

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 7.50

Upside : 33.9%

(Unchanged)

18 AUGUST 2021

Small Cap Research

CK Power Pcl (CKP TB)

ทำไมมีแนวโน้มแข็งแกร่ง

เรายังแนะนำ "ซื้อ" CKP โดยมองว่ากำไรที่คาดเติบโต 56% y-y ใน 2H21F เป็นปัจจัยบวกต่อราคาหุ้น ปริมาณน้ำที่มากในช่วงไฮซีซั่นของภูมิภาคเป็นแรงหนุนหลัก รวมทั้งผลบวกจากการที่ CKP ได้เพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นในโครงการไชยะบุรีไปเมื่อเดือนมิถุนายน นอกจากนี้เรายังเชื่อว่าโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำหลวงพระบางจะได้รับ PPA ในไม่ช้า

คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" CKP โดยคาดว่าจะมีปัจจัยผลักดันราคาหุ้น 3 ประการหลัก คือ 1) เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 56% y-y ใน 2H21F ด้วยเป็นช่วงที่มีปริมาณน้ำมากในภูมิภาคอินโดจีน ซึ่ง 83% ของกำลังการผลิตรวมของ CKP มาจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำ 2) CKP ได้เพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นในโครงการไชยะบุรีเป็น 42.5% (จาก 37.5%) เมื่อปลาย 2Q21 และ 3) เราเชื่อว่าโรงไฟฟ้าพลังน้ำแห่งใหม่ - โครงการหลวงพระบาง ซึ่งมีกำลังการผลิตติดตั้ง 1,460MW จะได้รับสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ในไม่ช้า ราคาเป้าหมาย (DCF-based SOTP-TP บนปี 2022F) ของเรายู่คงตัวที่ 7.5 บาท/หุ้น เนื่องจากมูลค่าที่สูงขึ้นจากการลงทุนเพิ่มในไชยะบุรีถูกชดเชยด้วยแนวโน้มการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติที่อ่อนแอที่กว่าเรา คาดไว้เดิมเนื่องจากราคาต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นต่อเนื่อง จากปัจจัยบวกที่กำลังจะเข้ามาในช่วงเวลาอันสั้น เรามองราคาหุ้นที่ลดลง 11% จากจุดสูงสุดของปีนี้เป็นโอกาสในการเข้าซื้อ

การผลิตที่แข็งแกร่งจากโครงการพลังงานน้ำ

เราคาดปริมาณการผลิตไฟฟ้ารวมจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำ 2 แห่งจะเพิ่มขึ้น 14% y-y ใน 2H21 โดยได้แรงหนุนจากปริมาณน้ำที่มากขึ้นอย่างมากในภูมิภาคอินโดจีนเทียบกับปีก่อน โดยโครงการไชยะบุรีสามารถดำเนินการผลิตด้วยเครื่องกำเนิดไฟฟ้าครบทั้ง 7 เครื่องมาแล้วกว่าสามเดือน (ตั้งแต่กลางเดือนพ.ค.) เทียบกับปีก่อนที่เดินเครื่องเต็มที่เพียง 1.5 เดือน จากปริมาณน้ำในแม่น้ำโขงที่ตื้นกว่าปีก่อนมาก ส่วนโครงการน้ำเริ่ม 2 มีปริมาณน้ำที่ไหลเข้าอ่างเก็บน้ำเพิ่มขึ้น 66% y-y ใน 1H21 ซึ่งเรามองว่าเป็นปัจจัยหนุนที่ดีที่จะช่วยรักษาปริมาณการผลิตให้สูงได้ต่อเนื่องตลอดทั้งปี เราปรับประมาณการกำไรปี 2021F ขึ้น 3% จากปริมาณการผลิตไฟฟ้าที่สูงกว่าที่เราคาดไว้เดิม

มีสัดส่วนการถือหุ้นในไชยะบุรีเพิ่มขึ้น

CKP มีการลงทุนเพิ่มเติม 1.83 พันลบ. ในโครงการไชยะบุรีเมื่อปลายเดือนมิถุนายน ทำให้สัดส่วนการถือหุ้นในโครงการเพิ่มขึ้นเป็น 42.5% (จาก 37.5%) เราประเมินอัตราผลตอบแทนในรูปของ EIRR ที่สูงถึง 23% หรือ 0.26 บาท/หุ้น และคาดว่าจะทำให้ส่วนแบ่งกำไรจากไชยะบุรีเพิ่มขึ้น 150 ลบ. (หลังหักดอกเบี้ยจ่ายจากการลงทุน) ซึ่งจะทำให้ฐานกำไรของ CKP สูงขึ้น 8% ซึ่งการลงทุนนี้เป็นปัจจัยหลักหนุนการคาดการณ์ของเราที่ว่ากำไร CKP จะเติบโตได้ 8% ในปี 2022F

