

B.Grimm Power

(BGRIM.BK/BGRIM.TB)*

Neutral · Downgraded

Price as of 26 Oct 2023	23.40
12M target price (Bt/shr)	29.00
Unchanged/Revised up(down)(%)	(31.00)
Upside/downside (%)	23.40

Key messages

เราเปลี่ยนมุมมองลบกับแนวโน้มของ SPP ในประเทศไทย จากการที่รัฐบาลเข้ามาแทรกแซงค่าไฟฟ้าและการแกว่งตัวของราคาพลังงาน เราคาดว่ากำไรสุทธิใน 3Q66F จะอยู่ที่ 300 ล้านบาท (-56% QoQ, พลิกฟื้น YoY) ซึ่งต่ำกว่าที่เราคาดเอาไว้ก่อนหน้านี้ เราปรับลดคำแนะนำ BGRIM จากซื้อเป็นถือ โดยปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 29.00 บาท (จากเดิมที่ 42.00 บาท) เราคาดว่าตลาดจะปรับลดกำไรและราคาเป้าหมายเช่นกัน ด้วยความกังวลด้านนโยบายของรัฐและราคาพลังงานที่อาจเพิ่มขึ้นอีกครั้ง

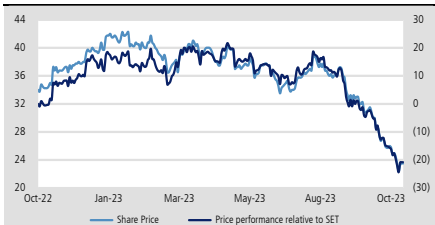
Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$bn)	61.0/1.9		
Outstanding shares (mn)	2,607		
Foreign ownership (mn)	1,051		
3M avg. daily trading (mn)	13		
52-week trading range (Bt)	22.40-42.25		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	-39.6	-39.6	-30.7
Relative	-32.1	-32.7	-19.0

Quarterly EPS

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2021	0.23	0.39	0.17	0.07
2022	0.01	(0.07)	(0.20)	(0.21)
2023	0.15	0.26	0.12	

Share price chart



Source: SET

Wetid Tangjindakun, CISA
66.2658.8888 Ext. 8855
wetid@kgi.co.th

วันขึ้นคืนสุภาพผ่านไปแล้ว

Event

ปรับลดกำไร และ คำแนะนำ รวมถึงประมาณการ 3Q66

Impact

ถูกปกคลุมด้วยประเด็นความเสี่ยง ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรลง

เราเปลี่ยนมุมมองลบกับแนวโน้มของ SPP ในประเทศไทย จากการที่รัฐบาลเข้ามาแทรกแซงค่าไฟฟ้าและการแกว่งตัวของราคาพลังงาน เราคาดว่า margin ของ SPP ฟื้นตัวมาได้ครึ่งทางของระดับปกติแล้ว แต่ไม่น่าจะกลับไปอยู่ระดับสูงเหมือนในอดีตได้อีก ซึ่งสาเหตุสำคัญคือความไม่แน่นอนของค่า Ft และ ราคาพลังงานที่สูงขึ้น นอกจากนี้ เรายังคาดว่าอุปสงค์จากผู้ใช้ไฟฟ้าในภาคอุตสาหกรรมจะยังแผ่ว และ มองว่าการเติบโตแบบ inorganic น่าจะจำกัดภายใต้ภาวะเศรษฐกิจที่ปั่นป่วน และ ดอกเบี้ยขาขึ้น โดยสรุปแล้ว เราได้ปรับลดประมาณการกำไรปี 2566-68F ลง 13-36% เพื่อสะท้อนถึงการปรับลดสมมติฐานค่า Ft ลงอย่างมาก (Figure 2) ทำให้ประมาณการกำไรจากธุรกิจหลักอยู่ที่ 1.9 พันล้านบาท (+429% YoY) / 1.9 พันล้านบาท (-3% YoY) / และ 1.9 พันล้านบาท (+2% YoY) สำหรับใน 4Q66F เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจหลักจะลดลงอย่างมาก QoQ เพราะ margin ของ SPP ลดลง (เนื่องจากค่า Ft ลดลงเหลือ 0.20 บาท (-0.47 บาท) ในขณะที่ราคาก๊าซของ SPP ทรงตัวอยู่ที่ประมาณ 330 บาท/mmBtu (305 บาท +margin)) และเป็นช่วง low season ของอุปสงค์สาธารณูปโภค รวมถึงมีกำหนดปิดซ่อมบำรุง

