

BUY (Unchanged)

TP: Bt 275.00 (From: Bt 320.00)

15 OCTOBER 2021

Change in Numbers

Upside : 54.1%

# Electricity Generating (EGCO TB)

## ราคาหุ้นถูกมาก

เราแนะนำ “ซื้อ” EGCO โดยมองราคาหุ้นที่มูลค่าพื้นฐาน PE 9 เท่า และอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 4% นั้นน่าสนใจ และมี upside จาก M&A เราคาด EGCO ได้รับผลกระทบเพียงเล็กน้อยจากราคาเชื้อเพลิงโลกที่สูงขึ้น และจะมีกำไรเติบโตในปีหน้าหลังโรงไฟฟ้าใหม่สองแห่งเริ่มดำเนินงาน



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

### มูลค่าที่น่าสนใจ

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” EGCO จาก 1) ราคาหุ้นซื้อขายที่ PE เพียง 9 เท่า, P/BV ที่ 0.8 เท่า และมีอัตราผลตอบแทนปันผล 4% ในปี 2022F 2) มีโอกาสการเติบโตเพิ่มเติมจากการทำ M&As อีก 700MW (เทียบเป็นการเติบโตกำลังการผลิต 12%) ที่ EGCO คาดจะเกิดขึ้นเร็ว ๆ นี้ 3) EGCO ได้รับผลกระทบน้อยมากจากราคาก๊าซธรรมชาติและก๊าซธรรมชาติในตลาดโลกที่สูงขึ้น เพราะกว่า 90% ของฐานกำไรมาจากโรงไฟฟ้าที่สัญญาขายไฟฟ้าสามารถส่งผ่านต้นทุนเชื้อเพลิงไปยังผู้รับซื้อได้ และ 4) EGCO มี EBITDA 8.7-9.7 พันลบ. ต่อปีและให้อัตราการจ่ายปันผลจะผลกดันราคาหุ้นได้อย่างมาก แม้ EGCO ยังเน้นการลงทุนเพื่อเติบโต เรามองยังมี upside จากราคาเป้าหมายอีกมาก แม้ปรับราคาเป้าหมาย (ปี 2022F) ลงเหลือ 270 บาท (จาก 320 บาท) หลังการปรับลดประมาณการกำไรปี 2022-24F ลง 8-11% จากการฟื้นตัวของการใช้ไฟฟ้าในหลายประเทศที่ช้ากว่าคาด

### ได้รับผลกระทบเล็กน้อยจากราคาเชื้อเพลิงที่สูงขึ้น

สัญญาการซื้อขายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าส่วนใหญ่ของ EGCO มีสูตรการผลักภาระต้นทุนเชื้อเพลิงไปยังผู้ซื้อ โดยมีเพียงโรงไฟฟ้า Linden Cogen ในสหรัฐฯ ที่มีความเสี่ยงต่อราคาก๊าซธรรมชาติที่พุ่งสูงขึ้น แต่กำลังการผลิตของโครงการที่ 272MW นั้นคิดเป็นเพียง 5% ของกำลังการผลิตรวมของ EGCO นอกจากนี้ราคาก๊าซที่สูงขึ้นย่อมส่งผลกระทบต่อผู้เล่นทุกรายในเราจึงคาดว่าค่าไฟฟ้าก็จะสูงขึ้นชดเชยต้นทุนที่เพิ่มขึ้นได้บางส่วน EGCO มีโรงไฟฟ้าถ่านหินขนาดใหญ่สองแห่งในไทยและฟิลิปปินส์ กำลังการผลิตรวม 1.36GW หรือ 24% ของเมกะวัตต์ที่ดำเนินการอยู่ แต่โรงไฟฟ้าทั้งสองสามารถผลักภาระต้นทุนถ่านหินที่สูงขึ้นไปยังผู้ซื้อได้เช่นกัน

### ยังมีแผนขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง

เราคาดกำลังการผลิต EGCO เติบโต 6% เป็น 6.0GW ในปี 2022F จากสองโครงการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง คือ โรงไฟฟ้าพลังน้ำ 'น้ำหิน 1' 161MW ในลาว และโรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่ง 'Yunlin' 160MW ในไต้หวัน ส่วนโรงไฟฟ้าถ่านหิน 'Quang Tri' (528MW) นั้นเราคาดจะเริ่มดำเนินงานได้ในปี 2026F และจะเพิ่มกำลังการผลิตให้ EGCO ได้อีก 9% นอกจากนี้ยังมี upsides ที่เรายังไม่ได้รวมในประมาณการ คือ เป้าหมายการเข้าซื้อโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการแล้วอีก 700MW ในปีนี้ของ EGCO และโอกาสการได้กำลังการผลิตเพิ่มจาก Apex Clean Energy ที่เป็นผู้พัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในสหรัฐฯ ซึ่ง EGCO เข้าไปถือหุ้น 17.5%

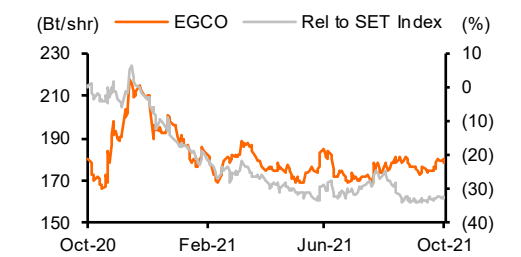
### ปัจจัยผลักดันราคาหุ้น

เรามองว่ามีสามปัจจัยผลักดันราคาหุ้นของ EGCO ในระยะใกล้ ได้แก่ 1) เราคาดกำไร 3Q21F ของ EGCO จะออกมาดีที่ 3.0 พันลบ. เพิ่มขึ้น 23% y-y และ 9% q-q หนุนโดยการผลิตที่สูงขึ้นจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำ การซ่อมบำรุงที่น้อยลง และกำไรจาก Linden ที่เพิ่งซื้อมาในเดือนมิ.ย. 2) EGCO ยังคงเป้าจะทำ M&A อีก 700MW ในปีนี้ ซึ่งเรามองเป็นปัจจัยหนุนที่ดีแม้จะเลื่อนไปปีหน้าก็ตาม 3) จากอัตราผลตอบแทนจากกระแสเงินสดที่สูงถึง 15% มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน 30 บาท/หุ้น และอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนเพียง 0.5 เท่าในปี 2022F เราจึงมองว่ามีความเป็นไปได้สูงที่ EGCO จะเพิ่มอัตราการจ่ายปันผลจากปัจจุบันที่อยู่เพียง 35%

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	33,578	33,601	33,493	32,266
Net profit	8,733	10,144	10,618	9,474
Consensus NP	—	10,103	12,154	12,209
Diff frm cons (%)	—	0.4	(12.6)	(22.4)
Norm profit	9,460	10,144	10,618	9,474
Prev. Norm profit	—	10,707	11,894	10,422
Chg frm prev (%)	—	(5.3)	(10.7)	(9.1)
Norm EPS (Bt)	18.0	19.3	20.2	18.0
Norm EPS grw (%)	(12.5)	7.2	4.7	(10.8)
Norm PE (x)	9.9	9.3	8.9	9.9
EV/EBITDA (x)	19.2	17.8	16.1	16.8
P/BV (x)	0.9	0.9	0.8	0.8
Div yield (%)	3.6	3.9	4.2	4.5
ROE (%)	9.2	9.6	9.5	8.0
Net D/E (%)	73.6	67.3	53.6	42.5

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 15-Oct-21 (Bt)	178.50
Market Cap (US\$ m)	2,822.7
Listed Shares (m shares)	526.5
Free Float (%)	50.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	7.5
12M Price H/L (Bt)	218.00/166.00
Sector	Utilities
Major Shareholder	EGAT 25.41%

