

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 5.75

Upside : 20.8%

(From: Bt 3.30)

17 SEPTEMBER 2021

Small Cap Research

Gunkul Engineering Pcl (GUNKUL TB)

ตัวเลือกการลงทุนในธุรกิจกัญชา

เราเลือก GUNKUL เป็นหุ้นที่ดีที่สุดเพื่อการลงทุนในธุรกิจกัญชา จากการควบคุมการผลิตเองตั้งแต่การปลูกถึงโรงงานสกัด ซึ่งเรามองว่าจะช่วยลดความเสี่ยงการดำเนินงานได้ และทำให้กำไรเติบโตเฉลี่ยปีละ 30% ในช่วงปี 2022-24F เราปรับราคาเป้าหมายเป็น 5.75 บาท และคงคำแนะนำ "ซื้อ"



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

รวมมูลค่าเพิ่มจากธุรกิจกัญชา

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" GUNKUL หลังปรับราคาเป้าหมายเป็น 5.75 บาท (จาก 3.3 บาท) จากการปรับมาใช้ปีฐาน 2022F และปัจจัยบวกของการเติบโตจากธุรกิจใหม่เกี่ยวกับกัญชา และธุรกิจดั้งเดิมด้านการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนและธุรกิจก่อสร้าง มูลค่าพื้นฐานของเราแบ่งได้เป็น 1.5 บาทต่อหุ้นจากธุรกิจกัญชา 4.0 บาทจากธุรกิจเดิม และ 0.25 บาทจากโอกาสในการทำ M&A เราชอบธุรกิจกัญชาของ GUNKUL เนื่องจาก 1) เราคาดความต้องการผลิตกัญชาในประเทศไทยจะเติบโตดี และมองว่า GUNKUL จะเป็นผู้ที่ได้ประโยชน์มากที่สุด โดยคาดกำไรจากธุรกิจนี้จะมีส่วนถึง 40% ของกำไรปี 2023-25F 2) เราชอบที่ GUNKUL สามารถควบคุมทุกกระบวนการผลิตได้ด้วยตนเอง เพราะเลือกลงทุนเองตั้งแต่หน่วยการปลูกไปจนถึงการสกัด CBD ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงในสายการผลิตได้อย่างมาก 3) ในฐานะเป็นผู้ประกอบแบบครบวงจรรายแรก และมีความได้เปรียบด้านการประหยัดต่อขนาด เราการลงทุนนี้จะคืนทุนในเวลาเพียงสองปี ก่อนจะมีการอนุญาตให้นำเข้า CBD ได้ในปี 2025

แผนการผลิตกัญชา

GUNKUL จะใช้พื้นที่ 200 ไร่ในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมของตัวเองที่ไม่ได้มีการใช้ประโยชน์ในปัจจุบันมาทำธุรกิจกัญชา โดยกำลังสร้างเรือนกระจกสำหรับการปลูก และโรงงานสกัด CBD ตั้งเป้าจะเริ่มการผลิตเชิงพาณิชย์ได้ใน 1H22 ก่อนที่จะขยายจนเต็มพื้นที่ในปี 2023 การปลดล็อกธุรกิจกัญชาให้ถูกกฎหมายในประเทศไทยเริ่มตั้งแต่ในเดือนมกราคม แต่มีการออกใบอนุญาตให้ผู้ประกอบการไปเพียงไม่กี่ราย โดยทาง GUNKUL คาดจะได้รับใบอนุญาตการปลูกกัญชา และการสกัด CBD ในช่วง 4Q21-1Q22 เราคาดกำไรจากธุรกิจกัญชาที่ 1.5-1.8 พันลบ. ในปี 2023-25F

ธุรกิจเดิมยังเติบโตต่อเนื่อง

นอกจากธุรกิจกัญชาแล้ว เราคาดกำไรจากธุรกิจเดิมของ GUNKUL จะยังเติบโตได้ 5-13% ในปี 2022-23F โดยเราใช้สมมติฐานว่า GUNKUL จะสามารถขยายกำลังการผลิตได้ตามเป้าหมายของบริษัทที่ 1,000MW ในปี 2024F (จากปัจจุบัน 641MW) จากการพัฒนาโครงการโซลาร์ฟาร์มที่ 50MW ต่อปีภายใต้สัญญา PPA กับลูกค้าเอกชน และการเข้าซื้อโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์รวม 250MW ในไทยและเวียดนามในช่วงปี 2022-24F เรารวมมูลค่าจากโอกาสการซื้อกิจการโรงไฟฟ้าเหล่านี้ในราคาเป้าหมายแล้ว แต่ยังไม่ได้รวมเข้าในประมาณการกำไรของเรา

