BUY (From: SELL)

Change in Recommendation

TP: Bt 15.00 (From: Bt 13.50)

Upside : 19.0%

29 NOVEMBER 2021

Small Cap Research

BCPG Pcl (BCPG TB)

ทางเลือกลงทุนในพลังงานสะอาด

NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

เราปรับคำแนะนำ BCPG ขึ้นเป็น “ซื้อ” หลังปรับราคาเป้าหมายเพิ่มเป็น 15 บาท เพื่อสะท้อนมูลค่าการลงทุนใหม่หลัง BCPG เริ่มใช้เงินเพิ่มทุนจากปีก่อนในการลงทุนเพื่อเติบโตด้านพลังงานทดแทน เรายังมองว่ามี upside เพิ่มเติมจากการทำ M&A และการเข้าสู่ธุรกิจผลิตแบตเตอรี่สำหรับ ESS และพัฒนาแพลตฟอร์มซื้อขายด้านพลังงานที่มีการเติบโตแบบ S- curve

การลงทุนใหม่ขับเคลื่อนการเติบโต

เราปรับราคาเป้าหมาย BCPG เป็น 15.0 บาท จาก 13.5 บาท หลังรวมมูลค่าจากการลงทุน 2 โครงการล่าสุด 1) 1.0 บาท/หุ้น จากการเปลี่ยนแผงโซลาร์ซึ่งช่วยเพิ่มอัตราการผลิตจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 7 แห่ง (35MW) ที่มี adders ขึ้นราว 30% 2) 0.5 บาท/หุ้น จากการรุกเข้าสู่ไต้หวันด้วยแผนพัฒนาโซลาร์ฟาร์ม 170 MW ภายในปี 2024F โดยเรายังคงมูลค่า 1.4 บาท/หุ้น จากโอกาสในการทำ M&A เพิ่มเติมไว้ในราคาเป้าหมายของเรา และมองว่ายังมี upside ต่อราคาเป้าหมายจากนโยบายของรัฐบาลไทยที่จะส่งเสริมพลังงานทดแทนมากขึ้น หลังให้คำมั่นไว้ในการประชุม COP26 ซึ่งเราเชื่อว่า BCPG เป็นหนึ่งในผู้ได้ประโยชน์ในฐานะที่เป็นผู้ประกอบการพลังงานทดแทน และเป็นผู้ผลิตแบตเตอรี่สำหรับระบบกักเก็บพลังงาน เราปรับคำแนะนำ BCPG ขึ้นเป็น “ซื้อ”

ยังคงเป็นผู้ประกอบการพลังงานทดแทน 100%

BCPG ยังดำเนินแผนการลงทุนเพื่อชดเชย adder ของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่จะทยอยหมดอายุในปี 2022-24F โดยภายใต้โครงการในมือในปัจจุบัน กำลังการผลิตไฟฟ้าของ BCPG จะเพิ่มขึ้นสองเท่าเป็น 1.0GW ในปี 2026F (487MW ในปี 2021F) จากการเริ่มดำเนินงานของสามโครงการหลักที่กำลังพัฒนา 1) โซลาร์ฟาร์ม 72MW ในญี่ปุ่น ในปี 2022-23F 2) โซลาร์ฟาร์ม 170MW ในไต้หวันในปี 2023-24F และ 3) โรงไฟฟ้าพลังงานลมในลาว 230MW ที่เพิ่งได้ PPA และคาดจะ COD ในปี 2025F จากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นนี้ เราคาด BCPG จะรักษาฐานกำไรที่ 2.0 พันลบ. ไว้ได้ไปยังปี 2025F แม้ว่าจะมีรายได้เกือบ 2.0 พันลบ. จาก adder ทยอยสิ้นอายุในห้าปีข้างหน้า ทั้งนี้กำลังการผลิต 1.0GW ของ BCPG มาจากพลังงานทดแทนทั้งหมด (แสงอาทิตย์ 43% ลม 28% ความร้อนใต้พิภพ 18% และพลังน้ำ 11%) ซึ่งตั้งอยู่ในหกประเทศ

