

บี.กริม เพาเวอร์

BGRIM

บริษัท บี.กริม เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)

Bloomberg BGRIM TB
Reuters BGRIM.BK

ผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ของประเทศไทย

เราเริ่มต้นจัดทำทริเคาระห์ BGRIM ด้วยเรตติ้ง "OUTPERFORM" โดยอิงกับการขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่องทั้งในส่วนของโรงไฟฟ้า SPP ที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิงและโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน บริษัทวางแผนขยายกำลังการผลิตติดตั้ง 7,200MW ภายในปี 2568 เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจากกำลังการผลิตที่ยืนยันแล้ว 3,682MW ซึ่งเรามองว่าจะช่วยสนับสนุนให้ sentiment ตลาดที่มีต่อ BGRIM เป็นบวกอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่ากำไรจะเติบโตที่ CAGR 17% ในระหว่างปี 2563-2565 โดยได้รับการสนับสนุนจากกำลังการผลิตเพิ่มเติม ประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้น และยอดขายไฟฟ้าให้กับลูกค้าอุตสาหกรรม (กลุ่มที่ให้อัตราค่าไถ่สูงกว่าปกติ) ที่สูงขึ้น ราคาเป้าหมายของเราที่ 64 บาท/หุ้น อ้างอิงวิธี DCF โดยพิจารณาจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่มั่นคงและเข้ามาอย่างสม่ำเสมอจากการทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว

ขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง กำลังการผลิตของ BGRIM จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในระยะ 5 ปีข้างหน้า (ปี 2564-68) ด้วยกำลังการผลิตใหม่ที่ยืนยันแล้ว 3.7GW (CAGR 4%) และมีแนวโน้มที่จะมีกำลังการผลิตเพิ่มอีก >3.5GW ซึ่งจะส่งผลทำให้ CAGR ปรับเพิ่มขึ้นสู่ 19% ในช่วงเวลาเดียวกันนี้ กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นจะเกิดจากดีล M&A โรงไฟฟ้า SPP ในประเทศไทย โครงการ LNG-to-power และโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิงในมาเลเซีย ผู้บริหารคาดว่าโครงการเพิ่มเติมเหล่านี้จะได้ข้อสรุปในปี 2564

มีศักยภาพเติบโตได้อีกมากในเวียดนาม ประสบการณ์ดำเนินธุรกิจอันยาวนานในเวียดนามของ BGRIM จะทำให้บริษัทมีโอกาสเติบโตในเวียดนามได้อีกมาก ปัจจุบัน BGRIM มีโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 2 โครงการ กำลังการผลิตรวม 677MW (18% ของกำลังการผลิตติดตั้งทั้งหมดของ BGRIM) โดยที่หนึ่งในนั้นคือ Dau Tieng ซึ่งเป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ขนาดใหญ่ที่สุดในอาเซียน โอกาสอีกอย่างหนึ่งในอุตสาหกรรมไฟฟ้าของเวียดนาม คือโครงการ LNG-to-power ซึ่งบริษัทคาดว่าจะสรุปได้ภายในปี 2564

คาดการณ์กำไรเติบโตที่ CAGR 17% ในปี 2563-65 เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BGRIM จะเติบโตที่ CAGR 17% ในระหว่างปี 2563-65 แม้ว่ากำไรสุทธิจะลดลงเล็กน้อยในปี 2563 โดยมีสาเหตุมาจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวสืบเนื่องมาจากการระบาดหนักของโควิด-19 ผลการดำเนินงานของบริษัทได้รับความคุ้มครองจาก PPA ระยะยาวที่ทำไว้กับหน่วยงานภาครัฐที่รับผิดชอบเกี่ยวกับไฟฟ้าที่รวมถึง กฟผ. และฐานลูกค้าของบริษัทก็กระจายตัวไปสู่อุตสาหกรรมที่หลากหลายเพื่อลดความเสี่ยงขาลง เรามองว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่สูงขึ้นและตัวเลือกในการจัดหาเงินทุนที่หลากหลายจะช่วยสนับสนุนการเติบโตของ BGRIM โดยไม่จำเป็นต้องเพิ่มทุน

ราคาเป้าหมายที่ 64 บาท อ้างอิงการประเมินมูลค่าเหมาะสมด้วยวิธี DCF เราประเมินราคาเป้าหมายของ BGRIM ด้วยวิธี DCF เมื่อพิจารณาจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เข้ามาอย่างสม่ำเสมอจากธุรกิจโรงไฟฟ้า SPP และไอน้ำ และโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน บัญชีเสี่ยงที่สำคัญต่อประมาณการของเราหลักๆ เกิดจากยอดขายไฟฟ้าและไอน้ำจากธุรกิจโรงไฟฟ้า SPP ให้กับลูกค้าอุตสาหกรรม ซึ่งอาจได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจโดยรวมและต้นทุนเชื้อเพลิง และผลการดำเนินงานของโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	36,585	44,132	44,571	45,117	48,756
EBITDA	(Btmn)	9,898	11,580	12,165	14,477	16,085
Core profit	(Btmn)	1,868	2,194	2,312	3,165	3,710
Reported profit	(Btmn)	1,863	2,331	2,301	3,165	3,710
Core EPS	(Bt)	0.72	0.84	0.89	1.21	1.42
DPS	(Bt)	0.32	0.37	0.40	0.50	0.60
P/E, core	(x)	74.3	63.3	60.0	43.9	37.4
EPS growth, core	(%)	(13.7)	17.4	5.4	36.9	17.2
P/BV, core	(x)	7.2	4.9	4.7	4.4	4.1
ROE	(%)	9.9	9.3	8.0	10.4	11.4
Dividend yield	(%)	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1
FCF yield	(x)	(1.7)	1.9	(10.0)	(5.8)	(5.4)
EV/EBIT	(x)	33.3	30.1	34.7	29.7	27.3
EBIT growth, core	(%)	2.6	5.5	(5.2)	26.8	15.9
EV/CE	(x)	3.4	3.3	2.8	2.7	2.5
ROCE	(%)	9.0	10.0	7.2	8.2	8.4
EV/EBITDA	(x)	22.1	18.0	18.7	17.1	16.3
EBITDA growth	(%)	8.2	17.0	5.1	19.0	11.1

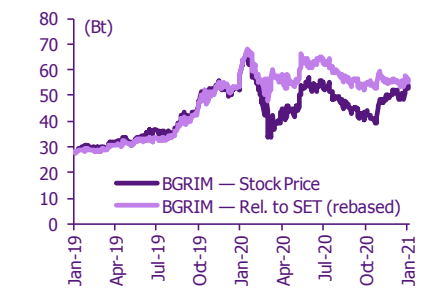
Source: SCBS Investment Research

Tactical: OUTPERFORM
(3-month)

Stock data

Last close (Jan 15) (Bt)	53.25
12-m target price (Bt)	64.00
Mkt cap (Btbn)	138.82
Mkt cap (US\$mn)	4,436
Beta	L
Mkt cap (%) SET	0.82
Sector % SET	22.30
Shares issued (mn)	2,607
Par value (Bt)	2.00
12-m high / low (Bt)	69.3 / 27.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	17.46
Foreign limit / actual (%)	49 / 42
Free float (%)	34.6
Dividend policy (%)	≥ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	4.4	26.6	(13.7)
Relative to SET	0.4	2.5	(11.2)

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

จุดเด่น

BGRIM เป็นหนึ่งในผู้ผลิตไฟฟ้าโครงการโรงไฟฟ้าเอกชนขนาดเล็ก (SPP) ชั้นนำของประเทศไทย โดยบริษัทมีโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิงที่ดำเนินงานแล้วจำนวน 17 โรง และโรงไฟฟ้าที่อยู่ระหว่างการพัฒนาจำนวน 2 โรง ตั้งอยู่ในนิคมอุตสาหกรรม 7 แห่งในจังหวัดภาคกลางและอีสเทิร์นซีบอร์ด การมีโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนเพิ่มเข้ามาหลายโครงการในประเทศไทยและประเทศเพื่อนบ้านทำให้บริษัทกำลังการผลิตติดตั้งรวมทั้งสิ้น 3,058MW (หรือ 1,945MW ตามสัดส่วนการถือหุ้น) ณ สิ้นปี 2563 ซึ่งประกอบด้วยโรงไฟฟ้าพลังงานสิ้นเปลือง 70% และโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน 30% รายได้และกระแสเงินสดของบริษัทได้รับความคุ้มครองจาก PPA ระยะยาวที่ทำไว้กับหน่วยงานภาครัฐที่รับผิดชอบเกี่ยวกับไฟฟ้า โดยมีอายุสัญญาคงเหลือเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก >18 ปี

แนวโน้มธุรกิจ

การเติบโตของกำไรของ BGRIM จะได้รับการสนับสนุนจากการขยายกำลังการผลิต ต้นทุนก๊าซที่ลดลง และความต้องการใช้ไฟฟ้าที่สูงขึ้นจากลูกค้าอุตสาหกรรม กำลังการผลิตติดตั้งของบริษัทจะเพิ่มขึ้นสู่ 3,682MW (2,590MW ตามสัดส่วนการถือหุ้น) ภายในปี 2568 โดยอิงกับโครงการที่ยืนยันแล้ว BGRIM กำลังดำเนินการเพื่อสรุปโครงการลงทุนใหม่ที่จะช่วยหนุนให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นสู่ 7,200MW ภายในปี 2568 ตามเป้าที่วางไว้ การเพิ่มกำลังการผลิตเหล่านี้คาดว่าจะทยอยได้ข้อสรุปในปี 2564-65 เราประเมินว่ากำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้นที่ CAGR 17% ในระหว่างปี 2563-65 นอกจากนี้ BGRIM ยังจะขยายธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในอาเซียนอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับการสนับสนุนจากความร่วมมืออย่างแข็งแกร่งกับพันธมิตรท้องถิ่น เช่น รัฐบาล และผู้ประกอบการภาคเอกชน

Bullish views	Bearish views
1. PPA ระยะยาวที่ทำไว้กับหน่วยงานภาครัฐที่รับผิดชอบเกี่ยวกับไฟฟ้าช่วยคุ้มครองรายได้และกระแสเงินสด	1. การขยายกำลังการผลิตอย่างรวดเร็วอาจจะทำให้หนักลงทุนเกิดความกังวลเกี่ยวกับโอกาสที่จะเพิ่มขึ้น ผู้บริหารยืนยันไปแล้วว่าแผนลงทุนที่ยืนยันแล้วของบริษัทจะจัดหาเงินทุนได้ทั้งหมดโดยไม่ต้องเพิ่มทุน
2. แผนขยายกำลังการผลิตในปี 2563-68 จะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตในระยะ 5 ปีข้างหน้า	2. ผลตอบแทนจากเงินปันผลจะน่าสนใจน้อยกว่าบริษัทผลิตไฟฟ้ารายอื่นๆ ในช่วงที่บริษัทขยายกำลังการผลิต
3. ก๊าซราคาต่ำสุดไปแล้วใน 1H63 ซึ่งเป็นช่วงที่ความต้องการใช้ไฟฟ้าจากลูกค้าอุตสาหกรรมได้รับผลกระทบเพราะต้องหยุดดำเนินงาน โดยเฉพาะอุตสาหกรรมชิ้นส่วนยานยนต์ ลูกค้าเหล่านี้ทยอยกลับมาดำเนินงานตามปกติแล้วตั้งแต่เดือนมิ.ย. 2563	3. valuation ดึงตัว โดย PE ปี 2564 อยู่ที่ระดับ >40 เท่า
4. ใบอนุญาตจัดหาและค้าส่งก๊าซธรรมชาติ (LNG shipper) ของ BGRIM จะช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นในการจัดหาก๊าซเพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไร	

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อีเว้นท์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
ต้นทุนก๊าซสูงขึ้น	ต้นทุนก๊าซชี้หน้าแสดงให้เห็นว่าต้นทุนก๊าซเฉลี่ยใน 1Q64 จะเพิ่มขึ้น 2.7% QoQ	ลบ	BGRIM อาจจะได้รับผลกระทบจากต้นทุนเนื้อก๊าซจากอ่าวไทยที่สูงขึ้นในระยะสั้น แต่สามารถส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นนี้ได้ภายใต้ PPA ที่ทำไว้กับ กฟผ. นอกจากนี้บริษัทยังสามารถปรับราคาไอน้ำเพื่อสะท้อนต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นได้ด้วย บริษัทสามารถลดต้นทุนก๊าซที่แท้จริงลงได้ในระยะยาวผ่านทางใบอนุญาตจัดหาและค้าส่งก๊าซธรรมชาติ (LNG shipper) ของบริษัท
แนวโน้มกำไรระยะสั้น	โมเมนตัมกำไร 4Q63	เพิ่มขึ้น QoQ และ YoY	เราคาดว่ากำไรจากการดำเนินงาน 4Q63 จะปรับตัวขึ้น QoQ โดยได้รับการสนับสนุนจากต้นทุนก๊าซที่ลดลงและความต้องการใช้ไฟฟ้าที่สูงขึ้นจากลูกค้าอุตสาหกรรม กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นจะช่วยหนุนให้กำไรเติบโต YoY แม้ว่า จะได้รับผลกระทบในช่วงสั้นๆ จากการซ่อมบำรุงระบบส่งไฟฟ้าของ กฟผ.
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี 2564	การเพิ่มกำลังการผลิตให้ถึงเป้าหมายที่ 7.2GW ภายในปี 2568	บวก	ผู้บริหารคาดว่าจะได้ข้อสรุปเกี่ยวกับกำลังการผลิตใหม่ส่วนใหญ่ใน 1Q64 แม้ว่าการกลับมาระบาดของโควิด-19 อาจจะเป็นอุปสรรคในการเจรจากับเจ้าของสินทรัพย์เป้าหมาย

การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
ราคาก๊าซ (+1 บาท/mmbtu)	-0.5%	-Bt0.3/หุ้น
ค่า Ft (-0.01 บาท/KWh)	-0.6%	-Bt0.4/หุ้น

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total revenue	(Btmn)	23,943	27,747	31,482	36,585	44,132	44,571	45,117	48,756
Cost of goods sold	(Btmn)	19,288	21,632	24,013	29,079	35,637	36,371	35,065	37,264
Gross profit	(Btmn)	4,655	6,115	7,469	7,506	8,495	8,201	10,053	11,493
SG&A	(Btmn)	954	1,100	1,263	1,409	1,865	1,961	1,985	2,145
Other income	(Btmn)	249	172	187	460	289	320	248	290
Interest expense	(Btmn)	2,789	2,563	2,053	2,928	2,630	2,580	2,828	3,188
Pre-tax profit	(Btmn)	1,161	2,624	4,341	3,629	4,290	3,980	5,487	6,449
Corporate tax	(Btmn)	(28)	225	235	177	235	236	323	379
Equity a/c profits	(Btmn)	64	261	256	182	101	110	111	112
Minority interests	(Btmn)	(311)	(936)	(1,467)	(1,113)	(1,646)	(1,542)	(2,110)	(2,473)
Core profit	(Btmn)	38	1,295	2,165	1,868	2,194	2,312	3,165	3,710
Extra-ordinary items	(Btmn)	(2)	85	(38)	(6)	138	(11)	0	0
Net Profit	(Btmn)	36	1,380	2,127	1,863	2,331	2,301	3,165	3,710
EBITDA	(Btmn)	5,826	7,662	9,151	9,898	11,580	12,165	14,477	16,085
Core EPS	(Btmn)	0.24	0.69	0.83	0.72	0.84	0.89	1.21	1.42
Net EPS	(Bt)	0.23	0.73	0.82	0.71	0.89	0.88	1.21	1.42
DPS	(Bt)	0.00	0.06	0.30	0.32	0.37	0.40	0.50	0.60