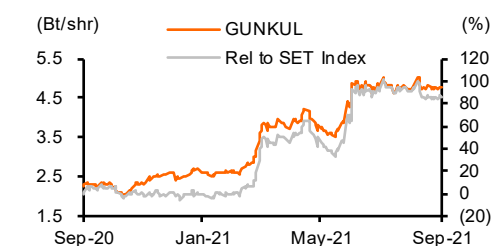
กำไร 2H21F แข็งแกร่ง

เราคาด GUNKUL จะมี EPS เติบโต 81% y-y ใน 2H21F โดยได้แรงหนุนจาก 1) ปริมาณการผลิตที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าพลังงานลมในไทยจากฐานที่ต่ำในปีก่อน และ 2) การรับรู้ผลกำไรเต็มปีจากโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ที่ซื้อเข้ามาในไตรมาส 4Q20 ภายใต้แนวโน้มการเติบโตผลกำไรที่แข็งแกร่งที่ 27% และ 34% ในปี 2022-23F จากการขยายตัวของธุรกิจกัญชา เราจึงมองว่ามูลค่าพื้นฐานที่ PE 14 เท่า ในปี 2022F นั้นไม่แพง โดยความเสี่ยงที่สำคัญต่อพฤติกรรมการลงทุนของเราครั้งนี้คือผลผลิตจริงที่ได้จากการปลูกกัญชาและความนิยมในผลิตภัณฑ์ที่มีส่วนผสมของ CBD ในประเทศไทย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	6,539	8,048	9,088	10,832
Net profit	3,412	2,332	2,958	3,968
Consensus NP	—	2,257	2,599	2,886
Diff frm cons (%)	—	3.3	13.8	37.5
Norm profit	1,399	2,332	2,958	3,968
Prev. Norm profit	—	1,882	2,295	2,093
Chg frm prev (%)	—	24.0	28.9	89.6
Norm EPS (Bt)	0.2	0.3	0.3	0.4
Norm EPS grw (%)	(41.1)	66.7	26.8	34.1
Norm PE (x)	30.2	18.1	14.3	10.7
EV/EBITDA (x)	28.3	18.7	15.7	10.9
P/BV (x)	3.4	3.2	2.9	2.6
Div yield (%)	3.8	3.0	4.2	5.6
ROE (%)	12.1	18.2	21.2	25.4
Net D/E (%)	164.2	130.6	121.2	100.8

PRICE PERFORMANCE



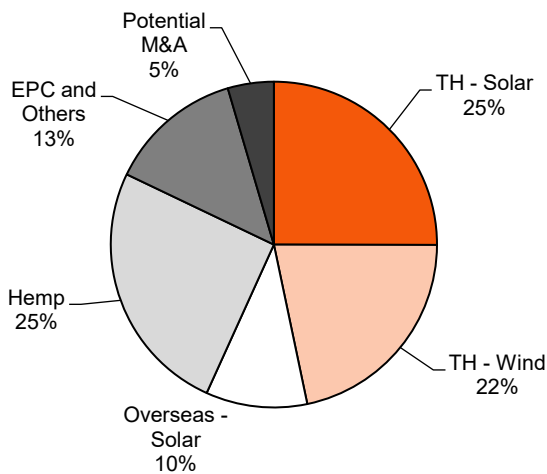
COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Sep-21 (Bt)	4.76
Market Cap (US\$ m)	1,271.9
Listed Shares (m shares)	8,882.5
Free Float (%)	43.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	55.1
12M Price H/L (Bt)	5.00/2.02
Sector	Utilities
Major Shareholder	Gunkul Group 49.90%

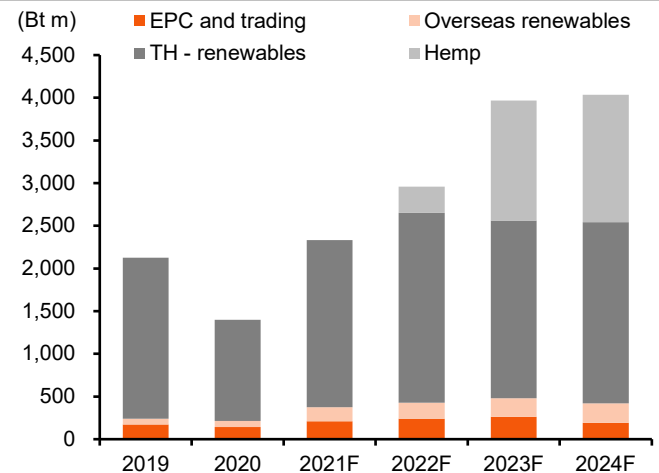
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

