

BUY (Unchanged)

TP: Bt 16.00

(From: Bt 18.50)

Change in Numbers

Upside : 20.3%

31 MAY 2021

# TPC Power Holding Pcl (TPCH TB)

## ปัจจัยการเติบโตใกล้เข้ามา

เราคาดว่า TPCH จะได้ส่วนแบ่ง 10% จากการประมูลสัญญาซื้อขายไฟฟ้าภายใต้โครงการ "โรงไฟฟ้าชุมชน" รวม 150MW ในปีนี้ ซึ่งตอนการยื่นขอประมูลทั้งหมดผ่านไปเรียบร้อยแล้ว และคาดว่าประกาศผลในเดือนสิงหาคม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" TPCH แม้ปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 16 บาท



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9107

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

### จะทราบผลประมูลในระยะใกล้นี้

เรามองว่า TPCH เป็นผู้ได้ประโยชน์มากที่สุดจากเงื่อนไขการประมูลโรงไฟฟ้าชีวมวล-ชีวภาพภายใต้โครงการ "โรงไฟฟ้าชุมชนเพื่อเศรษฐกิจฐานราก" (CPGE) ของรัฐบาลที่ถูกปรับปรุงมาใหม่เป็นการประมูลสำหรับกำลังการผลิตรวม 150MW ในปีนี้ ซึ่งบริษัทต่างๆ ได้ยื่นขอประมูลไปเป็นที่เรียบร้อยแล้ว สำหรับ TPCH ซึ่งมีกำลังการผลิตโรงไฟฟ้าชีวมวลในมืออยู่แล้ว 72MW จึงมีความสามารถในการแข่งขันที่แข็งแกร่งในด้านการจัดหาวัตถุดิบเชื้อเพลิง เราจึงคาดว่าจะชนะส่วนแบ่ง 10% จากการประมูล 150MW ครั้งนี้ หรือคิดเป็นกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 16MW ผลการประมูลมีกำหนดที่จะประกาศให้ทราบในเดือนสิงหาคมนี้ ซึ่งตัวโรงไฟฟ้าน่าจะใช้เวลาในการก่อสร้างอีก 1.5 ปี กำลังการผลิตใหม่ภายใต้สมมติฐานของเราจะทำให้กำลังการผลิตรวมของ TPCH เพิ่มขึ้น 22%

### มีแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่ดี ...

เราคาดว่ากำไรของ TPCH จะเติบโต 52% ในปี 2021F โดยได้หนุนจาก capacity factor ที่เพิ่มขึ้นของ 4 โรงไฟฟ้าชีวมวล (PTG, TPCH-1, 2 และ 5) ที่เริ่มดำเนินการในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา ณ สิ้นปี 2019 TPCH มีกำลังการผลิต 35MW และเพิ่มเข้ามาอีก 24MW และ 6MW ในปี 2020 และ 1Q21 ดังนั้นปี 2021F จึงจะเป็นการรับรู้ผลกำไรจากกำลังการผลิตเหล่านั้นเต็มปี โรงไฟฟ้า PTG (14MW) แม้จะเริ่ม COD ตั้งแต่ 2Q20 แต่ยังมีผลขาดทุนในปี 2020 เนื่องจากกระบวนการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตที่ช้ากว่าปกติ แต่เราเชื่อว่าโรงไฟฟ้า PTG จะเริ่มมีกำไรในปีนี้ ส่วนโรงไฟฟ้าในโครงการ 'TPCH' ที่เริ่มดำเนินการใน 4Q20 จะสร้างกำไรเต็มปีในปีนี้ และเราคาด EPS เติบโตอีก 23% ในปี 2022F โดยได้แรงหนุนจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นของโรงไฟฟ้าเหล่านี้จาก 70% ในปี 2021F เป็น 85% ในปี 2022F และการทยอยเปิดโรงไฟฟ้าใหม่อีก 7MW