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btmn)	12,362	16,615	25,837	23,822	33,493	27,219	29,664	31,838
Total fixed assets	(Btmn)	50,431	59,432	63,403	76,814	88,200	96,649	107,544	119,652
Total assets	(Btmn)	62,793	76,047	89,241	100,636	121,693	123,868	137,207	151,491
Total loans	(Btmn)	49,640	65,200	72,580	94,170	92,537	103,917	125,969	144,969
Total current liabilities	(Btmn)	7,899	7,076	9,447	8,189	25,832	15,036	12,647	13,555
Total long-term liabilities	(Btmn)	47,804	57,436	54,050	64,708	57,184	67,308	78,908	87,508
Total liabilities	(Btmn)	55,703	64,512	63,497	72,897	83,016	82,344	91,555	101,063
Paid-up capital	(Btmn)	1,578	3,780	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214
Total equity	(Btmn)	2,744	5,900	18,653	19,253	28,144	29,450	31,468	33,770
BVPS	(Bt)	17.39	3.12	7.16	7.39	10.80	11.30	12.07	12.95

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Core Profit	(Btmn)	38	1,295	2,165	1,868	2,194	2,312	3,165	3,710
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,876	2,475	2,758	3,341	4,660	5,605	6,161	6,448
Operating cash flow	(Btmn)	4,481	6,776	7,381	7,614	9,348	(1,928)	9,049	11,098
Investing cash flow	(Btmn)	(12,642)	(13,055)	(4,804)	(9,973)	(6,657)	(11,945)	(17,056)	(18,556)
Financing cash flow	(Btmn)	7,431	9,562	7,310	(3,290)	5,910	7,978	10,515	10,565
Net cash flow	(Btmn)	(731)	3,284	9,887	(5,650)	8,601	(5,895)	2,509	3,108

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	19.4	22.0	23.7	20.5	19.2	18.4	22.3	23.6
Operating margin	(%)	15.5	18.1	19.7	16.7	15.0	14.0	17.9	19.2
EBITDA margin	(%)	24.3	27.6	29.1	27.1	26.2	27.3	32.1	33.0
EBIT margin	(%)	16.5	18.7	20.3	17.9	15.7	14.7	18.4	19.8
Net profit margin	(%)	0.2	5.0	6.8	5.1	5.3	5.2	7.0	7.6
ROE	(%)	1.2	30.0	17.6	9.9	9.3	8.0	10.4	11.4
ROA	(%)	0.1	1.9	2.6	2.0	2.0	1.9	2.4	2.6
Net D/E	(x)	6.2	4.8	2.1	2.9	1.8	2.1	2.4	2.5
Interest coverage	(x)	2.1	3.0	4.5	3.4	4.4	4.7	5.1	5.0
Debt service coverage	(x)	1.1	1.3	1.4	2.0	1.2	1.7	2.8	2.5
Payout Ratio	(%)	0.0	8.8	36.8	44.8	41.4	45.3	41.2	42.2

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Electricity sales - EGAT	(GWh)	3,744	5,805	6,706	7,702	9,100	9,497	9,387	9,171
Electricity sales - IU (Thailand)	(GWh)	2,436	2,568	2,949	3,057	3,084	3,451	4,035	5,358
Steam sales - IU (Thailand)	(kt)	538	509	512	501	855	784	913	907
Electricity tariff - IU (Thailand)	(Bt/kWh)	3.51	3.31	3.19	3.28	3.30	3.31	3.31	3.15
Steam price - IU (Thailand)	(Bt/kWh)	1,290	1,059	1,034	1,106	1,072	1,005	1,015	1,038
Effective gas cost	(Bt/MMBTU)	300	240	235	259	273	247	229	228

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Total revenue	(Btmn)	9,774	10,151	10,683	11,740	11,197	11,223	11,243	11,186
Cost of goods sold	(Btmn)	8,236	8,464	8,736	9,340	9,097	8,910	9,033	8,737
Gross profit	(Btmn)	1,538	1,686	1,948	2,400	2,100	2,313	2,210	2,449
SG&A	(Btmn)	425	337	394	439	650	476	486	478
Other income	(Btmn)	72	48	69	36	136	92	76	40
Interest expense	(Btmn)	917	554	517	827	732	1,530	327	982
Pre-tax profit	(Btmn)	268	843	1,106	1,169	855	398	1,474	1,030
Corporate tax	(Btmn)	46	49	62	76	48	54	20	59
Equity a/c profits	(Btmn)	49	30	20	26	24	27	27	(10)
Minority interests	(Btmn)	(150)	(303)	(413)	(524)	(406)	(78)	(664)	(358)
Core profit	(Btmn)	122	521	652	596	425	293	816	603
Extra-ordinary items	(Btmn)	8	11	(26)	168	(15)	(213)	202	(102)
Net Profit	(Btmn)	130	532	626	763	409	81	1,017	501
EBITDA	(Btmn)	2,141	2,366	2,719	3,283	2,896	3,251	3,195	3,406
Core EPS	(Btmn)	0.05	0.20	0.25	0.23	0.16	0.11	0.31	0.23
Net EPS	(Bt)	0.05	0.20	0.24	0.29	0.16	0.03	0.39	0.19

Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Total current assets	(Btmn)	23,822	25,260	25,131	25,400	33,493	33,774	30,985	30,397
Total fixed assets	(Btmn)	76,814	84,901	88,670	88,638	88,200	96,134	95,182	96,581
Total assets	(Btmn)	100,636	110,161	113,801	114,038	121,693	129,907	126,167	126,978
Total loans	(Btmn)	91,495	61,815	61,161	59,849	58,261	65,032	62,163	69,611
Total current liabilities	(Btmn)	8,189	11,616	19,957	26,729	25,832	25,381	22,803	23,339
Total long-term liabilities	(Btmn)	64,708	70,009	65,262	57,847	57,184	68,289	66,588	65,895
Total liabilities	(Btmn)	72,897	81,625	85,218	84,576	83,016	93,670	89,391	89,234
Paid-up capital	(Btmn)	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214
Total equity	(Btmn)	19,253	19,670	19,607	19,964	28,144	26,735	26,746	27,181
BVPS	(Bt)	7.39	7.55	7.52	7.66	10.80	10.26	10.26	10.43

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Core Profit	(Btmn)	122	521	652	596	425	293	816	603
Depreciation and amortization	(Btmn)	956	968	1,096	1,286	1,310	1,323	1,394	1,394
Operating cash flow	(Btmn)	3,298	2,128	3,097	1,124	3,000	3,904	3,432	3,261
Investing cash flow	(Btmn)	(5,453)	(4,797)	(1,114)	(200)	(545)	(2,435)	(1,503)	(9,015)
Financing cash flow	(Btmn)	1,736	1,534	(2,106)	(296)	6,778	(1,648)	(4,346)	5,809
Net cash flow	(Btmn)	(420)	(1,135)	(123)	627	9,233	(178)	(2,417)	55

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Gross margin	(%)	15.7	16.6	18.2	20.4	18.8	20.6	19.7	21.9
Operating margin	(%)	11.4	13.3	14.5	16.7	13.0	16.4	15.3	17.6
EBITDA margin	(%)	21.9	23.3	25.5	28.0	25.9	29.0	28.4	30.5
EBIT margin	(%)	12.1	13.8	15.2	17.0	14.2	17.2	16.0	18.0
Net profit margin	(%)	1.3	5.2	5.9	6.5	3.7	0.7	9.0	4.5
ROE	(%)	2.5	10.7	13.3	12.0	7.1	4.3	12.2	8.9
ROA	(%)	0.5	2.0	2.3	2.1	1.4	0.9	2.5	1.9
Net D/E	(x)	4.0	2.4	2.4	2.2	1.2	1.6	1.6	1.8
Interest coverage	(x)	2.3	4.3	5.3	4.0	4.0	2.1	9.8	3.5
Debt service coverage	(x)	1.5	1.3	1.2	1.5	1.6	1.2	2.7	0.9

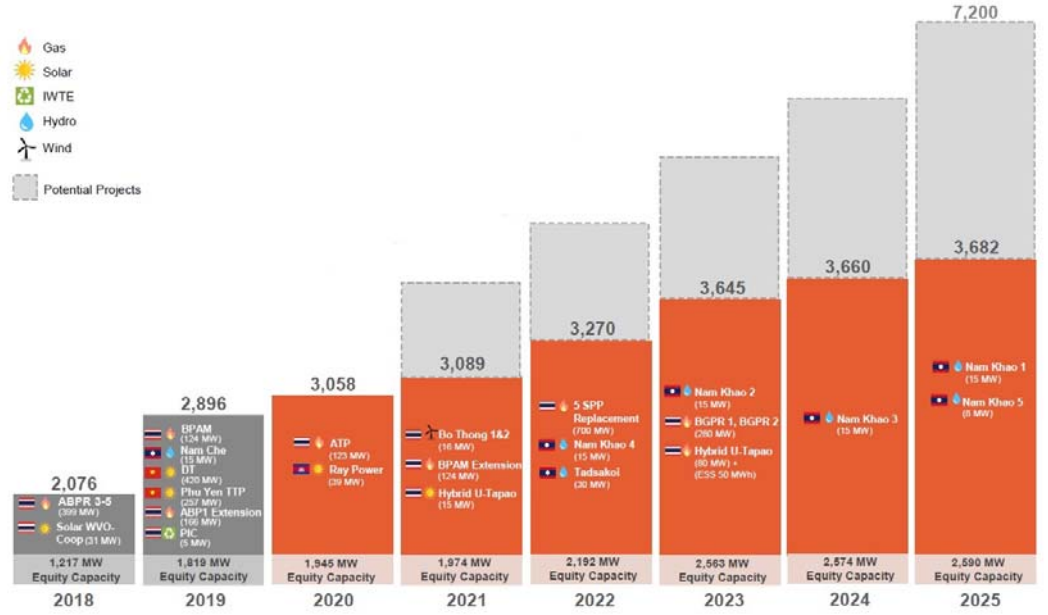
Key Statistics

FY December 31	Unit	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Electricity sales - EGAT	(GWh)	2,053	2,127	2,199	2,419	2,355	2,265	2,557	2,507
Electricity sales - IU (Thailand)	(GWh)	763	775	783	795	731	772	563	721
Steam sales - IU (Thailand)	('000 tons)	124	165	212	279	215	227	189	238
Electricity tariff - IU (Thailand)	(Bt/kWh)	3.30	3.30	3.30	3.29	3.31	3.31	3.32	3.28
Steam price - IU (Thailand)	(Bt/ton)	1,186	1,163	1,029	1,038	1,058	1,058	1,057	935
Effective gas cost	(Bt/mmbtu)	279	281	275	269	266	267	262	235

1. การขยายกำลังการผลิตเป็นปัจจัยขับเคลื่อนกำไรที่สำคัญ

แผนขยายกำลังการผลิตคืบหน้าตามเป้า กำลังการผลิตของ BGRIM เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในระหว่างปี 2561 ถึงปี 2563 โดยกำลังการผลิตติดตั้งเติบโตที่ CAGR 20% สู่ 3,058MW และกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นเติบโตที่ CAGR 24% สู่ 1,945MW กำลังการผลิตของบริษัทมีแนวโน้มที่จะเติบโตในกรณีฐาน (อ้างอิงกำลังการผลิตจากโครงการที่ยืนยันแล้ว) ที่ 20% ในระยะเวลา 5 ปีข้างหน้า (ปี 2564-68) หรือ CAGR 4% สู่ 3,682MW และ 33% สำหรับกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น หรือ CAGR 6% สู่ 2,590MW ผู้บริหารยืนยันว่าจะได้ข้อสรุปเกี่ยวกับดีลกำลังการผลิตใหม่ 3.5GW ในปี 2564 (หลักๆ ใน 1Q64) ซึ่งจะช่วยให้กำลังการผลิตของบริษัทปรับเพิ่มขึ้นสู่ 7.2GW ภายในปี 2568 เนื่องจาก BGRIM ถือหุ้นในโครงการเหล่านี้โดยเฉลี่ยประมาณ 70% ดังนั้นกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นจะเพิ่มขึ้นสู่ >5GW ภายในปี 2568 หรือคิดเป็น CAGR 21%

Figure 1: BGRIM – แผนขยายกำลังการผลิต



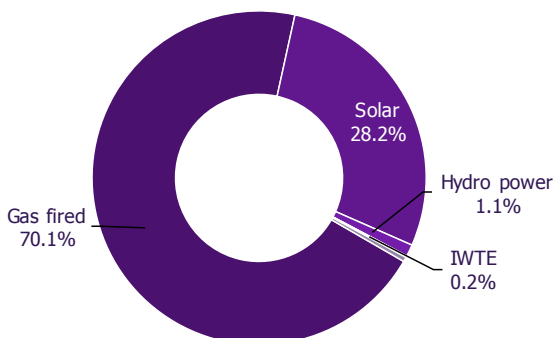
Source: BGRIM

กำลังการผลิตเพิ่มเติมส่วนใหญ่ของโครงการที่ยืนยันแล้ว คือ โครงการโรงไฟฟ้า SPP ที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิงในประเทศไทย (เกือบ 80% ของ MW ที่เพิ่มขึ้น) ธุรกิจนี้จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากผู้บริหารกล่าวว่าจะมีดีล M&A สำหรับธุรกิจ SPP ในประเทศไทยได้ข้อสรุปเพิ่มมากขึ้นภายใน 1Q64 ด้วยขนาดกำลังการผลิตติดตั้ง 300-360MW ผู้บริหารยืนยันกลยุทธ์ของบริษัทที่จะเข้าซื้อโรงไฟฟ้า SPP 3-4 โรงซึ่งมีฐานลูกค้าอุตสาหกรรมอยู่แล้ว เพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุน

บริษัทจะประกาศการลงทุนในต่างประเทศเพิ่มในปี 2564 หลักๆ ในภูมิภาคอาเซียน ได้แก่ โครงการ LNG-to-power และโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน (ลมและพลังงานแสงอาทิตย์) ในเวียดนาม โรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิงในมาเลเซีย และโรงไฟฟ้าพลังงานลมในเกาหลี

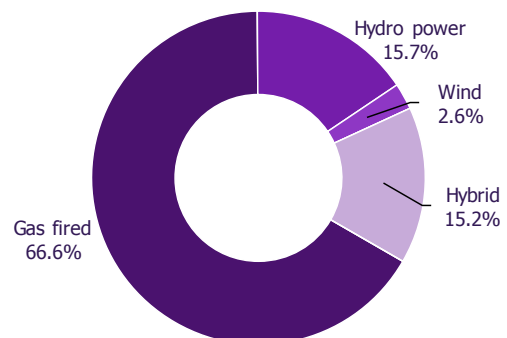
โอกาสลงทุนเพิ่มในเมียนมาจะเป็นการร่วมลงทุนกับ AMATA และ PTT group สัดส่วนการถือหุ้นของ BGRIM จะอยู่ที่ประมาณ 15% ผ่านทาง Amata-B. Grimm Power ซึ่งเป็นบริษัทย่อย หน้าที่ของ BGRIM ในการร่วมลงทุนครั้งนี้ คือ การดำเนินงานโรงไฟฟ้าแห่งหนึ่งในนิคมอุตสาหกรรม เพื่อจัดส่งไฟฟ้าให้กับลูกค้าอุตสาหกรรม และนำพลังงานไฟฟ้าส่วนเกินส่งให้กับรัฐบาลเมียนมา