น่าจะได้สัญญาซื้อขายไฟฟ้าในเร็ว ๆ นี้

เราคาดโครงการหลวงพระบางจะได้รับสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) จาก กฟผ. ในไม่ช้าเนื่องจาก 1) เราคาดโควตากำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าพลังน้ำในแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้า (PDP 2022) จะเพิ่มขึ้น เนื่องจากเป็นประเภทของโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนที่มีต้นทุนการผลิตต่อหน่วยต่ำสุด ในขณะที่ประเทศมีแผนเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนเป็น 50% ของการผลิตไฟฟ้ารวมเพื่อลดการปล่อยคาร์บอนไดออกไซด์ และลดอัตราค่าไฟฟ้าของประเทศ 2) กลุ่มผู้ถือหุ้นได้ใส่เงินลงทุนเข้าในโครงการแล้วกว่า 5 พันลบ. เพื่อสรุปแผนงานของโครงการและเริ่มงานฐานราก ซึ่งเรามองว่าเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงความมั่นใจว่าโครงการจะได้รับ PPA



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

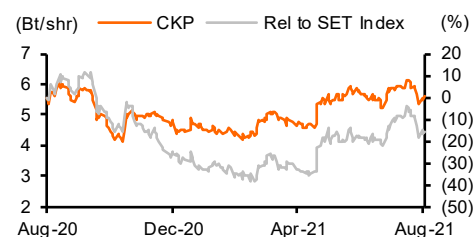
662 - 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	6,695	8,642	8,821	8,923
Net profit	405	2,043	2,210	2,207
Consensus NP	—	2,217	2,619	2,665
Diff firm cons (%)	—	(7.9)	(15.6)	(17.2)
Norm profit	394	2,043	2,210	2,207
Prev. Norm profit	—	1,976	2,091	2,074
Chg firm prev (%)	—	3.4	5.7	6.4
Norm EPS (Bt)	0.0	0.3	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	53.0	418.6	8.2	(0.1)
Norm PE (x)	115.6	22.3	20.6	20.6
EV/EBITDA (x)	36.5	19.7	19.1	19.0
P/BV (x)	1.9	1.8	1.7	1.7
Div yield (%)	0.6	1.8	2.4	2.9
ROE (%)	1.7	8.3	8.5	8.2
Net D/E (%)	61.7	53.8	47.1	48.4

PRICE PERFORMANCE



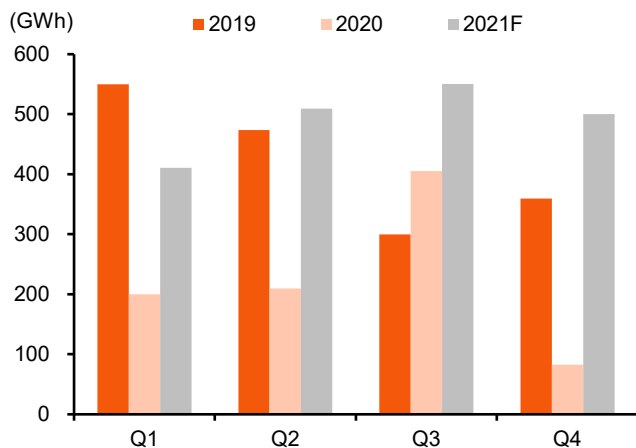
COMPANY INFORMATION

Price as of 18-Aug-21 (Bt)	5.60
Market Cap (US\$ m)	1,367.4
Listed Shares (m shares)	8,129.4
Free Float (%)	24.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.6
12M Price H/L (Bt)	6.15/4.12
Sector	Utilities
Major Shareholder	CK Group 73.24%

