

## B.GRIMM POWER

(BGRIM TB/ BGRIM.BK)

### ฟื้นตัวแบบไม่หือหวา

เรากลับมาศึกษาหุ้น BGRIM ด้วยคำแนะนำ 'ถือ' และประเมินราคาเป้าหมายกลางปี 2024 ที่ 32 บาท สำหรับแนวโน้มในระยะสั้น เรามองว่าการฟื้นตัวของ IU margin จากค่า Ft และกำลังการผลิตใหม่จะช่วยขับเคลื่อนกำไรจากรูทหลักให้โตได้ 18.9% CAGR ในช่วงปี 2023-2025 แต่เรายังคงมองลบกับแนวโน้มของประมาณการค่า Ft ในระยะยาว และผลตอบแทนจากโครงการ BGPM1-2R กับ BGPAT1-3 ซึ่งทำให้ราคาเป้าหมาย และประมาณการกำไรของเราต่ำกว่า consensus

IU margin จะฟื้นตัวขึ้นในปี 2023-2025F แต่จะลดลงจากปี 2026 เป็นต้นไป เราคาดว่า IU margin (อัตราค่าไฟฟ้าพื้นฐาน บวกค่า Ft หักต้นทุนก๊าซ) จะฟื้นตัวไปที่ 1.28บาท/kWh จากจุดต่ำสุดไปแล้วในปี 2022 ที่ 0.21 บาท/kWh จากค่า Ft ที่สูงขึ้น เราคาดว่า margin จะอยู่ในระดับ 1.07บาท/kWh ในปี 2024-2025 ในขณะที่มองว่า IU margin ในระยะยาวจะอยู่ในช่วงตั้งแต่ปี 2026 เป็นต้นไป ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ย ประมาณ 18.7% เนื่องจากจะไม่มีค่า Ft ในส่วนของการชำระหนี้ กูฟผ. อีก (ภายในปลายปี 2025) และจะมีกำลังการผลิตไฟฟ้าใหม่จากพลังงานหมุนเวียน (ตั้งแต่ปี 2025 เป็นต้นไป)

การขยายกำลังการผลิตจะช่วยกระตุ้นกำไรจากรูทหลักในช่วงปี 2023-2025F กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น (equity capacity) ของ BGRIM จะเพิ่มขึ้นจาก 2.3GWe เมื่อสิ้นงวด 1Q23 เป็น 2.7GWe ในปี 2025 (+17.3%) ซึ่งกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นอย่างมากจะช่วยสนับสนุนการเติบโตของกำไรในปี 2023-2025F ทั้งนี้ ตามปกติแล้ว โรงไฟฟ้าจะทำการได้ตั้งแต่ปีแรกที่เปิดดำเนินการ แต่อย่างไรก็ตาม หลายโครงการที่เพิ่งเริ่ม COD (BGPM1-2R, BGPAT2-3) มีรายได้ต่ำกว่าโครงการ SPP ในอดีต (ต่ำกว่า 400 ล้านบาทต่อปี) เพราะมีกำลังการผลิตตามสัญญาที่ลูกค้าอุตสาหกรรม (ไฟฟ้าและไอน้ำ) น้อย เราเชื่อว่า BGPM1-2R จะมีผลขาดทุนจากการดำเนินงาน (หากมีอุปสงค์จากลูกค้าอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นไปอยู่ระดับปกติ จะทำให้มี upside 1.2 พันล้านบาท) เราคาดว่า Equity IRR (EIRR) ของโครงการ BGPM1-2R และ BGPAT1-3 อยู่ที่ 3% และ 10% เท่านั้น ซึ่งต่ำกว่า EIRR ตามปกติที่ 12-15% เพราะต้องใช้เวลาจนถึงกว่า 3-5 ปีในการเพิ่มไฟฟ้าที่จ่ายให้กับ IU

### สิ่งที่เรามองต่างไปจาก consensus

เรากลับมาศึกษาหุ้น BGRIM โดยประเมินราคาเป้าหมายกลางปี 2024 ที่ 32 บาท ซึ่งคำนวณโดยวิธี SoTP และประเมินมูลค่าแต่ละโครงการโดยใช้ DCF (beta ที่ 0.8, risk free rate ที่ 3.5%, market risk premium ที่ 8%) ที่ระดับราคาปัจจุบัน BGRIM ไม่ได้มีราคาถูก (2024PE 41.8x) ด้วย EPS CAGR ที่ 20% ใน 2024-2025 โดย 2026F กำไรจะสูงสุดซึ่งทำให้ PE ลดลงเหลือ 35.2x โดยราคาเป้าหมายที่ต่ำกว่า consensus สะท้อนถึงแนวโน้มการอ่อนตัวลงของ IU margin และผลประกอบการที่ต่ำของสองโรงไฟฟ้าใหม่

### Financial Summary

Year to 31 Dec	Unit	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Revenue	(Btm)	46,546	62,395	63,341	60,564	62,307
Revenue growth	(%)	5.8	33.8	1.5	(4.4)	2.9
EBITDA	(Btm)	12,183	8,692	14,026	14,259	14,808
EBITDA growth	(%)	(3.8)	(28.7)	61.4	1.7	3.8
Profit, core	(Btm)	2,440	375	1,872	2,275	2,647
Profit growth, core	(%)	(6.8)	(84.6)	399.1	21.6	16.3
Profit, reported	(Btm)	2,276	(1,244)	1,872	2,275	2,647
Profit growth, reported	(%)	4.6	(154.7)	250.4	21.6	16.3
EPS, core	(Bt)	0.94	0.14	0.72	0.87	1.02
EPS growth, core	(%)	(6.8)	(84.6)	399.1	21.6	16.3
DPS	(Bt)	0.55	0.08	0.32	0.39	0.46
P/E, core	(x)	49.1	319.8	50.8	41.8	36.0
P/BV, core	(x)	2.9	2.8	1.8	1.7	1.6
ROE	(%)	5.6	(3.0)	3.5	4.0	4.4
Dividend yield	(%)	1.2	0.2	0.9	1.1	1.3

## HOLD

Target price Bt32.0(-12.3%) Price Bt36.50

Total return upside -11.6% Div. yield 0.7%



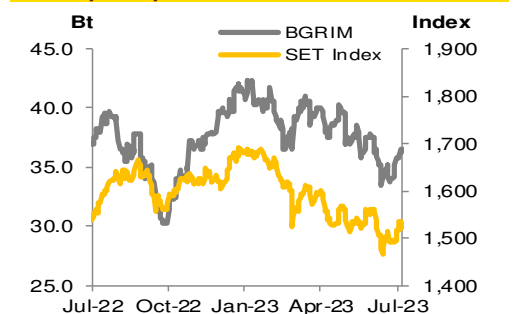
Wisuwat YAIKWAWONG, CFA

Fundamental investment analyst on securities  
+662 659 7000 ext 5013

Wisuwat.yaikwawong@krungsrisecurities.com

Key data	Unit	
12M high/ low	(Bt)	44.0/ 29.8
Market cap	(Btm/ USDm)	90,590/ 2,399
3M avg. daily turnover	(Btm/ USDm)	450.6/ 12.3
Free float	(%)	30.7
Issued shares	(m shares)	2,607
<b>Major shareholders:</b>		
		%
1) B Grimm Power Sg		33.7
2) Link Harald		23.8
3) Bgrimm Joint Vent HI		9.1

### Stock price performance



	Unit	ytd	1M	3M	12M
Total return	(%)	(8.1)	1.4	(3.9)	(1.2)
Total return vs SET	(%)	0.3	0.9	(1.7)	(0.1)

### Krungsri vs Bloomberg consensus

	Unit	(+)	(=)	(-)
Bloomberg consensus	(Cnt.)	16	1	1
	Unit	KSS	BB	%diff
Target price	(Bt)	32.00	45.24	(29.3)
2023F net profit	(Btm)	1,872	2,529	(26.0)
2024F net profit	(Btm)	2,275	3,006	(24.3)

### Earnings revision

Bloomberg	Unit	2022F	2023F
1M	(%)	0.00	0.00
3M	(%)	(6.94)	(6.78)
ytd	(%)	(0.14)	(23.82)

Krungsri	Unit	2022F	2023F
From last report	(%)	0.00	0.00

Source: Bloomberg, Krungsri Securities

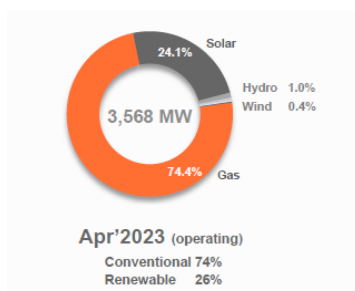
### Investment Thesis

- หนึ่งในผู้ประกอบการ SPPs รายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย players in Thailand ในปัจจุบัน BGRIM มีกำลังการผลิตติดตั้ง 3.6GW (2.3GW equity capacity) ซึ่งส่วนใหญ่เป็นโรงไฟฟ้าแบบ conventional (74.4%) และที่เหลืออีก 24.6% เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน (แสงอาทิตย์, น้ำ, ลม และการแปลงขยะเป็นพลังงาน) นอกจากนี้ BGRIM ยังตั้งเป้าจะกำลังการผลิตติดตั้งจาก 3.3GW ในปี 2022 เป็น 10GW ภายในปี 2030 โดยจะเพิ่มสัดส่วนกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนจาก 25% เป็นมากกว่า 50%
- คาดว่ากำไรจากธุรกิจหลักในปี 2023 - 2025F จะฟื้นตัวขึ้น 18.9% CAGR แต่แนวโน้มระยะยาวยังดูไม่น่าสนใจ  
เราคาดว่ากำไรของบริษัทจะฟื้นตัวกลับไปอยู่ระดับก่อน COVID ระบาดได้ในช่วงปี 2023-2025 เนื่องจาก i) IU margin ฟื้นตัวดีขึ้น ii) มีการขยายกำลังการผลิตใหม่ (BGPAT2-3, อุตะเกา เฟสที่ 1 และ 2, KOPOS, Gifu ฯลฯ) อย่างไรก็ตาม เรามองว่าการเติบโตหลังปี 2025 อาจจะไม่น่าสนใจ เพราะไม่มีกำลังการผลิตขนาดใหญ่รออยู่ใน pipeline ในขณะที่ธุรกิจ cogeneration กำลังเผชิญกับ IU margin ที่อ่อนตัวลงเพราะค่า Ft
- กลับมาดูแลหุ้น BGRIM ด้วยคำแนะนำ “ถือ” และประเมินราคาเป้าหมาย SOTP กลางปี 2024 ที่ 32 บาท  
สะท้อนถึง i) กำไรจากธุรกิจหลักที่คาดว่าจะฟื้นตัวขึ้น 18.9% CAGR ในช่วงปี 2023-2025 ii) ค่า Ft ที่มีแนวโน้มลดลงในระยะยาว ii) อุปสงค์ IU ที่จำกัดในโครงการ BGPAT1-3 และ BGPM1-2R ซึ่งต้องใช้เวลากว่าจะเพิ่มขึ้น