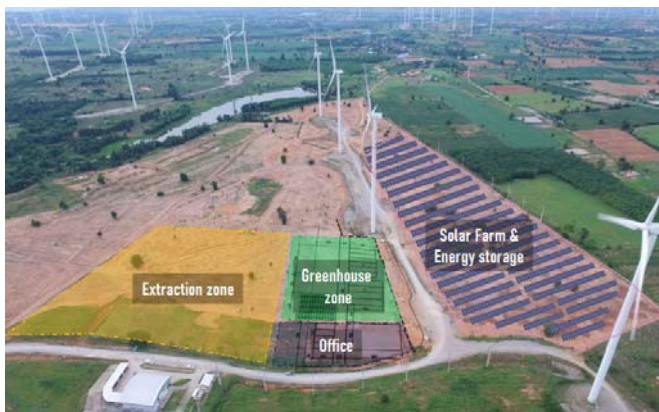
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Our SOTP-TP Breakdown

Source: Thanachart estimates

Ex 2: Hemp Business Drives Strong Earnings Growth

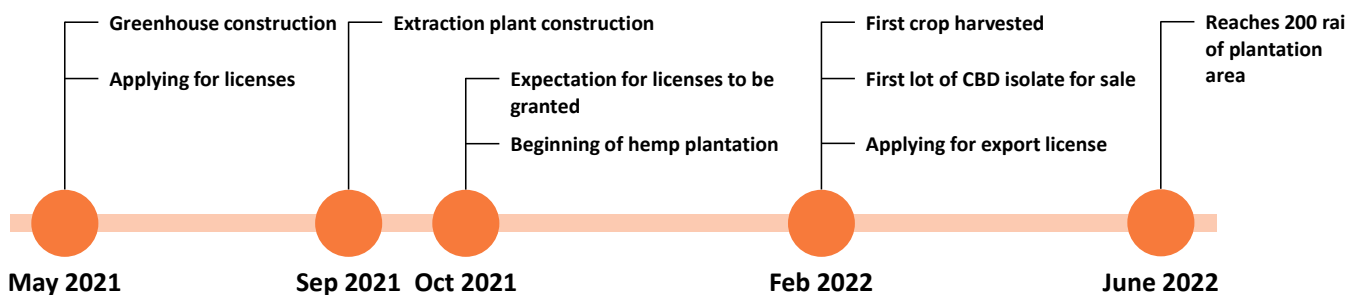
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Developing Hemp Business At Its Wind Farm

Source: Company data

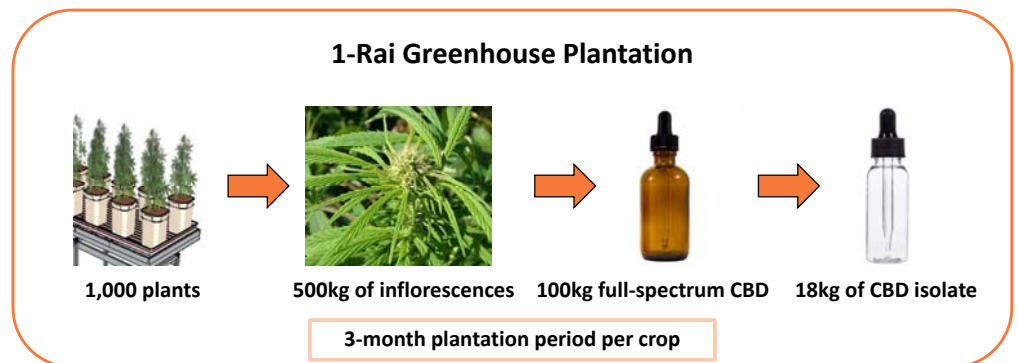
Ex 4: Greenhouse Plantation And Extraction Facility

Source: Company data

Ex 5: GUNKUL's Expected Timeline On Hemp Business

Source: Company data

Ex 6: Conversion Process From Hemp Plant To CBD Isolate



Sources: Company data

Ex 7: Estimated CBD Isolate Used In Final CBD Products

	CBD per unit (mg)	Units served by 1-rai plantation (unit)	Expected product price (Bt/unit)	CBD cost to product price (%)
Ready-to-drink beverages	15	3,600,000	30	15%
Food supplements	750	72,000	1,000	23%
Skincare & cosmetics	1,000	54,000	700	43%