Figure 2: โครงสร้างกำลังการผลิตติดตั้ง (ปี 2563)



Source: BGRIM, SCBS Investment Research

Figure 3: โครงสร้างกำลังการผลิตเพิ่มเติม



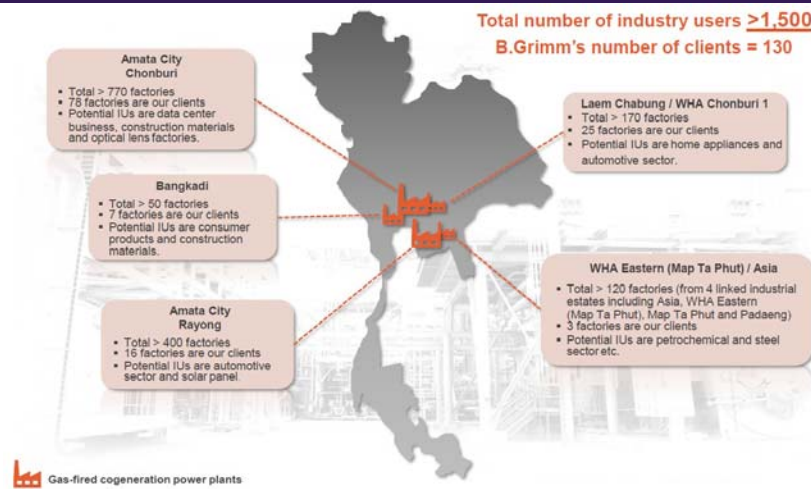
Source: BGRIM, SCBS Investment Research

2. กลยุทธ์การเติบโต

จับมือกับพันธมิตรเพื่อสร้างการเติบโต หนึ่งในปัจจัยแห่งความสำเร็จที่สำคัญของ BGRIM คือ การขยายกำลังการผลิตร่วมกับพันธมิตรเชิงกลยุทธ์ บริษัทมีความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรม โดยเฉพาะ อมตะ คอร์ปอเรชั่น (AMATA) เพื่อผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าให้กับนิคมอุตสาหกรรมหลักๆ ในประเทศไทย AMATA และ BGRIM เริ่มจับมือเป็นพันธมิตรเชิงกลยุทธ์กันนับตั้งแต่ที่มีการพัฒนาโครงการ Amata B.Grimm Power 1 ในในช่วงทศวรรษที่ 1990s ตามมาด้วยโครงการโรงไฟฟ้า SPP อีก 9 โรงในจังหวัดชลบุรี และระยอง นอกจากนี้ทั้งสองบริษัทยังร่วมมือกันพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าในเวียดนาม เมื่อครั้งที่ AMATA ขยายธุรกิจสู่เวียดนามซึ่งภาคอุตสาหกรรมเติบโตอย่างรวดเร็ว เมื่อไม่นานนี้ทั้งสองบริษัทได้จัดตั้งทีมงานเพื่อพัฒนาเมืองอัจฉริยะ (smart city) ในพื้นที่นิคมอุตสาหกรรมขนาดใหญ่แห่งหนึ่ง นอกจากนี้ AMATA แล้ว BGRIM ยังมีความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นกับผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมรายอื่นๆ ด้วย ได้แก่ WHA Group และสวนอุตสาหกรรมบางกะดี

ธุรกิจ SPP ยังมีโอกาสทางการตลาดอีกมาก เนื่องจากธุรกิจ SPP ของ BGRIM มีกำลังการผลิตจำกัด บริษัทจึงสามารถจ่ายไฟฟ้าให้กับลูกค้าได้เพียง 130 ราย จากผู้ใช้ไฟฟ้าภาคอุตสาหกรรมรวมทั้งหมด 1,500 รายใน 5 นิคมอุตสาหกรรม (แสดงใน Figure 4 ด้านล่าง) ซึ่งเรามองว่าเป็นโอกาสสำหรับ BGRIM ในการขยายธุรกิจเพิ่ม โดยเฉพาะอย่างยิ่งเนื่องจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ฉบับใหม่กับ กฟผ. ในส่วนของโครงการก่อสร้างโรงไฟฟ้าใหม่ทดแทนของเดิม (SPP Replacement) จำนวน 5 โครงการ ที่จะเริ่มในปี 2565 จะครอบคลุมกำลังการผลิตตามสัญญาเพียง 150MW เทียบกับ 320MW ภายใต้สัญญาปัจจุบัน ดังนั้นบริษัทจะมีกำลังการผลิตสำหรับลูกค้าอุตสาหกรรมเพิ่มอีกเกือบ 300MW ซึ่งจะรองรับการขยายกำลังการผลิตของลูกค้าปัจจุบันรวมถึงลูกค้ารายใหม่ ทั้งนี้โรงไฟฟ้า SPP ส่วนใหญ่ของ BGRIM ตั้งอยู่ในพื้นที่ใจกลางโครงการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC) หรือเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก ซึ่งครอบคลุม 3 จังหวัด ได้แก่ ฉะเชิงเทรา ชลบุรี และระยอง

Figure 4: BGRIM – ความต้องการใช้ไฟฟ้าจากผู้ใช้งานภาคอุตสาหกรรมยังมีอีกมาก



Source: BGRIM, SCBS Investment Research

การร่วมลงทุนในต่างประเทศ ความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นกับผู้ประกอบการท้องถิ่นยังช่วยสนับสนุนการลงทุนในต่างประเทศของ BGRIM ด้วย บริษัทลงทุนร่วมกับพันธมิตรเชิงกลยุทธ์ในประเทศเป้าหมายเพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุน ได้มาซึ่งองค์ความรู้เกี่ยวกับตลาดท้องถิ่น และสร้างความสัมพันธ์ที่ดี เรื่องราวความสำเร็จที่สำคัญ คือ การลงทุนในโครงการโซลาร์ฟาร์มขนาดใหญ่ที่สุดในอาเซียน (420MW) ซึ่งตั้งอยู่ในจังหวัด Tay Ninh ในภาคตะวันตกเฉียงใต้ของเวียดนาม โครงการนี้เป็นโครงการร่วมทุนกับ Xuan Cau Group ซึ่งเป็นกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ที่สุดแห่งหนึ่งในเวียดนาม ดำเนินธุรกิจที่หลากหลาย เช่น อสังหาริมทรัพย์ การค้าและบริการ พลังงาน และโครงสร้างพื้นฐาน โครงการนี้ยังเป็นก้าวสำคัญสำหรับบริษัทในการเข้าไปทำธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในเวียดนามด้วย ซึ่งหลังจากนั้นก็มีการเกิดโครงการอีกหลายโครงการเกิดขึ้นตามมาซึ่งรวมถึงโครงการโซลาร์ฟาร์มอีก 1 โครงการ คือ Phu Yen Solar (257MW) และจะมีเพิ่มอีกในอนาคต

จับมือกับ กฟผ. เพื่อขยายธุรกิจนอกกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม นอกจากนี้ BGRIM ยังเสริมสร้างความร่วมมือกับการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟผ.) และบริษัทย่อยสำหรับธุรกิจระหว่างประเทศ - PEA ENCOM International (PEA ENCOM) เพื่อร่วมกันศึกษาหาโอกาสทางธุรกิจใหม่ ๆ ด้วยความร่วมมือทั้งด้านเทคนิคและการเงิน เราเชื่อว่าความร่วมมือครั้งนี้สามารถปลดล็อกโอกาสใหม่ๆ สำหรับ BGRIM ในการจัดหาไฟฟ้าให้กับลูกค้าอุตสาหกรรมนอกนิคมอุตสาหกรรมได้มากขึ้น โดยใช้ประโยชน์จากความแข็งแกร่งของกฟผ. ในระบบเครือข่ายการส่งและจำหน่ายไฟฟ้า ซึ่งจะช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขันของ BGRIM ในพื้นที่มาบตาพุด นอกจากนี้ยังสามารถเพิ่มประสิทธิภาพโครงการผลิตไฟฟ้าโดยเอกชนที่ผลิตไฟฟ้าใช้เองหรือจำหน่ายให้ลูกค้าตรงโดยไม่ขายเข้าระบบของการไฟฟ้า (IPS) โครงการผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานทดแทน รวมถึงระบบไมโครกริดและระบบสมาร์ทไมโครกริด (Smart Microgrid) ซึ่งเป็นการเพิ่มศักยภาพของ BGRIM ในการเป็นผู้นำด้านพลังงานไฟฟ้า และเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันในอุตสาหกรรมไฟฟ้า ผู้บริหารคาดว่าจะสรุปโครงการ IPS ได้ 5-6 โครงการภายในปี 2564 ผลประโยชน์ที่ได้รับทันทีจากการเป็นจับมือเป็นพันธมิตรร่วมกัน คือ การประหยัดค่าใช้จ่ายในการลงทุนโครงการ B.Grimm Power (AIE-MTP) ซึ่งเป็นหนึ่งในโครงการ SPP Replacement ได้ไม่ต่ำกว่า 1 พันลบ.

เวียดนามเป็นบ้านหลังที่สองของ BGRIM BGRIM เริ่มดำเนินธุรกิจเวียดนามในปี 2542 ภายใต้ความร่วมมือกับ อมตะ คอร์ปอเรชั่น เพื่อจ่ายไฟฟ้าให้กับลูกค้าใน Amata Bien Hoa Industrial Park บริษัทมีส่วนถือหุ้นในธุรกิจนี้เพียง 30.7% และเป็นเพียงธุรกิจซื้อขายไฟฟ้า เนื่องจากซื้อไฟฟ้าจาก EVN ด้วยกำลังการผลิตที่ยืนยันแล้ว 13MW นอกจากนี้บริษัทยังมีโรงไฟฟ้าพลังงานดีเซลเพื่อใช้เป็นโรงไฟฟ้าสำรองด้วย

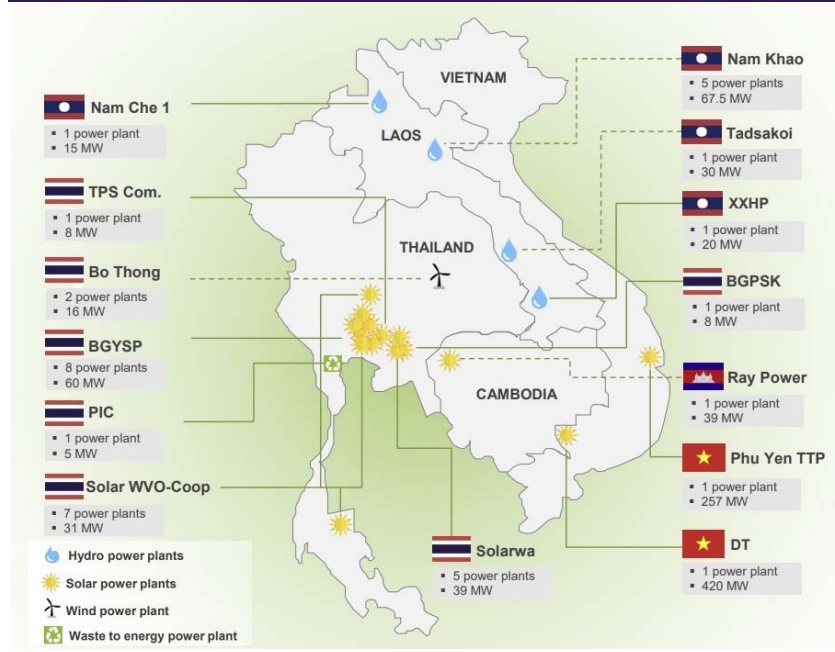
BGRIM กลับมาลงทุนในเวียดนามเพิ่มอีกครั้งตั้งแต่ปี 2561 ซึ่งเป็นปีที่บริษัทเริ่มพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 2 โครงการ กำลังการผลิตรวม 677 เมกะวัตต์ โดยหนึ่งในนั้นเป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ใหญ่ที่สุดในอาเซียน กำลังการผลิต 420 เมกะวัตต์ ตั้งอยู่ที่จังหวัด Tay Ninh ทางตะวันตกเฉียงใต้ของเวียดนาม (DT) อีกโครงการ คือ โรงไฟฟ้า Phu Yen กำลังการผลิต 257MW โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ทั้งสองโครงการนี้เริ่มดำเนินการในเดือน มิ.ย. 2562 และมีกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 436.6MW หรือ 23% ของกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมดของ BGRIM (ณ เดือน ต.ค. 2563) ความร่วมมือระยะยาวกับ Asian Development Bank (ADB) มีส่วนสำคัญอย่างยิ่งในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนเหล่านี้ เนื่องจาก ADB มีส่วนร่วมในการปล่อยเงินกู้รวม 186 ล้านดอลลาร์สหรัฐร่วมกับกลุ่มผู้ให้กู้เพื่อสนับสนุนการจัดหาเงินทุนสำหรับโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Phu Yen ในเดือน ต.ค. 2563 นอกจากนี้ความสัมพันธ์ของทั้งสองฝ่ายยังแน่นแฟ้นมากขึ้นภายใต้การออกหุ้นกู้ green bond ครั้งแรกในประเทศไทยในปี 2561 เพื่อนำเงินมาพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในประเทศไทยและประเทศเพื่อนบ้าน

รัฐบาลเวียดนามกำลังดำเนินการเพื่อสรุปแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าฉบับใหม่ (PDP8) ซึ่งเป็นแผนแม่บทสำหรับปี 2564-2573 โดยมีวิสัยทัศน์ถึงปี 2588 ซึ่งจะลดการพึ่งพาโรงไฟฟ้า IPP พลังงานถ่านหินที่ไม่มีความยืดหยุ่นไปสู่พลังงานหมุนเวียนและ LNG แผน PDP ฉบับใหม่จะแตกต่างจากแผนก่อนหน้านี้ การขยายกำลังการผลิตเพื่อรองรับความต้องการไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องส่วนใหญ่จะได้รับแรงหนุนจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมใหม่ๆ และโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิง โรงไฟฟ้าเหล่านี้รวมกันจะคิดเป็นสัดส่วน 47% ของกำลังผลิตไฟฟ้าทั้งหมดระบบที่ 138GW ภายในปี 2573 และจะเพิ่มขึ้นเป็น 60% ของกำลังผลิตไฟฟ้าทั้งหมดระบบที่ 222GW ในปี 2583 ด้วยภาพรวมเช่นนี้ BGRIM จะขยายพอร์ตโรงไฟฟ้าในเวียดนามอย่างต่อเนื่อง ซึ่งรวมถึงการร่วมลงทุนกับ Petrovietnam (PVN) เพื่อพัฒนาโครงการ LNG แบบบูรณาการ และโรงไฟฟ้ากำลังการผลิต 3GW ในขณะที่การพัฒนา ร่วมกับรัฐบาลเวียดนามอาจใช้เวลานาน แต่บริษัทจะสร้างความสัมพันธ์กับบริษัทเอกชนอื่น ๆ ควบคู่ไปกับโครงการ LNG-to-power ในเวียดนาม การลงทุนที่มีศักยภาพอื่นๆ ในเวียดนาม คือ โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม กำลังการผลิต 150MW ซึ่งคาดว่าจะได้ข้อสรุปในปี 2564 ทั้งนี้จากการประเมินของธนาคารโลกและสำนักงานพลังงานเดนมาร์กระบุว่าเวียดนามมีความสามารถในการผลิตไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่งภายในระยะ 5 กม. และ 100 กม. จากฝั่ง สูงถึง 160GW