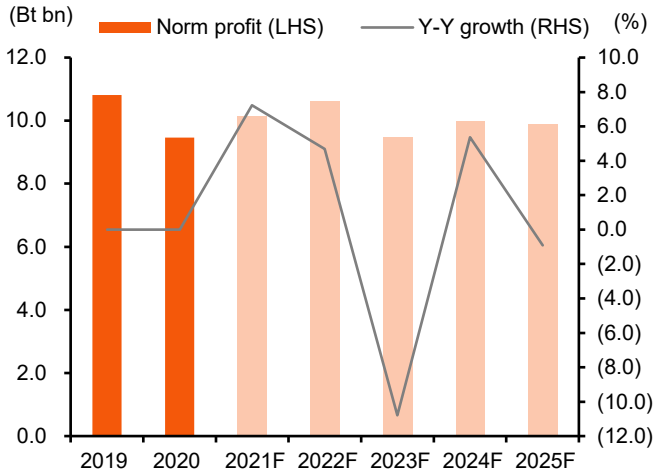
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

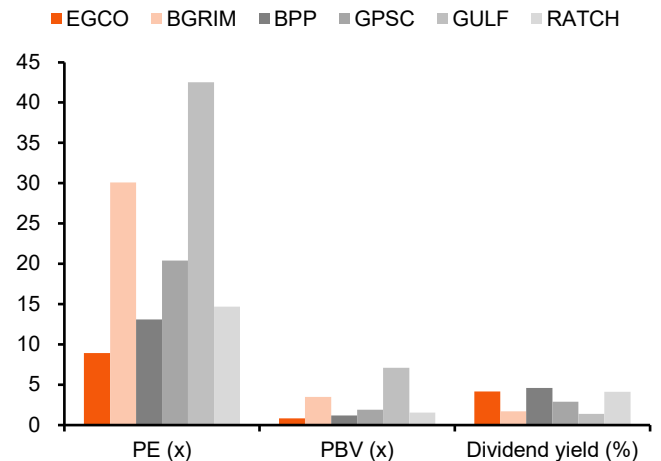


**Ex 1: Resilient Earnings Outlook**



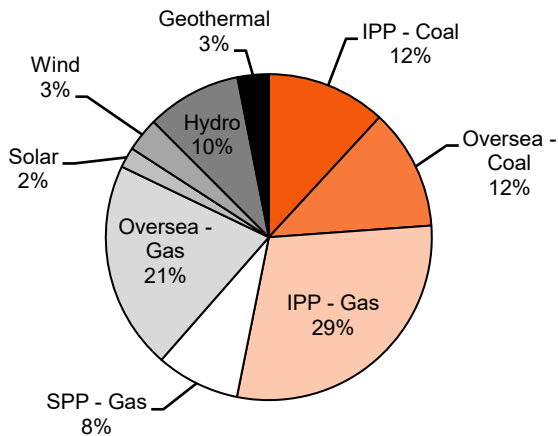
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: Most Attractive Valuations Among Peers**



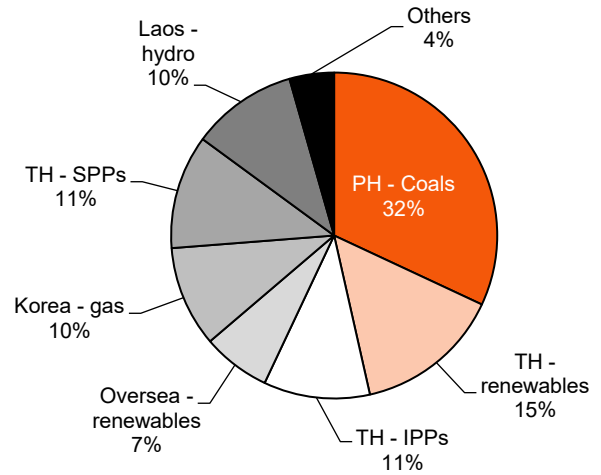
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 3: EGCO's Capacity Breakdown By Fuel Type (2021F)**