### Company background

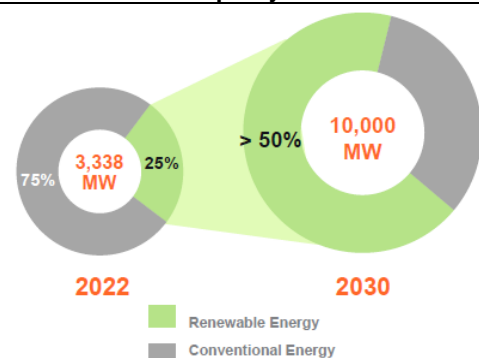
B.Grimm Power Public Company Limited (BGRIM) เป็นส่วนหนึ่งของ B.Grimm Group ซึ่งมีประสบการณ์ในการทำธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน อุตสาหกรรม และการดูแลสุขภาพในประเทศไทยมาอย่างยาวนานถึง 146 ปี โดยในปัจจุบัน BGRIM เป็นหนึ่งในผู้ประกอบการ SPP ที่มีชื่อเสียงที่สุดในประเทศไทย โดยมีพอร์ตโรงไฟฟ้าที่กระจายตัวดี ทั้งนี้ บริษัทเริ่มก่อตั้งเมื่อปี 1993 และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 19 กรกฎาคม 2017 โดยเมื่อสิ้นงวด 1Q23 บริษัทมีโครงการที่ดำเนินการอยู่ 28 โครงการ และโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาอีก 12 โครงการ ซึ่งตั้งเป้าจะเริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในช่วงปี 2022-25 ดังนั้น เราจึงคาดว่ากำลังการผลิตจะเพิ่มขึ้นเป็น 2.7GWh ภายในปี 2025

Figure 1: Capacity Breakdown by Fuel Type



Source: Company data, Krungsri Securities

Figure 2: Total Installed Capacity



Source: Company data, Krungsri Securities

Figure 3: BGRIM's portfolio capacity

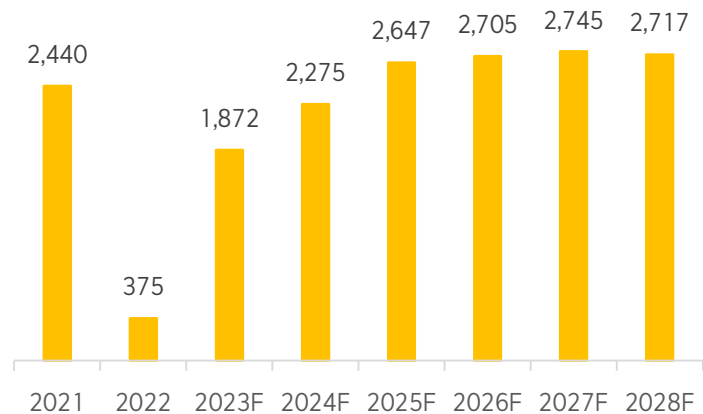
Power plants	Type	Location	COD/SCOD	Stake (%)	Electricity capacity (MW)	Effective capacity (MWe)	Steam contract (tph)	Effective steam contract (tph)
<b>Operating projects</b>								
ABP1R (SPP Replacement)	Gas-fired cogen	Amata Nakorn Industrial Estate	Nov-22	51%	140	71	3	2
ABP2R (SPP Replacement)	Gas-fired cogen	Amata Nakorn Industrial Estate	Dec-22	51%	140	72	14	7
ABP3	Gas-fired cogen	Amata Nakorn Industrial Estate	Oct-12	61%	133	80	13	8
ABP4	Gas-fired cogen	Amata Nakorn Industrial Estate	Nov-15	56%	131	73	0	0
ABP5	Gas-fired cogen	Amata Nakorn Industrial Estate	Jun-16	56%	131	73	13	7
ABPR1	Gas-fired cogen	Amata City Industrial Estate	Nov-13	62%	123	76	14	9
ABPR2	Gas-fired cogen	Amata City Industrial Estate	Jun-13	62%	124	77	14	9
ABPR3	Gas-fired cogen	Amata City Industrial Estate	Feb-18	56%	133	74	0	0
ABPR4	Gas-fired cogen	Amata City Industrial Estate	Jun-18	56%	133	74	0	0
ABPR5	Gas-fired cogen	Amata City Industrial Estate	Oct-18	56%	133	74	0	0
BPLC1R (SPP Replacement)	Gas-fired cogen	Laem Chabang Industrial Estate	Jul-01	100%	140	140	46	46
BPLC2	Gas-fired cogen	Laem Chabang Industrial Estate	Feb-09	100%	56	56	22	22
BIP1	Gas-fired cogen	Bangkradi Industrial Park	Apr-15	74%	115	85	0	0
BIP2	Gas-fired cogen	Bangkradi Industrial Park	Jan-16	74%	115	85	0	0
BPWHA	Gas-fired cogen	WHA Chonburi Industrial Estate	Nov-16	70%	130	91	0	0
BGPAT1 (Angthong)	Gas-fired cogen	Worldfood Valley Industrial Estate	May 16	70%	120	84	5	4
BGPM1-2R	Gas-fired cogen	Asia Industrial Estate (Maptaphut)	Dec 22, Mar 23	70%	280	196	100	70
PPTC	Gas-fired cogen	Lad Krabang Industrial Estate	Mar-16	34%	120	40	14	5
SSUT	Gas-fired cogen	Bangpoo Industrial Estate	Dec-16	45%	240	108	27	12
APB	Diesel gen	Bien Hoa, Vietnam	Apr-99	31%	13	4	0	0
BGYSP	Solar	Nakorn Pathom, Thailand	Dec-15	100%	60	60	0	0
BGSENA (Solarwa)	Solar	Salaburi, Thailand	Dec-15	48%	39	18	0	0
TPS	Solar	Saraburi, Thailand	Dec-15	48%	8	4	0	0
BGPSK	Solar	Sakao, Thailand	Apr-16	100%	8	8	0	0
XXHP	Hydro	Champasak, Laos	Jun-17	70%	20	14	0	0
Solar WVO	Solar	BKK, Nontaburi, Chachengsao, Samut Pakari	Dec-18	100%	24	24	0	0
Nam Che 1	Hydro	Xaisomboun, Laos	Jun-19	72%	15	11	0	0
DTE	Solar	Tay Ninh, Vietnam	Jun-19	55%	420	231	0	0
Phu Yen	Solar	Phu Yen, Vietnam	Jun-19	80%	257	206	0	0
Interchem	Waste	Ratchburi Industrial Estate	Dec-19	48%	5	2	0	0
Ray Power	Solar	Camoodia	Oct 20	100%	39	39	0	0
reNIKOLA	Solar	Malaysia	2018-2023	41%	178	72	0	0
Bo Thong	Wind	Mukdahan, Thailand	Aug-21	92%	16	15	0	0
<b>Total operating capacity</b>					<b>3,722</b>	<b>2,320</b>	<b>284</b>	<b>199</b>
<b>Future projects</b>								
Nam Khao 1-5	Hydro	Laos	2026-2030	72%	68	49	0	0
Tadsakhoi	Hydro	Laos	2026	70%	30	21	0	0
BGPAT2 (Angthong)	Gas-fired cogen	Worldfood Valley Industrial Estate	4Q23	70%	140	98	0	0
BGPAT3 (Angthong)	Gas-fired cogen	Worldfood Valley Industrial Estate	4Q23	70%	140	98	0	0
U-Tapao	Gas-fired cogen. Solar and ESS	U-Tapao, Thailand	2023-2024	100%	80	80	0	0
Gifu	Solar	Japan	2024	49%	20	10	0	0
KOPOS	Offshore Wind	South Korea	2024	50%	20	10	0	0
Houng Hoa 1	Onshore Wind	Vietnam	2025	80%	48	38	0	0
<b>Total potential capacity</b>					<b>546</b>	<b>404</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Source: EGAT, Krungsri Securities

### กำไรจากธุรกิจหลักกำลังฟื้นตัว แต่หลังปี 2025 จะไม่น่าสนใจแล้ว

กำไรจากธุรกิจหลักของ BGRIM ในปี 2022 อยู่ที่ 375 ล้านบาท ลดลงจาก 2.4 พันล้านบาท เนื่องจาก i) ค่า Ft ไม่สะท้อนต้นทุนก๊าซที่พุ่งสูงขึ้นจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (รัสเซีย – ยูเครน) ii) อุปสงค์ IU ลดลงในช่วงที่ COVID-19 ระบาด เราคาดว่ากำไรจะฟื้นกลับไปอยู่ระดับก่อน COVID ระบาดได้ในช่วงปี 2023-2025 โดยคาดว่าจะโต 18.9% CAGR เนื่องจาก i) IU margin ดีขึ้น (จากการที่ค่า Ft สูงขึ้น) และ ii) กำลังการผลิตใหม่ (BGPAT2-3, อุ้ตะเภาเฟส 1 และ 2, KOPOS, Gifu ฯลฯ) อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจหลักหลังปี 2025 จะซบเซา เนื่องจาก i) คาดว่า Ft จะอยู่ในขาหลง เพราะชำระหนี้ กฟผ. ครบแล้ว และจะมีกำลังการผลิตใหม่เพิ่มเข้ามาจากโครงการพลังงานหมุนเวียน ii) ไม่มีกำลังการผลิตใหม่ขนาดใหญ่ใน pipeline ในขณะที่ธุรกิจ cogeneration กำลังเผชิญกับค่า Ft ที่อ่อนตัวจากกำลังการผลิตใหม่ของโครงการพลังงานหมุนเวียน

Figure 4: 2023-2028F core earnings



Source: Company data, Krungsri Securities

Figure 5: Earnings sensitivity

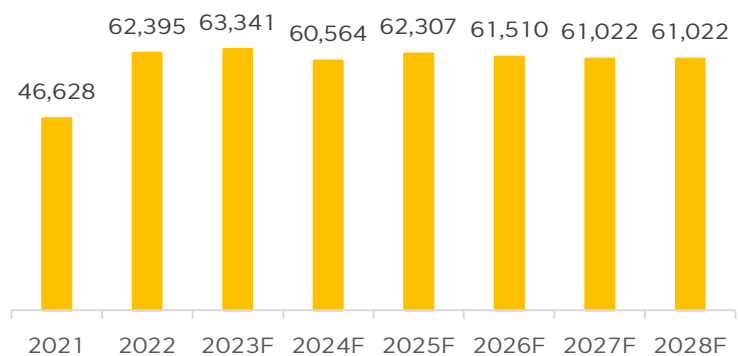
Factor	Change	Earnings impact (Btmn p.a.)
Ft	Bt0.01/kWh	21
Gas cost	Bt1/mmbtu	18

Source: Company data, Krungsri Securities

คาดว่ารายได้จะทรงตัวในปี 2023-2025F แม้จะมีกำลังการผลิตใหม่เพิ่มเข้ามา

เราคาดว่าอัตราการเติบโตของรายได้จะทรงตัวในปี 2023-2025F แม้จะมีกำลังการผลิตใหม่เพิ่มเข้ามา เพราะคาดว่าค่า Ft จะลดลง ในขณะเดียวกัน เราคาดว่ากำลังการผลิตใหม่จะทำให้อัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้น

Figure 6: 2023-2028F revenue outlook

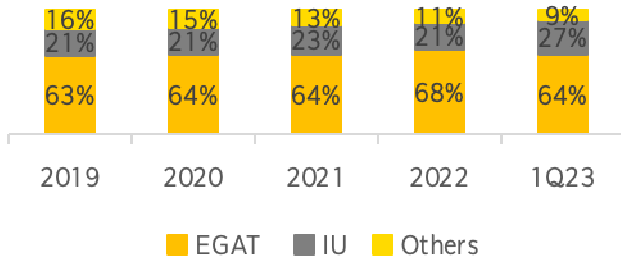


Source: Company data, Krungsri Securities

### โครงสร้างรายได้

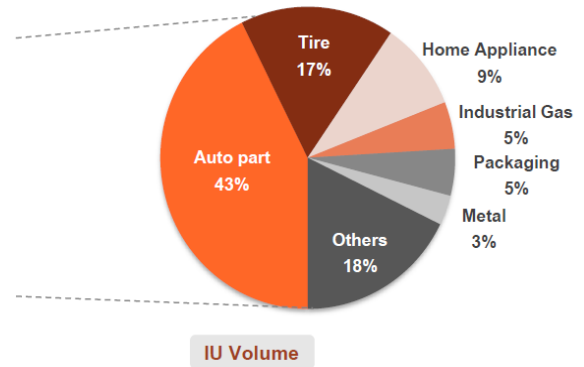
กฟผ. เป็นแหล่งรายได้หลักของ BGRIM (อยู่ในช่วง 63-68%) ภายใต้แนวทางการดำเนินโครงการ SPP ในขณะที่แหล่งรายได้ที่สำคัญรองลงมาคือผู้ใช้ไฟฟ้าในภาคอุตสาหกรรม (อยู่ในช่วง 21-27%) ซึ่งอิงจากสูตรการคำนวณ จากค่าไฟฟ้าของการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) บวกด้วยค่า Ft และคูณด้วยส่วนลด