ประมาณการ 3Q66F – อ่อนแอลงผิดปกติ

BGRIM กำหนดจะสูงขึ้นไปในวันที่ 13 พฤศจิกายน โดยเราคาดว่ากำไรสุทธิใน 3Q66F จะอยู่ที่ 300 ล้านบาท (-56% QoQ, พลิกฟื้น YoY) แต่หากไม่รวมผลขาดทุนจากรอตราแลกเปลี่ยน กำไรจากธุรกิจหลักจะอยู่ที่ 600 ล้านบาท (-13% QoQ, +2,300% YoY) ซึ่งจะทำให้กำไรจากธุรกิจหลักในงวด 9M66F อยู่ที่ 1.06 พันล้านบาท (+708% YoY) คิดเป็น 73% ของประมาณการกำไรปี 2566F ของเรา เนื่องจากผลการดำเนินงานของ SPP แข็งแกร่งขึ้น (ราคาก๊าซลดลง ในขณะที่ค่า Ft สูงขึ้น)

ต้นทุนการดำเนินงานที่สูงขึ้นมีน้ำหนักมากกว่าผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งขึ้นของ SPPs

เราคาดว่ากำไรหลักของ BGRIM ใน 3Q66F จะลดลง QoQ แม้ว่ากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้น 2.7 พันล้านบาท (+2% QoQ, +64% YoY) โดยที่ GPM แข็งแกร่งอยู่ที่ 20.8% (จาก 17.9% ใน 2Q66 และ 9.0% ใน 3Q65) ทั้งนี้ ค่า Ft เหลือของ BGRIM ลดลงมาอยู่ที่ 0.67 บาท/kWh (-0.45 บาท QoQ) ในขณะที่ราคาก๊าซเฉลี่ยของ SPP ลดลงมาอยู่ที่ 321 บาท/mmBtu (-83 บาท QoQ, -237 บาท YoY) ทั้งนี้ ปัจจัยที่ลดกำไรลดลง QoQ ได้แก่ i) SG&A พุ่งสูงขึ้น ii) รัฐบาลแบ่งผลขาดทุนจาก UVBGP เพิ่มขึ้น iii) ผลการดำเนินงานของโรงไฟฟ้า solar ในเวียดนามอ่อนแอลงตามปัจจัยฤดูกาล และ iv) BPWHA ปิดซ่อมบำรุงตามแผนนาน 16 วัน เราคาดว่าปริมาณยอดขายไฟฟ้าให้กับ กฟผ. จะทรงตัว QoQ ในขณะที่ปริมาณยอดขายให้กับผู้ใช้ไฟฟ้าในภาคอุตสาหกรรมจะเพิ่มขึ้น 6% QoQ เนื่องจากได้ลูกค้าใหม่มาเพิ่ม 35-40MW (จาก 12MW ใน 2Q66) ส่วนกำไรที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก YoY จะเป็นเพราะผลการดำเนินงานของ SPPs แข็งแกร่งขึ้น

Valuation & Action

เราปรับลดคำแนะนำ BGRIM จากซื้อ เป็น ถือ ด้วยราคาเป้าหมาย 29.00 บาท (เดิม 42.00 บาท) คิดเป็น P/E ที่ 30x และ 29x ในปี 2567-8F ซึ่งดูเหมาะสมกับกำไรใหม่ของเรา ทั้งนี้ เราคาดว่าตลาดจะปรับลดกำไรและราคาเป้าหมายเช่นกัน ด้วยความกังวลด้านนโยบายของรัฐและราคาพลังงานที่อาจเพิ่มขึ้นอีกครั้ง

Risks

ปิดซ่อมบำรุงนอกแผน, ปัญหา cost overruns, และความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ย

Key financials and valuations

	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F	Dec - 25F
Revenue (Btmm)	46,628	62,395	63,816	58,089	58,825
Net Profit (Btmm)	2,276	(1,244)	1,984	1,926	1,971
Normalized Profit (Btmm)	2,440	375	1,984	1,926	1,971
Net Profit Growth (%)	4.6	(154.7)	(259.5)	(2.9)	2.4
Normalized ProfitGrowth (%)	(6.8)	(84.6)	429.1	(2.9)	2.4
EPS (Bt)	0.87	(0.48)	0.76	0.74	0.76
DPS (Bt)	0.42	0.07	0.34	0.33	0.34
EPS Growth (%)	4.6	(154.7)	(259.5)	(2.9)	2.4
P/E (X)	26.8	(49.0)	30.7	31.7	30.9
P/B (X)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (X)	9.0	15.4	9.3	9.4	8.4
Net Debt to Equity (%)	172.3	204.9	199.3	180.9	161.5
Dividend Yield (%)	1.8	0.3	1.5	1.4	1.5
Return on Average Equity (%)	5.6	(3.0)	4.4	4.1	3.9