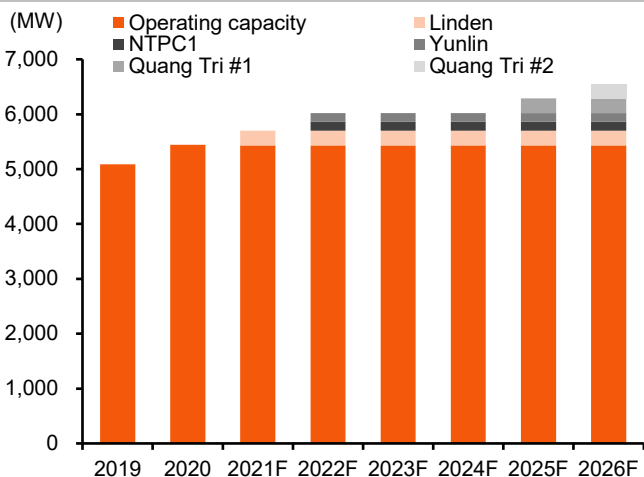
Source: Thanachart estimates

**Ex 4: Profit Contribution From Plants (1H21)**



Source: Company data

**Ex 5: Capacity Expansion Continues**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: Three Developing Projects In Its Portfolio**

Project	Nam Theun 1	Yunlin	Quang Tri
Type	Hydropower	Offshore wind	Ultra-supercritical coal
Location	Laos	Taiwan	Vietnam
Installed capacity (MW)	650.0	640.0	1,320.0
Stakes	25%	25%	30%
Equity capacity (MW)	162.5	160.0	396.0
Expected COD	Q2 2022	2022	Unit 1 - 2025 Unit 2 - 2026