Figure 7: Revenue Contribution



Source: Company data, Krungsri Securities

Figure 8: IU Volume breakdown



Source: Company data, Krungsri Securities

### Ft – ปัจจัยผันแปรจะลด Margin ภาคอุตสาหกรรมในระยะยาว

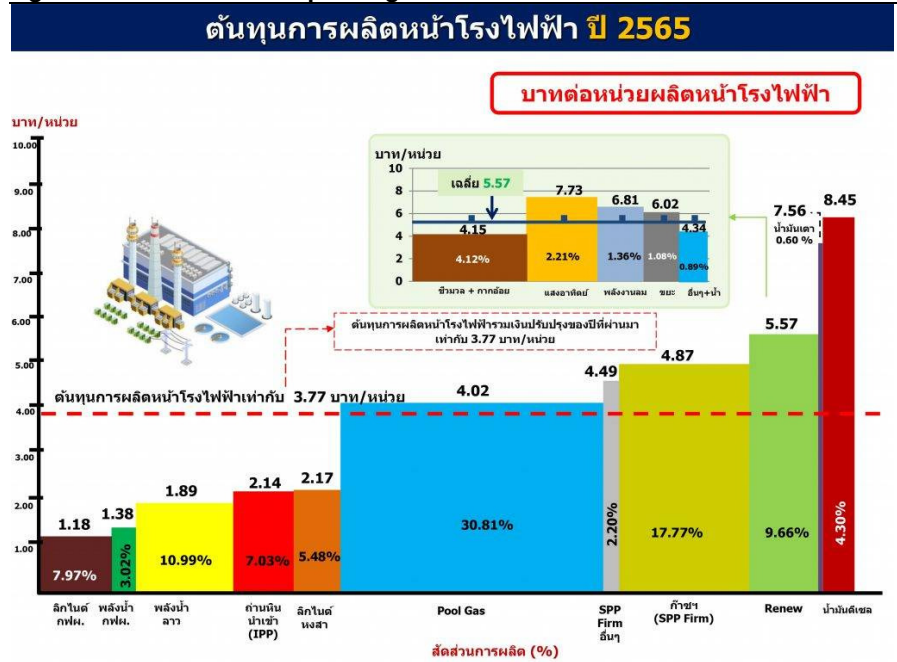
Ft เป็นปัจจัยผันแปรที่สะท้อนต้นทุนพลังงาน (ก๊าซธรรมชาติ, ถ่านหิน, น้ำมันเตา และน้ำมันดิบ), อัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งต้องผ่านการอนุมัติจากคณะกรรมการพลังงานแห่งชาติ (กพช.) ซึ่งประกาศทุก 4 เดือน ตามปกติแล้ว ต้นทุนพลังงานที่เปลี่ยนแปลงไป กับการปรับค่า Ft จะไม่ได้ตรงกันพอดีทุกครั้งไป แต่อย่างไรก็ตาม ส่วนที่เหลื่อมกันอย่างมากเริ่มเกิดขึ้นตั้งแต่เดือนพฤษภาคม 2022 หลังเกิดสงครามรัสเซีย-ยูเครน

จากการวิเคราะห์ของเรา พบว่าค่า Ft น่าจะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในปี 2022 (-0.1532 บาท/kWh) และจะฟื้นตัวขึ้นในปี 2023-2025 (0.40-0.88 บาท/kWh) เนื่องจาก i) ต้นทุนพลังงานลดลง ii) ขำระคินหนี้ EGAT จนครบ (คาดว่าในปี 2023-2025). อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ปี 2026 เป็นต้นไป ค่า Ft น่าจะได้รับผลกระทบจาก i) การที่ไม่ต้องเก็บค่า Ft เพื่อชำระคินหนี้ของ กพผ. (0.3831 บาท/kWh) และ ii) มีกำลังการผลิตใหม่จากโครงการพลังงานหมุนเวียนเข้ามาในระบบสายส่งไฟฟ้าจากการประมูลโครงการพลังงานหมุนเวียนรอบที่ 1 และ 2 เราคาดว่ากำลังการผลิตจากพลังงานหมุนเวียนที่เพิ่มขึ้นในปี 2025-2030 จะช่วยให้ต้นทุนพลังงานรวมในการคำนวณค่า Ft ลดลง

คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) เปิดเผยว่ามีสามแนวทางการศึกษา ค่า Ft สำหรับการรับฟังความคิดเห็นของประชาชน ซึ่งได้แก่ i) 2.4981 บาท/kWh : จ่ายคินหนี้ กพผ. ทั้งหมด (1.38 แสนล้านบาท) ii) ตรึงค่า Ft เอาไว้เท่าเดิม (0.9119 บาท/kWh) และ iii) แบ่งจ่ายคินหนี้ค่างของ กพผ. ในห้างวด (0.6689 บาท/kWh เราคาดว่าคณะกรรมการนโยบายพลังงานแห่งชาติ (กพช.) จะประกาศผลการพิจารณาภายในสิ้นเดือนนี้ และมองว่าทางเลือกที่ 3 มีโอกาสมากที่สุด โดยจะมีการชำระหนี้ค่างของ กพผ. ทั้งหมดภายใน 20 เดือน

คณะกรรมการร่วมภาคเอกชนสามสถาบัน (กรร.) ได้ยื่นขอให้รัฐบาลลดค่า Ft ลงอีก 0.10 บาท/kWh ด้วยการยึดกำหนดชำระหนี้ กพผ. ออกไปจากห้างวดเป็นหักงวด ซึ่งจะทำให้ชำระหนี้ กพผ. ครบภายในสิ้นปี 2025

Figure 9: 2022 Unit cost of power generation



Source: EGAT, Krungsri Securities

Figure 10: Renewable PPA feed-in-tariff

Type	Tariff (Bt/kWh)
Biogas	2.0724
Wind	3.1014
Solar+ESS	2.1679
Solar	2.8331

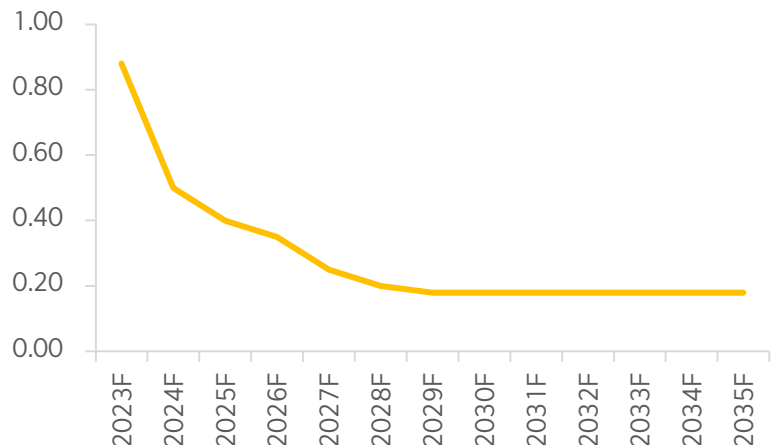
Source: ERC, Krungsri Securities

Figure 11: 2024-2030 additional renewable capacity breakdown

Round	Type	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Round 1 (To be signed)	Biogas			75	75	75	70	40
	Wind		250	250	250	250	250	250
	Solar+ESS	100	100	100	100	200	200	200
	Solar	190	290	258	440	490	310	390
<b>Total</b>		<b>290</b>	<b>640</b>	<b>683</b>	<b>865</b>	<b>1,015</b>	<b>830</b>	<b>880</b>
Round 2 (Expect to launch in 4Q23)	Solar			232	200	600	800	800
	Wind					200	400	400
	Biogas							
	WTE							
<b>Total</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>232</b>	<b>200</b>	<b>800</b>	<b>1,200</b>	<b>1,200</b>

Source: ERC, Krungsri Securities

Figure 12: Ft forecasts



Source: ERC, Krungsri Securities

จาก figure 11 เนื่องจากการอัตรารับซื้อไฟฟ้าของพลังงานหมุนเวียน ค่อนข้างใกล้เคียงกับต้นทุนจากโรงไฟฟ้าถ่านหิน (IPP) และลิกไนต์ (โรงไฟฟ้าถ่านหิน Hongsa mine mouth) จึงอาจทำให้ต้นทุนการผลิตไฟฟ้าของประเทศลดลง แม้ว่า capacity factor ของโรงไฟฟ้าพลังงานลมและแสงอาทิตย์อาจจะไม่สูงเมื่อเทียบกับโรงไฟฟ้าแบบ conventional ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้ค่า Ft มีความเสี่ยงด้าน downside

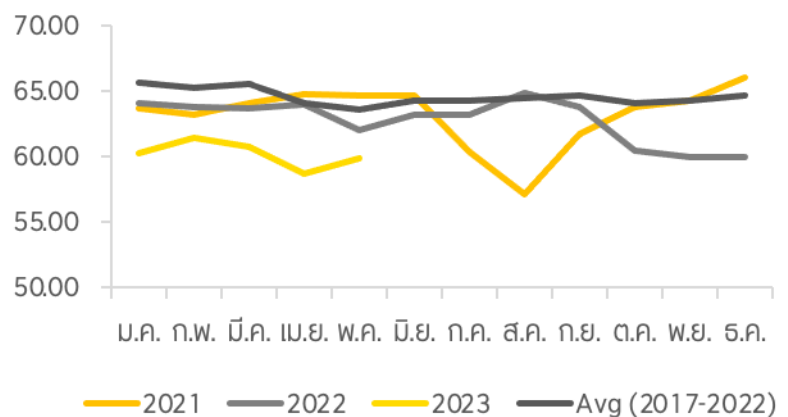
เราเชื่อว่าค่า Ft จะลดลงอย่างมากในระยะยาวเนื่องจากกำลังการผลิตของโครงการพลังงานหมุนเวียนที่เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับเป้าหมาย Carbon Neutrality และ Net Zero ของประเทศไทย ในปี 2050 และ 2065 ตามลำดับ ทั้งนี้ นอกจากการเปิดประมูลโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน 5.2GW ในปลายปี 2022 แล้ว เรายังคาดว่ารัฐบาลใหม่จะเปิดประมูลรอบสองอีก 3.7GW (แสงอาทิตย์ 2.63GW, ลม 1GW และ ฯลฯ) ใน 4Q23-1Q24

### เป็นห่วงอุปสงค์ IU โดยเฉพาะในส่วนของ BGPM1&2R และ BGPAT1-3

จากข้อมูลของสำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม (OIE) ดัชนีอัตราการใช้กำลังการผลิตภาคอุตสาหกรรมในงวด 5M23 ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ย และระดับก่อน COVID ระบาด ในขณะที่สภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (สอท.) คาดว่าการส่งออกในปีนี้จะไม่โต และในกรณีเลวร้ายที่สุดอาจจะหดตัวลง 1% จากภาวะเศรษฐกิจที่ซบเซา และโอกาสที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยขึ้น ทั้งนี้ อุปสงค์ในภาคอุตสาหกรรมมีแนวโน้มจะเพิ่มขึ้นเมื่อเวลาผ่านไป แต่อาจจะต้องใช้เวลาอีกอย่างน้อย 1-2 ปี เพื่อให้กลับไปเท่ากับค่าเฉลี่ย