### ...แม้จะปรับลดประมาณการกำไร

อัตราการเติบโตของกำไรดังกล่าวได้สะท้อนการปรับลดประมาณการกำไรของเราลง 33% และ 18% ในปี 2021-22F ไปแล้ว โดยการปรับลดกำไรมีสาเหตุที่หนึ่งมาจากการเปิดประมูลโครงการ CPGE ของรัฐบาลที่ช้ากว่าที่คาดไว้ และแต่ละโรงยังมีขนาดที่เล็กลงจาก 10MW เป็น 6MW อีกด้วย ดังนั้นเราจึงปรับลดสมมติฐานกำลังการผลิตใหม่ของเราสำหรับ TPCH ลงจาก 25MW เป็น 14MW อีกปัจจัยของการปรับลดสมมติฐานของเรา มาจากกระบวนการเพิ่มการผลิตที่ช้ากว่าที่คาดไว้ของ 4 โรงไฟฟ้าใหม่ที่เริ่มดำเนินงานในปีที่แล้ว จากการปรับลดกำไรและสมมติฐานกำลังการผลิตใหม่ของเรา ทำให้ราคาเป้าหมาย DCF ปี 2021F ของเราลดลงเหลือ 16 บาท (จาก 18.5 บาท) อย่างไรก็ตาม ด้วยการเติบโตของกำไรที่ดี และมีปัจจัยหนุนในระยะสั้นจากการประมูล เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" TPCH

### มูลค่าที่น่าสนใจ

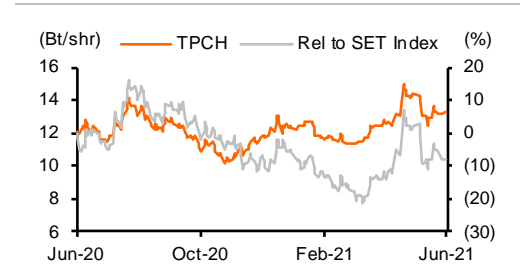
TPCH ซื้อขายที่ valuation ที่น่าสนใจที่ PE ที่ 14 เท่า ในปี 2021F และจะลดลงเหลือ 11 เท่า ในปี 2022F จาก EPS ที่เติบโตเฉลี่ย 30% ต่อปีในปี 2020-23F โดย PE นี้เทียบเป็น -1STD ของช่วงการซื้อขายย้อนหลังห้าปี เรายังไม่รวมการประมูลในอนาคตภายใต้โครงการ CPGE (กำลังการผลิตรวมสำหรับทั้งโครงการคาดว่าจะอยู่ที่ 1.9GW) และเป้าหมายของ TPCH ในการทำดีล M&A รวม 50MW ในประมาณการของเรา

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,777	2,545	2,834	2,996
Net profit	251	382	471	549
Consensus NP	—	526	633	632
Diff frm cons (%)	—	(27.2)	(25.5)	(13.1)
Norm profit	251	382	471	549
Prev. Norm profit	—	571	577	529
Chg frm prev (%)	—	(33.0)	(18.3)	3.8
Norm EPS (Bt)	0.6	1.0	1.2	1.4
Norm EPS grw (%)	(30.2)	52.4	23.3	16.4
Norm PE (x)	21.3	14.0	11.3	9.7
EV/EBITDA (x)	12.7	9.7	8.3	7.3
P/BV (x)	1.8	1.6	1.5	1.3
Div yield (%)	1.5	2.1	2.6	3.1
ROE (%)	8.7	12.3	13.8	14.5
Net D/E (%)	93.5	117.5	100.8	79.0

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 31-May-21 (Bt)	13.30
Market Cap (US\$ m)	170.9
Listed Shares (m shares)	401.2
Free Float (%)	57.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.5
12M Price H/L (Bt)	15.00/10.20
Sector	Utilities
Major Shareholder	Thai Polycons Pcl 41.26%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