Source: Company data

## Ex 7: 12-month SOTP-derived DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

Projects	Valuation method	WACC	Value (Bt/share)
<b>Conventional - IPP</b>			<b>72.2</b>
- BLCP	DCF	5.5%	15.5
- GPG	DCF	3.8%	23.2
- KEGCO	DCF	3.4%	33.4
<b>Conventional - SPP</b>			<b>23.8</b>
- EGCO Cogen	DCF	4.7%	0.8
- BPU	DCF	5.3%	15.8
- KLU	DCF	5.3%	7.2
<b>TH renewables</b>			<b>28.2</b>
- Roi-et Green	DCF	4.6%	0.3
- GYG	DCF	4.6%	2.6
- NED	DCF	5.5%	7.3
- SPP 2-5	DCF	4.6%	3.9
- GPS	DCF	5.2%	1.4
- Solarco	DCF	4.3%	3.0
- CWF	DCF	5.2%	8.3
- TWF	DCF	4.9%	1.4
<b>Overseas plants</b>			<b>168.5</b>
- Laos hydro	DCF	5.2%	53.2
- Indonesia geothermal	DCF	4.9%	25.6
- Australia wind	DCF	5.9%	8.5
- Philippines coal	DCF	7.0%	28.2
- Korea gas	DCF	4.3%	17.6
- Taiwan wind	DCF	5.4%	19.8
- Vietnam coal	DCF	6.0%	12.4
- US gas	DCF	5.9%	3.1
<b>Subtotal - existing projects</b>			<b>292.6</b>
<b>Other businesses &amp; HQ</b>			<b>(17.6)</b>
<b>Grand total</b>			<b>275.0</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 8: 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	(39.2)	123.7	17.9	8.0	0.6	0.6	9.5	8.1	5.1	11.0
Huadian Power	1071 HK	China	5.2	9.0	7.4	6.8	0.5	0.5	8.3	7.4	7.0	7.9
Huaneng Power	600011 CH	China	(33.2)	38.2	20.7	14.9	1.0	0.9	8.5	7.4	2.1	3.1
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	2.0	11.9	13.0	11.6	0.9	0.9	40.9	39.5	5.8	6.0
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	3.5	22.9	17.3	14.0	1.1	1.0	10.6	9.1	3.3	3.9
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	7.2	23.7	10.7	8.7	1.0	1.0	7.3	6.5	3.6	4.7
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	0.1	7.4	16.7	15.5	1.6	1.6	10.6	10.1	4.2	4.3
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	2.9	7.1	15.1	14.1	1.1	1.1	74.0	71.3	6.2	6.2
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(31.7)	33.7	12.8	9.6	0.5	0.5	8.6	7.3	4.2	5.7
Tata Power	TPWR IN	India	17.6	22.2	46.2	37.8	3.2	3.2	14.6	14.0	0.7	0.8
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	8.1	3.6	11.7	11.3	1.0	1.0	6.7	6.5	5.3	5.5
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(68.4)	116.7	106.7	49.2	0.6	0.5	12.2	11.9	4.1	4.4
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	47.4	(8.9)	12.4	13.6	0.5	0.4	10.5	10.6	5.5	6.3
Manila Electric	MER PM	Philippines	10.9	1.3	14.6	14.4	3.9	3.6	10.3	9.8	5.0	5.3
Absolute Clean Energy *	ACE TB	Thailand	9.8	26.4	25.6	20.2	2.9	2.6	18.9	16.4	1.6	2.0
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(13.2)	3.3	20.0	19.3	1.7	1.6	17.2	17.5	2.3	2.3
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	8.0	25.3	37.3	29.8	3.7	3.5	13.7	13.1	1.3	1.7
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	10.2	12.4	14.9	13.2	1.3	1.2	213.0	160.3	4.0	4.5
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	418.6	8.2	20.5	18.9	1.7	1.6	18.6	18.0	2.0	2.6
EA Pcl*	EA TB	Thailand	15.3	32.6	40.1	30.2	7.3	6.2	23.7	18.2	0.7	1.0
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	7.2	4.7	9.3	8.9	0.9	0.8	17.8	16.1	3.9	4.2
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	20.3	16.7	23.7	20.3	2.0	1.9	15.2	14.1	2.5	3.0
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	88.0	37.4	57.1	41.5	7.4	6.9	41.6	32.9	1.1	1.4
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	66.7	26.8	21.3	16.8	3.8	3.4	21.0	17.6	2.6	3.6
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	25.2	2.8	9.8	9.6	1.1	1.0	17.7	16.4	5.6	6.3
TPC Power Holding *	TPCH TB	Thailand	52.4	23.3	11.6	9.4	1.4	1.2	8.9	7.6	2.6	3.2
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
<b>Average</b>			<b>25.5</b>	<b>24.3</b>	<b>23.3</b>	<b>17.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>25.6</b>	<b>22.0</b>	<b>3.6</b>	<b>4.3</b>

Sources: Bloomberg, \* Thanachart estimates

Based on 15 October 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

ธุรกิจของบริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน) (EGCO) เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายกระแสไฟฟ้า ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าที่ใช้เชื้อเพลิงหลายประเภท เช่น ก๊าซธรรมชาติ ถ่านหิน น้ำมันดีเซล น้ำ และชีวมวล โดยมีกำลังการผลิตรวม 5.4GW บริษัทฯ มีกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัญญาอยู่ภายใต้การก่อสร้าง 528MW EGCO ในปี 2020 EGCO ยังมีธุรกิจบริการ ซึ่งเป็นการให้บริการในงานเดินเครื่อง บำรุงรักษา วิศวกรรม และก่อสร้าง แก่โรงไฟฟ้า และโรงงานปิโตรเคมี โรงกลั่นน้ำมัน และอุตสาหกรรมอื่นๆ