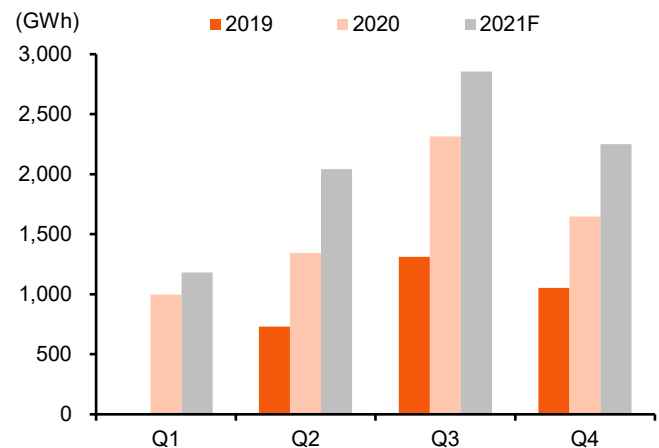
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

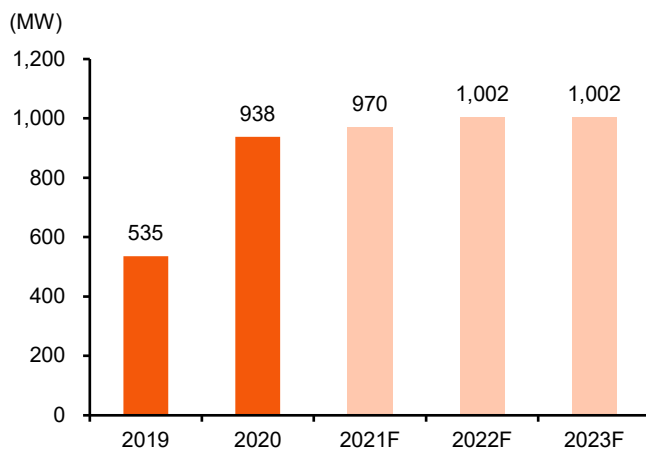
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลเท่านั้นและไม่ใช่คำแนะนำในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Strong Power Generation From NN-2

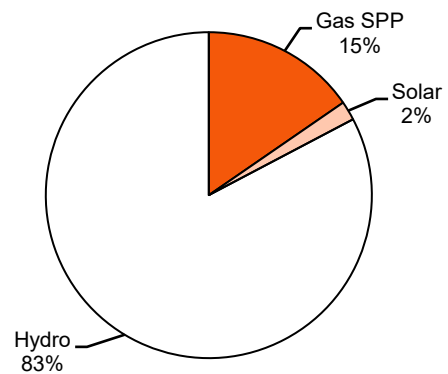
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Much Stronger Performance From XPCL

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Capacity Expansion Drives EPS Growth In 2022F

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: CKP's Capacity Breakdown By Type (2021F)

Source: Company data

Ex 5: Luang Prabang Hydropower Project

Source: Company data

Type	Run-of-river
Installed capacity	1,460MW
Shareholders	CK Power - 42.0% PT Sole - 38.0% CH Karnchang - 10.0% PetroVietnam Power - 10.0%
Offtakers	Likely EGAT and EDL
Expected COD	within 2028

Ex 6: Our DCF-based Sum-Of-The-Parts (SOTP) 12-month TP Calculation

	Valuation method	WACC (%)	Value per CKP share (Baht)
Xayaburi (XPCL)	DCF	5.1%	4.35
Nam Ngum 2 (NN2)	DCF	3.8%	1.06
Bangpa-in Cogen (BIC)	DCF	5.1%	0.46
Solar Farms / Rooftop	DCF	5-10%	0.17
Total - existing capacity			6.04
HQ operations and net debts at parent level			(0.22)
Plus: Developing project(s)			
Luang Prabang (LPCL)	DCF	10.0%	1.68
Total			7.50