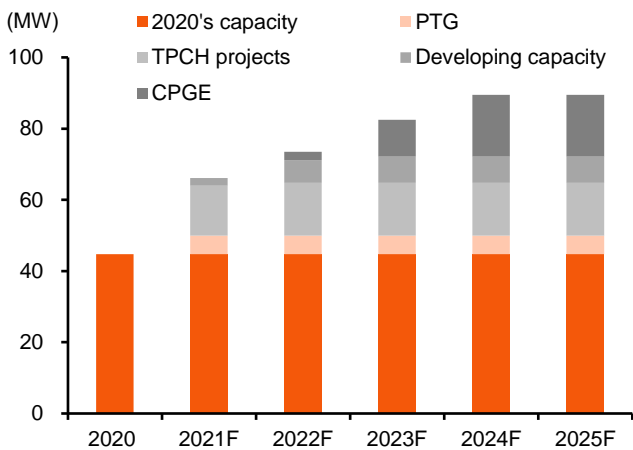


**Ex 1: Revised 'Community Power Plant For Grassroot Economy' Scheme**

	Biomass	Biogas
Feedstocks	Parawood, Palm trees, coconut cask, Husk	Waste water, molasses, cassava, napier grass
Available capacity (MW)	75.0	75.0
Benchmark tariff (Bt/kWh)	4.26	4.73
Investment cost (Bt m/MW)*	70 - 80	80 - 90
Bidding submission	27 - 30 April 2021	
Announcement of qualified candidates	2 July 2021	
Announcement of final results	26 August 2021	
Deadline for project COD	24 December 2024	

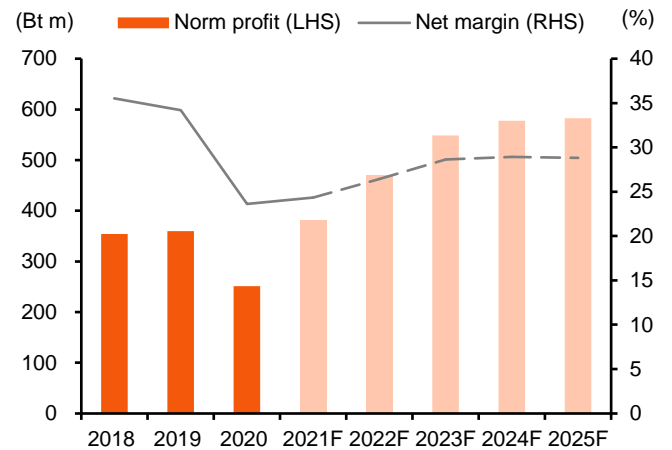
Source: Office of Energy Regulatory Commission (ERC), Thanachart estimate\*

**Ex 2: Pro Rata Capacity Projection**



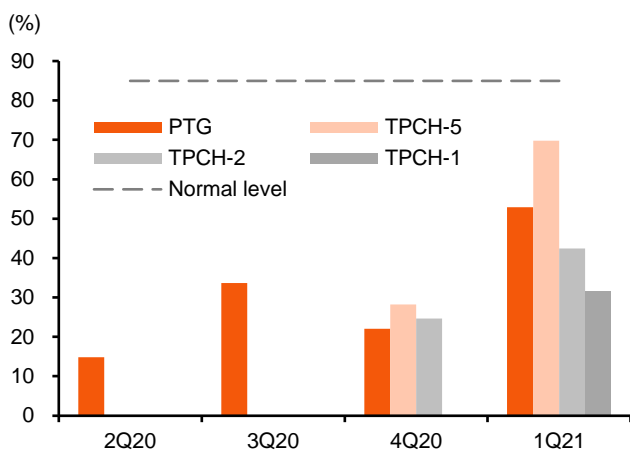
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Strong Earnings Growth Trend**



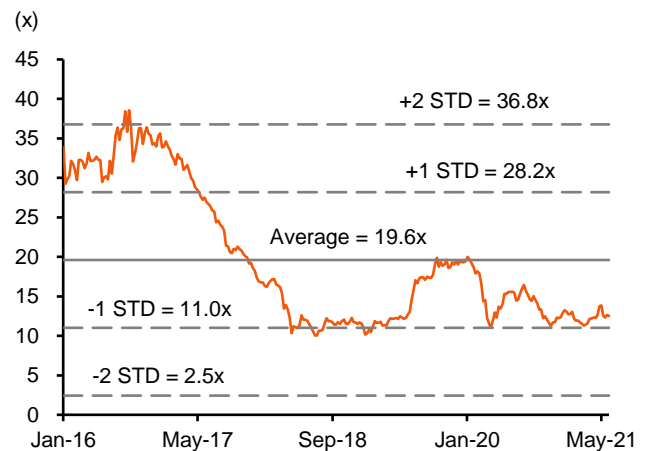
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: Utilization Rates Of Its New Plants**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: Five-Year Historical Trading PE Range**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 6: Our SOTP-derived TP Calculation**