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มีการดำเนินงานที่มีลักษณะ defensive ค่าไฟฟ้าที่กำหนดไว้ตามอายุในสัญญา PPAs ซึ่งสร้างรายได้ และกำไรที่แน่นอนให้บริษัทฯ
- เข้าถึงแหล่งเงินทุนที่ถูก เนื่องจากธุรกิจมีความเสี่ยงต่ำโดยธรรมชาติ และมีผู้ถือหุ้นที่น่าเชื่อถือ และมีชื่อเสียง

## O — Opportunity

- การขยายกำลังการผลิตจำนวนมากในประเทศในเอเชีย ทั้งกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานทั่วไปและพลังงานทดแทน
- โอกาสในการนำเข้า LNG ในอาเซียน

## CONSENSUS COMPARISON

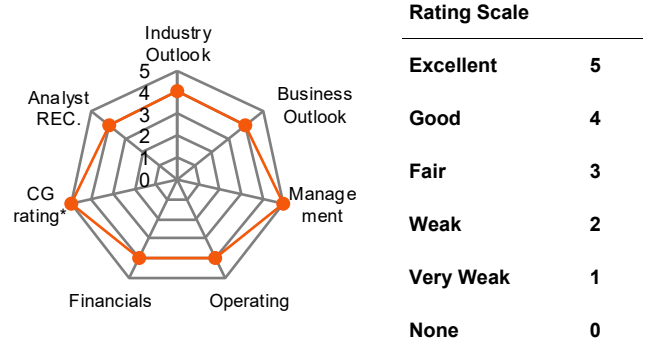
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	248.40	275.00	11%
Net profit 21F (Bt m)	10,103	10,144	0%
Net profit 22F (Bt m)	12,154	10,618	-13%
Consensus REC	<b>BUY: 9</b>	<b>HOLD: 4</b>	<b>SELL: 0</b>

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022F ของเรต่ำกว่าของตลาดฯ 13% เนื่องจากเราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของความต้องการไฟฟ้าของโลก
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 11% เนื่องจากเรายังไม่รวมโครงการ Quang Tri ในประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## W — Weakness

- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าใหม่อาจจะส่งผลต่อกำลังการผลิตและทำให้ต้นทุน O&M เพิ่มขึ้น
- ค่าไฟฟ้าที่ลดลงจากโครงการใหม่ เนื่องจากแนวโน้มของโลก

## T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านกฎหมาย และความเข้มงวดด้านสิ่งแวดล้อมมาก โดยเฉพาะการขยายตัวในต่างประเทศ

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความต้องการไฟฟ้าที่ต่ำกว่าที่คาดในประเทศที่โรงไฟฟ้าหลักของ EGCO ที่ตั้งอยู่ใน เช่น ฟิลิปปินส์ เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา จะเป็ความเสี่ยงด้านผลตอบแทนการกำไรของเรา
- การก่อสร้างที่ช้ากว่าที่คาดและค่าใช้จ่ายสูงในการพัฒนาโครงการ เป็นความเสี่ยงด้านผลตอบแทนของเรา
- สภาพธรรมชาติที่ไม่เอื้ออำนวยต่อการดำเนินโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนของ EGCO ถือเป็นความเสี่ยงจากการคาดการณ์ของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	37,511	33,578	33,601	33,493	32,266
Cost of sales	28,420	25,258	24,918	24,570	24,370
<b>Gross profit</b>	<b>9,091</b>	<b>8,320</b>	<b>8,683</b>	<b>8,923</b>	<b>7,896</b>
% gross margin	24.2%	24.8%	25.8%	26.6%	24.5%
Selling & administration expenses	2,890	2,613	2,408	2,422	2,452
<b>Operating profit</b>	<b>6,201</b>	<b>5,707</b>	<b>6,276</b>	<b>6,501</b>	<b>5,445</b>
% operating margin	16.5%	17.0%	18.7%	19.4%	16.9%
Depreciation & amortization	3,067	3,131	3,161	3,197	3,232
<b>EBITDA</b>	<b>9,268</b>	<b>8,838</b>	<b>9,437</b>	<b>9,698</b>	<b>8,677</b>
% EBITDA margin	24.7%	26.3%	28.1%	29.0%	26.9%
Non-operating income	2,895	2,413	2,283	2,260	884
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,252)	(3,869)	(3,795)	(3,341)	(3,083)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>4,843</b>	<b>4,250</b>	<b>4,764</b>	<b>5,420</b>	<b>3,246</b>
Income tax	859	1,022	1,191	1,355	811
<b>After-tax profit</b>	<b>3,984</b>	<b>3,228</b>	<b>3,573</b>	<b>4,065</b>	<b>2,434</b>
% net margin	10.6%	9.6%	10.6%	12.1%	7.5%
Shares in affiliates' Earnings	6,897	6,259	6,621	6,603	7,088
Minority interests	(67)	(27)	(50)	(50)	(48)
Extraordinary items	2,245	(727)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>13,059</b>	<b>8,733</b>	<b>10,144</b>	<b>10,618</b>	<b>9,474</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>10,814</b>	<b>9,460</b>	<b>10,144</b>	<b>10,618</b>	<b>9,474</b>
EPS (Bt)	24.8	16.6	19.3	20.2	18.0
Normalized EPS (Bt)	20.5	18.0	19.3	20.2	18.0