Source: Thanachart estimates

Note: Based on CBD isolate price of Bt300k per kilogram

Ex 8: Examples Of CBD Products In The Global Market



Ready-to-drink beverages



Food supplements



Skincare and cosmetics

Source: Leafly

Ex 9: Our Key Assumptions For The Hemp Business

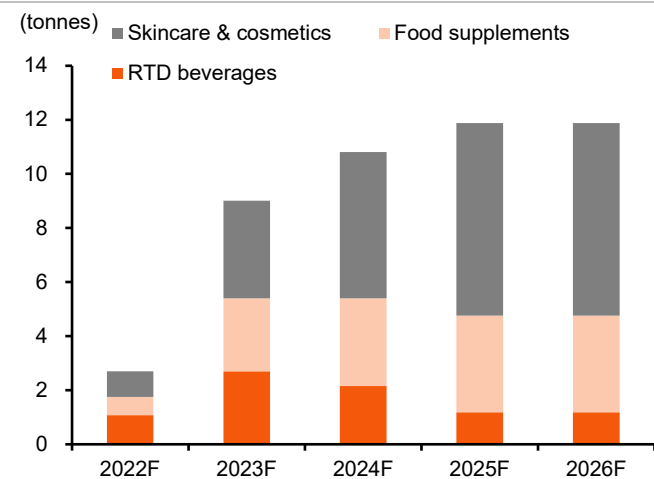
	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F onward
Plantation area (rai)	100	200	200	200	200
CBD isolate production (tonnes)	2.7	9.0	10.8	11.0	11.0
CBD isolate selling price (Bt '000)	300	280	250	250	150

Source: Thanachart estimates

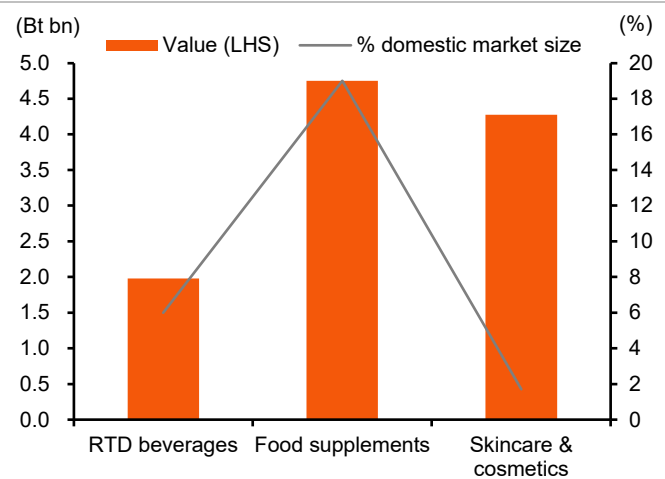
Ex 10: Our Valuation Model For The Hemp Business

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Revenue (Bt m)	810	2,520	2,700	2,970	2,138
Gross profit (Bt m)	430	1,870	1,950	2,209	1,355
Gross margin (%)	53.1	74.2	72.2	74.4	63.4
Operating margin (%)	46.9	70.2	68.5	71.0	58.7
Net profit (Bt m)	346	1,508	1,608	1,819	1,144
Net margin (%)	42.7	59.8	59.6	61.3	53.5
EBITDA (Bt m)	460	1,920	2,050	2,309	1,455
EBITDA margin (%)	56.8	76.2	75.9	77.7	68.0