มีโอกาสการทำ M&A เพิ่มเติม

การคาดการณ์ผลกำไร BCPG เติบโต 21% ในปี 2022F ของเราคิดบนพื้นฐานจากโครงการในมือเท่านั้น โดยปัจจัยหนุนคือโครงการโซลาร์ฟาร์มในญี่ปุ่นที่จะเริ่มดำเนินการใน 4Q21-1H22F และผลผลิตไฟฟ้าที่สูงขึ้นจากโครงการโซลาร์ฟาร์มในไทยหลังการปรับปรุงแผงโซลาร์เซลล์ ทั้งนี้เรามองว่ามี upside ต่อประมาณการกำไรจากเป้าของ BCPG ที่จะลงทุน 3-4 หมื่นลบ. ในช่วงปี 2022-23F เพื่อเข้าซื้อกิจการพลังงานทดแทนที่เริ่มดำเนินงานแล้วใน Asia ซึ่งส่วนใหญ่น่าจะเป็นพลังงานแสงอาทิตย์และพลังน้ำ เพื่อบรรเทาผลจากกำไรที่จะลดลงในปี 2023F จาก adder ที่หมดอายุ

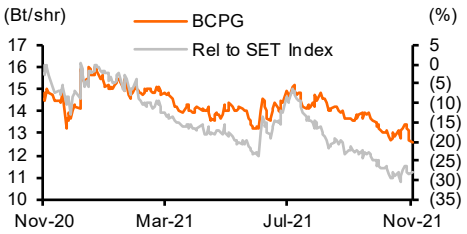
และมีมูลค่าที่ซ่อนอยู่

เรายังไม่รวมมูลค่าจากสองธุรกิจใหม่ของ BCPG ในราคาเป้าหมายของเรา 1) การลงทุน 768 ลบ. ในหุ้นกู้แปลงสภาพ (คิดเป็นสัดส่วนการถือหุ้น 13%) ของ VRB Energy ที่เป็นผู้พัฒนาแบตเตอรี่วาเนเดียมสำหรับระบบกักเก็บพลังงาน โดยมีโรงงาน 2 แห่งในจีน กำลังการผลิตรวม 500MWh ต่อปี 2) เนื่องจากเราเชื่อว่าภาษีมลพิษบนสินค้านำเข้าจะถูกนำมาใช้ทั่วโลกในไม่ช้า เราจึงมองว่าแผนพัฒนาแพลตฟอร์มซื้อขายคาร์บอนเครดิตโดยใช้ประโยชน์จากธุรกิจพลังงานทดแทนของตัวเอง ทำให้มีคาร์บอนเครดิตสำหรับขายจำนวนมาก เป็นอีกหนึ่งมูลค่าที่ซ่อนอยู่ของ BCPG

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	4,231	4,707	5,719	5,245
Net profit	1,912	2,184	2,634	2,114
Consensus NP	—	2,445	2,466	1,756
Diff frm cons (%)	—	*(10.7)*	*6.8*	*20.4*
Norm profit	1,900	2,184	2,634	2,114
Prev. Norm profit	—	2,280	2,355	1,830
Chg frm prev (%)	—	*(4.2)*	*11.9*	*15.5*
Norm EPS (Bt)	0.8	0.7	0.9	0.7
Norm EPS grw (%)	3.7	(8.6)	20.6	(19.7)
Norm PE (x)	15.9	17.4	14.4	18.0
EV/EBITDA (x)	13.7	14.3	11.2	14.1
P/BV (x)	1.7	1.5	1.4	1.3
Div yield (%)	2.6	2.5	2.5	2.5
ROE (%)	10.0	9.1	10.0	7.6
Net D/E (%)	68.9	56.9	43.9	57.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 29-Nov-21 (Bt)	12.60
Market Cap (US$ m)	1,082.8
Listed Shares (m shares)	2,894.0
Free Float (%)	24.6
Avg Daily Turnover (US$ m)	4.4
12M Price H/L (Bt)	16.00/12.70
Sector	Utilities
Major Shareholder	Bangchak Corp. Pcl 61.31%

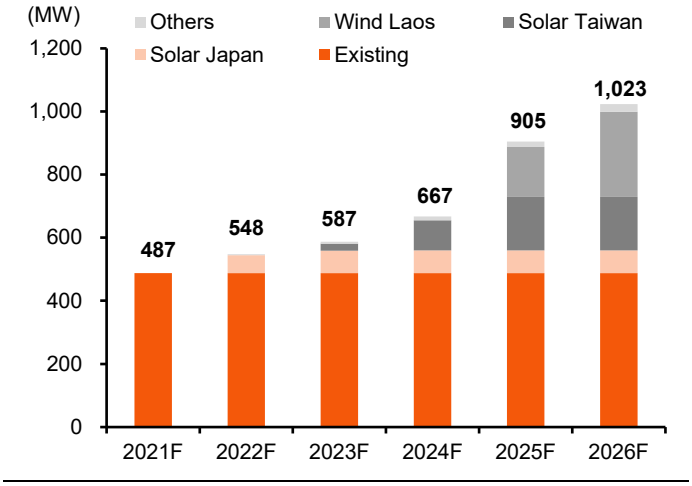
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