*Stable earnings base as new capacity is able to offset expiring plants*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	35,794	34,911	26,584	30,277	33,613
Cash & cash equivalent	25,186	17,237	5,000	10,000	15,000
Account receivables	5,583	4,811	5,063	5,047	4,862
Inventories	2,534	2,760	2,731	2,693	2,671
Others	2,492	10,104	13,790	12,537	11,081
Investments & loans	88,512	97,903	106,952	106,952	106,952
Net fixed assets	52,782	49,750	47,122	44,473	41,804
Other assets	31,435	31,873	27,970	27,595	27,113
<b>Total assets</b>	<b>208,523</b>	<b>214,438</b>	<b>208,628</b>	<b>209,298</b>	<b>209,482</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	12,479	16,290	17,489	16,369	15,488
Account payables	2,769	2,510	2,731	2,693	2,671
Bank overdraft & ST loans	38	0	79	72	67
Current LT debt	5,754	11,170	11,794	10,835	9,999
Others current liabilities	3,918	2,610	2,886	2,770	2,751
<b>Total LT debt</b>	<b>83,773</b>	<b>81,758</b>	<b>66,831</b>	<b>61,396</b>	<b>56,660</b>
Others LT liabilities	7,164	13,556	14,834	15,207	15,567
<b>Total liabilities</b>	<b>103,416</b>	<b>111,603</b>	<b>99,153</b>	<b>92,972</b>	<b>87,714</b>
Minority interest	616	591	641	691	739
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,265	5,265	5,265	5,265	5,265
Share premium	8,601	8,601	8,601	8,601	8,601
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(7,077)	(14,349)	(14,349)	(14,349)	(14,349)
<b>Retained earnings</b>	<b>97,702</b>	<b>102,726</b>	<b>109,317</b>	<b>116,118</b>	<b>121,512</b>
Shareholders' equity	104,490	102,243	108,834	115,635	121,029
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>208,523</b>	<b>214,438</b>	<b>208,628</b>	<b>209,298</b>	<b>209,482</b>