ขยายพอร์ตโรงไฟฟ้าพลังงานสีเขียว ในขณะที่ BGRIM มีความเชี่ยวชาญในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้า SPP ที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิง แต่หนึ่งในเป้าหมายระยะยาวของบริษัท คือ การขยายพอร์ตโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ในระหว่างปี 2560-2563 กำลังการผลิตดำเนินงานของโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วที่อัตราเฉลี่ย 89% ต่อปี ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา สู 901MW ภายในสิ้นปี 2563 โดยส่วนใหญ่เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในเวียดนาม กำลังการผลิตดำเนินงานของโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนจะเพิ่มขึ้นสู่ 1,029MW ภายในปี 2568 อ้างอิงโครงการที่ยืนยันแล้ว หรือเท่ากับ 28% ของกำลังการผลิตติดตั้งทั้งหมด ปัจจัยแห่งความสำเร็จที่สำคัญ คือ ความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นกับพันธมิตรท้องถิ่น เราเชื่อว่ากำลังการผลิตของโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในเวียดนาม เนื่องจากเวียดนามตั้งเป้าที่จะเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนในการผลิตไฟฟ้าจาก 10% ในปัจจุบัน สู่ 15% -20% ภายในปี 2573 และสู่ 25% -30% ภายในปี 2588 โอกาสลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ของกัมพูชายังมีอีกมาก โดยโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แห่งแรกของบริษัทในกัมพูชา คือ Ray Power ได้เริ่มดำเนินการในปลายปี 2563 ทั้งนี้จากการประเมินของ ADB กัมพูชามีศักยภาพทางเทคนิคในการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ได้กว่า 8,000MW เทียบกับ 200MW± ในปัจจุบัน และ 18-72MW สำหรับศักยภาพในการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานลม

หลังจากประสบความสำเร็จในการพัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ BGRIM จะขยายกำลังการผลิตในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนสู่โรงไฟฟ้าพลังงานลมในเวียดนามและเกาหลีใต้ ผู้บริหารคาดว่าจะได้ข้อสรุปการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมบนบกและนอกชายฝั่งในปี 2564 โดยมีกำลังการผลิตรวม 280-310MW

Figure 5: BGRIM – โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน



Source: BGRIM, SCBS Investment Research

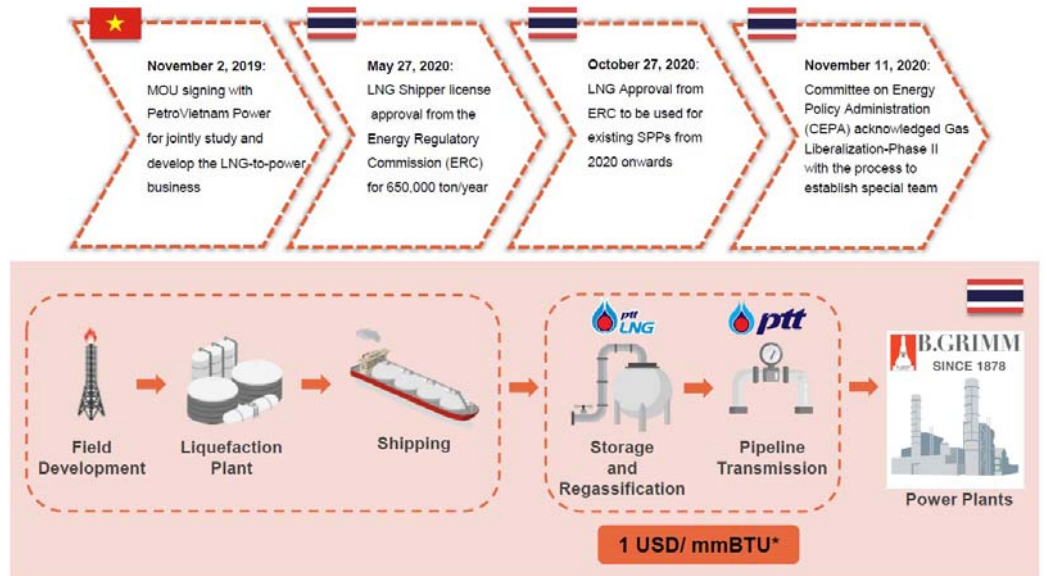
3. ใบอนุญาตจัดหาและค้าส่งก๊าซธรรมชาติ (LNG shipper) คือตัวเปลี่ยนเกม

ได้รับใบอนุญาตจัดหาและค้าส่งก๊าซธรรมชาติ BGRIM เป็นหนึ่งในบริษัทเอกชนในประเทศไทยที่ได้รับใบอนุญาตจัดหาและค้าส่งก๊าซธรรมชาติ (LNG shipper) จากสำนักงานคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) เพื่อนำเข้า LNG สำหรับโรงไฟฟ้าของบริษัท ด้วยปริมาณ 650,000 ตันต่อปี ซึ่งเป็นไปตามนโยบายระยะยาวของรัฐบาลในการเปิดเสรีตลาดก๊าซในประเทศไทย ในเบื้องต้น BGRIM วางแผนที่จะป้อน LNG นำเข้าให้กับโรงไฟฟ้า SPP 5 โรงซึ่งอยู่ภายใต้โครงการก่อสร้างโรงไฟฟ้าใหม่ทดแทนของเดิม (SPP Replacement) ซึ่งจะช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นให้กับบริษัทในการจัดหาก๊าซธรรมชาติจากผู้อื่น (นอกเหนือจากก๊าซผ่านระบบท่อจาก PTT) ในราคาที่แข่งขันได้มากขึ้น นอกจากนี้บริษัทยังได้รับอนุญาตให้นำเข้า LNG เพื่อป้อนโรงไฟฟ้าที่มีอยู่เดิมก่อนที่จะเริ่มเดินเครื่องโรงไฟฟ้าในโครงการ SPP Replacement กำลังการผลิต 700MW ผู้บริหารคาดว่า LNG สำหรับโรงไฟฟ้า SPP ที่มีอยู่จะสามารถนำเข้าในปี 2564 ภายใต้ใบอนุญาตปัจจุบัน ด้วยปริมาณ 650,000 ตันต่อปี

เราเชื่อว่าใบอนุญาตจัดหาและค้าส่งก๊าซธรรมชาติ (LNG shipper) จะเป็นตัวเปลี่ยนเกมสำหรับธุรกิจ SPP ในประเทศไทยในการปรับต้นทุนเชื้อเพลิงให้เหมาะสมเพื่อให้ได้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงขึ้น ผู้บริหารกล่าวว่าบริษัทกำลังเจรจากับซัพพลายเออร์ LNG ในต่างประเทศเพื่อทำสัญญา 10 ปี ซึ่งจะจำกัดต้นทุนก๊าซของบริษัทไว้ที่ US\$7/mmbtu ราคาสัญญาจะถูกจัดทำดัชนีด้วยราคาน้ำมันดิบเบรนท์ซึ่งกำหนดเพดานราคาไว้ที่ US\$70/bbl ดังนั้นด้วยราคาน้ำมันดิบเบรนท์ในปัจจุบันที่ <US\$60/bbl ต้นทุน LNG นำเข้าควรจะต่ำกว่า US\$7/mmbtu ค่อนข้างมาก ผู้บริหารกล่าวว่าต้นทุน LNG นำเข้าจะต่ำกว่าราคา LNG ตามสัญญาระยะยาวของ PTT อยู่ 20-30% ซึ่งแม้ว่าจะช่วยประหยัดต้นทุนก๊าซสำหรับไฟฟ้าและไอน้ำที่ขายให้กับลูกค้าอุตสาหกรรมได้ แต่ไฟฟ้าที่ขายให้กับกฟผ. ภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวจะใช้ก๊าซจาก PTT ภายใต้สัญญาระยะยาว ต้นทุนก๊าซในส่วนนี้สามารถส่งผ่านได้ ดังนั้นจึงไม่ได้รับประโยชน์จาก LNG นำเข้า

แม้ว่าราคาก๊าซธรรมชาติภายในประเทศจากอ่าวไทยอาจจะลดลงเมื่อสัญญาแบ่งปันผลผลิตฉบับใหม่ (PSC) ของแหล่งเอราวัณ (G1/61) และแหล่งบงกช (G2/61) มีผลบังคับใช้ในปี 2565-66 แต่ราคาเนื้อก๊าซ (pool gas) ยังคงรวมราคาก๊าซจากเมียนมาและ LNG นำเข้าที่สูงขึ้นภายใต้ราคาสัญญาระยะยาว เราเชื่อว่า BGRIM จะยังคงได้รับประโยชน์จากต้นทุนที่แข่งขันได้มากขึ้นของ LNG นำเข้า ซึ่งอิงกับราคาน้ำมันดิบเบรนท์ที่กำหนดเพดานราคาไว้ที่ <US\$70/bbl

Figure 6: BGRIM – LNG-to-power และ LNG value chain



Source: BGRIM, SCBS Investment Research

4. สรุปผลประกอบการ และแนวโน้ม

กำไรสุทธิจากการดำเนินงานเติบโตอย่างแข็งแกร่งใน 9M63 กำไรสุทธิ 9M63 ของ BGRIM มีจำนวน 1.6 พันลบ. ลดลง 16.8% YoY เพราะต้นทุนทางการเงินสูงขึ้น เนื่องจากบริษัทมีขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่เกิดขึ้นจากหนี้สินสกุลดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งส่วนใหญ่อยู่ใน 1Q63 กำไรจากการดำเนินงานและกำไรสุทธิจากการดำเนินงาน (NNP) หลังจากหักส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม เพิ่มขึ้น 13.7% YoY และ 21.2% YoY ตามลำดับ เนื่องจากกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากการเริ่มดำเนินงานโครงการโรงไฟฟ้าใหม่ 4 โครงการ (820MW) หลักๆ เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนและสินทรัพย์ที่ได้มาใหม่ คือ B.Grimm Power (AIE-MTP) หรือ BPAM (124MW) ในเดือนมี.ค. 2562 และโรงไฟฟ้าอ่างทอง เพาเวอร์ (ATP) (123MW) ในเดือนมี.ค. 2563 กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน (NNP) หลังจากหักส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม ปรับตัวดีขึ้น 11% QoQ ใน 3Q63 สูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 745 ลบ. เพิ่มขึ้นจากจุดต่ำสุดของปีใน 2Q63

ยอดขายไฟฟ้าให้กับลูกค้าอุตสาหกรรมทำจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q63 ความสามารถในการกำไรของ BGRIM น่าจะดีกว่านี้ถ้ายอดขายไฟฟ้าให้กับลูกค้าอุตสาหกรรมของบริษัทไม่ได้รับผลกระทบจากความต้องการใช้ไฟฟ้าที่ลดลงในช่วงที่โควิด-19 ระบาดสูงสุดใน 2Q63 โดยส่วนใหญ่เป็นลูกค้าในอุตสาหกรรมชิ้นส่วนยานยนต์ (57% ของลูกค้าอุตสาหกรรมทั้งหมด) อย่างไรก็ตาม ความต้องการใช้ไฟฟ้าของลูกค้าส่วนหนึ่ง หลักๆ ในอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ อิเล็กทรอนิกส์ และเครื่องใช้ไฟฟ้าในบ้าน ปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง YoY ความต้องการใช้ไฟฟ้าของลูกค้าอุตสาหกรรมน่าจะทำจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q63 เนื่องจากลูกค้าอุตสาหกรรมบางส่วนกลับมาดำเนินการผลิตตามปกติแล้ว นอกจากนี้บริษัทยังเซ็นสัญญาระยะยาวกับลูกค้ารายใหม่อย่างต่อเนื่องใน 2H63 ด้วยกำลังการผลิตไม่เกิน 16MW มากกว่าครึ่งหนึ่งของเป้าที่วางไว้ในปีนี้ที่ 31MW

ต้นทุนก๊าซที่ลดลงและกำไรจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนช่วยหนุนอัตรากำไร EBITDA margin เพิ่มขึ้นจาก 25.7% ใน 9M62 สู่ 29.3% ใน 9M63 สืบเนื่องมาจากประสิทธิภาพที่สูงขึ้นของโรงไฟฟ้า SPP บางโรงของบริษัทและต้นทุนก๊าซที่ลดลง 7.4% YoY สู่ 254.6 บาท/mmbtu ในขณะที่อัตราค่าไฟฟ้าสำหรับลูกค้าอุตสาหกรรมอยู่ในระดับทรงตัว YoY นอกจากนี้กำไรจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนซึ่งมี EBITDA margin ดีขึ้นก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วย สัดส่วนรายได้จากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนเพิ่มขึ้นจาก 4.6% ของยอดขายไฟฟ้าทั้งหมดใน 9M62 สู่ 9.6% ใน 9M63

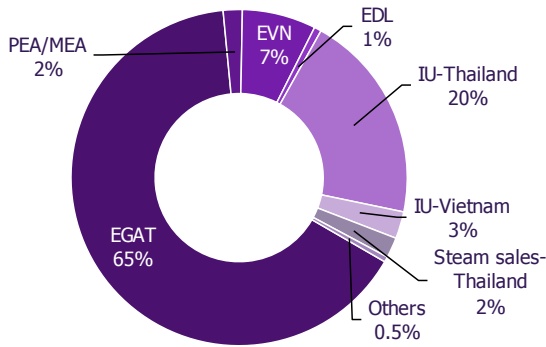
อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อทุนของ BGRIM เพิ่มขึ้นเล็กน้อย จาก 1 เท่า ณ สิ้นปี 2562 สู่ 1.3 เท่า ณ สิ้น 3Q63 สะท้อนถึงเงินกู้ยืมระยะสั้นและเงินกู้ระยะยาวที่สูงขึ้นเพื่อใช้ในการลงทุนทั้งการซื้อสินทรัพย์และรายจ่ายลงทุนของโครงการที่กำลังพัฒนาหลายโครงการ ซึ่งรวมถึงสัญญาทรัสต์รีซิทกับสถาบันการเงินเพื่อชำระค่าก่อสร้างโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในเวียดนาม หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น 8.6 พันลบ. จากสิ้นปี 2562 เทียบกับรายจ่ายลงทุน 1.37 หมื่นลบ. เงินกู้ยืมระยะสั้นจะถูกรีไฟแนนซ์ในเวลาต่อมาด้วยต้นทุนดอกเบี้ยที่แข่งขันได้มากขึ้น