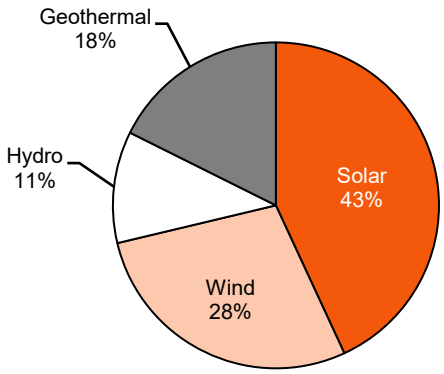
Thanachart Securities

Ex 1: Growing Renewable Portfolio



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Current Portfolio Mix (2021F)



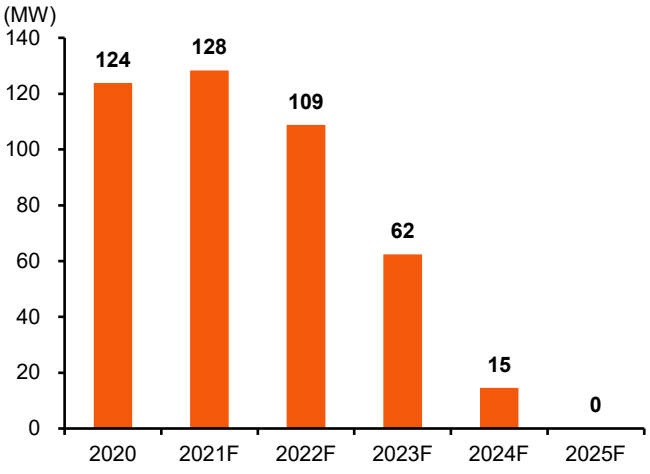
Source: Company data

Ex 3: Completed Panel Upgrade For Plants With Adders

Projects	Contracted capacity (MW)	Upgraded capacity (MW)	Completion date	Expected yield Improvement
RPV Energy	5.0	5.0	Jun-21	+ 40%
JKR Energy	5.0	5.0	Jun-21	+ 40%
Lopburi Solar	5.0	5.0	May-21	+ 40%
BSE - BNN	16.0	2.8	Jul-21	+ 20%
BSE - BPH	16.0	4.0	Jul-21	+ 20%
BSE - BRM	8.0	7.6	Jul-21	+ 20%
BSE - PRI	16.0	5.5	Sep-21	+ 20%

Source: Company data

Ex 4: Expiring Adders' MW Over 2021-24F



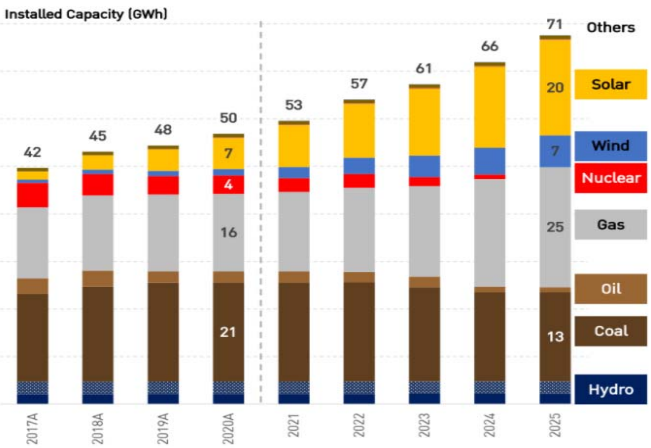
Source: Company data

Ex 5: Details Of BCPG's Investment In Taiwan

Investment entity	BCPG Formosa
Holding stake	100%
Project type	4-8 solar projects
Capacity	170MW in total
Contract type	Bt5.2-5.6/kWh tariff for 20 years
Off-taker	Taipower
Expected COD	1H23 - 2H24
Investment budget	Bt11-12bn