*Very strong balance sheet with low gearing*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	4,843	4,250	4,764	5,420	3,246
Tax paid	(859)	(1,022)	(1,191)	(1,355)	(811)
Depreciation & amortization	3,067	3,131	3,161	3,197	3,232
Chg In working capital	(207)	287	(2)	16	185
Chg In other CA & CL / minorities	8,309	(1,343)	1,692	7,767	8,553
<b>Cash flow from operations</b>	<b>15,153</b>	<b>5,304</b>	<b>8,424</b>	<b>15,045</b>	<b>14,405</b>
Capex	513	(100)	(500)	(500)	(500)
Right of use	0	(513)	(300)	(300)	(300)
ST loans & investments	304	(1,513)	1,518	(27)	(28)
LT loans & investments	(32,533)	(9,391)	(9,049)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	13,925	3,228	5,448	999	1,080
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(17,791)</b>	<b>(8,289)</b>	<b>(2,882)</b>	<b>172</b>	<b>253</b>
Debt financing	(2,721)	6,016	(14,225)	(6,401)	(5,577)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,615)	(3,325)	(3,554)	(3,817)	(4,080)
Warrants & other surplus	(5,193)	(7,655)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(11,530)</b>	<b>(4,964)</b>	<b>(17,778)</b>	<b>(10,217)</b>	<b>(9,658)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>15,666</b>	<b>5,204</b>	<b>7,924</b>	<b>14,545</b>	<b>13,905</b>

*Ample cash flow  
generation per year*

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	8.7	9.9	9.3	8.9	9.9
Normalized PE - at target price (x)	13.4	15.3	14.3	13.6	15.3
PE (x)	7.2	10.8	9.3	8.9	9.9
PE - at target price (x)	11.1	16.6	14.3	13.6	15.3
EV/EBITDA (x)	17.1	19.2	17.8	16.1	16.8
EV/EBITDA - at target price (x)	22.6	24.9	23.2	21.4	22.6
P/BV (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
P/CFO (x)	6.2	17.7	11.2	6.2	6.5
Price/sales (x)	2.5	2.8	2.8	2.8	2.9
Dividend yield (%)	3.6	3.6	3.9	4.2	4.5
FCF Yield (%)	16.7	5.5	8.4	15.5	14.8
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	20.5	18.0	19.3	20.2	18.0
EPS	24.8	16.6	19.3	20.2	18.0
DPS	6.5	6.5	7.0	7.5	8.0
BV/share	198.5	194.2	206.7	219.6	229.9
CFO/share	28.8	10.1	16.0	28.6	27.4
FCF/share	29.8	9.9	15.1	27.6	26.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	5.6	(10.5)	0.1	(0.3)	(3.7)
Net profit (%)	(38.0)	(33.1)	16.2	4.7	(10.8)
EPS (%)	(38.0)	(33.1)	16.2	4.7	(10.8)
Normalized profit (%)	15.9	(12.5)	7.2	4.7	(10.8)
Normalized EPS (%)	15.9	(12.5)	7.2	4.7	(10.8)
Dividend payout ratio (%)	26.2	39.2	36.3	37.2	44.5
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	24.2	24.8	25.8	26.6	24.5
Operating margin (%)	16.5	17.0	18.7	19.4	16.9
EBITDA margin (%)	24.7	26.3	28.1	29.0	26.9
Net margin (%)	10.6	9.6	10.6	12.1	7.5
D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.9	0.7	0.6	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.7	0.7	0.5	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	1.5	1.5	1.7	1.9	1.8
Interest coverage - EBITDA (x)	2.2	2.3	2.5	2.9	2.8
ROA - using norm profit (%)	5.2	4.5	4.8	5.1	4.5
ROE - using norm profit (%)	10.6	9.2	9.6	9.5	8.0
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	3.9	3.1	3.4	3.6	2.1
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	24.2	24.2	25.5	26.2	19.6
- leverage (x)	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8
- interest burden (%)	53.3	52.3	55.7	61.9	51.3
- tax burden (%)	82.3	76.0	75.0	75.0	75.0
WACC (%)	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
ROIC (%)	3.3	2.6	2.6	2.7	2.3
NOPAT (Bt m)	5,101	4,335	4,707	4,876	4,083
invested capital (Bt m)	168,870	177,934	182,537	177,938	172,754

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 113 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2112A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTL16C2201A, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASCO, TOP, TRUE, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

**หมายเหตุ:** \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

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, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา 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 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 ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลล

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 ลิมาวงษ์ปรานี

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

---