Figure 7: BGRIM – สรุปผลประกอบการ 3Q63

	3Q19	2Q20	3Q20	YoY%	QoQ%	9M19	9M20	YoY%
P&L (Bt, mn)								
Total revenue	11,740	11,243	11,186	(4.7)	(0.5)	32,574	33,652	3.3
Gross profit	2,400	2,210	2,449	2.0	10.8	6,034	6,972	15.5
EBITDA	3,283	3,195	3,406	3.8	6.6	8,367	9,852	17.7
Core profit	596	816	603	1.2	(26.1)	1,769	1,712	(3.2)
Net Profit	763	1,017	501	(34.4)	(50.8)	1,922	1,599	(16.8)
EPS (Bt)	0.29	0.39	0.19	(34.4)	(50.8)	0.74	0.61	(16.8)
B/S (Bt, mn)								
Total assets	114,038	126,167	126,978	11.3	0.6	114,038	126,978	11.3
Total liabilities	84,576	89,391	89,234	5.5	(0.2)	84,576	89,234	5.5
Total equity	29,462	36,776	37,744	28.1	2.6	29,462	37,744	28.1
BVPS (Bt)	7.66	10.26	10.43	36.2	1.6	7.66	10.43	36.2
Financial ratio								
Gross margin (%)	20.4	19.7	21.9	1.5	2.2	18.5	20.7	2.2
EBITDA margin (%)	28.0	28.4	30.5	2.5	2.0	25.7	29.3	3.6
Net profit margin (%)	6.5	9.0	4.5	(2.0)	(4.6)	5.9	4.8	(1.1)
ROA (%)	2.1	2.5	1.9	(0.2)	(0.6)	2.4	1.7	(0.7)
ROE (%)	12.0	12.2	8.9	(3.1)	(3.3)	13.1	7.7	(5.4)
D/E (X)	2.9	2.4	2.4	(50.6)	(6.6)	2.9	2.4	(50.6)

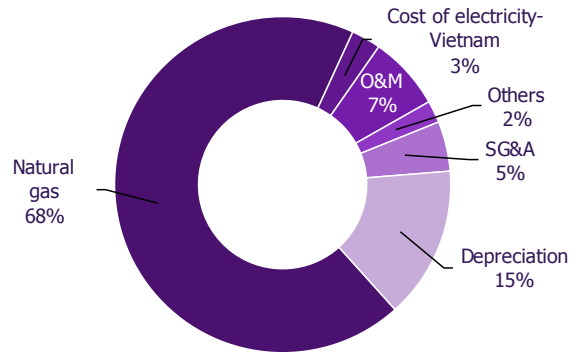
Source: BGRIM, SCBS Investment Research

Figure 8: โครงสร้างรายได้จำแนกตามลูกค้า (9M63)



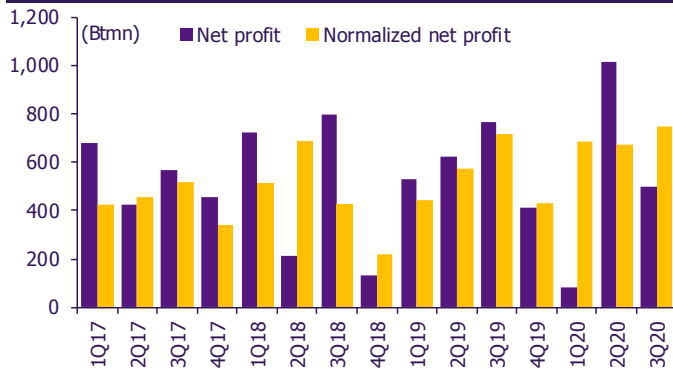
Source: BGRIM, SCBS Investment Research

Figure 9: โครงสร้างต้นทุน (9M63)



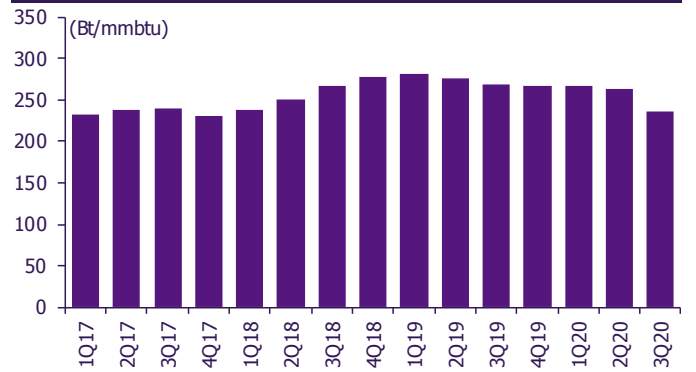
Source: BGRIM, SCBS Investment Research

Figure 10: กำไรรายไตรมาส



Source: BGRIM, SCBS Investment Research

Figure 11: ต้นทุนก๊าซที่แท้จริง – SPP (ประเทศไทย)



Source: BGRIM, SCBS Investment Research

แนวโน้ม 4Q63: ความต้องการใช้ไฟฟ้าและไอน้ำจากลูกค้าอุตสาหกรรมจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่ากำไร 4Q63 จะฟื้นตัว QoQ เนื่องจากความต้องการใช้ไฟฟ้าและไอน้ำของลูกค้าอุตสาหกรรมปรับตัวดีขึ้นจากระดับต่ำใน 2Q63 บริษัทกล่าวว่ารายได้จากการขายให้กับลูกค้าอุตสาหกรรมทำจุดต่ำสุดไปแล้วในเดือนพ.ค. 2563 และค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น โดยตัวเลขเดือนก.ย. 2563 แสดงการเติบโต YoY เรียบร้อยแล้ว ความต้องการใช้ไฟฟ้าและไอน้ำของลูกค้าอุตสาหกรรมในกลุ่มยานยนต์ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะธุรกิจยางรถยนต์ ความต้องการใช้ไฟฟ้าและไอน้ำของลูกค้าอุตสาหกรรมในประเทศไทยฟื้นตัวกลับคืนสู่ระดับก่อนโควิด-19 ระบาดเรียบร้อยแล้ว โดยได้แรงหนุนจากลูกค้าส่วนหนึ่งที่ย้ายสายการผลิตบางส่วนจากทำเลอื่นๆ ซึ่งยังคงได้รับผลกระทบจากโควิด-19 มายังประเทศไทย แม้ความต้องการส่วนนี้จะลดลงในเวลาต่อมาเมื่อผลกระทบจากโควิด-19 คลี่คลายลง แต่จะได้รับการชดเชยจากการผลิตเพื่อส่งออก (ปัจจุบันยังคงต่ำกว่าระดับก่อนโควิด-19 ระบาด) มากขึ้น

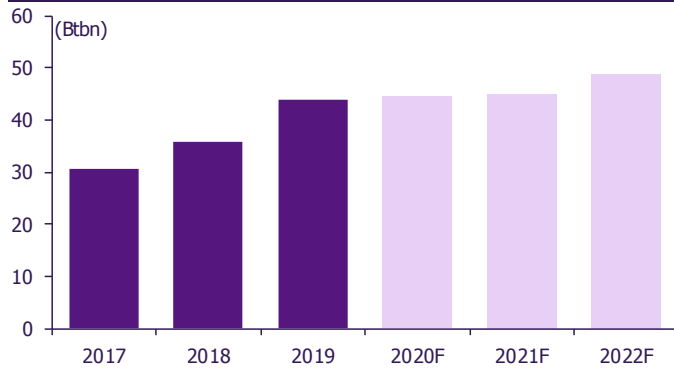
ผลกระทบจากการซ่อมบำรุงระบบส่งไฟฟ้าของ กฟผ.มีจำกัด ยอดขายไฟฟ้าให้กับ กฟผ.น่าจะยังคงแข็งแกร่งใกล้เคียงกับ 2Q63 แม้ว่า กฟผ.จะมีแผนซ่อมบำรุงระบบส่งไฟฟ้าซึ่งจะส่งผลกระทบต่อยอดขายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้า SPP 7 โรงในอีส์เทิร์นซีบอร์ด แม้ผลกระทบจากการซ่อมบำรุงระบบส่งไฟฟ้าของ กฟผ. น่าจะใกล้เคียงกับ 1Q63 แต่ยอดขายไฟฟ้าโดยรวมของ BGRIM จะได้รับการชดเชยจากกำลังการผลิตใหม่ของโรงไฟฟ้าอ่างทอง เพาเวอร์ ซึ่งเข้ามาในเดือนมี.ค. 2563

ต้นทุนก๊าซลดลงต่อเนื่อง QoQ BGRIM กล่าวว่าต้นทุนก๊าซของบริษัทจะลดลง 8% QoQ ใน 4Q63 สู่ 215.8 บาท/mmbtu โดยอิงกับการบ่งชี้ราคาของ PTT ต้นทุนก๊าซของบริษัทลดลงอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่เดือนเม.ย. 2563 โดยมีสาเหตุมาจากราคาน้ำมันที่ลดลง และเร่งตัวขึ้นใน 4Q63 จากการปรับราคาของแหล่งผลิตก๊าซที่สำคัญในอ่าวไทย

ต้นทุนทางการเงินจะเพิ่มขึ้นจากการเบิกเงินกู้เพิ่ม กำไรจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นจะถูกหักล้างไปบางส่วนโดยค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่สูงขึ้นสืบเนื่องมาจากการเบิกเงินกู้เพิ่มเพื่อพัฒนาโครงการใหม่ๆ ซึ่งรวมถึงโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Phu Yen ในเวียดนาม โครงการนี้เริ่มดำเนินงานในเดือนมี.ย. 2563 แต่ยังไม่ได้ทำการชำระเงินจนถึง 4Q63

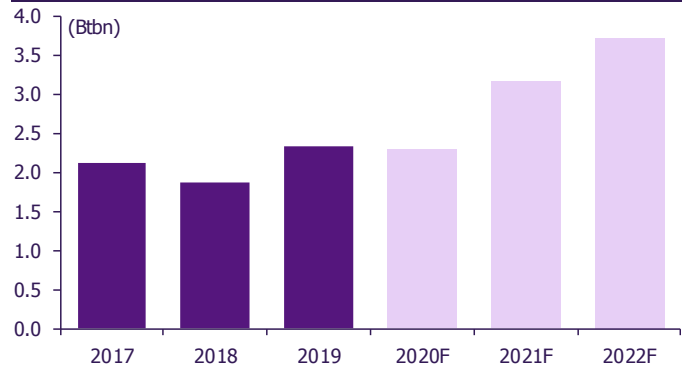
แนวโน้มปี 2564 – รายได้และกำไร: ประมาณการรายได้และกำไรสำหรับปี 2564 ของเรายังคงกำลังการผลิตที่ยืนยันแล้ว ซึ่งจะเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยอีก 1.9% YoY โดยเกิดจากการดำเนินงานเต็มปีของโรงไฟฟ้า Ray Power (โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในกัมพูชา) และการเริ่มดำเนินงานของโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมบ่อทอง (16MW) และโครงการโรงไฟฟ้าไฮดรိုอุตะเกา (15MW) อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรสุทธิจากการดำเนินงานจะเพิ่มขึ้น 11.2% YoY โดยเกิดจากสัดส่วนยอดขายไฟฟ้าให้กับลูกค้าอุตสาหกรรมที่สูงขึ้น ราคาไอน้ำที่สูงขึ้น และต้นทุนก๊าซที่ลดลง 8% YoY อ้างอิงราคาก๊าซนำเข้าของ PTT นอกเหนือจากกำลังการผลิตที่ยืนยันแล้ว กำไรของบริษัทยังจะได้รับการสนับสนุนจากกำลังการผลิตดำเนินงานใหม่ที่เพิ่มขึ้นในปี 2564 ซึ่งจะเพิ่มเข้ามาจากการเข้าซื้อโรงไฟฟ้า SPP ในประเทศไทยและโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิงในมาเลเซีย ในขณะที่ LNG นำเข้าก็จะช่วยให้ต้นทุนก๊าซที่แท้จริงปรับลดลง

Figure 12: รายได้จากการขาย



Source: BGRIM, SCBS Investment Research

Figure 13: กำไรสุทธิ

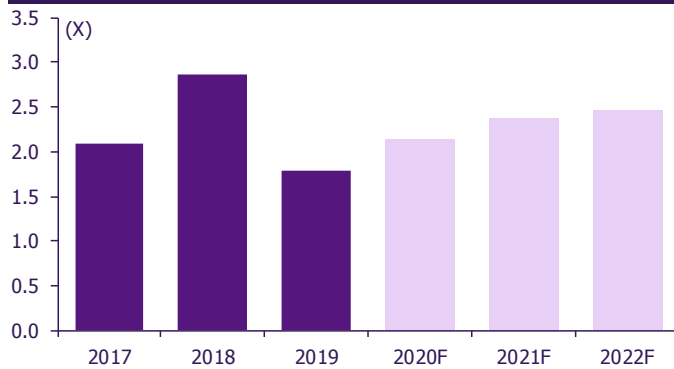


Source: BGRIM, SCBS Investment Research

ต้นทุนก๊าซที่แท้จริงจะลดลงอีกจาก LNG นำเข้า เราประเมินได้ว่า BGRIM จำเป็นต้องใช้ก๊าซราว 106 ล้าน mmbtu LNG นำเข้า 250,000 ตันสามารถทดแทนก๊าซ 12% ของปริมาณก๊าซที่บริษัทจำเป็นต้องใช้ทั้งหมดต่อปี และจะประหยัดต้นทุนก๊าซได้อย่างน้อย 100 ลบ./ปี อ้างอิงต้นทุน LNG สุทธิที่ US\$7/mmbtu

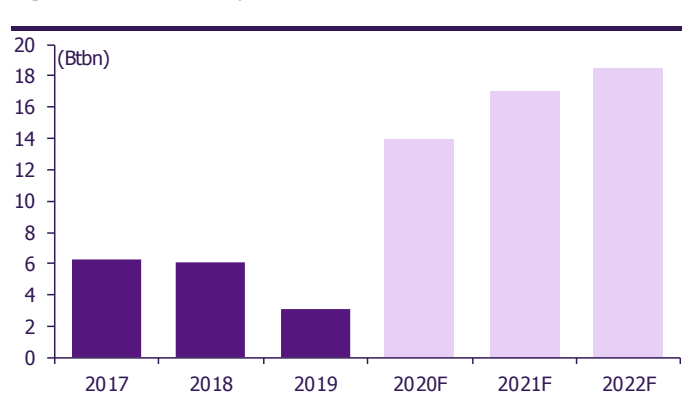
งบดุล: เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ BGRIM จะค่อยๆ เพิ่มขึ้นในระหว่างปี 2563-65 หรือในช่วงที่บริษัทลงทุน ผู้บริหารกล่าวว่ารายจ่ายลงทุนในช่วง 3 ปีดังกล่าวอาจจะสูงถึง 5.0 หมื่นลบ. สำหรับโครงการที่ยืนยันแล้วรอดำเนินการ บวกกับแนวโน้ม upside บางส่วนจากโครงการใหม่ๆ BGRIM ยังมีตัวเลือกหลายทางที่จะจัดหาเงินทุนสำหรับโครงการใหม่โดยไม่จำเป็นต้องเพิ่มทุนจากผู้ถือหุ้น เรามองว่าตัวเลือกดังกล่าว ได้แก่ ออกหุ้นกู้ที่ไม่มีกำหนดอายุ และขายสินทรัพย์ที่มีอยู่ในมือบางส่วน ทั้งนี้ก่อนจดทะเบียนใน SET บริษัทได้ระดมทุนผ่านทางกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานกองหนึ่ง คือ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้า อมตะ บี.กริม เพาเวอร์ (ABPIF) เราเชื่อว่าตัวเลือกนี้จะถูกเลือกใช้อีกครั้งในอนาคต ถ้ามีโอกาสลงทุนใหม่ๆ ที่ให้ผลตอบแทนที่น่าสนใจเกิดขึ้น