Source: Company data

Ex 6: Strong Prospects For Renewables In Taiwan



Sources: BloombergNEF, Taipower

Ex 7: Japan Solar Farms Starting Operations In 1H22F

Source: Company data

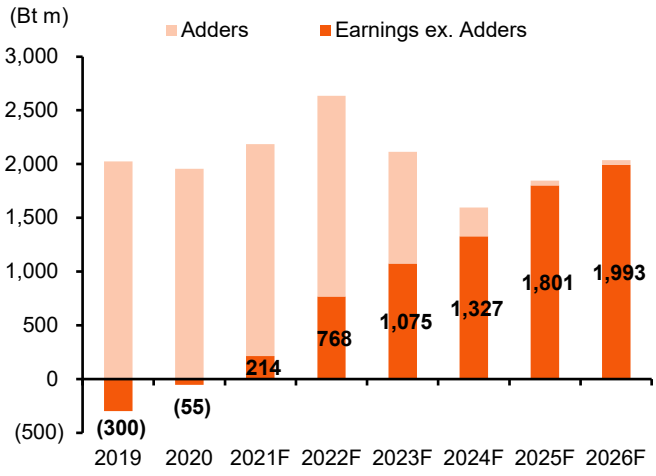
Ex 8: Longer Timeframe For 230MW Wind Farm in 2025F

Source: Company data

Ex 9: Targeted Markets For Future M&As …

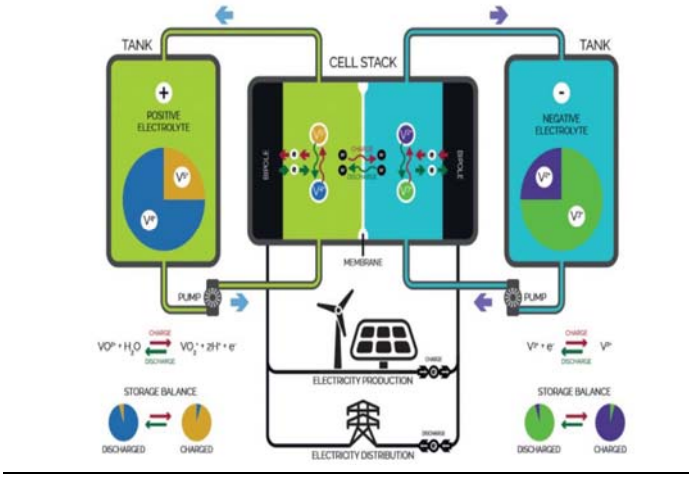
Source: Company data

Ex 10: … Expecting Them To Offset Expiring Adders



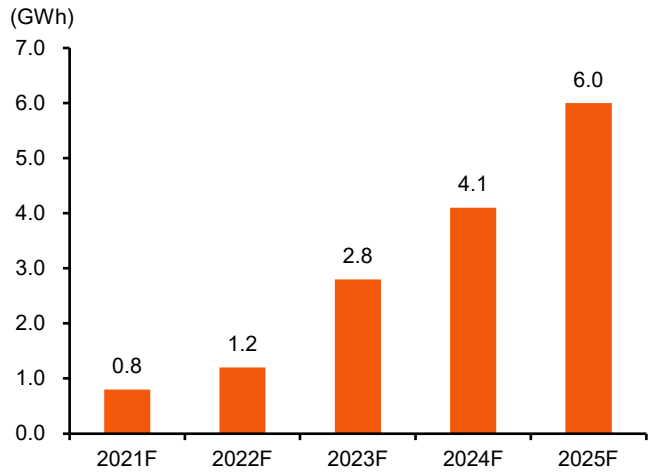
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Vanadium Redox Flow Battery Diagram



Source: VRB Energy

Ex 12: Forecasted Redox Flow Battery Demand In China



Source: BloombergNEF

Ex 13: Our DCF-derived Sum-Of-The-Parts (SOTP) 12-month TP Calculation

	Valuation method	WACC (%)	Value per BCPG's share (Bt)
Thailand solar (w/ adder)	DCF	5.8%	4.8
Thailand solar (no adders)	DCF	4.7%	0.8
Thailand wind	DCF	5.1%	0.0
Japan solar	DCF	3.8%	1.3
Indonesia geothermal	DCF	4.8%	4.9
Philippines wind	DCF	6.1%	0.1
Laos hydro	DCF	5.4%	4.0
Laos wind	DCF	6.5%	0.6
Taiwan solar	DCF	4.9%	0.5
Existing projects			**17.0**
+ Company's net debt			(3.5)
+ Potential projects	DCF	10.0%	1.4
Total			**15.0**