Projects	Valuation method	WACC (%)	Value (Bt/share)
CRB	DCF	6.7%	1.5
TSG	DCF	6.7%	1.9
MWE	DCF	6.7%	1.4
PGP	DCF	6.7%	1.6
SGP	DCF	6.7%	0.9
PTG-1	DCF	6.7%	3.0
TPCH1,2,5	DCF	6.7%	1.8
PBB, PBM	DCF	6.7%	0.3
<b>Subtotal</b>			<b>12.5</b>
<b>Plus: Associates</b>			
MGP	DCF	6.7%	0.8
SP	DCF	6.7%	0.7
<b>Subtotal</b>			<b>1.5</b>
<b>Plus: Potential</b>			
14MW biomass power plants			2.0
<b>Total</b>			<b>16.0</b>

Sources: 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	28.0	6.3	7.8	7.4	0.5	0.5	9.0	8.8	7.3	7.7
Huadian Power	1071 HK	China	(17.3)	23.8	7.6	6.2	0.4	0.3	8.6	7.9	8.2	9.6
Huaneng Power	600011 CH	China	(9.3)	17.6	9.6	8.2	0.7	0.6	8.3	7.5	3.8	4.4
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	9.7	2.1	13.4	13.1	1.0	1.0	41.2	40.2	5.2	5.2
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	7.6	14.1	9.2	8.0	0.6	0.6	9.4	8.3	6.0	6.3
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	18.0	13.1	4.9	4.4	0.5	0.5	5.6	5.1	7.9	8.9
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	6.9	4.6	16.5	15.7	1.7	1.6	10.8	10.1	4.0	4.1
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	5.5	1.9	15.5	15.2	1.2	1.2	73.8	73.9	5.9	5.9
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(8.5)	16.6	6.8	5.8	0.5	0.4	8.2	7.4	6.5	7.7
Tata Power	TPWR IN	India	17.6	21.5	22.1	18.2	1.5	1.5	9.3	8.9	1.4	1.4
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	11.2	3.2	11.7	11.3	1.0	1.0	6.6	6.5	5.4	5.6
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(73.7)	na	134.0	30.5	0.6	0.6	12.5	11.4	5.1	4.3
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	44.7	7.3	13.0	12.1	0.5	0.5	10.4	10.3	4.8	6.0
Manila Electric	MER PM	Philippines	11.2	(0.3)	13.8	13.9	3.5	3.2	9.2	9.1	5.0	5.1
Absolute Clean Energy Pcl *	ACE TB	Thailand	18.8	84.4	23.8	12.9	3.4	2.9	19.0	10.8	1.7	3.9
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(14.3)	3.4	20.5	19.9	1.5	1.4	16.6	17.6	2.3	2.3
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	20.2	23.0	35.9	29.2	3.9	3.7	14.9	13.5	1.4	1.7
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	10.2	12.4	15.9	14.1	1.4	1.3	225.6	169.5	3.8	4.3
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	401.7	5.8	22.6	21.4	1.8	1.7	15.2	15.7	1.8	2.3
EA Pcl*	EA TB	Thailand	15.3	32.6	38.0	28.7	7.0	5.9	22.6	17.4	0.8	1.0
Electricity Generating Pcl *	EGCO TB	Thailand	22.6	9.6	8.3	7.5	0.8	0.7	16.0	14.1	3.9	4.0
Global Power Synergy Pcl *	GPSC TB	Thailand	18.1	7.9	23.2	21.5	1.9	1.9	14.0	13.4	2.6	2.8
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	42.7	21.1	59.4	49.0	5.3	5.1	48.7	41.2	1.0	1.2
Gunkul Engineering Pcl *	GUNKUL TB	Thailand	34.5	22.0	16.5	13.5	2.4	2.2	16.2	14.4	3.0	3.7
RATCH Group Pcl *	RATCH TB	Thailand	26.6	5.7	10.8	10.2	1.1	1.1	16.7	15.9	5.6	5.9
SPCG Pcl*	SPCG TB	Thailand	(8.1)	(19.9)	7.8	9.7	1.2	1.1	5.0	5.1	5.8	4.6
TPC Power Holding Pcl *	TPCH TB	Thailand	52.4	23.3	14.0	11.3	1.6	1.5	9.7	8.3	2.1	2.6
WHA Utilities & Power Pcl *	WHAUP TB	Thailand	47.9	24.5	14.6	11.7	1.4	1.3	32.0	27.3	4.1	5.1
<b>Average</b>			<b>26.4</b>	<b>14.4</b>	<b>21.3</b>	<b>15.4</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>24.8</b>	<b>21.4</b>	<b>4.2</b>	<b>4.6</b>