นอกจากนี้ เรายังเป็นห่วงว่ากำลังการผลิตตามสัญญา กับ IU จะลดลงในโครงการ BGPM1&2R SPP replacement (280MW, ใอน้ำ 60tph) ซึ่งตั้งอยู่ที่มาบตาพุด จังหวัดระยอง โดยมีการขายไฟฟ้าให้กับ กฟผ. (60MW) และผู้ใช้ไฟฟ้าในภาคอุตสาหกรรม (220MW) ทั้งนี้ บริษัทถือหุ้นในโครงการนี้ 70% แต่อย่างไรก็ตาม กำลังการผลิตตามสัญญา กับ IU ในปัจจุบันอยู่ที่ 14.6MW เท่านั้น ซึ่งหมายความว่ายังมีกำลังการผลิตเหลืออยู่อีกถึงประมาณ 200MW ดังนั้น เราจึงเชื่อว่าโรงไฟฟ้าแห่งนี้ เดินเครื่องเพียงครั้งเดียวของ block load (EGAT60MW+IU 14.6MW) เท่านั้น

**Figure 13: Industrial capacity utilization index**



Source: OIE, Krungsri Securities

เราได้ตรวจสอบกับบริษัทในประเด็นนี้ ซึ่งทางบริษัทก็ทราบดี เรามองว่าบริษัทมีทางเลือกไม่มากนักที่จะเพิ่มกำลังการผลิตตามสัญญากับ IU อย่างเช่น i) ให้ส่วนลดเพิ่มขึ้นกับค่าไฟที่ผูกกับอัตราค่าไฟฟ้าที่สูงกว่าของกฟภ. (ส่วนลดจะขึ้นอยู่กับการเจรจากับผู้ใช้ไฟฟ้าในภาคอุตสาหกรรมแต่ละราย) ii) อาจจะขายไฟฟ้าให้กับเครือข่ายของ GPSC/GLOW เพื่อขายไฟต่อ (reselling purpose) อย่างไรก็ตามทางเลือกที่สองนี้อาจจะต้องใช้เวลา

โครงการ BGPAT1-3 (403MW, ไอน้ำ 130 tph) ซึ่งตั้งอยู่ที่นิคมอุตสาหกรรมอุตสาหกรรมเอส อ่างทอง ก็เผชิญกับปัญหาเดียวกัน โดยในปัจจุบัน ยังมีกำลังการผลิตไฟฟ้าและไอน้ำเหลืออีก 130MW และ 85tph ตามลำดับ ทั้งนี้ นิคมอุตสาหกรรมเอส อ่างทอง เป็นของบริษัท Singha Estate ซึ่งตั้งอยู่ที่จังหวัดอ่างทอง และตั้งเป้าจะเป็น “World Food Valley” นิคมแห่งนี้เพิ่งเปิดดำเนินการในเดือนมิถุนายน 2022 โดยมีพื้นที่ขาย 992 ไร่ โดยใน 1Q23 มียอดโอนที่ดินสะสม 87 ไร่ (8.8%) ซึ่งทาง Singha Estate ตั้งเป้าจะโอนที่ดิน 20 - 25% ของพื้นที่ขายทั้งหมดต่อปีในช่วงปี 2023-2025 เรามองว่าอุตสาหกรรมการผลิตอาหารไม่ได้ใช้ไฟฟ้า และไอน้ำในปริมาณมาก ในขณะที่ยอดขายที่ดิน และสถานะในภาคอุตสาหกรรมที่ชะลอลงจะทำให้อุปสงค์การใช้ไฟฟ้าของ IU ชบเซา

ทั้งสองโครงการมี BGRIM ถือหุ้น 70% และ Singha Estate (S TB Equity) ถือหุ้นส่วนที่เหลือ อุปสงค์จาก IU ที่ไม่มากพอของทั้งสองโครงการจะทำให้ประสิทธิภาพของโครงการลดลง (heat rate สูงขึ้น) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน

Figure 14: BGPM1&2R and BGPAT1-3 capacity

	Holding	Capacity (MW)	EGAT	IU Capacity	Steam capacity	IU Contracted Capacity	Steam contracted capacity (tph)	Available IU Power (MW)	Available steam (tph)
BGPAT1	70%	123	90	33	30	3	5	30	25
BGPAT2-3	70%	280	180	100	60			100	60
<b>Total BGPAT1-3</b>								<b>130</b>	<b>85</b>
BGPM1&2R	70%	280	60	220	60	15	100	<b>205</b>	<b>-40</b>

Source: Company data, Krungsri Securities



Figure 15: S Anghthong industrial estate

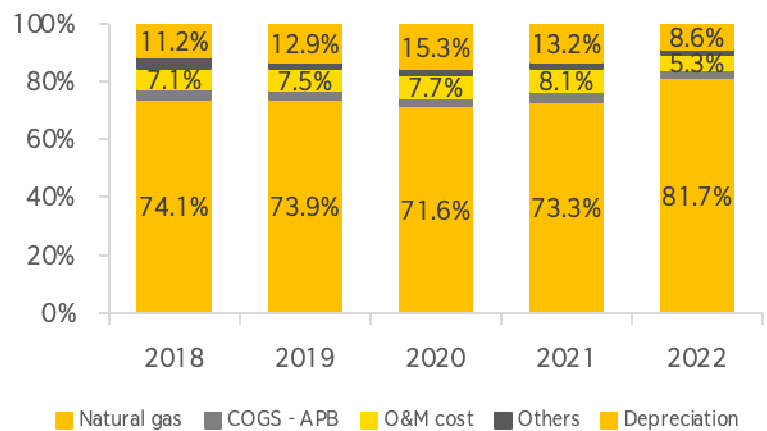


Source: Company data, Krungsri Securities

### โครงสร้างต้นทุน

ก๊าซธรรมชาติเป็นต้นทุนหลักของบริษัท (70-80% ของต้นทุนขายทั้งหมด) ซึ่งสะท้อนถึงสัดส่วนกำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าแบบ conventional (ก๊าซ) ในปัจจุบันที่ 74.4% (ณ เดือนเมษายน 2023) บริษัททำการจัดซื้อก๊าซจาก PTT ภายใต้ข้อตกลงจัดส่งก๊าซระยะยาว ซึ่งผูกกับราคา pooled gas นอกจากนี้ บริษัทยังมีใบอนุญาต LNG shipper (550,000 ตันต่อปี สำหรับโครงการ SPP replacement และอีก 650,000 ตัน ต่อปีสำหรับโครงการ SPPs ที่ดำเนินการอยู่ในปัจจุบัน) ซึ่ง LNG ที่นำเข้ามาจะถูกใช้สำหรับกำลังการผลิตในส่วนของ IU ทั้งนี้ ในปัจจุบันยังไม่บริษัทใดนำเข้า LNG

Figure 16: Cost structure

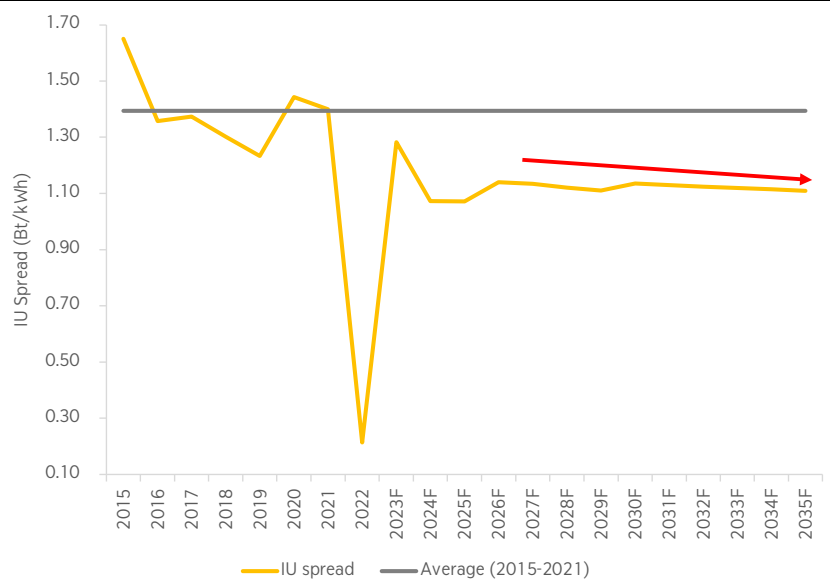


Source: Company data, Krungsri Securities

## IU Margin จะฟื้นตัวขึ้นในปี 2023-2025 แต่จะลดลงตั้งแต่ปี 2026 ไป

เราได้ทำการวิเคราะห์ margin ของผู้ใช้ไฟฟ้าในภาคอุตสาหกรรม โดยอิงจากประมาณการค่า Ft และต้นทุนก๊าซระยะยาวของเราดังแสดงใน figure 17 ซึ่ง margin ของผู้ใช้ไฟฟ้าในภาคอุตสาหกรรมคำนวณโดยอัตราค่าไฟฟ้าพื้นฐานบวกค่า Ft หักต้นทุนก๊าซต่อ kWh เราพบว่า margin ฟื้นตัวขึ้นจากปี 2022 (1.28 บาท/kWh) ซึ่งลดลงจาก 0.21 บาท/kWh ในปี 2021 แต่ยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในปี 2015-2021 (1.39 บาท/kWh) เพราะคาดว่าค่า Ft จะลดลงในระยะยาวเนื่องจาก i) ไม่มีการชำระหนี้ของ กฟผ. ii) มีกำลังการผลิตใหม่จากพลังงานหมุนเวียนเพิ่มเข้ามาตั้งแต่ปี 2025 เป็นต้นไป

**Figure 17: 2022 IU margin Outlook**



Source: EPPO, ERC , Krungsri Securities estimated

## เป้าการเติบโตระยะยาวที่ 10GW ดูท้าทาย และต้องใช้ต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น

BGRIM ตั้งเป้าจะเพิ่มกำลังการผลิตติดตั้งเป็น 10GW ในปี 2030 จากระดับปัจจุบันที่ 3.6GW (สัดส่วนการถือหุ้น 50-60%) ซึ่งจะทำให้กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น (รวมโครงการที่อยู่ใน pipeline) เพิ่มขึ้นจาก 2.7 GW เป็น 6.4-7.1 GW ทั้งนี้ แนวโน้มที่เป็นลบในระยะยาวของค่า Ft และความไม่แน่นอนเกี่ยวกับอุปสงค์ IU ระยะยาวอาจจะทำให้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานแยกลง และต้องระดมทุนเพิ่มอีก อย่างเช่นการออกหุ้นกู้, Perp bond ฯลฯ

ในปัจจุบัน covenant ของหุ้นกู้ BGRIM อยู่ที่ 3.0x ของสัดส่วนหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อทุน (net interest bearing debt to equity) ในขณะที่นโยบายภายในของบริษัทกำหนดเอาไว้ที่ 2.0x ทั้งนี้ เมื่อสิ้นงวด 1Q23 สัดส่วน net IBD/E อยู่ที่ 1.47x ซึ่งหมายความว่าบริษัทสามารถเพิ่มหนี้ได้อีกสูงสุด 7.70 หมื่นล้านบาท ในขณะที่ บริษัทสามารถเพิ่มหนี้ได้อีก 2.67 หมื่นล้านบาทถึงจะทำให้ net IBD/E ขยับขึ้นไปถึง 2.0x