Source: Company data, KGI Securities Research

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

http://research.kgi.com; Bloomberg: KGIT <GO> Please see back page for disclaimer

Figure 1: BGRIM's 3Q23F earnings preview

Btmn	3Q23F	3Q22	YoY (%)	2Q23	QoQ (%)	9M23	9M22	YoY (%)	Comments (9M23 vs 9M22)
Revenue	13,023	18,383	(29.2)	14,891	(12.5)	43,665	47,817	(8.7)	(-) fuel pass-through mechanism, but smaller sales volumes from EGAT and IUs
Gross Profit	2,715	1,660	63.5	2,664	1.9	7,728	4,653	66.1	
SG&A	512	674	(24.1)	471	8.8	1,519	1,510	0.6	(0) rising costs aligning with new commencing operations
Operating Profit	2,571	1,610	59.7	2,400	7.1	6,903	3,884	77.7	
Operating EBITDA	3,272	1,865	75.4	3,585	(8.7)	10,196	6,100	67.2	
Non-Operating Inc./(Exp.)	(627)	(237)	(164.8)	(129)	(386.6)	(690)	(439)	(57.1)	
Interest expense	1,150	1,104	4.1	1,228	(6.3)	3,569	2,929	21.8	(-) higher, on debt issuance due and interest upcycle
Net Profit	300	(529)	N.A.	678	(55.8)	1,377	(699)	297.0	
Normalized profit	600	25	2,300.0	686	(12.5)	1,665	206	708.3	
EPS (Bt)	0.12	(0.20)	156.7	0.26	(55.8)	0.53	(0.27)	297.0	
Normalized EPS (Bt)	0.23	0.01	2,300.0	0.26	(12.5)	0.64	0.08	708.3	
Percent	3Q23F	3Q22	YoY (ppts)	2Q23	QoQ (ppts)	9M23	9M22	YoY (ppts)	
Gross margin	20.8	9.0	11.8	17.9	3.0	17.7	9.7	8.0	(+) higher Ft rate adjustment with lower gas prices
EBITDA margin	25.1	10.1	15.0	24.1	1.0	23.4	12.8	10.6	
SG&A/sales	3.9	3.7	0.3	3.2	0.8	3.5	3.2	0.3	
Assumptions			Change		Change			Change	
Ending US\$/THB	36.7	38.1	(1.3)	35.7	1.0	36.7	38.1	(1.3)	
Ft rate (Bt/kWh)	0.68	0.48	0.2	1.12	(0.4)	1.12	0.22	0.9	
SPP gas prices (Bt/kWh)	321	558	(237.0)	404	(82.6)	403	474	(71.0)	

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Earnings revisions

	2023F			2024F			2025F		
	Previous	Revised	Change Percent	Previous	Revised	Change Percent	Previous	Revised	Change Percent
Financials (Btmn)									
Sales	64,480	63,816	-1	60,292	58,089	-4	61,220	58,825	-4
Gross profit	10,879	10,366	-5	11,057	9,704	-12	12,908	11,063	-14
SG&A	2,088	2,088	0	2,109	2,109	0	2,159	2,159	0
Interest expense	4,869	4,869	0	4,498	4,498	0	4,298	4,298	0
Equity income	247	218	-12	557	439	-21	567	449	-21
Net profit	2,275	1,984	-13	2,592	1,926	-26	3,093	1,971	-36
Normalized profit	2,275	1,984	-13	2,592	1,926	-26	3,093	1,971	-36
EPS (Bt/shr)	0.87	0.76	-13	0.99	0.74	-26	1.19	0.76	-36
Normalized EPS (Bt/shr)	0.87	0.76	-13	0.99	0.74	-26	1.19	0.76	-36
Key financial ratio (%)			ppts			ppts			ppts
GPM	16.9	16.2	-1	18.3	16.7	-2	21.1	18.8	-2
SG&A/Sale	3.2	3.3	0	3.5	3.6	0	3.5	3.7	0
ROE	5.0	4.4	-1	5.4	4.1	-1	5.8	3.9	-2
Net profit growth	(282.8)	(259.5)	23	14.0	(2.9)	-17	19.3	2.4	-17
Normalized profit growth	506.6	429.1	-77	14.0	(2.9)	-17	19.3	2.4	-17
Key performance driver			Amount			Amount			Amount
Average Ft rate (Bt/kWh)	1.04	0.89	(0.2)	0.67	0.10	(0.6)	0.67	0.10	(0.6)
Average of US\$/THB	33.8	33.8	0.0	32.5	32.5	0.0	33.5	33.5	0.0
SPP gas price (Bt/mmbtu)	390	390	0.0	250	250	0.0	250	250	0.0