Sources: Bloomberg, \* Thanachart estimates

Based on 31 May 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

TPCH เป็นบริษัทโฮลดิ้ง ซึ่งได้ทำสัญญาดำเนินการโรงไฟฟ้าชีวมวลและโรงไฟฟ้าพลังงานขยะ (WTE) ที่จำหน่ายไฟฟ้าให้กับการไฟฟ้าส่วนภูมิภาคแห่งประเทศไทย (กฟภ.) และการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) กลุ่มธุรกิจของ TPCH คือการสร้างความร่วมมือกับเจ้าของวัตถุดิบ ในขณะที่ได้รับประสบการณ์ในการดำเนินการโรงไฟฟ้าชีวมวลจากผู้ประกอบการมืออาชีพบริษัทว่าจ้าง บริษัทฯ มีกำลังการผลิตสุทธิ 72MW - 65MW ของโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการอยู่ และ 7MW ที่อยู่ภายใต้การพัฒนา

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

- มีทักษะในการก่อสร้างโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวล ผ่าน TPOLY ซึ่งเป็นบริษัทแม่
- เป็นที่รู้จักกันดีในจังหวัดทางภาคใต้ ซึ่งทำให้ทราบเจ้าของ/ตัวแทนแหล่งวัตถุดิบ มากกว่าคู่แข่ง

## O — Opportunity

- โรงไฟฟ้าชีวมวลได้รับการส่งเสริมจากรัฐบาลไทยให้เป็นแหล่งผลิตไฟฟ้าใหม่ของประเทศ โดยคาดว่าจะมีกำลังการผลิต 1.9GW ในอีก 10 ปีข้างหน้า

## W — Weakness

- ไม่มีวัตถุดิบ จึงต้องพึ่งพาซัพพลายเออร์หรือลูกค้า
- โรงไฟฟ้าส่วนใหญ่กระจุกตัวอยู่ในภาคใต้ของประเทศไทย ดังนั้นสภาพธรรมชาติที่ไม่เอื้ออำนวยใด ๆ อาจทำให้วัตถุดิบทางการเกษตรขาดแคลน

## T — Threat

- การพัฒนาของอุตสาหกรรมเชื้อเพลิงชีวมวลอัดเม็ด (wood pellets) อาจทำให้ราคาวัตถุดิบมีความผันผวน
- การเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาลในด้านเกษตรอาจมีผลต่อการปลูกของไม้เศรษฐกิจลดลงในระยะยาว

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	15.80	16.00	1%
Net profit 21F (Bt m)	526	382	-27%
Net profit 22F (Bt m)	633	471	-25%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 1	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเรต่ำกว่าของตลาด 25-27% ซึ่งเป็นไปได้ว่าเรากำลังพิจารณาผลการดำเนินงานที่อ่อนแอในช่วงสองสามไตรมาสที่ผ่านมาในประมาณการของเรา
- อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเราสอดคล้องกับของตลาด เนื่องจากเราเชื่อว่าผลกระทบจากการดำเนินงานที่อ่อนแอจะเกิดเพียงระยะสั้น

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากโครงการดำเนินการล่าช้าไปจากสมมติฐานของเรา
- หากโรงไฟฟ้ามีการผลิตไฟฟ้าน้อยกว่าคาด เนื่องจากการซ่อมบำรุงที่นานกว่าที่เราคาด
- หากบริษัทฯ ได้กำลังการผลิตใหม่น้อยกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการมูลค่าของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