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 14: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth 21F (%)	EPS growth 22F (%)	PE 21F (x)	PE 22F (x)	P/BV 21F (x)	P/BV 22F (x)	EV/EBITDA 21F (x)	EV/EBITDA 22F (x)	Div yield 21F (%)	Div yield 22F (%)
Datang International Power	991 HK	China	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Huadian Power	1071 HK	China	(48.0)	128.8	12.5	5.5	0.4	0.4	11.9	8.4	6.0	8.9
Huaneng Power	600011 CH	China	(88.2)	na	109.3	13.7	1.1	1.0	10.9	8.5	1.5	3.6
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	2.2	11.1	13.9	12.5	1.0	1.0	43.2	41.8	5.4	5.5
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	4.0	16.0	19.4	16.7	1.2	1.1	11.8	9.6	2.4	3.1
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	(3.8)	33.8	12.4	9.3	1.1	1.0	8.0	6.7	3.2	4.3
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	(0.7)	7.2	17.3	16.1	1.7	1.6	10.8	10.3	4.1	4.2
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	2.9	6.5	16.0	15.0	1.2	1.2	77.7	75.1	5.9	5.9
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(34.8)	38.0	11.8	8.6	0.6	0.6	10.7	8.6	3.7	5.4
Tata Power	TPWR IN	India	17.6	35.1	45.4	33.6	3.1	3.1	14.4	14.4	0.7	0.8
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	10.8	(0.1)	10.9	10.9	0.9	0.9	6.4	6.3	5.8	5.9
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(68.4)	na	96.7	27.6	0.5	0.5	12.0	11.4	4.5	4.3
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	47.4	(19.6)	11.2	13.9	0.4	0.4	10.3	10.5	6.1	6.7
Manila Electric	MER PM	Philippines	12.2	4.6	13.9	13.3	3.6	3.3	8.8	8.1	5.0	5.2
Absolute Clean Energy *	ACE TB	Thailand	9.8	26.4	25.1	19.9	2.8	2.6	18.7	16.2	1.6	2.0
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(8.6)	20.6	17.4	14.4	1.5	1.4	14.3	11.2	2.5	2.5
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	8.0	25.3	36.4	29.0	3.6	3.4	13.5	12.9	1.4	1.7
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	10.2	12.4	14.0	12.4	1.2	1.2	201.5	151.9	4.3	4.8
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	418.6	8.2	20.1	18.6	1.6	1.5	18.3	17.8	2.0	2.7
EA Pcl*	EA TB	Thailand	13.4	26.9	50.7	40.0	9.2	7.8	30.9	25.4	0.6	0.8
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	7.2	4.7	8.8	8.4	0.8	0.8	17.3	15.6	4.1	4.4
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	20.3	16.7	23.3	19.9	2.0	1.9	15.0	13.9	2.6	3.0
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	88.0	37.4	53.4	38.9	7.0	6.5	39.7	31.4	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	9.3	9.0	1.0	1.0	17.1	15.8	5.9	6.6
TPC Power Holding *	TPCH TB	Thailand	52.4	23.3	11.1	9.0	1.3	1.2	8.7	7.5	2.7	3.3
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	47.9	24.5	13.3	10.7	1.3	1.2	30.2	25.8	4.5	5.6
Average			**23.5**	**21.6**	**26.6**	**17.0**	**2.0**	**1.9**	**26.2**	**22.3**	**3.5**	**4.1**

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 29 November 2021 closing prices

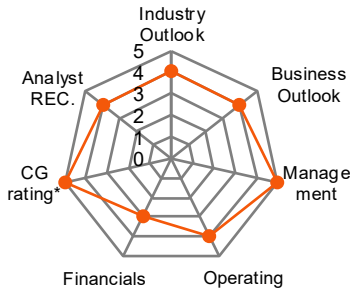
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BCPG ได้ก่อตั้งในปี 2015 ดำเนินการผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน ที่ถือหุ้น 70% โดย Bangchak Pcl (BCP) ปัจจุบัน BCPG มีโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนหลายแห่งใน 5 ประเทศ ในเอเชีย (ไทย ลาว อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และญี่ปุ่น) และกำลังขยายไปยังไต้หวันเป็นประเทศที่หก เพื่อเตรียมพร้อมสำหรับธุรกิจไฟฟ้าที่เปลี่ยนแปลง BCPG ได้ร่วมมือกับผู้เล่นระดับภูมิภาคพัฒนาธุรกิจจำหน่ายไฟฟ้าแบบ Peer-to-Peer โดยใช้เทคโนโลยี blockchain สำหรับการซื้อขายไฟฟ้า แบตเตอรี่วานาเดียมสำหรับระบบกักเก็บพลังงาน (ESS) ในสมาร์ทกริด และโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน และแพลตฟอร์มซื้อขายคาร์บอนเครดิต