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: Key assumptions and valuation of BGRIM

	Unit	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Average Ft rate	Bt/kWh	-0.15	0.40	0.89	0.10	0.10
SPP gas prices	Bt/kWh	266	476	390	250	250
Ratio:						
GPM	Percent	18.6	10.1	16.2	16.7	18.8
EBITDA	Percent	26.3	13.3	21.8	22.9	24.9
NPM	Percent	4.9	-2.0	3.1	3.3	3.4
Valuation	Bt/share					
Operating	21.61	6.3				
Developing	13.82	6.3				
Cash	2.83					
Debts	(8.32)					
Our DCF-based TP	29.00					
No. shares (mn)	2,607					

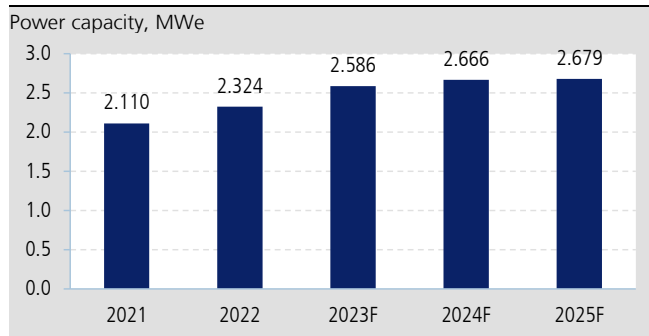
Source: KGI Securities Research

Figure 4: Company profile

B.Grimm Power Public Company Limited (BGRIM) is a part of B.Grimm Group, which has over 139 years of experience in businesses related to infrastructure, industry and healthcare in Thailand. BGRIM is currently one of the most well-known SPP operators in Thailand with a well-diversified portfolio. As of 2021, the company has 31 operating projects and 14 under development, which target to commercialize during 2022-30. (Operating: 2,110MWe vs remaining 620MWe).

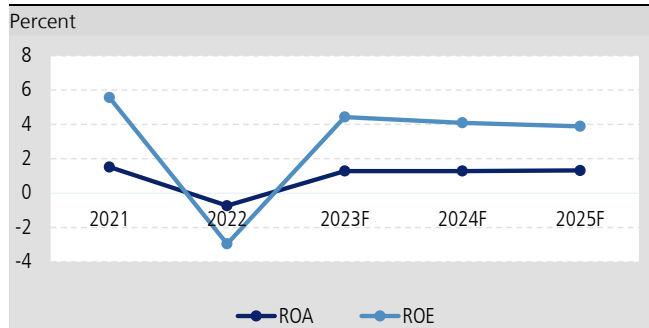
Source: Company data

Figure 6: Equity capacity to rise to 2.7GW in 2025F



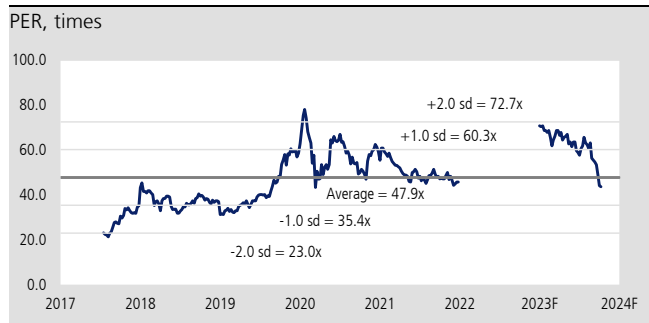
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: ROE and ROA