เนื่องจาก BGRIM ตั้งเป้าหมาย Net Zero ระยะยาวภายในปี 2050 เราจึงใช้สมมติฐานว่าการลงทุนใหม่ ๆ ของบริษัทจะเป็นโครงการพลังงานหมุนเวียนเท่านั้น โดยเราได้ทำการวิเคราะห์ scenario ต่าง ๆ จากยอดหนี้ที่บริษัทจะกู้เพิ่มได้ กับนโยบายโครงสร้างหนี้สินต่อทุนของบริษัท (75:25) ดังแสดงใน figure 18

เราคาดว่า การลงทุนจะมีทั้งโครงการ greenfield (ซึ่งต้องใช้เวลานาน) และ การเข้าซื้อโครงการอื่น ซึ่งจากเป้าหมายการเพิ่มกำลังการผลิตติดตั้งเป็น 10GW เราคาดว่าจะมีสัดส่วนการซื้อโครงการอื่นมากกว่า ซึ่งต้องมีการจ่าย premium กับผู้ขายในระดับหนึ่ง เราได้ทำการวิเคราะห์ sensitivity โดยอิงจากสองกรณี ได้แก่

ความสามารถในการก่อหนี้ คำนวณจากงบการเงิน 1Q23

- i) ก่อหนี้เพิ่มได้อีก 2.67 หมื่นล้านบาท (คิดเป็นมูลค่าโครงการ 1.07 แสนล้านบาท) ซึ่งจะทำให้ net IBD/E เพิ่มขึ้นจนถึงนโยบายของบริษัทที่ 2.0x
- ii) ก่อหนี้เพิ่มได้อีก 7.71 หมื่นล้านบาท (คิดเป็นมูลค่าโครงการ 3.08 แสนล้านบาท) ซึ่งจะทำให้ net IBD/E ขนเปดานที่ 3.0x

เราพบว่ากำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นจะเพิ่มขึ้น 1.3-2.6GW ในกรณี (i) และจะเพิ่มขึ้น 3.8-7.6GW ในกรณี (ii) ซึ่งกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นในกรณี (ii) จะทำให้บริษัทสามารถเพิ่มกำลังการผลิตได้ตามเป้าในปี 2030 ภายใต้สมมติฐานว่า BGRIM จะถือหุ้นในโครงการต่าง ๆ 50-60% ส่วนในกรณี (i) ไม่น่าจะทำให้บริษัทเพิ่มกำลังการผลิตได้ตามเป้า ทั้งนี้ หากบริษัทยึดตามนโยบายภายในที่จะคงสัดส่วน net IBD/E เอาไว้ไม่เกิน 2.0x บริษัทอาจจะต้องออก perpetual bond เพิ่มเพื่อลดเพดานหนี้ภายในบริษัทในการสร้างการเติบโต แต่ข้อเสียของการออก perpetual bond คือต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับการออกหุ้นกู้ตามปกติ ทั้งนี้ BGRIM จะต้องพิจารณาผลตอบแทนจากการเข้าซื้อโครงการ และต้นทุนทางการเงินอย่างรอบคอบเพื่อให้โครงการใหม่มีส่วนสนับสนุนการเติบโตของบริษัท นอกจากนี้กำลังการผลิต (MW) ที่เพิ่มขึ้นจะเป็นการเพิ่มแคในเชิงปริมาณเท่านั้น ไม่ใช่เชิงคุณภาพ

เรามองว่าเป้าหมายกำลังการผลิตติดตั้ง 10GW ค่อนข้างท้าทาย เพราะจะต้องเพิ่มกำลังการผลิตติดตั้งให้ได้ปีละประมาณ 1GW (500-600Mwe)

Figure 18: Underlying assumptions for sensitivity analysis

Assumptions		
Debt : Equity	75:25	
FX (USDTHB)	35	
Solar		
Solar Project Cost	1	MUSD/MW
Capacity factor	17%	
Fixed Operating Cost	8,000	USD/MW
Estimated EBITDA	50,000	USD/MW
Offshore wind		
Solar Project Cost	3	MUSD/MW
Capacity factor	25%	
Fixed Operating Cost	19,000	USD/MW
Estimated EBITDA	97,000	USD/MW
Onshore wind		
Solar Project Cost	4	MUSD/MW
Capacity factor	35%	
Fixed Operating Cost	70,000	USD/MW
Estimated EBITDA	110,000	USD/MW

Source: Krungsri Securities estimated

Figure 19: Scenario analysis – additional equity capacity and EBITDA

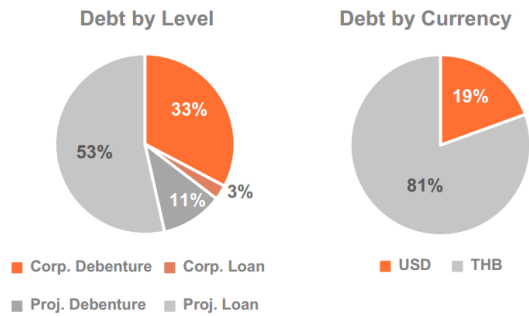
Conservative case (Net IBD/E =3.0x)								
Premium	Additional potential MW (Net IBD/E =3.0x)				Additional EBITDA			
	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4
0%	7,588	7,060	6,375	5,847	2,963	5,118	4,660	6,230
10%	6,898	6,418	5,796	5,316	2,694	4,653	4,237	5,664
20%	6,323	5,883	5,313	4,873	2,469	4,265	3,884	5,192
30%	5,837	5,430	4,904	4,498	2,279	3,937	3,585	4,792
40%	5,420	5,043	4,554	4,177	2,116	3,656	3,329	4,450
50%	5,058	4,706	4,250	3,898	1,975	3,412	3,107	4,153
Aggressive case (Net IBD/E =2.0x)								
Premium	Additional potential MW				Additional EBITDA			
	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4
0%	2,636	2,453	2,215	2,031	1,029	1,778	1,619	2,164
10%	2,396	2,230	2,013	1,847	936	1,616	1,472	1,968
20%	2,197	2,044	1,846	1,693	858	1,482	1,349	1,804
30%	2,028	1,887	1,704	1,563	792	1,368	1,245	1,665
40%	1,883	1,752	1,582	1,451	735	1,270	1,156	1,546
50%	1,757	1,635	1,476	1,354	686	1,185	1,079	1,443

Source: Company data, Krungsri Securities

### ต้นทุนทางการเงินน่าจะเพิ่มขึ้น

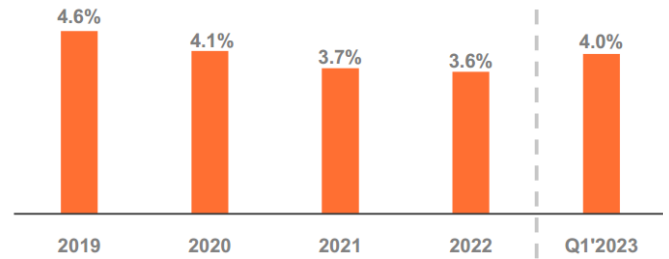
เมื่อสิ้นงวด 1Q23 ต้นทุนหนี้อยู่ที่ 4.0% ซึ่งหนี้เกือบ 64% ถูกเปลี่ยนไปใช้ดอกเบี้ยคงที่ในระดับโครงการแล้ว ในขณะที่อีก 36% เป็นหนี้ที่อยู่ในระดับบริษัท เราคาดว่าต้นทุนหนี้จะทยอยขยับเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ จากการ roll over หนี้กู้ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ในช่วงที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรเพิ่มขึ้น และ คาดว่าบริษัทจะออก perpetual bond เพิ่มขึ้น (จาก 1.6 พันล้านบาทใน 1Q23) เพื่อสนับสนุนการเติบโตในระยะยาว และรักษาสัดส่วน net interest-bearing debt to equity เอาไว้ไม่ให้เกิน r 2.0x (Net IBD/E ใน 1Q23 อยู่ที่ 1.47x)

Figure 20: Debt by level and currency



Source: Company data, Krungsri Securities

Figure 21: Financing costs



Source: Company data, Krungsri Securities

## Valuation

เรากลับมาศึกษาหุ้น BGRIM โดยประเมินราคาเป้าหมายกลางปี 2024 ที่ 32 บาท ซึ่งคำนวณโดยวิธี Sum of the parts (SOTP) โดยในแบบจำลองของเราได้พิจารณาถึงโครงการในปัจจุบันที่อยู่ในพอร์ตของบริษัท และการพัฒนาโครงการในอนาคต ซึ่งรวมถึงโครงการที่บริษัทเพิ่งชนะประมูลมาจากโครงการพลังงานหมุนเวียน 5.2GW ในประเทศไทย การประเมินมูลค่าโดยใช้วิธี DCF ของเราอิงจาก risk free rate ที่ 3.5% , market risk premium ที่ 8%, beta ที่ 0.8 และ terminal growth ที่ 0%

อย่างไรก็ตาม เรามองว่าหุ้น BGRIM มี downside ประมาณ 12.3% เพราะราคาหุ้นในปัจจุบันที่ 36.50 บาท/หุ้น ในขณะที่คาดว่าเงินปันผลจะอยู่ที่ 0.18 บาท/หุ้น และ 0.27 บาท/หุ้น ในปี 2023-2024 เราแนะนำถือ BGRIM เพื่อสะท้อนถึงมุมมองว่า i) กำไรจากรัฐกิจหลักจะฟื้นตัวขึ้นไปจนถึงปี 2025 ii) ค่า Ft ระยะยาวมีแนวโน้มลดลง ii) อุปสงค์จาก IU จำกัดในส่วนของโครงการ BGPAT1-3 และ BGPM1-2R ซึ่งต้องใช้เวลากว่าที่จะเพิ่มได้

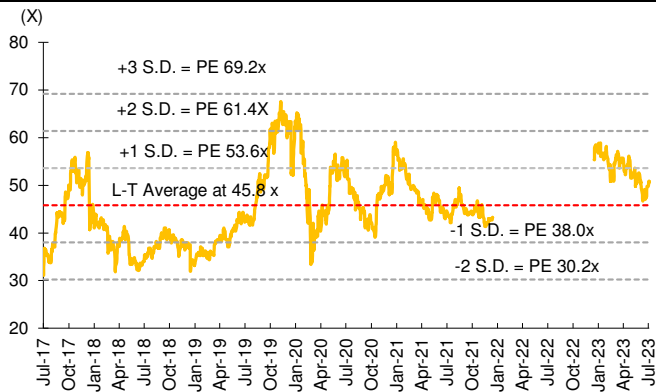
### upside จาก BGPM1&2R และ BGPAT1-3 น้อยแม้จะเพิ่มอุปสงค์ได้

จากภาวะในปัจจุบันของโครงการ BGPM1&2R และ BGPAT1-3 เราประเมินมูลค่า DCF ของ BGRIM เอาไว้ที่ 4.30 บาท อิงจาก i) WACC ที่ 5.21% ii) EGAT SPP load ที่ 80% iii) เพิ่มการจ่ายไฟในภาคอุตสาหกรรม (industrial load) จาก 10% ในปี 2023 เป็น 60% ตั้งแต่ปี 2030 เป็นต้นไป อย่างไรก็ตาม เรามองว่าราคาเป้าหมายของเรามี upside อีกเพียง 0.50-0.75 บาท ถ้าหากบริษัทสามารถเพิ่มกำลังการผลิตตามสัญญาในภาคอุตสาหกรรมได้เร็วกว่าที่คาดไว้