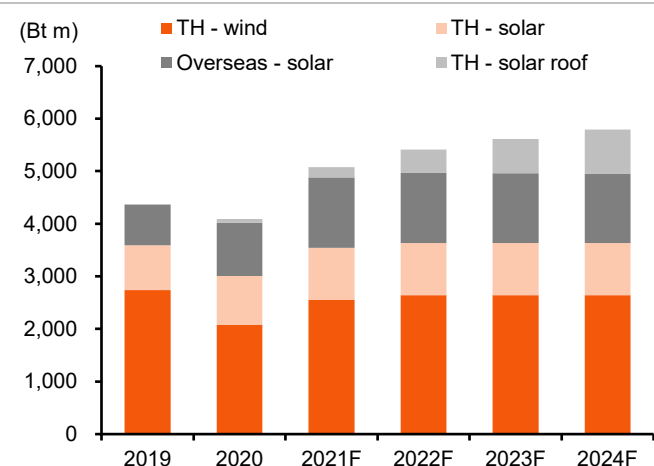
Source: Thanachart estimates

Ex 11: Projected Breakdown Of CBD Isolate Sales

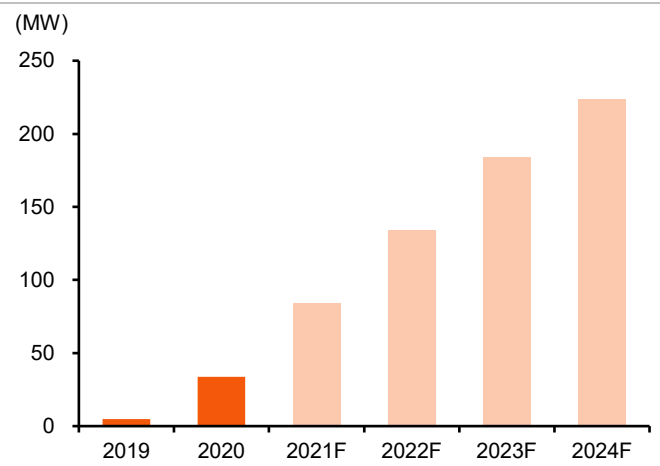
Source: Thanachart estimates

Ex 12: Implied End Product Value In 2025F

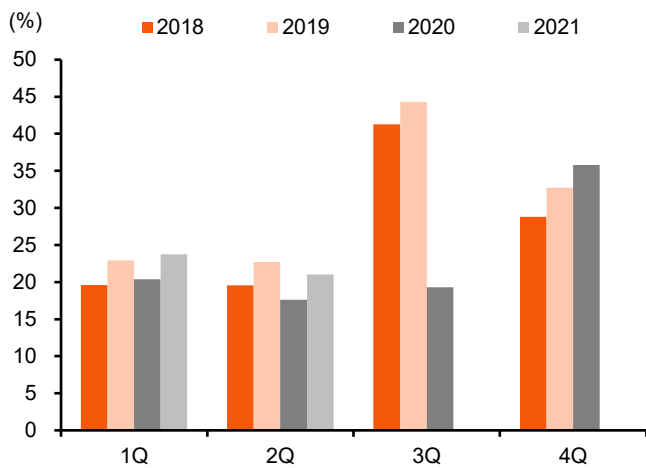
Source: Thanachart estimates

Ex 13: Renewable Revenue Trend (Solar + Wind + Roof)

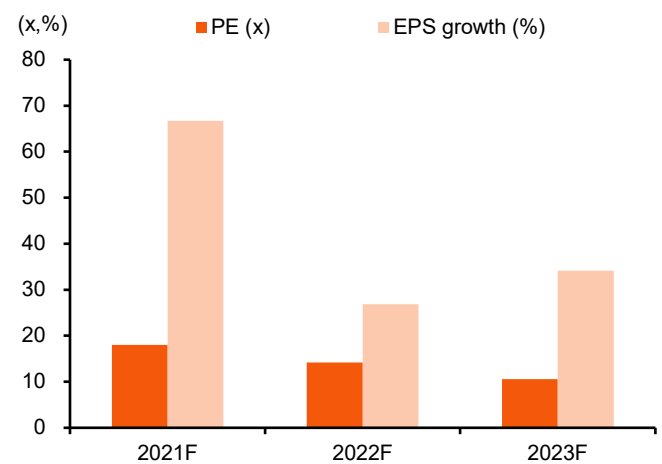
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: Our Projections For Solar Rooftop Capacity

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: Extraordinary Low Wind Capacity Factor In 3Q20

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: Valuation Attractive In Our View

Source: Thanachart estimates

Ex 17: 12-month DCF-derived SOTP-TP Calculation

	Valuation method	WACC (%)	Value per GUNKUL's share (Bt)
Solar farms TH	DCF	5.6-5.8%	0.91
Wind farms - TH	DCF	5.6-6.0%	1.25
Solar rooftop - TH	DCF	5.3-5.8%	0.53
Subtotal - Domestic			2.69
Solar farms - JP	DCF	3.9%	0.31
Solar farms - VN	DCF	5.1%	0.24
Solar farms - MY	DCF	5.5%	0.03
Subtotal - Overseas			0.58
EPC and trading business	DCF	6.9%	0.25
Hemp business	DCF	6.9%	1.46
Cash on hand			0.52
Plus - Potential 250MW M&As	DCF	10.0%	0.26
Grand total			5.75