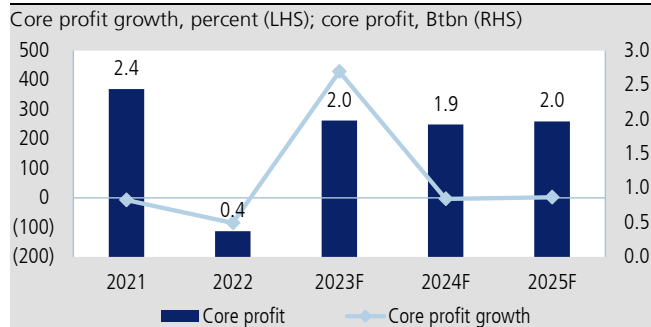
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: BGRIM's forward PE



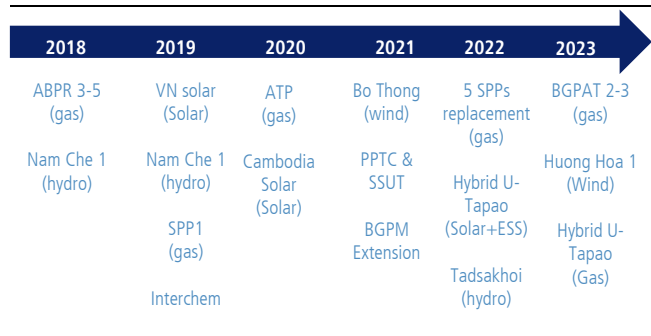
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 5: Earnings outlook in 2023-25F



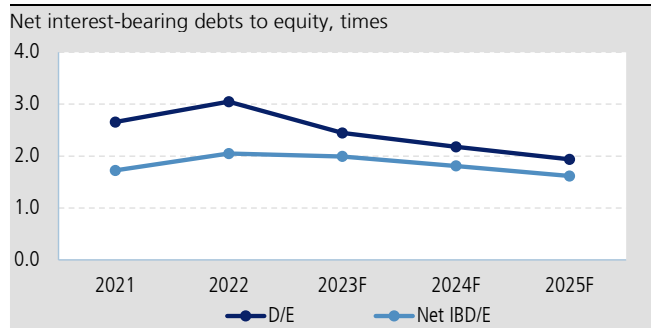
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: Expansion program



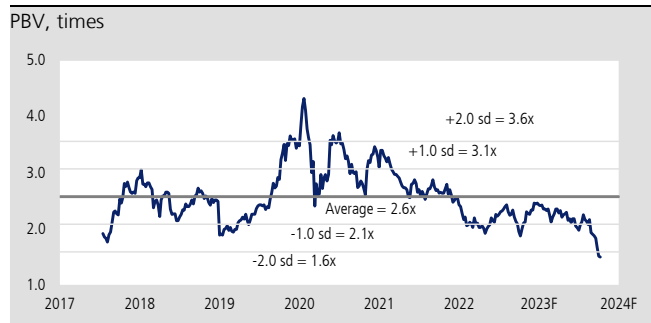
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: Net IBD/E in downtrend from 2022F