## Risks

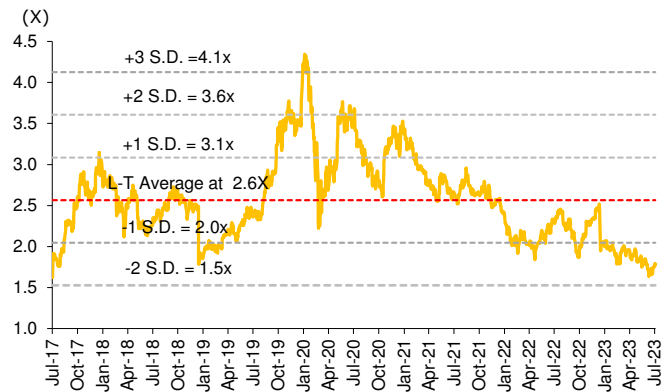
- ค่า Ft ลดลงในระยะยาว
- อุปสงค์ IU ลดลงเพราะผู้ใช้ไฟฟ้าในภาคอุตสาหกรรมติดตั้ง solar rooftop ซึ่งจะลดการใช้ไฟฟ้าที่ผลิตโดยใช้ก๊าซ การที่ Carbon border tax adjustment (CBAM) จะมีผลบังคับใช้ในเดือนตุลาคม 2023 จะสร้างแรงกดดันต่อลูกค้าในภาคอุตสาหกรรมให้ใช้ไฟฟ้าจากแหล่งที่ก่อกมลพิษลดลง

**Figure 22: P/E**



Source: Bloomberg, Krungsri Securities

**Figure 23: P/BV**



Source: Bloomberg, Krungsri Securities

**Peer Comparison**

BB Ticker	Name	Market Cap US\$m	PE (x)		P/BV (x)		EPS G%		Div Yield (%)	ROE (%)	Share Price Performance			
			23F	24F	23F	24F	23F	24F			23F	23F	1M	3M
<b>BGRIM TB</b>	<b>B GRIMM POWER PCL</b>	<b>2,768</b>	<b>50.8</b>	<b>41.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>399.1</b>	<b>21.6</b>	<b>0.9</b>	<b>3.5</b>	<b>1.4</b>	<b>(3.9)</b>	<b>(12.6)</b>	<b>(8.2)</b>
BCPG TB	BCPG PCL	812	41.2	32.6	2.6	2.5	(285.4)	26.7	1.1	7.0	6.1	(6.8)	(5.0)	(5.9)
BPP TB	BANPU POWER PCL	1,268	16.8	15.4	0.9	0.9	(37.0)	9.1	3.3	5.5	(1.4)	1.4	(15.4)	(12.8)
GPSC TB	GLOBAL POWER	4,531	11.4	12.0	0.8	0.8	(33.6)	(4.4)	4.4	7.5	(6.4)	(13.7)	(24.6)	(24.3)
RATCH TB	RATCH GROUP PCL	2,357	27.6	21.9	1.4	1.4	524.7	26.1	2.1	5.0	1.4	(3.2)	(14.4)	(12.9)
GULF TB	GULF ENERGY	16,637	10.3	9.2	0.8	0.7	15.4	11.6	5.2	7.6	8.3	(4.9)	(9.7)	(11.8)
CKP TB	CK POWER PCL	832	37.2	28.8	4.6	4.3	35.2	29.1	1.5	14.0	6.0	(11.1)	(24.1)	(22.8)
<b>Average (simple)</b>			<b>27.9</b>	<b>23.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>88.3</b>	<b>17.1</b>	<b>2.6</b>	<b>7.1</b>				

Source: Bloomberg, Krungsri Securities

**Profit and Loss Statement**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Total revenue	(Btm)	36,585	44,132	44,087	46,628	62,395	63,341	60,564	62,307
Cost of goods sold	(Btm)	(29,732)	(35,953)	(34,848)	(37,935)	(56,067)	(52,999)	(49,929)	(51,076)
Gross profit	(Btm)	6,853	8,179	9,239	8,694	6,329	10,343	10,635	11,231
SG&A	(Btm)	(1,409)	(1,865)	(2,039)	(1,673)	(1,857)	(1,788)	(1,839)	(1,891)
Other income	(Btm)	460	289	251	188	852	190	182	187
Interest expense	(Btm)	(2,986)	(3,235)	(3,241)	(4,293)	(3,983)	(4,717)	(4,392)	(4,463)
Pre-tax profit	(Btm)	2,919	3,368	4,209	2,915	1,341	4,028	4,586	5,064
Corporate tax	(Btm)	(177)	(235)	(233)	(298)	44	(480)	(577)	(622)
Equity a/c profits	(Btm)	182	101	58	44	(172)	358	288	261
Minority interests	(Btm)	1,184	1,235	1,581	221	838	2,035	2,021	2,057
Core profit	(Btm)	1,842	2,161	2,617	2,440	375	1,872	2,275	2,647
Extra-ordinary items	(Btm)	21	170	(442)	(164)	(1,619)	0	0	0
Net Profit	(Btm)	1,863	2,331	2,175	2,276	(1,244)	1,872	2,275	2,647
EBITDA	(Btm)	9,369	11,595	12,666	12,183	8,692	14,026	14,259	14,808
Core EPS	(Bt)	0.71	0.83	1.00	0.94	0.14	0.72	0.87	1.02
Net EPS	(Bt)	0.71	0.89	0.83	0.87	(0.48)	0.72	0.87	1.02
DPS	(Bt)	0.32	0.37	0.59	0.55	0.08	0.32	0.39	0.46

**Balance Sheet**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2018</b>	<b>2,019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Total current assets	(Btm)	23,822	33,493	29,877	41,058	48,803	53,203	44,085	33,328
Total long-term assets	(Btm)	76,814	88,200	100,817	108,139	121,847	114,503	115,668	118,431
Total assets	(Btm)	100,636	121,693	130,694	149,198	170,651	167,706	159,753	151,759
Total current liabilities	(Btm)	8,189	25,832	26,993	12,724	19,624	21,369	20,304	17,445
Total long-term liabilities	(Btm)	64,708	57,184	64,399	95,658	108,859	93,152	82,992	74,345
Total liabilities	(Btm)	72,897	83,016	91,392	108,382	128,483	114,521	103,295	91,789
Paid-up capital	(Btm)	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214
Total equity	(Btm)	27,739	38,677	39,304	40,816	42,168	53,185	56,458	59,970
Minority interest	(Btm)	8,486	10,533	11,834	11,344	12,440	14,475	16,496	18,553
BVPS	(Bt)	10.6	14.8	15.1	15.7	16.2	20.4	21.7	23.0

**Cash Flow Statement**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Core Profit	(Btm)	1,842	2,161	2,617	2,440	375	1,872	2,275	2,647
Depreciation and amortization	(Btm)	(3,341)	(4,660)	(5,494)	(5,139)	(4,987)	(5,281)	(5,281)	(5,281)
Operating cash flow	(Btm)	7,658	9,455	6,780	9,828	7,908	6,327	8,353	6,986
Investing cash flow	(Btm)	(9,973)	(6,657)	(16,639)	(15,326)	(18,054)	7,701	(7,157)	(7,274)
Financing cash flow	(Btm)	(3,290)	5,910	7,762	11,809	13,452	(4,386)	(9,671)	(10,872)
Net change in cash	(Btm)	(5,605)	8,708	(2,097)	6,311	3,307	9,642	(8,474)	(11,160)

**Key Financial Ratios**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Gross margin	(%)	18.7	18.5	21.0	18.6	10.1	16.3	17.6	18.0
EBITDA margin	(%)	25.6	26.3	28.7	26.1	13.9	22.1	23.5	23.8
EBIT margin	(%)	16.5	15.7	16.3	15.1	5.9	13.8	14.8	15.3
Net profit margin	(%)	5.1	5.3	4.9	4.9	(2.0)	3.0	3.8	4.2
ROE	(%)	6.7	6.0	5.5	5.6	(3.0)	3.5	4.0	4.4
ROA	(%)	1.9	1.9	1.7	1.5	(0.7)	1.1	1.4	1.7
Net D/E	(x)	1.70	1.02	1.51	1.70	2.03	1.23	1.12	1.05
Interest coverage	(x)	2.0	2.1	2.2	1.6	0.9	1.9	2.0	2.1
Payout Ratio	(%)	45.3	44.6	58.3	58.3	58.3	45.0	45.0	45.0

**Main Assumptions**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Gas cost	(Bt/mmbtu)	259.0	272.8	244.4	266.0	476.1	406.0	343.2	330.0
Ft	(Bt/kWh)	(0.16)	(0.12)	(0.12)	(0.15)	0.40	0.88	0.50	0.40

**Financial statement****Profit and Loss Statement**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2Q21</b>	<b>3Q21</b>	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>	<b>4Q22</b>	<b>1Q23</b>
Total revenue	(Btm)	11,475	11,714	12,986	14,758	14,676	18,383	14,579	15,750
Cost of goods sold	(Btm)	(8,885)	(9,584)	(11,338)	(13,458)	(12,983)	(16,723)	(12,903)	(13,401)
Gross profit	(Btm)	2,590	2,130	1,648	1,300	1,693	1,660	1,676	2,349
SG&A	(Btm)	(409)	(413)	(439)	(383)	(453)	(461)	(560)	(537)
Other income	(Btm)	45	57	58	51	66	624	111	119
Interest expense	(Btm)	(945)	(1,227)	(784)	(860)	(1,670)	(2,178)	725	(1,064)
Pre-tax profit	(Btm)	1,598	661	(422)	119	(148)	(535)	113	870
Corporate tax	(Btm)	(128)	(55)	(6)	(29)	(2)	(116)	190	(62)
Equity a/c profits	(Btm)	(9)	14	(11)	(3)	(20)	(250)	101	64
Minority interests	(Btm)	449	158	(736)	67	44	(121)	848	409
Core profit	(Btm)	695	348	1,202	9	(430)	(599)	1,395	460
Extra-ordinary items	(Btm)	327	100	(893)	14	237	70	(1,940)	(61)
Net Profit	(Btm)	1,022	447	308	23	(193)	(529)	(545)	399
EBITDA	(Btm)	3,851	3,179	1,602	2,186	2,753	2,579	1,001	1,934
Core EPS	(Bt)	0.27	0.13	0.46	0.00	(0.17)	(0.23)	0.54	0.18
Net EPS	(Bt)	0.39	0.17	0.12	0.01	(0.07)	(0.20)	(0.21)	0.15

**Balance Sheet**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2Q21</b>	<b>3Q21</b>	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>	<b>4Q22</b>	<b>1Q23</b>
Total current assets	(Btm)	34,489	38,854	41,058	39,267	50,658	53,446	48,803	58,500
Total long-term assets	(Btm)	104,658	103,658	108,139	113,130	117,831	121,315	121,847	121,743
Total assets	(Btm)	139,147	142,512	149,197	152,397	168,489	174,761	170,651	180,243
Total current liabilities	(Btm)	24,116	15,251	12,724	13,180	15,128	17,736	19,624	20,386
Total long-term liabilities	(Btm)	73,960	87,043	95,658	96,753	110,041	113,201	108,859	109,490
Total liabilities	(Btm)	98,077	102,295	108,382	109,933	125,169	130,937	128,483	129,875
Paid-up capital	(Btm)	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214
Total equity	(Btm)	41,070	40,217	40,816	42,465	43,320	43,824	42,168	50,367
Minority interest	(Btm)	12,282	10,803	11,344	11,837	12,309	12,314	12,440	12,732
BVPS	(Bt)	7.9	7.7	7.8	8.1	8.3	8.4	8.1	9.7