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 18: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Datang International Power	991 HK	China	6.4	10.5	10.2	9.3	0.6	0.6	7.9	7.5	7.4	8.5
Huadian Power	1071 HK	China	8.4	2.4	6.9	6.7	0.5	0.5	8.4	7.8	7.6	8.0
Huaneng Power	600011 CH	China	(34.2)	32.5	21.0	15.8	1.0	0.9	8.4	7.4	2.3	2.9
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	4.5	9.3	12.7	11.6	0.9	0.9	37.6	36.3	5.8	5.9
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	4.5	19.8	14.8	12.3	0.9	0.9	10.4	9.0	3.7	4.2
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	11.8	16.3	10.2	8.8	1.0	0.9	7.4	6.6	3.9	4.6
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	0.1	7.5	16.9	15.7	1.6	1.6	10.7	10.2	4.2	4.3
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	2.9	7.1	15.4	14.4	1.2	1.2	74.8	72.5	6.1	6.1
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(28.3)	22.4	12.1	9.9	0.5	0.5	8.2	7.3	4.6	5.6
Tata Power	TPWR IN	India	17.6	21.5	28.6	23.5	2.0	2.0	11.1	10.6	1.1	1.3
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	9.1	3.6	11.8	11.4	1.0	1.0	6.8	6.7	5.2	5.4
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(68.4)	183.3	107.5	37.9	0.6	0.6	12.3	11.2	4.0	4.2
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	47.4	(7.1)	12.5	13.5	0.5	0.4	10.5	10.6	5.4	6.3
Manila Electric	MER PM	Philippines	10.9	1.3	14.5	14.3	3.9	3.5	10.2	9.7	5.0	5.4
Absolute Clean Energy *	ACE TB	Thailand	18.8	84.4	25.2	13.7	3.6	3.1	19.9	11.2	1.6	3.7
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(13.2)	3.3	20.3	19.6	1.7	1.6	17.4	17.7	2.3	2.3
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	8.0	25.3	38.0	30.3	3.8	3.5	13.8	13.2	1.3	1.6
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	10.2	12.4	14.6	13.0	1.3	1.2	209.9	158.0	4.1	4.6
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	418.6	8.2	21.5	19.9	1.7	1.7	19.2	18.6	1.9	2.5
EA Pcl*	EA TB	Thailand	15.3	32.6	40.2	30.3	7.4	6.2	23.8	18.3	0.7	1.0
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	17.9	11.1	8.6	7.7	0.8	0.8	17.9	15.9	4.0	4.3
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	20.3	16.7	24.2	20.7	2.0	2.0	15.4	14.3	2.5	2.9
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	88.0	37.4	54.1	39.3	7.0	6.6	40.1	31.7	1.1	1.5
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	66.7	26.8	18.1	14.3	3.2	2.9	18.7	15.7	3.0	4.2
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	25.2	2.8	9.8	9.5	1.0	1.0	17.7	16.3	5.6	6.3
TPC Power Holding *	TPCH TB	Thailand	52.4	23.3	12.2	9.9	1.4	1.3	9.1	7.8	2.5	3.0
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	47.9	24.5	13.9	11.2	1.3	1.3	31.1	26.5	4.3	5.4
Average			28.5	23.7	22.1	16.5	1.9	1.8	25.1	21.4	3.8	4.3

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 17 September 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. กันกุลเอ็นจิเนียริง (GUNKUL) ดำเนินธุรกิจ 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่ 1) การค้าและการผลิตอุปกรณ์ไฟฟ้า 2) บริการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานด้านไฟฟ้า และ 3) โรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ปัจจุบันการผลิตไฟฟ้าจากแหล่งพลังงานหมุนเวียนเป็นธุรกิจหลัก โดยมีกำลังการผลิตรวม 641MW จากโครงการพลังงานแสงอาทิตย์และกังหันลมในประเทศไทย โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในต่างประเทศ และโครงการโซลาร์รูฟท็อปเอกชน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ก่อตั้งมานาน และมีชื่อเสียงที่ดีในตลาด
- มีความสัมพันธ์ที่ดีกับการไฟฟ้าแห่งประเทศไทย
- มีกระแสเงินสดจำนวนมากจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนที่ได้รับเงินอุดหนุน (adders) ในประเทศไทย

O — Opportunity

- เติบโตสอดคล้องกับงบลงทุนของการไฟฟ้าแห่งประเทศไทย และ GDP ของประเทศ
- การขยายกำลังการผลิตเพิ่มเติมในประเทศเพื่อนบ้าน (เช่น เวียดนาม มาเลเซีย และเมียนมาร์) ทั้งในรูปแบบของการพัฒนาโครงการใหม่ และการเข้าซื้อกิจการ

CONSENSUS COMPARISON

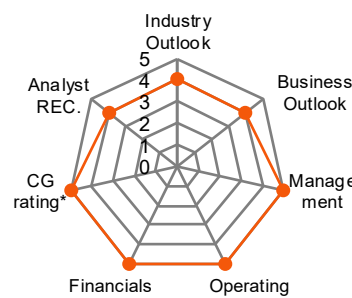
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.81	5.75	19%
Net profit 21F (Bt m)	2,257	2,332	3%
Net profit 22F (Bt m)	2,599	2,958	14%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรในปี 2022F ของเรายิ่งสูงกว่าตลาด 14% เนื่องจากเรารวมธุรกิจกัญชงในประมาณการของเราก่อนตลาด
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าตลาด 19%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- มีศักยภาพในการเติบโตในประเทศไทยที่จำกัด เนื่องจากสถานการณ์กำลังการผลิตไฟฟ้าที่สูงเกินความต้องการใช้งานของประเทศ
- ประสิทธิภาพการผลิตไฟฟ้าต้องอาศัยปัจจัยด้านสภาพอากาศเป็นอย่างมาก ซึ่งเป็นลักษณะปกติของโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน

T — Threat

- ขาดความเชี่ยวชาญในเทคโนโลยีพลังงานใหม่ เช่น ระบบการซื้อขายแบบ peer-to-peer และการจัดเก็บแบตเตอรี่และไฟฟ้า
- การเพิ่มขึ้นของจำนวนบริษัทที่เข้ามาลงทุนในธุรกิจพลังงานหมุนเวียนเพื่อให้ได้ประโยชน์จากก้าวไปสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอน (carbon neutrality)

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การประเมินมูลค่าพื้นฐานของเราขึ้นอยู่กับความสำเร็จของธุรกิจกัญชงเป็นอย่างมาก เช่น ผลผลิตจากการเพาะปลูก ราคาในตลาดภายในประเทศของ CBD และความต้องการ CBD
- หาก GUNKUL ขยายกำลังการผลิตโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนได้ต่ำกว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงทางผลตอบแทนของเรา
- สภาพธรรมชาติที่ไม่เอื้ออำนวย เช่น แสงอาทิตย์ต่ำ และความเร็วลมต่ำ จะเป็นความเสี่ยงที่สำคัญอีกประการหนึ่งต่อการคาดการณ์ผลประกอบการของเรา
- หากโครงการก่อสร้างล่าช้าจากประมาณการของเราจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,523	6,539	8,048	9,088	10,832
Cost of sales	3,450	4,716	5,515	5,851	6,001
Gross profit	2,072	1,823	2,534	3,237	4,832
% gross margin	37.5%	27.9%	31.5%	35.6%	44.6%
Selling & administration expenses	840	955	932	1,013	1,090
Operating profit	1,232	868	1,601	2,224	3,742
% operating margin	22.3%	13.3%	19.9%	24.5%	34.5%
Depreciation & amortization	1,137	1,353	1,596	1,616	1,672
EBITDA	2,369	2,221	3,198	3,840	5,414
% EBITDA margin	42.9%	34.0%	39.7%	42.2%	50.0%
Non-operating income	1,653	1,285	1,568	1,622	1,640
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(910)	(912)	(954)	(879)	(740)
Pre-tax profit	1,975	1,241	2,215	2,967	4,642
Income tax	41	119	222	356	696
After-tax profit	1,934	1,121	1,994	2,611	3,945
% net margin	35.0%	17.1%	24.8%	28.7%	36.4%
Shares in affiliates' Earnings	269	291	350	359	35
Minority interests	(75)	(13)	(12)	(12)	(12)
Extraordinary items	20	2,013	0	0	0
NET PROFIT	2,147	3,412	2,332	2,958	3,968
Normalized profit	2,127	1,399	2,332	2,958	3,968
EPS (Bt)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4

Hemp business driving
new S-curve earnings
growth in 2022-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	7,285	11,782	8,463	8,639	9,338
Cash & cash equivalent	4,218	6,279	4,162	4,162	4,162
Account receivables	1,227	2,864	1,985	2,241	2,671
Inventories	653	637	907	962	986
Others	1,187	2,003	1,410	1,274	1,518
Investments & loans	1,731	1,566	1,566	1,566	1,566
Net fixed assets	24,567	26,943	26,797	27,777	28,282
Other assets	5,458	5,741	6,982	7,891	9,338
Total assets	39,042	46,032	43,809	45,873	48,524
LIABILITIES:					
Current liabilities:	8,205	12,983	13,509	12,625	13,750
Account payables	1,070	2,404	1,813	1,924	1,973
Bank overdraft & ST loans	1,051	4,659	3,244	2,211	2,101
Current LT debt	2,261	3,315	3,677	3,980	3,781
Others current liabilities	3,823	2,604	4,774	4,510	5,896
Total LT debt	18,991	18,793	14,708	15,920	15,124
Others LT liabilities	513	1,781	2,222	2,515	2,935
Total liabilities	27,709	33,557	30,439	31,061	31,810
Minority interest	621	125	137	150	162
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,221	2,221	2,221	2,221	2,221
Share premium	5,179	5,179	5,179	5,179	5,179
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(1,350)	(1,359)	(1,359)	(1,359)	(1,359)
Retained earnings	4,662	6,309	7,191	8,621	10,511
Shareholders' equity	10,712	12,350	13,233	14,662	16,552
Liabilities & equity	39,042	46,032	43,809	45,873	48,524