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Datang International Power	991 HK	China	9.6	7.3	9.4	8.8	0.6	0.5	8.7	8.5	8.1	8.9
Huadian Power	1071 HK	China	6.3	20.2	5.9	4.9	0.4	0.4	8.4	7.7	10.1	9.6
Huaneng Power	600011 CH	China	(29.0)	25.4	12.4	9.9	0.7	0.6	7.7	6.8	3.5	4.2
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	6.2	8.1	13.6	12.6	1.0	1.0	40.4	39.0	5.3	5.4
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	13.6	13.3	9.7	8.5	0.7	0.6	9.2	8.3	5.7	6.2
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	12.4	13.9	7.8	6.8	0.8	0.7	6.5	5.8	5.0	5.9
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	0.8	6.7	17.4	16.3	1.7	1.6	10.9	10.4	4.0	4.1
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	4.1	5.9	16.3	15.4	1.2	1.2	78.8	78.4	5.7	5.7
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(21.2)	18.7	8.4	7.1	0.5	0.4	7.5	6.7	5.9	6.9
Tata Power	TPWR IN	India	17.6	21.4	27.1	22.3	1.9	1.9	10.9	10.3	1.2	1.3
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	9.8	2.7	11.8	11.4	1.0	1.0	6.7	6.6	5.3	5.4
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(68.4)	na	107.5	30.7	0.6	0.6	12.6	11.4	5.3	4.5
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	44.7	3.6	12.6	12.2	0.5	0.5	10.3	10.2	5.0	6.0
Manila Electric	MER PM	Philippines	11.1	0.7	13.9	13.8	3.6	3.3	9.7	9.3	4.9	5.1
Absolute Clean Energy Pcl *	ACE TB	Thailand	18.8	84.4	27.0	14.6	3.9	3.3	21.1	11.8	1.5	3.4
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(13.2)	3.3	20.7	20.0	1.7	1.7	17.7	17.9	2.2	2.2
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	3.0	24.8	41.7	33.4	4.0	3.7	14.9	13.8	1.2	1.5
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	10.2	12.4	15.1	13.4	1.3	1.2	216.2	162.6	4.0	4.5
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	418.6	8.2	22.3	20.6	1.8	1.7	19.7	19.1	1.8	2.4
EA Pcl*	EA TB	Thailand	15.3	32.6	37.1	28.0	6.8	5.8	22.2	17.1	0.8	1.1
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	17.9	11.1	8.7	7.8	0.8	0.8	18.0	16.0	4.0	4.3
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	18.1	7.9	25.0	23.1	2.1	2.0	14.8	14.1	2.4	2.6
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	42.7	21.1	67.7	55.9	6.0	5.8	53.9	45.2	0.9	1.1
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	34.5	22.0	22.4	18.3	3.3	3.0	19.8	17.7	2.2	2.7
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	25.2	2.8	9.4	9.1	1.0	1.0	17.2	15.9	5.9	6.6
SPCG Pcl*	SPCG TB	Thailand	(8.1)	(19.9)	7.1	8.9	1.1	1.0	4.5	4.6	6.3	5.1
TPC Power Holding *	TPCH TB	Thailand	52.4	23.3	11.0	8.9	1.3	1.2	8.7	7.4	2.7	3.4
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	47.9	24.5	13.6	10.9	1.3	1.2	30.6	26.2	4.4	5.5
Average			25.0	15.1	21.5	16.2	1.8	1.7	25.3	21.7	4.1	4.5

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 18 Aug 2021 closing prices

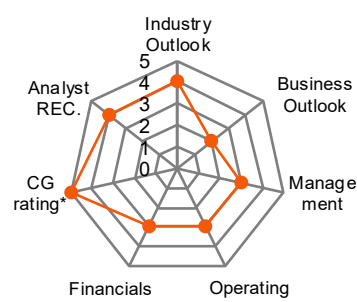
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน) (CKP) ถือหุ้น 75% โดย บริษัท ซี.การช่าง จำกัด (มหาชน) (CK) โครงสร้างธุรกิจของ CKP เป็นบริษัทโฮลดิ้งที่ลงทุนในบริษัทที่ผลิตและจำหน่ายไฟฟ้า ปัจจุบัน บริษัทฯ ลงทุน 7 โครงการโรงไฟฟ้า กำลังการผลิตรวม 810MW (สุทธิ) ประกอบด้วย 2 โครงการพลังงานลม 4 โครงการพลังงานแสงอาทิตย์ และ 2 โครงการพลังงานความร้อนร่วม โดย 5 โครงการ ดำเนินการแล้ว และโครงการน้ำจืด 2 สร้างส่วนแบ่งกำไรให้ CKP มากที่สุด แต่เราคาดว่าโครงการพลังงานน้ำไฮยิบรี จะให้ส่วนแบ่งกำไรมากที่สุดเมื่อเข้ามาในเดือนต.ค.19 กำลังการผลิตทั้งหมดการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทยเป็นผู้รับซื้อ

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * CG rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ได้เปรียบในการประมูลโครงการ เนื่องจากมี CK หนึ่งในผู้รับเหมารายใหญ่ในประเทศไทย เป็นผู้ถือหุ้น
- มีความเชี่ยวชาญในการดำเนินงานโรงไฟฟ้าพลังน้ำ
- มีประสบการณ์และความสัมพันธ์ที่ดี ซึ่งน่าจะช่วยบริษัทฯ ในการหาโครงการใหม่ในประเทศเพื่อนบ้าน