*Earnings turnaround in 2021F after weak operations last year*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,642	1,777	2,545	2,834	2,996
Cost of sales	891	1,159	1,645	1,783	1,842
<b>Gross profit</b>	<b>751</b>	<b>618</b>	<b>900</b>	<b>1,052</b>	<b>1,154</b>
% gross margin	45.7%	34.8%	35.4%	37.1%	38.5%
Selling & administration expenses	124	122	166	178	185
<b>Operating profit</b>	<b>627</b>	<b>496</b>	<b>733</b>	<b>874</b>	<b>969</b>
% operating margin	38.2%	27.9%	28.8%	30.8%	32.3%
Depreciation & amortization	161	222	372	403	415
<b>EBITDA</b>	<b>788</b>	<b>719</b>	<b>1,105</b>	<b>1,277</b>	<b>1,384</b>
% EBITDA margin	48.0%	40.4%	43.4%	45.1%	46.2%
Non-operating income	14	12	5	6	6
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(79)	(88)	(118)	(129)	(115)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>562</b>	<b>420</b>	<b>620</b>	<b>750</b>	<b>860</b>
Income tax	0	1	1	1	2
<b>After-tax profit</b>	<b>562</b>	<b>420</b>	<b>619</b>	<b>749</b>	<b>858</b>
% net margin	34.2%	23.6%	24.3%	26.4%	28.6%
Shares in affiliates' Earnings	14	6	14	22	34
Minority interests	(216)	(175)	(251)	(300)	(343)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>360</b>	<b>251</b>	<b>382</b>	<b>471</b>	<b>549</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>360</b>	<b>251</b>	<b>382</b>	<b>471</b>	<b>549</b>
EPS (Bt)	0.9	0.6	1.0	1.2	1.4
Normalized EPS (Bt)	0.9	0.6	1.0	1.2	1.4

## BALANCE SHEET

*Low gearing despite having a heavy investment year in 2020*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	1,095	823	1,302	1,568	1,882
Cash & cash equivalent	150	44	150	300	550
Account receivables	518	570	837	932	985
Inventories	12	34	45	49	50
Others	416	174	270	287	297
Investments & loans	484	469	469	469	469
Net fixed assets	6,071	7,216	8,978	9,551	9,637
Other assets	171	180	257	279	291
<b>Total assets</b>	<b>7,822</b>	<b>8,688</b>	<b>11,006</b>	<b>11,868</b>	<b>12,280</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	1,079	1,592	1,922	2,114	2,032
Account payables	268	505	676	733	757
Bank overdraft & ST loans	202	253	277	279	263
Current LT debt	544	547	790	794	750
Others current liabilities	64	287	179	309	262
<b>Total LT debt</b>	<b>2,865</b>	<b>3,030</b>	<b>4,474</b>	<b>4,499</b>	<b>4,252</b>
Others LT liabilities	170	16	23	25	27
<b>Total liabilities</b>	<b>4,114</b>	<b>4,638</b>	<b>6,419</b>	<b>6,638</b>	<b>6,312</b>
Minority interest	906	1,083	1,334	1,633	1,976
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	401	401	401	401	401
Share premium	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	33	32	32	32	32
<b>Retained earnings</b>	<b>1,113</b>	<b>1,280</b>	<b>1,565</b>	<b>1,908</b>	<b>2,304</b>
Shareholders' equity	2,801	2,967	3,253	3,596	3,992
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>7,822</b>	<b>8,688</b>	<b>11,006</b>	<b>11,868</b>	<b>12,280</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	562	420	620	750	860
Tax paid	(0)	(1)	(1)	(1)	(2)
Depreciation & amortization	161	222	372	403	415
Chg In working capital	(254)	161	(106)	(43)	(30)
Chg In other CA & CL / minorities	169	321	(185)	135	(24)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>639</b>	<b>1,124</b>	<b>701</b>	<b>1,245</b>	<b>1,219</b>
Capex	(2,000)	(1,358)	(2,130)	(973)	(495)
Right of use	0	(62)	(20)	(5)	(5)
ST loans & investments	(217)	152	(5)	0	0
LT loans & investments	5	14	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	108	(111)	(53)	(19)	(11)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(2,103)</b>	<b>(1,365)</b>	<b>(2,208)</b>	<b>(997)</b>	<b>(511)</b>
Debt financing	1,434	219	1,711	30	(305)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(59)	(85)	(97)	(128)	(153)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>1,375</b>	<b>135</b>	<b>1,614</b>	<b>(98)</b>	<b>(458)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(1,361)</b>	<b>(234)</b>	<b>(1,429)</b>	<b>272</b>	<b>724</b>