Figure 14: อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด



Source: BGRIM, SCBS Investment Research

Figure 15: รายจ่ายลงทุนที่คาดการณ์



Source: BGRIM, SCBS Investment Research

5. การประเมินมูลค่าเหมาะสมและปัจจัยความเสี่ยง

ราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF อยู่ที่ 64 บาท เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ BGRIM ด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) โดยอิงกับโครงการดำเนินงานและโครงการที่ได้รับการยืนยัน เนื่องจากโดยปกติแล้ว การผลิตไฟฟ้าสร้างกระแสเงินสดอย่างสม่ำเสมอ โดยเฉพาะผู้ผลิตไฟฟ้าที่มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว หรือสัญญาระยะยาวกับหน่วยงานภาครัฐที่รับประกันเกี่ยวกับไฟฟ้าและลูกค้าอุตสาหกรรม มูลค่าเหมาะสมอ้างอิงวิธี DCF ที่เราประเมินได้ที่ 64 บาท/หุ้น อิงกับ WACC 4.3% ซึ่งได้มาจาก cost of debt (หลังภาษี) ที่ 3.8% และ cost of equity ที่ 5.8% (risk free rate 2.5% ผลตอบแทนตลาดที่คาดหวัง 8% และ beta 0.6) การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของมูลค่าเหมาะสมเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงใน WACC และ beta แสดงไว้ใน Figure 16 แนวโน้ม upside ในมูลค่าเหมาะสมของเราจะเกิดจากผลตอบแทนการลงทุนจากบริษัท 24M Technologies ซึ่งเรายังไม่ได้นำมาใส่ไว้ใน model ของเรา

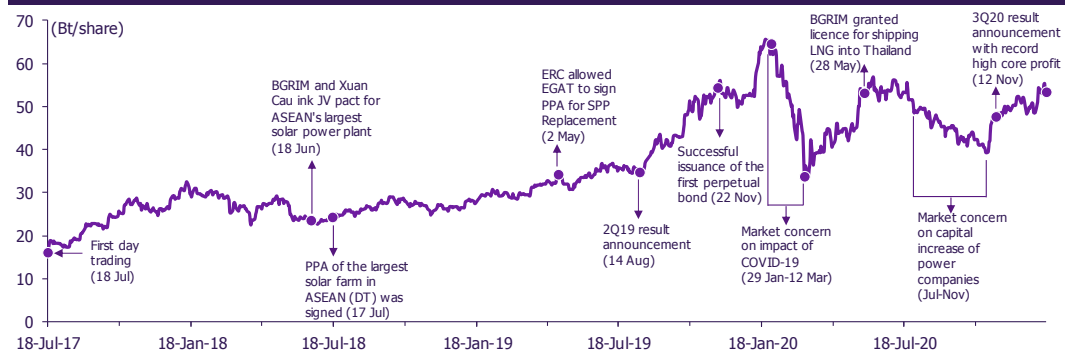
Figure 16: BGRIM – ความอ่อนไหวของมูลค่าเหมาะสมอ้างอิงวิธี DCF

			Base		
WACC	2.3%	3.3%	4.3%	5.3%	6.3%
	174.40	99.56	64.27	43.75	30.32
Beta	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
	71.91	67.94	64.27	60.87	57.71

Source: BGRIM, SCBS Investment Research

การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น: ราคาหุ้น BGRIM ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 23% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา outperform SET (+21%) และค่าเฉลี่ยของหุ้นโรงไฟฟ้าภายในประเทศ (+16%) อยู่เล็กน้อย ซึ่งเราเชื่อว่าสะท้อนถึงความคาดหวังเชิงบวกของตลาดต่อแนวโน้มการเติบโตของ BGRIM โดยอิงกับเป้าหมายของบริษัทที่จะขยายกำลังการผลิตติดตั้งเป็นสองเท่าภายในปี 2568 และความต้องการใช้ไฟฟ้าจากลูกค้าอุตสาหกรรมที่ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องจากการกลับมาดำเนินการผลิตได้ตามปกติ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มยานยนต์และเครื่องใช้ไฟฟ้า ณ ราคาปัจจุบัน BGRIM เทรดที่ PEG 2.6 เท่าในปี 2564 อ้างอิง CAGR ของกำไรในระยะ 3 ปีข้างหน้า ที่ 17% ในระหว่างปี 2563-65 อัตราส่วนนี้จะค่อยๆ ปรับลดลง เนื่องจากจะมีกำลังการผลิตดำเนินงานเพิ่มเข้ามาในพอร์ตของบริษัทมากขึ้นภายในปี 2568

Figure 17: BGRIM – การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น

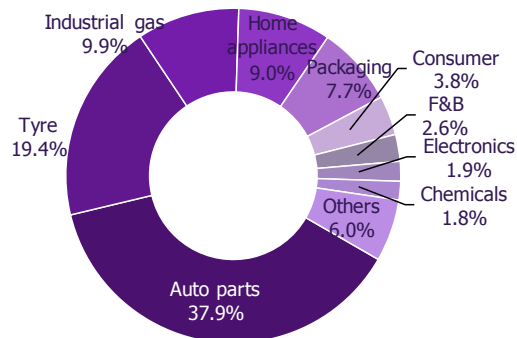


Source: BGRIM, SCBS Investment Research

ปัจจัยความเสี่ยงประกอบด้วย:

- ความต้องการใช้ไฟฟ้าที่ลดลงจากลูกค้าอุตสาหกรรม จะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของ BGRIM เนื่องจากโดยปกติแล้วอัตรากำไรจากลูกค้าเหล่านี้สูงกว่าการขายไฟฟ้าให้กับ กฟผ. รายได้และกำไรใน 2Q63 ของ BGRIM ได้รับผลกระทบจากความต้องการใช้ไฟฟ้าที่ลดลงจากอุตสาหกรรมยานยนต์ อย่างไรก็ตาม ลูกค้าอุตสาหกรรมของ BGRIM กระจายตัวอยู่ในอุตสาหกรรมที่หลากหลายซึ่งช่วยกระจายความเสี่ยงด้านตลาดของบริษัท

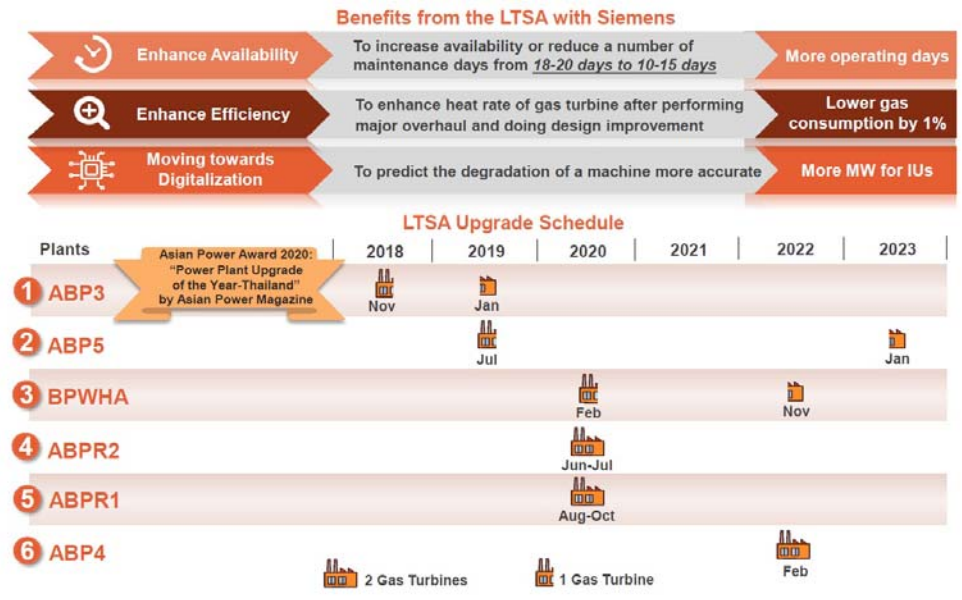
Figure 18: ลูกค้าอุตสาหกรรมของ BGRIM (3Q63)



Source: BGRIM, SCBS Investment Research

- การหยุดซ่อมบำรุงนอกแผน** จะสร้างความเสี่ยง downside ต่อการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม BGRIM มีประวัติผลงานที่ดี โดยได้รับการสนับสนุนจากมาตรการป้องกันที่รวมถึงการหยุดซ่อมบำรุงตามแผน นอกจากนี้บริษัทยังมีสัญญาการบริการระยะยาวเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของโครงการดำเนินงานกับ Siemens ซึ่งเป็นผู้จัดหาอุปกรณ์รายใหญ่ เพื่อให้แน่ใจว่าการดำเนินงานมีเสถียรภาพและมีประสิทธิภาพ สัญญาดังกล่าวยังครอบคลุมถึงความพร้อมใช้งานของโรงไฟฟ้าที่สูงขึ้น โดยการลดจำนวนวันในการหยุดซ่อมบำรุงจาก 18-20 วัน เป็น 10-15 วัน และลดการใช้ก๊าซลง 1% บริษัทคาดว่ากำไรเครื่องจักรกักเก็บก๊าซของโรงไฟฟ้า SPP 6 โรงจะช่วยประหยัดต้นทุนด้านพลังงานได้ 70-80 ลบ./ปี

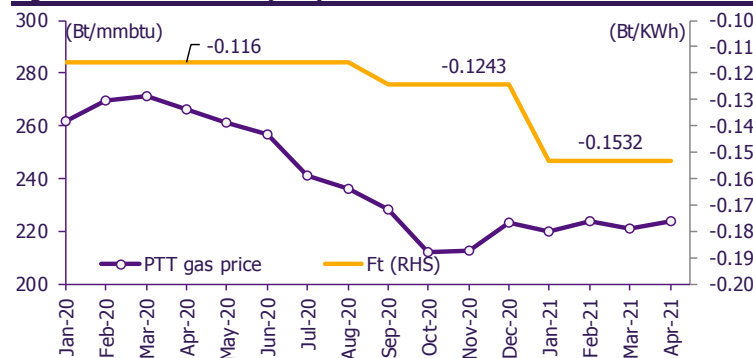
Figure 19: สัญญาการบริการระยะยาว



Source: BGRIM, SCBS Investment Research

- ต้นทุนก๊าซที่สูงกว่าคาด** จะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา แม้ว่าส่วนใหญ่จะถูกส่งผ่านไปยังลูกค้าภายใต้ PPA ระยะยาวกับหน่วยงานภาครัฐที่รับผิดชอบเกี่ยวกับไฟฟ้า ต้นทุนก๊าซผันผวนตามราคาน้ำมันเมื่อพิจารณาจากความเชื่อมโยงของสูตรราคาก๊าซกับราคาน้ำมันเตาหรือราคาน้ำมันดิบ
- ความไม่สมดุลของการปรับอัตราค่าไฟฟ้าและต้นทุนเชื้อเพลิง** อัตราค่าไฟฟ้าจากการขายไฟฟ้าให้กับลูกค้าอุตสาหกรรมอิงกับอัตราค่าไฟฟ้าของ กฟผ. ซึ่งก็อาจมีการปรับเปลี่ยนได้ (เรียกว่าค่า Ft) BGRIM สามารถได้รับผลกระทบจากความไม่สมดุลระหว่างการปรับอัตราค่าไฟฟ้ากับต้นทุนเชื้อเพลิง (ก๊าซ) แม้เรามองว่าความไม่สมดุลกันนี้จะไม่มีผลกระทบที่มีนัยสำคัญในระยะยาว แต่อาจส่งผลกระทบต่อ sentiment ที่ตลาดมีต่อผลการดำเนินงานในกรอบเวลาที่สั้นลง โดยเฉพาะผลการดำเนินงานรายไตรมาส

Figure 20: ราคาก๊าซชี้นำ (SPP) vs. ค่า Ft



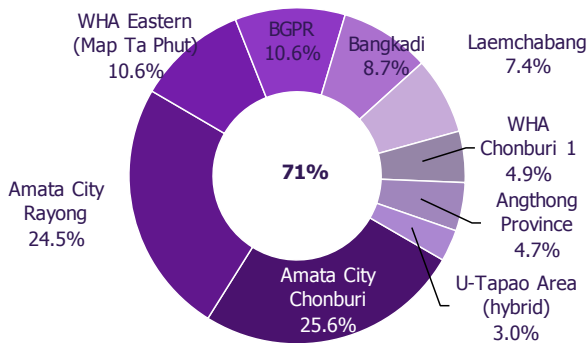
Source: BGRIM, SCBS Investment Research

- ผลตอบแทนจากการลงทุนใหม่ต่ำกว่าคาด** โครงการโรงไฟฟ้าหลายโครงการของ BGRIM จะอยู่ระหว่างการพัฒนาในระยะ 3 ปีข้างหน้า ความล่าช้าในการเริ่มดำเนินงานจะส่งผลทำให้เกิดค่าเสียโอกาสและต้นทุนโครงการบานปลาย

6. ภาพรวมบริษัท

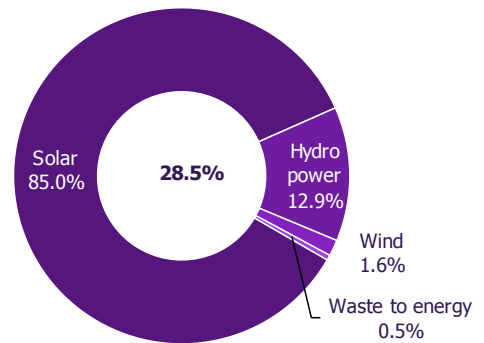
BGRIM เป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจโดยการถือหุ้นในบริษัทอื่น (holding company) ของ B.Grimm Group ซึ่งเป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัทชั้นนำของประเทศไทยที่ดำเนินธุรกิจในประเทศไทยมานานกว่า 140 ปี มีวัตถุประสงค์เพื่อลงทุนในการผลิตไฟฟ้าทั้งในประเทศไทยและประเทศเพื่อนบ้าน บริษัทก่อตั้งขึ้นในปี 2536 เพื่อเข้าร่วมการประมูลโครงการโรงไฟฟ้า SPP รอบแรก โครงการโรงไฟฟ้า SPP โครงการแรกของ BGRIM คือ Amata B.Grimm Power 1 (ABP1) ซึ่งมีกำลังการผลิตติดตั้ง 166MW เริ่มดำเนินการในปี 2541 ตั้งแต่นั้นเป็นต้นมา กำลังการผลิตดำเนินงานของโครงการโรงไฟฟ้า SPP ของ BGRIM ในประเทศไทย (อ้างอิงสัดส่วนการถือหุ้น 100%) ได้ขยายเป็น 2,144MW ณ เดือนค.ค. 2563 และจะเพิ่มเป็น 2,640MW ภายในปี 2566 เมื่อทุกโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาเริ่มดำเนินการ ซึ่งรวมถึงโครงการก่อสร้างโรงไฟฟ้าใหม่ทดแทนของเดิม (SPP Replacement) 5 โครงการ นอกจากนี้บริษัทยังได้ลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน (พลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม และพลังน้ำ) ทั้งในประเทศไทยและประเทศอื่นๆ ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (เวียดนาม ลาว และกัมพูชา) ณ เดือนค.ค. 2563 บริษัทมีกำลังการผลิตติดตั้งรวม 3,019MW อ้างอิงสัดส่วนการถือหุ้น 100% และ 1,905MW อ้างอิงส่วนได้เสีย