O — Opportunity

- แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย ปี 2018 มีเป้าหมายที่จะซื้อไฟฟ้าจากประเทศเพื่อนบ้านถึง 3GW ในช่วงปี 2018-37
- รัฐบาลยังส่งเสริมการใช้พลังงานทดแทน และมีจุดมุ่งหมายที่จะมีสัดส่วนพลังงานทดแทนเพิ่มขึ้นเป็น 25% จากปัจจุบัน 12%

W — Weakness

- ฐานเงินทุนมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับผู้ประกอบการ IPP รายใหญ่ในตลาด อาจจำเป็นต้องเพิ่มทุน ถ้า CKP เข้าประมูลโครงการขนาดใหญ่
- CKP อยู่ในรอบการลงทุนขนาดใหญ่ จนกว่าไฮยิบรีจะเสร็จสมบูรณ์ในปี 2019

T — Threat

- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นอาจทำให้ผลตอบแทนสำหรับโครงการใหม่ลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	6.55	7.50	15%
Net profit 21F (Bt m)	2,217	2,043	-8%
Net profit 22F (Bt m)	2,619	2,210	-16%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2021-22F ของเราต่ำกว่า Bloomberg consensus 8% และ 15% คาดเป็นเพราะเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อสมมติฐานปริมาณไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำในปีหน้า
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 15% ซึ่งอาจเป็นเพราะเรารวมมูลค่าของโครงการหลวงพระบางเข้าในมูลค่ายุติธรรมของเราแล้ว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญต่อประมาณการของเราคือปริมาณน้ำในลาวและแม่น้ำโขง ซึ่งจะกระทบปริมาณการผลิตไฟฟ้าของ NN-2 และ XPCL
- หากอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่เราคาดจะเป็นอีกความเสี่ยงหนึ่งต่อประมาณการของเรา
- การดำเนินงานเชิงพาณิชย์ที่ช้ากว่าคาด และอัตราผลตอบแทนจากโครงการหลวงพระบางจะเป็นความเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	8,377	6,695	8,642	8,821	8,923
Cost of sales	6,577	5,990	6,414	6,551	6,565
Gross profit	1,800	705	2,227	2,270	2,358
% gross margin	21.5%	10.5%	25.8%	25.7%	26.4%
Selling & administration expenses	442	428	513	550	562
Operating profit	1,358	277	1,715	1,720	1,796
% operating margin	16.2%	4.1%	19.8%	19.5%	20.1%
Depreciation & amortization	1,518	1,561	1,615	1,630	1,640
EBITDA	2,875	1,838	3,330	3,350	3,436
% EBITDA margin	34.3%	27.5%	38.5%	38.0%	38.5%
Non-operating income	463	482	473	411	411
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,105)	(996)	(1,088)	(1,018)	(929)
Pre-tax profit	716	(236)	1,100	1,113	1,278
Income tax	12	(16)	35	72	121
After-tax profit	704	(221)	1,065	1,041	1,156
% net margin	8.4%	-3.3%	12.3%	11.8%	13.0%
Shares in affiliates' Earnings	(122)	407	1,639	1,848	1,770
Minority interests	(336)	207	(661)	(679)	(719)
Extraordinary items	523	11	0	0	0
NET PROFIT	769	405	2,043	2,210	2,207
Normalized profit	246	394	2,043	2,210	2,207
EPS (Bt)	0.1	0.0	0.3	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3

Earnings lifted to new
normalized base as XPCL
running at full potential

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	6,606	10,566	7,094	7,134	7,156
Cash & cash equivalent	4,909	8,901	5,002	5,002	5,002
Account receivables	1,292	1,054	1,361	1,389	1,405
Inventories	61	61	65	67	67
Others	344	551	666	676	683
Investments & loans	19,601	20,069	21,428	22,788	26,866
Net fixed assets	9,247	8,919	8,671	8,417	8,163
Other assets	28,737	27,484	26,654	25,814	24,964
Total assets	64,191	67,038	63,846	64,152	67,149
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,394	6,275	5,314	5,041	5,283
Account payables	690	620	664	678	680
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	2,622	5,544	4,549	4,257	4,499
Others current liabilities	81	111	101	106	104
Total LT debt	24,888	24,961	20,480	19,164	20,256
Others LT liabilities	362	764	862	828	779
Total liabilities	28,644	32,000	26,655	25,033	26,318
Minority interest	11,998	11,264	11,925	12,604	13,323
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	8,129	8,129	8,129	8,129	8,129
Share premium	13,319	13,319	13,319	13,319	13,319
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	329	373	373	373	373
Retained earnings	1,771	1,953	3,445	4,694	5,686
Shareholders' equity	23,549	23,774	25,266	26,515	27,508
Liabilities & equity	64,191	67,038	63,846	64,152	67,149