Healthy balance sheet
for further investment
opportunities

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	1,975	1,241	2,215	2,967	4,642
Tax paid	(82)	(114)	(215)	(351)	(689)
Depreciation & amortization	1,137	1,353	1,596	1,616	1,672
Chg In working capital	458	(287)	19	(201)	(406)
Chg In other CA & CL / minorities	2,347	(2,489)	3,097	227	1,038
Cash flow from operations	5,835	(296)	6,713	4,258	6,257
Capex	(2,686)	(3,729)	(1,375)	(2,550)	(2,125)
Right of use	0	(682)	(150)	(150)	(150)
ST loans & investments	(170)	170	0	0	0
LT loans & investments	(225)	165	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	55	3,757	(716)	(511)	(799)
Cash flow from investments	(3,027)	(320)	(2,241)	(3,211)	(3,074)
Debt financing	(1,245)	4,451	(5,138)	482	(1,106)
Capital increase	366	0	0	0	0
Dividends paid	(73)	(1,194)	(1,450)	(1,529)	(2,078)
Warrants & other surplus	(638)	(580)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,591)	2,676	(6,588)	(1,047)	(3,184)
Free cash flow	3,149	(4,025)	5,338	1,708	4,132

Hefty cash flow from
subsidized wind farms
easily supports capex

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	17.8	30.2	18.1	14.3	10.7
Normalized PE - at target price (x)	21.5	36.5	21.9	17.3	12.9
PE (x)	17.6	12.4	18.1	14.3	10.7
PE - at target price (x)	21.3	15.0	21.9	17.3	12.9
EV/EBITDA (x)	23.6	28.3	18.7	15.7	10.9
EV/EBITDA - at target price (x)	26.9	32.2	21.4	18.0	12.5
P/BV (x)	3.5	3.4	3.2	2.9	2.6
P/BV - at target price (x)	4.3	4.1	3.9	3.5	3.1
P/CFO (x)	6.5	(143.0)	6.3	9.9	6.8
Price/sales (x)	7.7	6.5	5.3	4.7	3.9
Dividend yield (%)	3.2	3.8	3.0	4.2	5.6
FCF Yield (%)	8.3	(9.5)	12.6	4.0	9.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
EPS	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4
DPS	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3
BV/share	1.3	1.4	1.5	1.7	1.9
CFO/share	0.7	(0.0)	0.8	0.5	0.7
FCF/share	0.4	(0.5)	0.6	0.2	0.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	9.1	18.4	23.1	12.9	19.2
Net profit (%)	97.9	58.9	(31.6)	26.8	34.1
EPS (%)	88.4	42.2	(31.7)	26.8	34.1
Normalized profit (%)	27.2	(34.2)	66.7	26.8	34.1
Normalized EPS (%)	21.0	(41.1)	66.7	26.8	34.1
Dividend payout ratio (%)	56.3	47.4	55.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	37.5	27.9	31.5	35.6	44.6
Operating margin (%)	22.3	13.3	19.9	24.5	34.5
EBITDA margin (%)	42.9	34.0	39.7	42.2	50.0
Net margin (%)	35.0	17.1	24.8	28.7	36.4
D/E (incl. minor) (x)	2.0	2.1	1.6	1.5	1.3
Net D/E (incl. minor) (x)	1.6	1.6	1.3	1.2	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	1.4	1.0	1.7	2.5	5.1
Interest coverage - EBITDA (x)	2.6	2.4	3.4	4.4	7.3
ROA - using norm profit (%)	5.7	3.3	5.2	6.6	8.4
ROE - using norm profit (%)	21.7	12.1	18.2	21.2	25.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	19.7	9.7	15.6	18.7	25.3
- asset turnover (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	52.2	32.9	39.4	42.3	49.7
- leverage (x)	3.8	3.7	3.5	3.2	3.0
- interest burden (%)	68.5	57.6	69.9	77.1	86.2
- tax burden (%)	97.9	90.4	90.0	88.0	85.0
WACC (%)	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
ROIC (%)	4.1	2.7	4.4	6.4	9.8
NOPAT (Bt m)	1,206	784	1,441	1,957	3,180
invested capital (Bt m)	28,798	32,839	30,700	32,611	33,395

Sources: Company data, Thanachart estimates

*High-profitability company
due to large contribution
from renewable plants*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 117 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GLOB16C2201A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2201A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016P2112C, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, 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, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ 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)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอัคริณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 บุญนาค 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 อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี 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

มณฤดี 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 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