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: BGRIM's forward PBV



Source: Company data, KGI Securities Research

Quarterly Income Statement

	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A
Income Statement (Bt mn)															
Revenue	11,223	11,243	11,186	10,435	10,453	11,475	11,714	12,986	14,758	14,676	18,383	14,579	15,750	14,891	13,023
Cost of Goods Sold	8,910	9,033	8,737	8,168	8,127	8,885	9,584	11,338	13,458	12,983	16,723	12,903	13,401	12,228	10,308
Gross Profit	2,313	2,210	2,449	2,267	2,326	2,590	2,130	1,648	1,300	1,693	1,660	1,676	2,349	2,664	2,715
Operating Expenses	(476)	(486)	(478)	(599)	(411)	(409)	(413)	(439)	(383)	(453)	(674)	(1,743)	(537)	(471)	(512)
Other incomes	92	76	40	42	28	45	57	58	51	66	624	111	119	208	368
Operating Profit	1,929	1,801	2,012	1,709	1,942	2,226	1,774	1,266	969	1,305	1,610	43	1,931	2,400	2,571
Depreciation of fixed assets	(1,323)	(1,394)	(1,394)	(1,383)	(1,301)	(1,307)	(1,291)	(1,240)	(1,207)	(1,231)	(1,296)	(1,253)	(1,278)	(1,320)	(1,358)
Operating EBITDA	2,393	3,912	3,074	3,345	3,130	3,788	2,807	2,590	2,191	2,043	1,865	2,001	3,339	3,585	3,272
Non-Operating Income	(886)	691	(322)	238	(164)	264	(272)	95	19	(473)	(791)	604	66	(129)	(627)
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	(886)	691	(322)	238	(164)	264	(272)	95	19	(473)	(791)	604	66	(129)	(627)
Non-Operating Expenses	(857)	(816)	(762)	(806)	(871)	(882)	(855)	(852)	(865)	(960)	(1,104)	(1,127)	(1,191)	(1,228)	(1,150)
Interest Expenses	(857)	(816)	(762)	(806)	(871)	(882)	(855)	(852)	(865)	(960)	(1,104)	(1,127)	(1,191)	(1,228)	(1,150)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	27	27	(10)	15	50	(9)	14	(11)	(3)	(20)	(250)	101	64	(6)	(30)
Pre-tax Profit	213	1,702	918	1,156	958	1,598	661	498	119	(148)	(535)	(379)	870	1,038	764
Current Taxation	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Minorities	35	(664)	(358)	(480)	(237)	(449)	(158)	(297)	(67)	(44)	121	(356)	(409)	(316)	(352)
Extraordinary items	0	0	0	(163)	35	(11)	124	17	11	260	554	714	0	0	0
Net Profit	81	1,017	501	576	611	1,022	447	195	23	(193)	(529)	(545)	399	678	300
Normalized Profit	682	674	745	516	646	1,011	571	213	34	147	25	169	379	686	600
EPS (Bt)	0.03	0.39	0.19	0.22	0.23	0.39	0.17	0.07	0.01	(0.07)	(0.20)	(0.21)	0.15	0.26	0.12
Normalized EPS (Bt)	0.26	0.26	0.29	0.20	0.25	0.39	0.22	0.08	0.01	0.06	0.01	0.06	0.15	0.26	0.23
Margins															
Gross profit margin	20.6	19.7	21.9	21.7	22.3	22.6	18.2	12.7	8.8	11.5	9.0	11.5	14.9	17.9	20.8
Operating EBIT margin	17.2	16.0	18.0	16.4	18.6	19.4	15.1	9.8	6.6	8.9	8.8	0.3	12.3	16.1	19.7
Operating EBITDA margin	21.3	34.8	27.5	32.1	29.9	33.0	24.0	19.9	14.8	13.9	10.1	13.7	21.2	24.1	25.1
Net profit margin	0.7	9.0	4.5	5.5	5.8	8.9	3.8	1.5	0.2	(1.3)	(2.9)	(3.7)	2.5	4.6	2.3
Growth (QoQ)															
Revenue growth	(0.3)	0.2	(0.5)	(6.7)	0.2	9.8	2.1	10.9	13.6	(0.6)	25.3	(20.7)	8.0	(5.5)	(12.5)
Operating EBIT growth	21.6	(6.6)	11.7	(15.0)	13.6	14.6	(20.3)	(28.6)	(23.5)	34.8	23.3	(97.3)	4,370.9	24.3	7.1
Operating EBITDA growth	(21.9)	63.5	(21.4)	8.8	(6.4)	21.0	(25.9)	(7.7)	(15.4)	(6.8)	(8.7)	7.3	66.9	7.4	(8.7)
Net profit growth	(80.3)	1,160.3	(50.8)	15.1	6.0	67.3	(56.2)	(56.4)	(88.1)	(929.0)	(174.0)	(2.9)	173.2	70.0	(55.8)
Normalized profit growth	59.3	(1.1)	10.5	(30.7)	25.1	56.5	(43.5)	(62.8)	(84.0)	332.4	(83.0)	576.0	124.3	81.0	(12.5)