Figure 21: โรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิง (นิคมอุตสาหกรรม)



Source: BGRIM, SCBS Investment Research

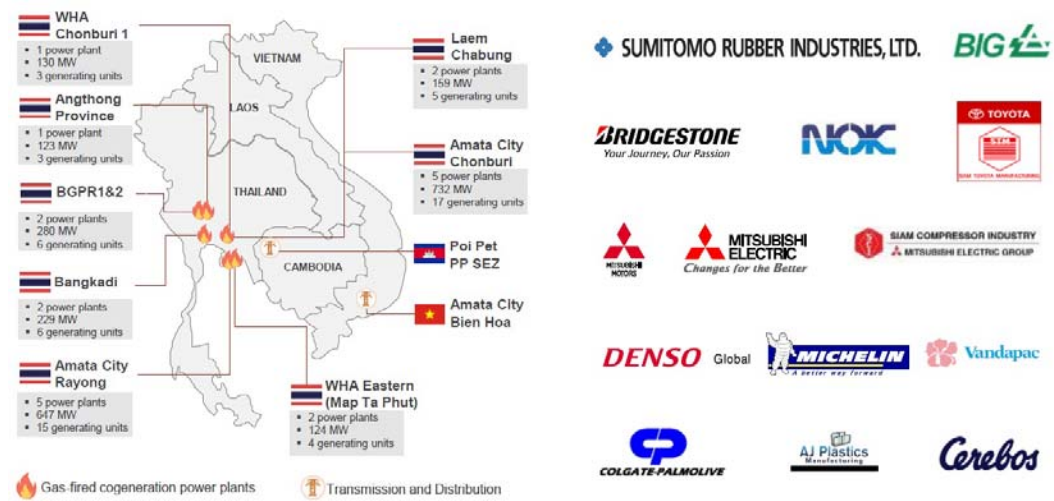
Figure 22: กลุ่มพลังงานหมุนเวียน



Source: BGRIM, SCBS Investment Research

ธุรกิจ SPP คิดเป็นสัดส่วน 71% ของกำลังการผลิตทั้งหมด ธุรกิจ SPP ของ BGRIM ครอบคลุมนิคมอุตสาหกรรม 7 แห่งซึ่งตั้งอยู่ในใจกลางเขตอุตสาหกรรมของประเทศไทย โดยส่วนใหญ่อยู่ในจังหวัดภาคกลางและภาคตะวันออกเฉียงใต้ BGRIM จำหน่ายไฟฟ้าและไอน้ำจากโรงไฟฟ้าของบริษัทให้ลูกค้า > 130 ราย ด้วยกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัญญาระยะยาว 611.4MW และกำลังการผลิตไอน้ำ 183.7 ตัน/ชั่วโมง ณ 3Q63 ในประเทศไทย ในระยะเวลาไม่เกิน 15 ปี ลูกค้าเหล่านี้ส่วนใหญ่เป็นผู้เล่นระดับโลกในอุตสาหกรรมที่หลากหลาย ตั้งแต่ยานยนต์ และเครื่องใช้ไฟฟ้า ไปจนถึงบรรจุภัณฑ์ และสินค้าอุปโภคบริโภค นอกจากนี้บริษัทยังมีกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัญญาระยะยาว 429.7MW สำหรับธุรกิจไฟฟ้าในเวียดนามด้วย ทั้งนี้ธุรกิจไฟฟ้าในเวียดนามเกี่ยวข้องกับการส่งและจำหน่ายไฟฟ้าที่จัดหาโดยบริษัทย่อยของ Vietnam Electricity (EVN) เท่านั้น

Figure 23: ธุรกิจ SPP ของ BGRIM



Source: BGRIM

กำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนจะเพิ่มขึ้น กำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนคิดเป็นสัดส่วน 28.5% ของกำลังการผลิตติดตั้งทั้งหมดของบริษัท ซึ่งรวมถึงกำลังการผลิตที่ยืนยันแล้วซึ่งกำลังอยู่ระหว่างการพัฒนา บริษัทดำเนินการขยายกำลังการผลิตในโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนทั่วโลกอย่างต่อเนื่อง โดยมีกำลังการผลิตรวมทั้งสิ้น 1,029MW (727MW ตามสัดส่วนการถือหุ้น) ณ เดือนค.ค. 2563 กำลังการผลิตใหญ่ที่สุด คือ การผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ในเวียดนาม ซึ่งประกอบด้วยโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 2 โครงการ กำลังการผลิตรวม 677MW ตามมาด้วยกำลังการผลิต 145MW จากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทย

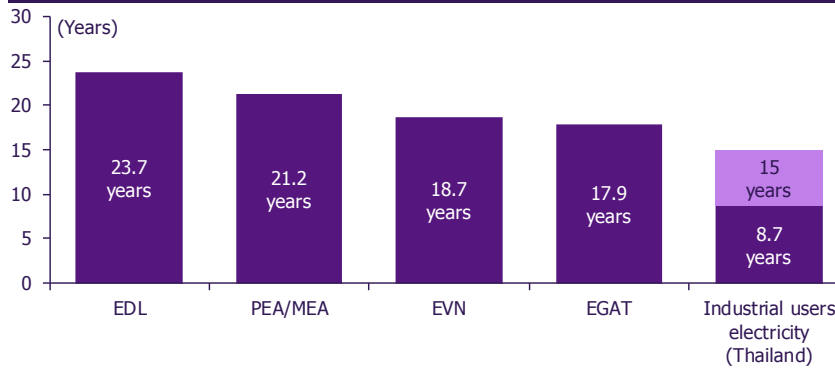
Figure 24: โรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในตลาดภูมิภาคของ BGRIM (ณ เดือนค.ค. 2563)

Type of Energy	Installed MW			Equity MW		
	Total Capacity	%	In Operation	Total Capacity	%	In Operation
Gas fired	2,560	69.5	2,144	1,783	68.8	1,317
Solar	861	23.4	822	596	23.0	557
Hydro	133	3.6	35	95	3.6	25
Hybrid	95	2.6	-	95	3.7	-
Wind	16	0.4	-	15	0.6	-
IWTE	5	0.1	5	2	0.1	2
Backup for power trading	13	0.4	13	4	0.2	4
Total	3,682	100.0	3,019	2,590	100.0	1,905

Source: BGRIM

กระแสรายได้ของ BGRIM ได้รับความคุ้มครองจาก PPA ระยะยาว กำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าที่ใช้พลังงานสิ้นเปลืองกว่า 80% ของ BGRIM ทำสัญญากับหน่วยงานภาครัฐที่รับผิดชอบเกี่ยวกับไฟฟ้าในแต่ละประเทศที่บริษัทประกอบธุรกิจ ซึ่งรวมถึงการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) และลูกค้าอุตสาหกรรม ภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว (PPA) ซึ่งช่วยสร้างกระแสรายได้ให้กับบริษัทในระยะยาว อายุ PPA คงเหลือเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักอยู่ระหว่าง 17.9-23.7 ปีสำหรับการขายไฟฟ้าให้กับหน่วยงานภาครัฐที่รับผิดชอบเกี่ยวกับไฟฟ้า นอกจากนี้ BGRIM ยังมีกำลังการผลิตตามสัญญาาระยะยาวกับลูกค้าอุตสาหกรรม โดยมีอายุสัญญาคงเหลือ 8.7 ปี ทั้งนี้เมื่ออิงกับประสบการณ์ที่ผ่านมา มีความเป็นไปได้ที่จะมีการต่ออายุสัญญาออกไปถึง 15 ปี

Figure 25: อายุ PPA คงเหลือเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

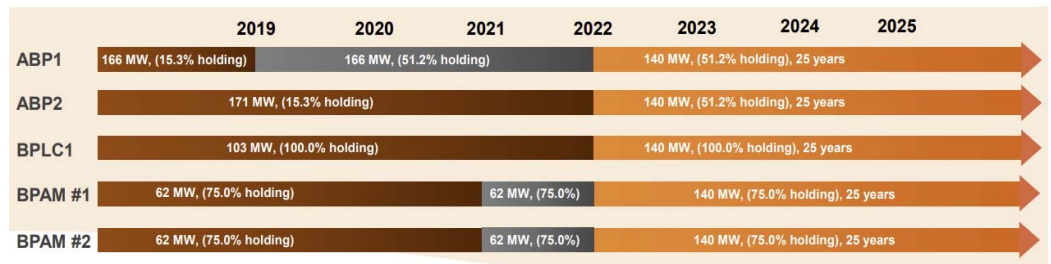


Source: BGRIM

โครงการต่อสัญญาและสร้างโรงไฟฟ้า SPP ทดแทน กำลังการผลิตโครงการโรงไฟฟ้า SPP ของ BGRIM ซึ่งสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ที่มีอยู่จะหมดอายุในช่วงปี 2562-2566 ได้รับความคุ้มครองจากการที่คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) อนุมัติให้ขยายและต่ออายุ PPA ของโครงการโรงไฟฟ้า SPP 5 โครงการ ด้วยกำลังการผลิตรวม 700MW เพิ่มขึ้นจาก 564.6MW ภายใต้ PPA ปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม กำลังการผลิตที่ทำสัญญาซื้อขายกับกกพ. จะลดลงเหลือ 150MW จาก 320MW กำลังการผลิตที่เหลือจะทำสัญญากับลูกค้าอุตสาหกรรมที่มีอยู่แล้ว กำลังการผลิตที่พร้อมใช้งานสำหรับลูกค้าอุตสาหกรรมถูกออกแบบมาเพื่อรองรับความต้องการไฟฟ้าและไอน้ำที่มีเสถียรภาพสูงซึ่งเกิดจากโครงการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC) และปัจจุบันได้มีการลงนามใน PPA กับลูกค้าอุตสาหกรรมส่วนใหญ่แล้ว

ความท้าทายที่สำคัญสำหรับโครงการสร้างโรงไฟฟ้า SPP ทดแทน คือ อัตราความร้อนตามสัญญาที่ลดลงมากกว่า 7,409 btu/KWh เมื่อเทียบกับ 8,282-8,600 btu/KWh ซึ่งหมายความว่าเครื่องกังหันก๊าซใหม่จะมีประสิทธิภาพมากกว่าในปัจจุบัน ผู้บริหารยืนยันว่าเทคโนโลยีเครื่องกังหันก๊าซใหม่จะทำให้บริษัทสามารถลดอัตราความร้อนที่แท้จริงลงให้ตรงกับอัตราความร้อนตามสัญญาได้ ใบอนุญาตจัดหาและค้าส่งก๊าซธรรมชาติ (LNG shipper) ของบริษัทจะช่วยให้ต้นทุนก๊าซที่แท้จริงลดลง กำลังการผลิตทั้งหมด 700MW ของโครงการสร้างโรงไฟฟ้า SPP ทดแทน มีกำหนดเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ในปี 2566

Figure 26: BGRIM – โครงการต่อสัญญาและสร้างโรงไฟฟ้า SPP ทดแทน

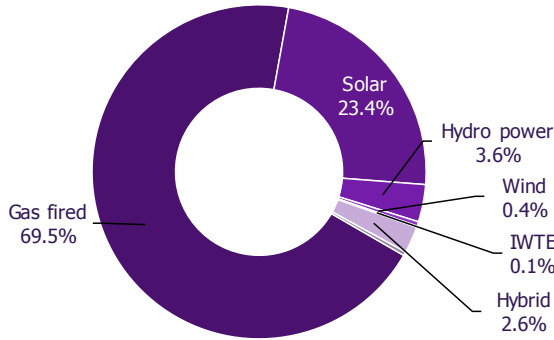


Key consideration	Existing	Extension*	Replacement
EGAT PPA period (years)	21-25	1-3	25
EGAT contract capacity (MW)	Up to 90	Up to 60	Up to 30
EGAT Tariff	Capacity Payment + Energy Payment	Energy Payment	Capacity Payment + Energy Payment
IU Tariff	Benchmark with PEA	Benchmark with PEA	Benchmark with PEA
Contracted heat rate with EGAT (BTU/KWh)	8,600	8,282	7,409
BGRIM's power plants applied with this scheme	ABP1, ABP2, BPLC1, BPAM (2 plants)	ABP1, BPAM (2 plants)	ABP1, ABP2, BPLC1, BPAM (2 plants)

Source: BGRIM

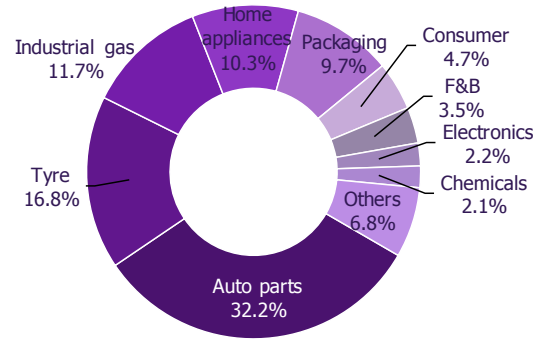
ภาคผนวก

Figure 27: โครงสร้างกำลังการผลิต



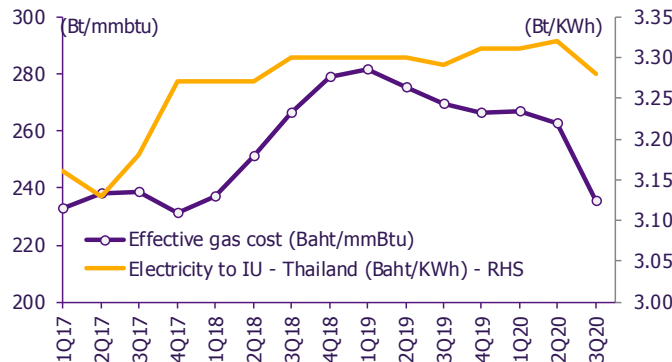
Source: BGRIM, SCBS Investment Research

Figure 28: โครงสร้างลูกค้าอุตสาหกรรม (3Q63)