Healthy balance sheet for
new round of investment

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	716	(236)	1,100	1,113	1,278
Tax paid	(22)	18	(35)	(72)	(121)
Depreciation & amortization	1,518	1,561	1,615	1,630	1,640
Chg In working capital	(164)	168	(267)	(15)	(15)
Chg In other CA & CL / minorities	(1,528)	(287)	1,514	1,843	1,762
Cash flow from operations	520	1,224	3,927	4,499	4,544
Capex	(211)	(115)	(200)	(200)	(200)
Right of use	0	(423)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(87)	(66)	0	0	0
LT loans & investments	(7,092)	(468)	(1,359)	(1,359)	(4,078)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	4,761	1,014	(189)	(321)	(335)
Cash flow from investments	(2,631)	(59)	(1,798)	(1,930)	(4,663)
Debt financing	(2,168)	3,005	(5,477)	(1,608)	1,334
Capital increase	4,556	0	0	0	0
Dividends paid	(886)	(774)	(551)	(961)	(1,215)
Warrants & other surplus	776	595	0	0	0
Cash flow from financing	2,278	2,827	(6,028)	(2,569)	119
Free cash flow	309	1,109	3,727	4,299	4,344

*Strong cash flow streams
from two hydropower
projects*

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	176.8	115.6	22.3	20.6	20.6
Normalized PE - at target price (x)	236.8	154.8	29.8	27.6	27.6
PE (x)	56.6	112.5	22.3	20.6	20.6
PE - at target price (x)	75.9	150.7	29.8	27.6	27.6
EV/EBITDA (x)	23.0	36.5	19.7	19.1	19.0
EV/EBITDA - at target price (x)	28.1	44.9	24.3	23.7	23.5
P/BV (x)	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7
P/BV - at target price (x)	2.6	2.6	2.4	2.3	2.2
P/CFO (x)	83.7	37.2	11.6	10.1	10.0
Price/sales (x)	5.4	6.8	5.3	5.2	5.1
Dividend yield (%)	0.5	0.6	1.8	2.4	2.9
FCF Yield (%)	0.7	2.4	8.2	9.4	9.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
EPS	0.1	0.0	0.3	0.3	0.3
DPS	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
BV/share	2.9	2.9	3.1	3.3	3.4
CFO/share	0.1	0.2	0.5	0.6	0.6
FCF/share	0.0	0.1	0.5	0.5	0.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Rising dividend yield
from growing free cash
flow from Xayaburi*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(7.6)	(20.1)	29.1	2.1	1.2
Net profit (%)	28.3	(47.4)	404.7	8.2	(0.1)
EPS (%)	22.7	(49.6)	404.7	8.2	(0.1)
Normalized profit (%)	(58.7)	59.9	418.6	8.2	(0.1)
Normalized EPS (%)	(60.5)	53.0	418.6	8.2	(0.1)
Dividend payout ratio (%)	31.7	70.3	40.0	50.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.5	10.5	25.8	25.7	26.4
Operating margin (%)	16.2	4.1	19.8	19.5	20.1
EBITDA margin (%)	34.3	27.5	38.5	38.0	38.5
Net margin (%)	8.4	(3.3)	12.3	11.8	13.0
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	0.4	0.6	3.1	3.5	3.4
ROE - using norm profit (%)	1.2	1.7	8.3	8.5	8.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.4	na	4.3	4.0	4.3
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	21.7	na	25.3	24.2	24.7
- leverage (x)	3.0	2.8	2.7	2.5	2.4
- interest burden (%)	39.3	(31.1)	50.3	52.2	57.9
- tax burden (%)	98.3	na	96.8	93.5	90.5
WACC (%)	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
ROIC (%)	3.1	0.6	3.7	3.6	3.6
NOPAT (Bt m)	1,334	277	1,660	1,608	1,625
invested capital (Bt m)	46,150	45,379	45,293	44,935	47,261

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประเมินราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 91 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGR16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DOHO16C2111A, DTAC16C2112A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2112A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2112A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TQM16C2108A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASCO, TOP, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอศิณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิजारุน, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุลชล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัตร Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพร Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th