Source: KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Total Assets	149,198	170,651	154,111	149,410	148,839
Current Assets	41,058	48,803	24,317	21,894	21,116
Cash & ST Investments	27,045	30,758	9,238	7,372	6,410
Inventories	0	0	0	0	0
Accounts Receivable	8,983	9,254	7,868	7,957	8,058
Others	5,030	8,791	7,212	6,564	6,648
Non-current Assets	108,139	121,847	129,794	127,516	127,723
LT Investments	2,293	2,001	2,061	2,123	2,187
Net fixed Assets	84,804	94,071	103,990	103,648	103,574
Others	21,042	25,775	23,743	21,744	21,962
Total Liabilities	108,382	128,483	109,378	102,396	98,165
Current Liabilities	12,724	19,624	20,071	19,519	18,447
Accounts Payable	5,691	8,005	7,631	6,908	6,819
ST Borrowings	1,897	414	44	44	44
Others	5,136	11,205	12,396	12,567	11,584
Long-term Liabilities	95,658	108,859	89,307	82,877	79,718
Long-term Debts	89,241	103,424	86,422	80,251	77,059
Others	6,418	5,435	2,885	2,626	2,659
Shareholders' Equity	40,816	42,168	44,734	47,014	50,674
Common Stock	2,607	2,607	2,607	2,607	2,607
Capital Surplus	9,644	9,644	9,644	9,644	9,644
Retained Earnings	15,199	12,739	13,831	14,890	15,974
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Growth (% YoY)					
Sales	5.8	33.8	2.3	(9.0)	1.3
OP	(3.2)	(45.5)	116.5	(8.3)	16.8
EBITDA	(3.1)	(32.6)	68.3	(4.2)	10.0
NP	4.6	(154.7)	(259.5)	(2.9)	2.4
Normalized Profit	(6.8)	(84.6)	429.1	(2.9)	2.4
EPS	4.6	(154.7)	(259.5)	(2.9)	2.4
Normalized EPS	(6.8)	(84.6)	429.1	(2.9)	2.4
Profitability (%)					
Gross Margin	18.6	10.1	16.2	16.7	18.8
Operating Margin	15.5	6.3	13.3	13.4	15.5
EBITDA Margin	26.3	13.3	21.8	22.9	24.9
Net Profit Margin	4.9	(2.0)	3.1	3.3	3.4
ROAA	1.5	(0.7)	1.3	1.3	1.3
ROAE	5.6	(3.0)	4.4	4.1	3.9
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	2.7	3.0	2.4	2.2	1.9
Net Debt/Equity (%)	1.7	2.0	2.0	1.8	1.6
Interest Coverage (x)	2.1	0.8	1.7	1.7	2.1
Interest & ST Debt Coverage (x)	1.3	0.7	1.7	1.7	2.1
Cash Flow Interest Coverage (x)	2.8	1.9	1.8	1.8	1.5
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.5
Current Ratio (x)	3.2	2.5	1.2	1.1	1.1
Quick Ratio (x)	3.2	2.5	1.2	1.1	1.1
Net Debt (Bt mn)	70,323	86,397	89,142	85,050	81,841
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.9	(0.5)	0.8	0.7	0.8
Normalized EPS	0.9	0.1	0.8	0.7	0.8
CFPS	3.8	3.0	3.4	3.1	2.6
BVPS	15.7	16.2	17.2	18.0	19.4
SPS	17.9	23.9	24.5	22.3	22.6
EBITDA/Share	4.7	3.2	5.3	5.1	5.6
DPS	0.4	0.1	0.3	0.3	0.3
Activity					
Asset Turnover (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Days Receivables	70.3	54.1	45.0	50.0	50.0
Days Inventory	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Days Payable	54.9	52.1	52.1	52.1	52.1
Cash Cycle	15.5	2.0	(7.1)	(2.1)	(2.1)
Key Drivers					
Effective capacity (MW)	2,110	2,324	2,586	2,666	2,679
Ft rate (Bt/kWh)	-0.15	0.40	0.89	0.10	0.10
SPP gas prices (Bt/kWh)	266	476	390	250	250

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Revenue	46,628	62,395	63,816	58,089	58,825
Cost of Goods Sold	(37,935)	(56,067)	(53,451)	(48,385)	(47,762)
Gross Profit	8,694	6,329	10,366	9,704	11,063
Operating Expenses	(1,673)	(3,253)	(2,088)	(2,109)	(2,159)
Other Incomes	188	852	223	203	206
Operating Profit	7,209	3,927	8,501	7,798	9,110
Depreciation of fixed assets	(5,139)	(4,987)	(5,419)	(5,531)	(5,548)
Operating EBITDA	12,271	8,273	13,920	13,329	14,658
Non-Operating Income	(77)	(641)	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	(77)	(641)	0	0	0
Non-Operating Expenses	(3,460)	(4,056)	(4,869)	(4,498)	(4,298)
Interest Expenses	(3,460)	(4,056)	(4,869)	(4,498)	(4,298)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	44	(172)	218	439	449
Pre-tax Profit	3,715	(942)	3,850	3,739	5,261
Current Taxation	(298)	44	(392)	(592)	(713)
Minorities	(1,141)	(346)	(1,475)	(1,220)	(2,577)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	2,276	(1,244)	1,984	1,926	1,971
Normalized Profit	2,440	375	1,984	1,926	1,971
EPS (Bt)	0.87	(0.48)	0.76	0.74	0.76
Normalized EPS (Bt)	0.94	0.14	0.76	0.74	0.76