**Cash Flow Statement**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2Q21</b>	<b>3Q21</b>	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>	<b>4Q22</b>	<b>1Q23</b>
Core Profit	(Btm)	695	348	1,202	9	(430)	(599)	1,395	460
Depreciation and amortization	(Btm)	409	413	439	383	453	461	560	537
Operating cash flow	(Btm)	5,584	3,200	1,044	3,344	(115)	1,059	3,621	5,599
Investing cash flow	(Btm)	(4,897)	13,276	(23,705)	(3,317)	(3,068)	16,878	(28,547)	(3,809)
Financing cash flow	(Btm)	1,917	4,325	19,464	343	12,595	787	15,182	8,177

**Key Financial Ratios**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2Q21</b>	<b>3Q21</b>	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>	<b>4Q22</b>	<b>1Q23</b>
Gross margin	(%)	22.6	18.2	12.7	8.8	11.5	9.0	11.5	14.9
EBITDA margin	(%)	33.6	27.1	12.3	14.8	18.8	14.0	6.9	12.3
EBIT margin	(%)	19.0	14.7	9.3	6.2	8.4	6.5	7.7	11.5
Net profit margin	(%)	8.9	3.8	2.4	0.2	NA	NA	NA	2.5
ROE	(%)	2.5	1.1	0.8	0.1	NA	NA	NA	0.8
ROA	(%)	0.7	0.3	0.2	0.0	NA	NA	NA	0.2
Net D/E	(x)	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9	1.4
Interest coverage	(x)	25.9	21.3	16.5	13.0	16.9	16.6	16.8	23.5



## CG Rating 2022 Companies with CG Rating



AAV	ADVANC	AF	AH	AIRA	AKP	AKR	ALT	AMA	AMATA	AMATAV	ANAN	AOT	AP
ARIP	ARROW	ASP	AUCT	AWC	AYUD	BAFS	BANPU	BAY	BBL	BCP	BCPG	BDMS	BEM
BGC	BGRIM	BIZ	BKI	BOL	BFP	BRR	BTS	BTW	BWG	CENEL	CFRESH	CHEWA	CHO
CIMBT	CK	CKP	CM	CNT	COM7	COMAN	COTTO	CPALL	CPF	CPI	CPN	CRC	CSS
DDD	DELTA	DEMCO	DRT	DTAC	DUSIT	EA	EASTW	ECF	ECL	EE	EGCO	EPG	ETC
FPI	FPT	FSMART	GBX	GC	GCAP	GFPT	GGC	GLAND	GLOBAL	GPI	GPSC	GRAMMY	GULF
GUNKUL	HANA	HARN	HMPRO	ICC	ICHI	III	ILINK	ILM	INTUCH	IP	IRPC	ITEL	IVL
JWD	K	KBANK	KCE	KKP	KSL	KTB	KTC	LALIN	LANNA	LH	LHFG	LIT	LPN
MACO	MAJOR	MAKRO	MALEE	MBK	MC	MCOT	METCO	MFEC	MINT	MONO	MOONG	MSC	MST
MTC	MVP	NCL	NEP	NER	NKI	NOBLE	NSI	NVD	NWR	NYT	OISHI	OR	ORI
OSP	OTO	PAP	PCSGH	PDG	PDJ	PG	PHOL	PLANB	PLANET	PLAT	PORT	PPS	PR9
PREB	PRG	PRM	PROUD	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
SCGP	SCM	SDC	SEAFCO	SEA OIL	SE-ED	SELIC	SENA	SENAJ	SHR	SIRI	SIS	SITHAI	SMK
SIMPC	SNC	SONIC	SPALI	SPI	SPRC	SPVI	SSSC	SST	STA	STEC	STI	SUN	SUSCO
SUTHA	SVI	SYMC	SYNTEC	TACC	TASCO	TCAP	TEAMG	TFMAMA	TGH	THANA	THANI	THCOM	THG
THIP	THRE	THREL	TIPCO	TIPH	TISCO	TK	TKT	TMT	TNDT	TNITY	TOA	TOP	TPBI
TQM	TRC	TRU	TRUE	TSC	TSR	TSTE	TSTH	TTA	TTB	TTCL	TTW	TU	TVD
TVI	TVO	TWPC	U	UAC	UBIS	UV	VGI	VIH	WACOAL	WAVE	WHA	WHAUP	WICE
WINNER	ZEN												



2S	7UP	ABICO	ABM	ACE	ACG	ADB	AEONTS	AGE	AHC	AIT	ALL	ALLA	ALUCON
AMANAH	AMARIN	APCO	APCS	APURE	AQUA	ASAP	ASEFA	ASIA	ASIAN	ASIMAR	ASK	ASN	ATP30
B	BA	BAM	BC	BCH	BEC	BEYOND	BFIT	BJC	BJCHI	BLA	BR	BROOK	CBG
CEN	CGH	CHARAN	CHAYO	CHG	CHOTI	CHOW	CI	CIG	CMC	COLOR	CPL	CPW	CRD
CSC	CSP	CWT	DCC	DCON	DHOUSE	DOD	DOHOME	DV8	EASON	EFORL	ERW	ESSO	ESTAR
ETE	FE	FLOYD	FN	FNS	FORTH	FSS	FTE	FVC	GEL	GENCO	GJS	GYT	HEMP
HPT	HTC	HYDRO	ICN	IFS	IMH	IND	INET	INSET	INSURE	IRC	IRCP	IT	ITD
J	JAS	JCK	JCKH	JMART	JMT	KBS	KCAR	KEX	KGI	KIAT	KISS	KOOL	KTIS
KUMWEL	KUN	KWC	KWM	L&E	LDC	LEO	LHK	LOXLEY	LRH	LST	M	MATCH	MBAX
MEGA	META	MFC	MGT	MICRO	MILL	MTSIB	MK	MODERN	MTI	NBC	NCAP	NCH	NETBAY
NEX	NINE	NRF	NTV	OCC	OGC	PATO	PB	PICO	PIMO	PJW	PL	PM	PMTA
PPP	PPPM	PRIME	PRIN	PRINC	PSG	PSTC	PT	PTECH	QLT	RBF	RCL	RICHY	RML
ROJNA	RPC	RT	RWI	S11	SA	SAK	SALEE	SAMCO	SANKO	SAPPE	SAWAD	SCI	SCN
SCP	SE	SFLEX	SFP	SFT	SGF	SIAM	SINGER	SKE	SKN	SKR	SKY	SLP	SMT
SMT	SNP	SO	SORKON	SPA	SPC	SPCG	SR	SRICHA	SSC	SSF	STANLY	STGT	STOWER
STPI	SUC	SWC	SYNEX	TAE	TAKUNI	TCC	TCMC	TEAM	TFG	TFI	TIGER	TITLE	TKN
TKS	TM	TMC	TMD	TMI	TMILL	TNL	TNP	TOG	TPA	TPAC	TPCS	TPS	TRITN
TRT	TSE	TVT	TWP	UEC	UMI	UOBKH	UP	UPF	UPOIC	UTP	VCOM	VL	VPO
VRANDA	WGE	WIJK	WP	XO	XPG	YUASA							



A	AI	AIE	AJ	ALPHAX	AMC	APP	AQ	ARIN	AS	AU	B52	BEAUTY	BGT
BH	BIG	BLAND	BM	BROCK	BSBM	BSM	BTNC	BYD	CAZ	CCP	CGD	CITY	CMAN
CMO	CMR	CPT	CRANE	CSR	D	EKH	EMC	EP	F&D	FMT	GIFT	GLOCON	GREEN
GSC	GTB	HTECH	HUMAN	IHL	IIG	INGRS	INOX	JAK	JR	JTS	JUBILE	KASET	KCM
KK	KKC	KWI	KYE	LEE	LPH	MATI	M-CHAI	MCS	MDX	MJD	MORE	MUD	NC
NDR	NFC	NNCL	NOVA	NPK	NUSA	PAF	PF	PK	PLE	PPM	PRAKIT	PRAPAT	PRECHA
PTL	RJH	RP	RPH	RSP	SABUY	SGP	SICT	SIMAT	SISB	SK	SMART	SOLAR	SPACK
SPG	SQ	SSP	STARK	STC	SUPER	SVOA	TC	TCCC	THMUI	TNH	TNR	TOPP	TPCH
TIPL	TIPIP	TPLAS	TPOLY	TQR	TTI	TYCN	UKEM	UMS	UNIQ	UPA	UREKA	VIBHA	W
WIN	WORK	WPH	YGG	ZIGA									

## Disclaimer

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ กรุงศรี จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

# Anti-corruption Progress Indicator 2022

## Companies that have declared their intention to join CAC

AH	AJ	ALT	APCO	B52	BEC	CHG	CI	CPL	CPR	CPW	CRC	DDD	DHOUSE
DOHOME	ECF	EKH	ETC	EVER	FLOYD	GLOBAL	III	ILM	INOX	JTS	KEX	KUM WEL	LDC
MAJOR	MEGA	NCAP	NOVA	NRF	NUSA	NYT	OR	PIMO	PLE	RS	SAK	SIS	STECH
STGT	SUPER	SVT	TKN	TM1	TQM	TSI	VARO	VCOM	VIBHA	WIN			

## Companies certified by CAC

2S	7UP	ADVANC	AF	AI	AIE	AIRA	AKP	AMA	AMANAH	AMATA	AMATAV	AP	APCS
AQUA	ARROW	AS	ASIAN	ASK	ASP	AWC	AYUD	B	BAFS	BAM	BANPU	BAY	BBL
BCH	BCP	BCPG	BE8	BEYOND	BGC	BGRIM	BKI	BLA	BPP	BROOK	BRR	BSBM	BTS
BWG	CEN	CENTEL	CFRESH	CGH	CHEWA	CHOTI	CHOW	CIG	CIMBT	CM	CMC	COM7	COTTO
CPALL	CPF	CPI	CPN	CSC	DCC	DELTA	DEMCO	DIMET	DRT	DTAC	DUSIT	EA	EASTW
ECL	EGCO	EP	EPG	ERW	ESTAR	ETE	FE	FNS	FPI	FPT	FSMART	FSS	FTE
GBX	GC	GCAP	GEL	GFPT	GGC	GJS	GPI	GPSC	GSTEEL	GULF	GUNKUL	HANA	HARN
HEMP	HENG	HMPRO	HTC	ICC	ICI	IFS	ILINK	INET	INSURE	INTUCH	IRC	IRPC	ITEL
IVL	JKN	JR	K	KASET	KBANK	KBS	KCAR	KCE	KGI	KKP	KSL	KTB	KTC
KWI	L&E	LANNA	LH	LHFG	LHK	LPN	LRH	M	MAKRO	MALEE	MATCH	MBAX	MBK
MC	MCOT	META	MFC	MFEC	MILL	MINT	MONO	MOONG	MSC	MST	MTC	MTI	NATION
NBC	NEP	NINE	NKI	NOBLE	NOK	NSI	NWR	OCC	OGC	ORI	PAP	PATO	PB
PCSGH	PDG	PDJ	PG	PHOL	PK	PL	PLANB	PLANET	PLAT	PM	PPP	PPPM	PPS
PR9	PREB	PRG	PRINC	PRM	PROS	PSH	PSL	PSTC	PT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC
PYLON	Q-CON	QH	QLT	QTC	RATCH	RML	RWI	S&J	SAAM	SABINA	SAPPE	SAT	SC
SCB	SCC	SCCC	SCG	SCGP	SCM	SCN	SEAOIL	SE-ED	SELIC	SENA	SGP	SINGER	SIRI
SITHAI	SKR	SMIT	SMK	SMPC	SNC	SNP	SORKON	SPACK	SPALI	SPC	SPI	SPRC	SRICHA
SSP	SSP	SSSC	SST	STA	STOWER	SUSCO	SVI	SYMC	SYNTEC	TAE	TAKUNI	TASCO	TCAP
TCMC	TFG	TFI	TFMAMA	TGH	THANI	THCOM	THIP	THRE	THREL	TIDLOR	TIPCO	TISCO	TKS
TKT	TMILL	TMT	TNITY	TNL	TNP	TNR	TOG	TOP	TOPP	TPA	TPCS	TPP	TRU
TRUE	TSC	TSTE	TSTH	TTA	TTB	TTCL	TU	TVD	TVI	TVO	TWPC	U	UBE
UBIS	UEC	UKEM	UOBKH	UPF	UV	VGI	VIH	WACOAL	WHA	WHAUP	WICE	WIJK	XO
YUASA	ZEN	ZIGA											