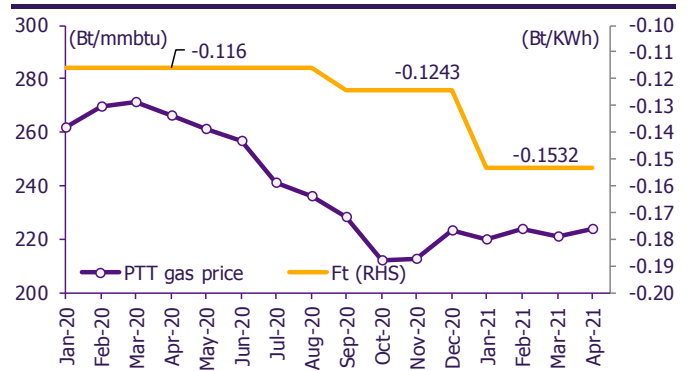
Source: BGRIM, SCBS Investment Research

Figure 29: ต้นทุนก๊าซที่แท้จริง vs. อัตราค่าไฟฟ้าที่เรียกเก็บจากลูกค้าอุตสาหกรรม



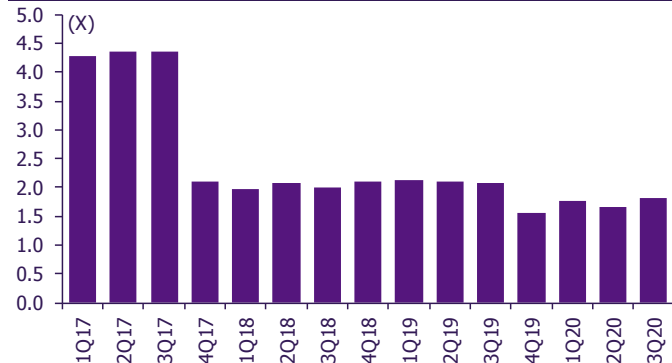
Source: BGRIM, SCBS Investment Research

Figure 30: ราคาก๊าซนำเข้า และค่า Ft



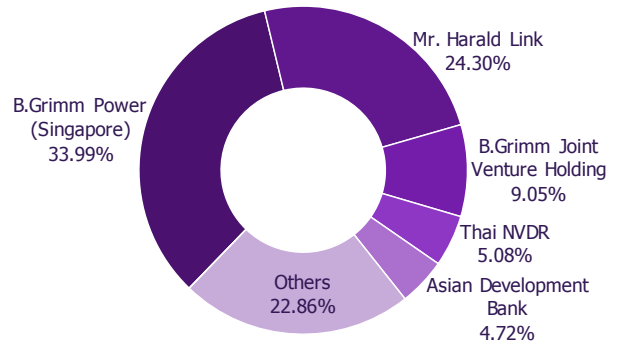
Source: BGRIM, SCBS Investment Research

Figure 31: อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย/ทุน



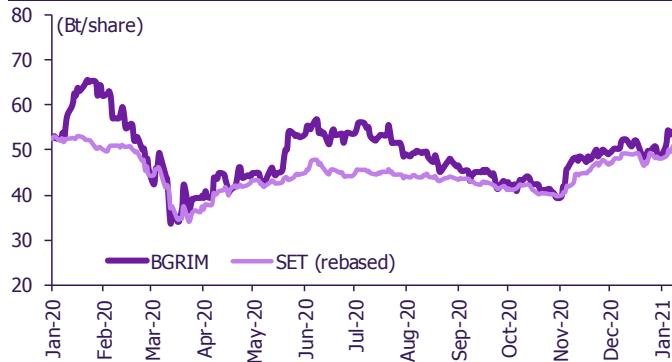
Source: BGRIM, SCBS Investment Research

Figure 32: BGRIM – ผู้ถือหุ้น



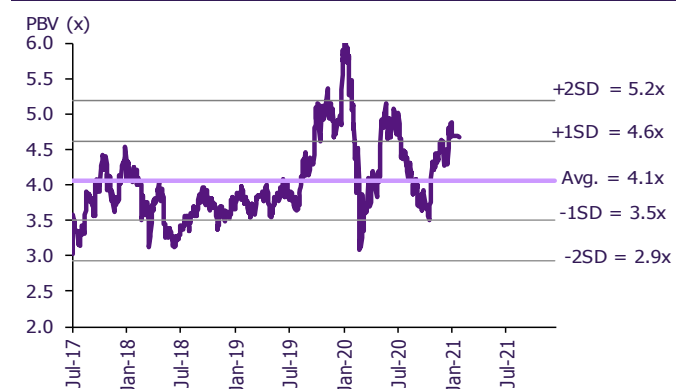
Source: BGRIM, SCBS Investment Research

Figure 33: การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 34: BGRIM – PBV band



Source: SCBS Investment Research

Figure 37: การเปรียบเทียบบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้า

Company name	Mkt. Cap (Btm)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
		20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F
Absolute Clean Energy	38,872	22.9	19.8	10.0	85.6	15.6	98.4	3.2	2.9	2.4	1.4	1.6	3.7	12.0	12.0	20.7	19.7	15.7	8.8
BCPG	41,190	18.8	20.4	21.0	-6.5	-8.1	-2.5	1.5	1.6	1.6	2.8	2.8	2.9	9.4	9.3	8.8	20.1	17.3	17.1
B Grimm Power	138,817	50.7	41.2	34.6	19.4	22.8	19.1	4.6	4.2	4.1	0.8	1.0	1.1	8.8	10.6	11.2	16.1	14.6	13.0
Banpu Power	48,511	14.4	12.2	10.8	13.9	17.7	12.9	1.2	1.1	1.1	3.8	4.1	4.4	8.2	9.4	10.2	51.4	63.7	66.3
Electricity Generating	100,555	9.9	9.4	8.2	-21.9	5.2	14.1	0.9	0.9	0.8	3.3	3.4	3.6	9.2	9.5	10.0	18.3	17.3	15.9
Global Power Synergy	229,808	29.4	25.5	23.8	23.1	15.4	7.2	2.1	2.0	1.9	1.7	1.9	2.0	7.1	7.8	8.0	16.6	15.4	14.7
Gulf Energy Development	413,594	88.8	51.1	35.3	-12.3	73.8	44.6	5.8	5.4	4.9	0.7	1.1	1.5	7.7	10.6	14.1	46.6	30.7	22.8
Ratch Group	75,400	12.9	10.5	10.1	-1.7	22.8	4.2	1.2	1.2	1.1	4.9	5.4	5.6	9.6	11.1	11.1	17.1	14.8	14.9
Average		31.0	23.8	19.2	12.4	20.7	24.8	2.6	2.4	2.2	2.4	2.6	3.1	9.0	10.1	11.8	25.7	23.7	21.7

Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใด ๆ กับบริษัทใด ๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ INTUCH.

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าวกฎหมาย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาเงื่อนไขของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จ้างนาย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด และ บริษัทในเครือรวมถึง บริษัท ซีพีออลล์ จำกัด (มหาชน) และ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าวกฎหมาย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาเงื่อนไขของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จ้างนาย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ Lead Arranger ของ บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") ความเห็น ข่าวกฎหมาย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาเงื่อนไขของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBAM") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล SCBAM ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทุนของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล ความเห็น ข่าวกฎหมาย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาเงื่อนไขของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงินของท่าน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จ้างนาย ตัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS เป็นการล่วงหน้า

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

CG Rating 2020 Companies with CG Rating

Companies with Excellent CG Scoring

AAV, ADVANC, AF, AIRA, AKP, AKR, ALT, AMA, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ARIP, ARROW, ASP, BAFS, BANPU, BAY, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BGRIM, BIZ, BKI, BLA, BOL, BPP, BRR, BTS, BWG, CENTEL, CFRESH, CHEWA, CHO*, CIMBT, CK, CKP, CM, CNT, COL, COMAN, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSS, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, DV8, EA, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GPSC, GRAMMY, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, ICC, ICHI*, III, ILINK, INTUCH, IRPC, IVL, JKN, JSP, JWD, K, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, LANNA, LH, LHFG, LIT, LPN, MAKRO, MALEE, MBK, MBKET, MC, MCOT, METCO, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTC, NCH, NCL, NEP, NKI, NOBLE*, NSI, NVD, NYT, OISHI, ORI, OTO, PAP, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PLANB, PLANET, PLAT, PORT, PPS, PR9, PREB, PRG, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RS, S, S & J, SAAM, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOLIL, SE-ED, SELIC, SENA, SIRI, SIS, SITHAI, SMK, SMPC, SNC, SONIC, SORKON, SPALI, SPI, SPRC, SPVI, SSSC, SST, STA, SUSCO, SUTHA, SVI, SYMC, SYNTEC, TACC, TASCO, TCAP, TFMAMA, THANA, THANI, THCOM, THG, THIP, THRE, THREL, TIP, TIPCO, TISCO, TK, TKT, TMB, TMILL, TNDT, TNL, TOA, TOP, TPBI, TQM, TRC, TRUE, TSC, TSR, TSTE, TSTH, UAC, TTA, UBIS, TTCL, UV, TTW, VGI, TU, VIH, TVD, WACOAL, TVI, WAVE, TVO, WHA, TWPC, WHAUP, U, WICE, WINNER

Companies with Very Good CG Scoring

2S, ABM, ACE, ACG, ADB, AEC, AEONTS, AGE, AH, AHC, AIT, ALLA, AMANAH, AMARIN, APCO, APCS, APURE, AQUA, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASN, ATP30, AUCTION, AWC, AYUD, B, BA, BAM, BBL, BFIT, BGC, BJC, BJCHI, BROOK, BTW, CBG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHG, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CMC, COLOR, COM7, CPL, CRC, CRD, CSC, CSP, CWT, DCC, DCON, DDD, DOD, DOHOME, EASON, EE, ERW, ESTAR, FE, FLOYD, FN, FORTH, FSS, FTE, FVC, GENCO, GJS, GL, GLAND, GLOBAL, GLOCON, GPI, GULF, GYT, HPT, HTC, ICN, IFS, ILM, IMH, INET, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD*, ITEL, J, JAS, JCK, JCKH, JMART, JMT, KBS, KCAR, KGI, KIAT, KOOL, KTIS, KWC, KWM, L&E, LALIN, LDC, LHK, LOXLEY, LPH, LRH, LST, M, MACO, MAJOR, MBAX, MEGA, META, MFC, MGT, MILL, MITSIB, MK, MODERN, MTI, MVP, NETBAY, NEX, NINE, NTV, NWR, OCC, OGC, OSP, PATO, PB, PDG, PDI, PICO, PIMO, PJW, PL, PM, PPP, PRIN, PRINC, PSTC, PT, QLT, RCL, RICHY, RML, RPC, RWI, S11, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCI, SCP, SE, SEG, SFP, SGF, SHR, SIAM, SINGER, SKE, SKR, SKY, SMIT, SMT, SNP, SPA, SPC, SPCG, SR, SRICHA, SSC, SSF, STANLY, STI, STPI, SUC, SUN, SYNEX, T, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TCMC, TEAM, TEAMG, TFG, TIGER, TITLE, TKN, TKS, TM, TMC, TMD, TMI, TMT, TNITY, TNP, TNR, TOG, TPA, TPAC, TPCORP, TPOLY, TPS, TRITN, TRT, TRU, TSE, TVT, TWP, UEC, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UT, UTP, UWC, VL, VNT, VPO, WIIK, WP, XO, YUASA, ZEN, ZIGA, ZMICO

Companies with Good CG Scoring

7UP, A, ABICO, AJ, ALL, ALUCON, AMC*, APP, ARIN, AS, AU, B52, BC, BCH, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BKD, BLAND, BM, BR, BROCK, BSBM, BSM, BTNC, CAZ, CCP, CGD, CITY, CMAN, CMO, CMR, CPT, CPW, CRANE, CSR, D, EKH, EP, ESSO, FMT, GIFT, GREEN, GSC*, GTB, HTECH, HUMAN, IHL, INOX, INSET, IP, JTS, JUBILE, KASET, KCM, KKC, KUMWEL, KUN, KWG, KYE, LEE, MATCH, MATI, M-CHAI, MCS, MDX, MJD, MM, MORE, NC, NDR, NER, NFC, NNCL, NPK, NUSA, OCEAN, PAF, PF, PK, PLE, PMTA, POST, PPM, PRAKIT, PRECHA, PRIME, PROUD, PTL, RBF, RCI, RJH, ROJNA, RP, RPH, RSP, SF, SFLEX, SGP, SISB, SKN, SLP, SMART, SOLAR, SPG, SQ, SSP, STARK, STC, SUPER, SVOA, TC, TCCC, THMUI, TIW, TNH, TOPP, TPCH, TPIPP, TPLAS, TTI, TYCN, UKEM, UMS, VCOM, VRANDA, WIN, WORK, WPH

Corporate Governance Report

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

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. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition

(Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2019 to 19 November 2020) is publicized.

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึง ขาดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับการรับรอง)

2S, ADVANC, AI, AIE, AIRA, AKP, AMA, AMANAH, AP, AQUA, ARROW, ASK, ASP, AYUD, B, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BGC, BGRIM, BJCHI, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COL, COM7, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, FE, FNS, FPI, FPT, FSS, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPSC, GSTEEL, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, INET, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MPG, MSC, MTC, MTI, NBC, NEP, NINE, NKI, NMG, NNCL, NSI, NWR, OCC, OCEAN, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDI, PDJ, PE, PG, PHOL, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPM, PPS, PREB, PRG, PRINC, PRM, PSH, PSL, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RATCH, RML, RWI, S & J, SABINA, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SEAOLIL, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SIRI, SITHAI, SMIT, SMK, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSSC, SST, STA, SUSCO, SVI, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TBSP, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIP, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TPA, TPCORP, TPP, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, TVI, TVO, TWPC, U, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UWC, VGI, VIH, VNT, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIIK, XO, ZEN

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

7UP, ABICO, AF, ALT, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, APURE, B52, BKD, BM, BROCK, BUI, CHO, CI, COTTO, DDD, EA, EFORL, EP, ERW, ESTAR, ETE, EVER, FSMART, GPI, ILINK, IRC, J, JKN, JMART, JMT, JSP, JTS, KWG, LDC, MAJOR, META, NCL, NOBLE, NOK, PK, PLE, ROJNA, SAAM, SAPPE, SCI, SE, SHANG, SINGER, SKR, SPALI, SSP, STANLY, SUPER, SYNEX, THAI, TKS, TOPP, TRITN, TTA, UPF, UV, WIN, ZIGA

N/A

3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, AEC, AEONTS, AFC, AGE, AH, AHC, AIT, AJ, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALUCON, AMC, AOT, APCO, APCS, APEX, APP, AQ, ARIN, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, AWC, BA, BAM, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGT, BH, BIG, BIZ, BJC, BLAND, BLISS, BOL, BR, BSM, BTNC, BTW, CAZ, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHG, CITY, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, CPH, CPL, CPR, CPT, CPW, CRANE, CRC, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DHOUSE, DOD, DOHOME, DTICI, DV8, EASON, ECF, EE, EKH, EMC, EPG, ESSO, ETC, F&D, FANCY, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GLOCON, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GULF, GYT, HFT, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IFEC, IHL, IIG, III, ILM, IMH, IND, INGRS, INOX, INSET, IP, IRCP, IT, ITD, JAK, JAS, JCK, JCKH, JCT, JR, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCM, KEX, KDH, KIAT, KK, KKC, KOOL, KTIS, KUMWEL, KUN, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LH, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MATCH, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MORE, MPIC, MVP, NC, NCAP, NCH, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NPK, NRF, NTV, NUSA, NVD, NYT, OHTL, OISHI, OSP, OTO, PACE, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIMO, PJW, PMTA, POLAR, POMPUI, PORT, POST, PPM, PR9, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROUD, PTL, RAM, RBF, RCI, RCL, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RPC, RPH, RS, RSP, RT, S, S11, SA, SABUY, SAFARI, SAK, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCGP, SCM, SCP, SDC, SEAFCO, SEG, SF, SFLEX, SFP, SFT, SGF, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SIS, SISB, SK, SKE, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMT, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SSC, STAR, STARK, STC, STEC, STGT, STHAI, STI, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, SWC, SYMC, T, TACC, TAPAC, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TGPRO, TH, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TITLE, TIW, TK, TKN, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TPS, TQM, TR, TRC, TRM, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPA, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UVAN, VARO, VCOM, VI, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, W, WAVE, WGE, WINNER, WORK, WORLD, WPH, WR, YCI, YGG, YUASA, ZMICO

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of June 24, 2019) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.