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Operating Cash Flow	9,828	7,908	8,937	8,150	6,659
Net Profit	3,715	(1,244)	1,984	1,926	1,971
Depreciation & Amortization	5,139	4,987	5,419	5,531	5,548
Change in Working Capital	(3,865)	(2,609)	1,752	1,132	(411)
Others	4,839	6,774	(218)	(439)	(449)
Investment Cash Flow	(15,326)	(18,054)	(12,306)	(4,241)	(5,162)
Net CAPEX	(9,653)	(14,544)	(15,048)	(5,189)	(5,474)
Change in LT Investment	(1,728)	292	(60)	(62)	(64)
Change in Other Assets	(3,945)	(3,802)	2,802	1,009	376
Free Cash Flow	(5,498)	(10,146)	(3,369)	3,908	1,497
Financing Cash Flow	11,809	28,907	(18,193)	(5,604)	(2,481)
Change in Share Capital	(0)	0	0	0	0
Net Change in Debt	9,013	9,481	4,951	(6,458)	(6,671)
Change in Other LT Liab.	2,796	19,426	(23,145)	854	4,190
Net Cash Flow	6,311	18,761	(21,562)	(1,696)	(984)

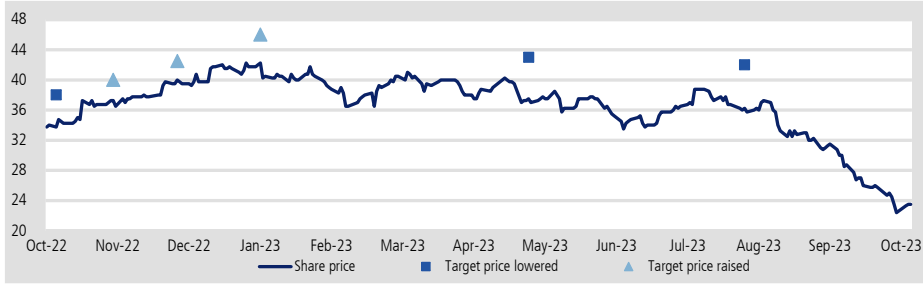
Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- COGS Revenue	+ Depreciation Revenue	+ Operating Exp. Revenue	= Operating Margin
2021	70.3%	11.0%	4.2%	14.4%
2022	81.9%	8.0%	6.6%	3.6%
2023F	75.3%	8.5%	3.6%	12.6%
2024F	73.8%	9.5%	4.0%	12.7%
2025F	71.8%	9.4%	4.0%	14.8%
Year	1/ Working Capital Revenue	+ Net PPE Revenue	+ Other Assets Revenue	= Capital Turnover
2021	-0.1	1.9	1.4	0.3
2022	0.0	1.5	1.2	0.4
2023F	0.0	1.6	0.8	0.4
2024F	0.0	1.8	0.8	0.4
2025F	0.0	1.8	0.8	0.4
Year	Operating Margin	x Capital Turnover	x Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2021	14.4%	0.3	8.0%	0.4%
2022	3.6%	0.4	4.7%	0.1%
2023F	12.6%	0.4	10.2%	0.5%
2024F	12.7%	0.4	10.2%	0.5%
2025F	14.8%	0.4	10.2%	0.6%

Source: KGI Securities Research

B.Grimm Power – Recommendation & target price history



Date	Rating	Target	Price
17-Aug-23	Outperform	42.00	36.25
18-May-23	Outperform	43.00	37.50
25-Jan-23	Outperform	46.00	42.25
21-Dec-22	Outperform	42.50	40.00
24-Nov-22	Outperform	40.00	37.25
31-Oct-22	Outperform	38.00	33.75

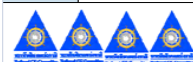
Source: KGI Securities Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORN BANK	SEAFCO	SEAFCO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKB	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B.GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAICOM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAIFOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

Source: www.thai-iod.com

Disclaimer: The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. 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 or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

KGI Locations

China	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.