## N/A

3K-BAT	A	A5	AAV	ABICO	ABM	ACAP	ACC	ACE	ACG	ADB	ADD	AEONTS	AFC
AGE	AHC	AIT	AJA	AKR	ALL	ALLA	ALPHAX	ALUCON	AMARIN	AMC	AMR	ANAN	AOT
APEX	APP	APURE	AQ	ARIN	ARIP	ASAP	ASEFA	ASIA	ASIMAR	ASN	ASW	ATP30	AU
AUCT	BA	BBGI	BBIK	BC	BCT	BDMS	BEAUTY	BEM	BFIT	BGT	BH	BIG	BIOTECH
BIS	BIZ	BJC	BJCHI	BKD	BLAND	BLESS	BLISS	BM	BOL	BR	BRI	BROCK	BSM
BTNC	BTW	BUI	BYD	CAZ	CBG	CCET	CCP	CEYE	CGD	CHARAN	CHAYO	CHO	CITY
CIVIL	CK	CKP	CMAN	CMO	CMR	CNT	COLOR	COMAN	CPANEL	CPH	CPT	CRANE	CRD
CSP	CSR	CSS	CTW	CV	CWT	D	DCON	DITTO	DMT	DOD	DPAIN	DTCI	DV8
EASON	EE	EFORL	EMC	ESSO	F&D	FANCY	FMT	FN	FORTH	FTI	FVC	GENCO	GIFT
GL	GLAND	GLOCON	GLORY	GRAMMY	GRAND	GREEN	GSC	GTB	GYT	HFT	HL	HPT	HTECH
HUMAN	HYDRO	ICN	IFEC	IHL	IIG	IMH	IND	INGRS	INSET	IP	IRCP	IT	ITD
J	JAK	JAS	JCK	JCHK	JCT	JDF	JMART	JMT	JP	JUBILE	JWD	KAMART	KC
KCC	KCM	KDH	KIAT	KISS	KK	KKC	KOOL	KTIS	KUN	KWC	KWM	KYE	LALIN
LEE	LEO	LIT	LOXLEY	LPH	LST	MACO	MANRIN	MATI	MAX	M-CHAI	MCS	MDX	MENA
METCO	MGT	MICRO	MIDA	MITSIB	MJD	MK	ML	MODERN	MORE	MPIC	MUD	MVP	NC
NCH	NCL	NDR	NER	NETBAY	NEW	NEWS	NEX	NFC	NNCL	NPK	NSL	NTV	NV
NVD	OHTL	OISHI	ONEE	OSP	OTO	PACE	PACO	PAE	PAF	PEACE	PERM	PF	PICO
PIN	PJW	PLUS	PMTA	POLAR	POMPUI	PORT	POST	PPM	PRAKIT	PRAPAT	PRECHA	PRIME	PRIN
PRO	PROEN	PROUD	PSG	PTC	PTECH	PTL	RAM	RBF	RCL	RICHY	RJH	ROCK	ROH
ROJNA	RP	RPC	RPH	RSP	RT	S	S11	SA	SABUY	SAFARI	SALEE	SAM	SAMART
SAMCO	SAMTEL	SANKO	SAUCE	SAWAD	SAWANG	SCI	SCP	SDC	SE	SEAFCO	SECURE	SENAJ	SFLX
SFP	SFT	SGF	SHANG	SHR	SIAM	SICT	SIMAT	SISB	SK	SKE	SKN	SKY	SLM
SLP	SMART	SMD	SMT	SNNP	SO	SOLAR	SONIC	SPA	SPCG	SPG	SPVI	SQ	SR
SSC	SSS	STANLY	STARK	STC	STEC	STHAI	STI	STP	STPI	SUC	SUN	SUTHA	SVH
SVOA	SWC	SYNEX	TACC	TAPAC	TC	TCC	TCCC	TCJ	TCOAT	TEAM	TEAMG	TEKA	TFM
TGPRO	TH	THAI	THANA	THE	THG	THL	THMUI	TIGER	TIPH	TITLE	TK	TKC	TM
TMC	TMD	TMW	TNDT	TNH	TNPC	TOA	TPAC	TPBI	TPCH	TIPIPL	TPIPP	TPLAS	TPOLY
TPS	TQR	TR	TRC	TRITN	TRUBB	TRV	TSE	TSF	TSP	TSR	TTI	TTT	TTW
TVT	TWP	TWZ	TYCN	UAC	UMI	UMS	UNIQ	UP	UPA	UPOIC	UREKA	UTP	UVAN
VL	VNG	VPO	VRANDA	W	WAVE	WFX	WGE	WINMED	WINNER	WORK	WORLD	WP	WPH
XPG	YGG												
YUASA													

## Disclaimer

การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจัดทำโดยสถาบันไทยพัฒน์ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผลการประเมินดังกล่าวของสถาบันไทยพัฒน์ อาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันไทยพัฒน์ซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ กรุงศรี จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

## Reference

การเปิดเผยข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 9 พ.ค. 2565) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

## Research Group

### Investment Strategy

#### อิสระ อรดีดลเชษฐ

Head of Research Group, Macro-strategy  
+662 659 7000 ext. 5001  
Isara.ordeedolchest@krungsrisecurities.com

#### ชัยยศ จีวางกูร

Technical Strategy  
+662 659 7000 ext. 5006  
Chaiyot.jiwangkul@krungsrisecurities.com

#### อาทิตย์ จันทรสว่าง

Retail Investment Strategy  
+662 659 7000 ext. 5005  
Artit.jansawang@krungsrisecurities.com

#### นลินี ประมาณ

Assistant Strategist  
+662 659 7000 ext. 5011  
Nalinee.praman@krungsrisecurities.com

### Fundamental Research

#### สิริกานต์ กฤษณิณีพัทธ์

Healthcare, IE, Property Fund/REITs and Utilities (Water)  
+662 659 7000 ext. 5018  
Sirikarn.krisnipat@krungsrisecurities.com

#### ยุวณีย์ พรหมภรณ์

Agribusiness, Food, Beverage and Commerce  
+662 659 7000 ext. 5010  
Yuwanee.prommaporn@krungsrisecurities.com

#### วิษุวัต ไทญ่กว่างวงศ์

Energy, Petrochemical and Utilities (Power)  
+662 659 7000 ext. 5013  
Wisuwat.Yaikwawong@krungsrisecurities.com

#### ปฎิภาค นวาวัตน์

ICT, Media and Transportation (Land)  
+662 659 7000 ext. 5003  
Phatipak.navawatana@krungsrisecurities.com

#### นฤดม มุจจลินทร์กุล

Electronic, Automotive, Logistic  
+662 659 7000 ext. 5012  
Naruedom.mujjalinkool@krungsrisecurities.com

#### พีรวัสส์ กุปติเลิศพงษ์

Mid-Small Cap  
+662 659 7000 ext. 5008  
Peerawat.kupatilertpong@krungsrisecurities.com

### Research Support

#### ยุภาวณีย์ เล้าตระกูลชัย

Database  
+662 659 7000 ext. 5002  
Yuphawanee.laotrakunchai@krungsrisecurities.com

#### ธนัชพร ทิพย์กาญจนกุล

Database  
+662 659 7000 ext. 5015  
Thanatchaporn.tipkarnjanakoon@krungsrisecurities.com

## Krungsri Securities

### 01 สำนักงานใหญ่

898 อาคารเพลินจิตทาวเวอร์ ชั้น 3  
ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330  
โทร. +662 659 7000 โทรสาร. +662 658 5699

### 03 เซ็นทรัลบางนา

589/151 อาคารเซ็นทรัลซิตีทาวเวอร์ ชั้น 27 ถนนเทพ  
รัตน แขวงบางนาเหนือ เขตบางนา กรุงเทพฯ 10260  
โทร. +662 763 2000 โทรสาร. +662 399 1448

### 05 สุพรรณบุรี

249/171-172 หมู่ 5 ถนนเนรแก้ว ตำบลท่าระหัด อำเภอ  
เมืองสุพรรณบุรี จังหวัดสุพรรณบุรี 72000  
โทร. +663 596 7981 โทรสาร. +663 552 2449

### 07 นครปฐม

67/1 ถนนราชดำเนิน ตำบลพระปฐมเจดีย์ อำเภอเมือง  
นครปฐม จังหวัดนครปฐม 73000  
โทร. +663 427 5500-7 โทรสาร. +663 421 8989

### 09 พิษณุโลก

275/1 อาคารธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด(มหาชน)  
สาขาพิษณุโลก ถนนพิชัยสงคราม ตำบลในเมือง อำเภอ  
เมืองพิษณุโลก จังหวัดพิษณุโลก 65000  
โทร. +665 530 3360 โทรสาร. +665 530 2580

### 11 หาดใหญ่

90-92-94 อาคารธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)  
สาขาหาดใหญ่ ถนนนิพัทธ์อุทิศ 1 ตำบลหาดใหญ่ อำเภอ  
หาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110  
โทร. +667 422 1229 โทรสาร. +667 422 1411

### 02 เอ็มโพเรียม

622 เอ็มโพเรียมทาวเวอร์ ชั้น 10 ถนนสุขุมวิท 24  
แขวงคลองตัน เขตคลองเตย กรุงเทพฯ 10110  
โทร. +662 695 4539-40 โทรสาร. +662 695 4599

### 04 พระราม 2

356, 358, 360 ชั้น 4 ถนนพระราม 2 แขวงสามตำ  
เขตบางขุนเทียน กรุงเทพฯ 10150  
โทร. +662 013 7145 โทรสาร. +662 895 9557

### 06 ชลบุรี

64/17 ถนนสุขุมวิท ตำบลบางปลาสร้อย  
อำเภอเมืองชลบุรี จังหวัดชลบุรี 20000  
โทร. +663 312 6 580 โทรสาร. +663 312 6588

### 08 เชียงใหม่

70 อาคารธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด(มหาชน)  
สาขาประตูช้างเผือก ถนนช้างเผือก ตำบลศรีภูมิ  
อำเภอเมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่ 50200  
โทร. +665 321 9234 โทรสาร. +665 321 9247

### 10 ขอนแก่น

114 อาคารธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด(มหาชน) สาขา  
ขอนแก่น ถนนศรีจันทร์ ตำบลในเมือง อำเภอเมืองขอนแก่น  
จังหวัดขอนแก่น 40000  
โทร. +664 322 6120 โทรสาร. +664 322 6180

### คำแนะนำการลงทุน

**ซื้อ:** หุ้นที่คาดหวังอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนเกินกว่า 10% ภายในระยะเวลา 1 ปีข้างหน้า

**ถือ:** หุ้นที่คาดหวังอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนระหว่าง -10% ถึง 10% ภายในระยะเวลา 1 ปีข้างหน้า

**ขาย:** หุ้นที่คาดหวังอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนน้อยกว่า -10% ภายในระยะเวลา 1 ปีข้างหน้า