*We expect stronger cash flows as most projects have begun operations*

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	14.8	21.3	14.0	11.3	9.7
Normalized PE - at target price (x)	17.9	25.6	16.8	13.6	11.7
PE (x)	14.8	21.3	14.0	11.3	9.7
PE - at target price (x)	17.9	25.6	16.8	13.6	11.7
EV/EBITDA (x)	11.2	12.7	9.7	8.3	7.3
EV/EBITDA - at target price (x)	12.5	14.2	10.7	9.2	8.0
P/BV (x)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.3
P/BV - at target price (x)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6
P/CFO (x)	8.4	4.7	7.6	4.3	4.4
Price/sales (x)	3.2	3.0	2.1	1.9	1.8
Dividend yield (%)	1.6	1.5	2.1	2.6	3.1
FCF Yield (%)	(25.5)	(4.4)	(26.8)	5.1	13.6
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.9	0.6	1.0	1.2	1.4
EPS	0.9	0.6	1.0	1.2	1.4
DPS	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
BV/share	7.0	7.4	8.1	9.0	9.9
CFO/share	1.6	2.8	1.7	3.1	3.0
FCF/share	(3.4)	(0.6)	(3.6)	0.7	1.8

*Attractive PE multiple in our view, given its strong earnings growth trend*

Sources: Company data, Thanachart estimates

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	5.2	8.2	43.2	11.4	5.7
Net profit (%)	1.6	(30.2)	52.4	23.3	16.4
EPS (%)	1.6	(30.2)	52.4	23.3	16.4
Normalized profit (%)	1.6	(30.2)	52.4	23.3	16.4
Normalized EPS (%)	1.6	(30.2)	52.4	23.3	16.4
Dividend payout ratio (%)	23.1	31.7	30.0	30.0	30.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	45.7	34.8	35.4	37.1	38.5
Operating margin (%)	38.2	27.9	28.8	30.8	32.3
EBITDA margin (%)	48.0	40.4	43.4	45.1	46.2
Net margin (%)	34.2	23.6	24.3	26.4	28.6
D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.9	1.2	1.1	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.9	1.2	1.0	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	8.0	5.7	6.2	6.8	8.4
Interest coverage - EBITDA (x)	10.0	8.2	9.4	9.9	12.0
ROA - using norm profit (%)	5.2	3.0	3.9	4.1	4.5
ROE - using norm profit (%)	13.6	8.7	12.3	13.8	14.5
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	21.2	14.5	19.9	21.9	22.6
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
- operating margin (%)	39.0	28.6	29.0	31.0	32.5
- leverage (x)	2.6	2.9	3.2	3.3	3.2
- interest burden (%)	87.7	82.7	84.0	85.3	88.2
- tax burden (%)	99.9	99.8	99.8	99.8	99.8
WACC (%)	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
ROIC (%)	14.1	7.9	10.8	10.1	10.9
NOPAT (Bt m)	627	495	732	872	967
invested capital (Bt m)	6,263	6,754	8,644	8,867	8,708

Sources: Company data, Thanachart estimates



## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 64 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, AOT16C2106A, BAM16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2109A, BDMS16C2107A, BH16C2109A, BPP16C2106A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KCE16C2106A, KTC16C2106A, MINT16C2109A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2108A, PTTG16C2108A, RS16C2109A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2109A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2109A, TASC16C2107A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BH, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, DELTA, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASC, TQM), และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทนชนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททนชนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททนชนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทนชนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมอศิริวิไลซ์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิวิณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเพนธ์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเพนธ์ 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 นิจารุณ, CFA  
Tel: 662-779-9199  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลิงงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ  
จักร เรื่องสินภิญญา  
Tel: 662-779-9104  
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร  
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
Tel: 662-483-8296  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ  
พัทธดนย์ บุญนา  
Tel: 662-483-8298  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย  
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
Tel: 662-779-9109  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเทิง  
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ  
Tel: 662-483-8297  
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน  
สรัชดา สรทรง  
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 อรุโณทัย  
Tel: 662-779-9113  
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน  
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA  
Tel: 662-779-9120  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค  
ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ  
Tel: 662-779-9105  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค  
วิชพันธ์ ธรรมบำรุง  
Tel: 662-779-9123  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน  
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล  
Tel: 662-483-8304  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ  
สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์  
Tel: 662-483-8303  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล  
ลาภินี ทิพยมณฑล  
Tel: 662-779-9115  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

มณฤดี เพชรแสงใสกุล  
Tel: 662-779-9108  
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลชล  
Tel: 662-779-9118  
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์  
Tel: 662-779-9114  
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต  
Tel: 662-779-9117  
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี  
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