)	(15,219)	(15,219)	(15,219)
<b>Total Equity before MI</b>	<b>102,901</b>	<b>108,334</b>	<b>105,083</b>	<b>108,877</b>	<b>112,302</b>
Minority Interest	8,966	9,413	9,413	9,413	9,413
<b>Total Equity</b>	<b>111,867</b>	<b>117,748</b>	<b>114,496</b>	<b>118,290</b>	<b>121,715</b>
<b>Total Liabilities &amp; Equity</b>	<b>256,656</b>	<b>270,379</b>	<b>285,151</b>	<b>291,331</b>	<b>287,450</b>

GLOBAL POWER SYNERGY PUBLIC COMPANY LIMITED (GPSC)					
Cash Flow Statement					
Year End Dec (Btm)	2020A	2021A	2022F	2023F	20224F
Net profit	7,508	7,319	979	4,360	5,945
Depreciation	8,706	9,232	8,928	8,748	8,535
Non-cash items	4,428	4,376	4,376	4,376	4,376
Chg in working capital	215	(4,818)	(2,078)	(6,134)	(4,095)
<b>CF from Operating</b>	<b>20,857</b>	<b>16,109</b>	<b>12,206</b>	<b>11,350</b>	<b>14,761</b>
PPE	(5,376)	(4,305)	(4,504)	(4,631)	(4,268)
Other Assets	(1,995)	(15,305)	(15,305)	(15,305)	(15,305)
<b>CF from Investment</b>	<b>(7,370)</b>	<b>(19,610)</b>	<b>(19,808)</b>	<b>(19,936)</b>	<b>(19,573)</b>
Capital Increase	0	0	0	0	0
Debt raised/(repaid)	(1,981)	(1,951)	(3,645)	10,638	(222)
Dividend	(5,043)	(4,230)	(4,230)	(566)	(2,520)
Other financing activities	(4,784)	3,456	3,456	3,456	3,456
<b>CF from Financing</b>	<b>(11,809)</b>	<b>(2,724)</b>	<b>(4,419)</b>	<b>13,528</b>	<b>714</b>
<b>Inc.(Dec.) in cash</b>	<b>1,450</b>	<b>(6,496)</b>	<b>(12,022)</b>	<b>4,943</b>	<b>(4,097)</b>
<b>Beginning cash</b>	<b>18,839</b>	<b>20,289</b>	<b>13,793</b>	<b>1,771</b>	<b>6,714</b>
<b>Ending cash</b>	<b>20,289</b>	<b>13,793</b>	<b>1,771</b>	<b>6,714</b>	<b>2,617</b>
Key Ratios					
Year End Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022F	2023F	20224F
<b>Per Share (Bt)</b>					
EPS	2.66	2.60	0.35	1.55	2.11
DPS	1.30	1.50	0.20	0.89	1.22
BV	39.68	41.77	40.62	41.96	43.18
<b>Liquidity Ratio (x)</b>					
Current Ratio	1.97	1.97	1.26	1.30	0.94
Quick Ratio	1.97	1.97	1.23	1.27	0.92
<b>Profitability Ratio (%)</b>					
Gross Margin	17.9%	14.0%	2.5%	6.7%	9.6%
EBITDA Margin	32.3%	29.9%	12.4%	16.5%	22.0%
EBIT Margin	19.6%	17.5%	4.9%	9.0%	13.0%
Net Margin	10.9%	9.9%	0.8%	3.7%	6.3%
ROE	6.8%	6.4%	0.8%	3.7%	5.0%
Effective Tax Rate (%)	10.5%	13.1%	-9.0%	7.0%	7.0%
<b>Efficiency Ratio</b>					
ROA	3.0%	2.8%	0.4%	1.6%	2.2%
ROFA	3.5%	3.3%	0.4%	1.8%	2.4%
<b>Leverage Ratio (x)</b>					
Interest Bearing Debt to Equity	1.00	0.92	0.97	0.99	0.98
Net Debt to Equity	0.80	0.77	0.92	0.90	0.93
<b>Growth</b>					
Sales Growth	4.5%	7.8%	61.3%	-2.5%	-19.0%
EBITDA Growth	22.4%	-0.1%	-33.1%	29.6%	8.2%
Net Profit Growth	84.9%	-2.5%	-86.6%	345.3%	36.3%
EPS Growth	18.2%	-2.5%	-86.6%	345.3%	36.3%
<b>Valuation</b>					
PER (x)	26.3	27.0	201.6	45.3	33.2
P/BV (x)	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	12.9	13.0	20.4	15.8	14.9
Dividend Yield (%)	1.9%	2.1%	0.3%	1.3%	1.7%