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

- ธุรกิจของ BCPG มีการกระจายความเสี่ยงที่ดี เข้าไปในประเทศที่มีการสนับสนุนการผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานทดแทน
- มีพันธมิตรเป็นผู้เล่นระดับภูมิภาคเพื่อเพิ่มโอกาสการลงทุนในโรงไฟฟ้าในต่างประเทศมากขึ้น และเทคโนโลยีดิจิทัลสำหรับตลาดไฟฟ้า

W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนยังเพิ่มสูงขึ้น เพื่อรองรับการลงทุนใหม่เพื่อชดเชยรายได้ adder ที่ลดลง
- ความยากลำบากในการหาการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงมาทดแทนโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ adder ใกล้หมดอายุในประเทศไทย

O — Opportunity

- มีโอกาสในการขยายธุรกิจพลังงานทดแทนทั้งในประเทศและต่างประเทศ
- มีโอกาสขยายเข้าสู่ธุรกิจ IPS solar-rooftop

T — Threat

- Adder ของโซล่าร์ไทยจะหมดอายุในช่วงปี 2022-24F
- ความเสี่ยงที่รัฐบาลจะซื้อไฟฟ้าในราคาที่ถูกจากผู้ผลิตเอกชน
- ความเสี่ยงด้านกฎหมายสำหรับการลงทุนในต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	16.17	15.00	-7%
Net profit 21F (Bt m)	2,445	2,184	-11%
Net profit 22F (Bt m)	2,466	2,634	7%
Consensus REC	**BUY: 4**	**HOLD: 3**	**SELL: 1**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2022F ของเราสูงกว่าตลาด 7% ซึ่งคาดเป็นเพราะเรารวมผลบวกจากการเปลี่ยนแผงโซลาร์ของ BCPG เข้าในประมาณการแล้ว
- แต่ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาด 7% ซึ่งคาดว่าเป็นเพราะเราใช้สมมติฐานอัตราผลตอบแทนการลงทุนในโครงการใหม่ของ BCPG ที่ต่ำกว่าที่ตลาดมอง

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- อัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าคาด และจำนวนการลงทุนใหม่ที่น้อยกว่าคาดเป็นความเสี่ยงต่อมูลค่าของเรา
- ผลกระทบจากภาวะทางธรรมชาติที่ไม่เอื้ออำนวยต่อการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบและนโยบาย โดยเฉพาะค่าไฟฟ้า ในประเทศที่ BCPG รุกตลาดจะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรและเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

Earnings upside from more M&A could help slow down the EPS drop over 2023-24F

Proceeds from capital call last year the main funding source for new investments

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,427	4,231	4,707	5,719	5,245
Cost of sales	961	1,436	1,602	1,987	2,164
Gross profit	**2,465**	**2,794**	**3,105**	**3,732**	**3,081**
% gross margin	71.9%	66.1%	66.0%	65.3%	58.7%
Selling & administration expenses	575	532	596	696	709
Operating profit	**1,890**	**2,262**	**2,509**	**3,037**	**2,372**
% operating margin	55.2%	53.5%	53.3%	53.1%	45.2%
Depreciation & amortization	690	1,078	1,168	1,418	1,477
EBITDA	**2,580**	**3,340**	**3,676**	**4,455**	**3,848**
% EBITDA margin	75.3%	79.0%	78.1%	77.9%	73.4%
Non-operating income	20	29	71	61	46
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(568)	(820)	(805)	(824)	(770)
Pre-tax profit	**1,342**	**1,472**	**1,775**	**2,273**	**1,648**
Income tax	(8)	33	160	234	157
After-tax profit	**1,351**	**1,439**	**1,615**	**2,039**	**1,491**
% net margin	39.4%	34.0%	34.3%	35.7%	28.4%
Shares in affiliates' Earnings	375	460	569	595	623
Minority interests	1	1	0	0	0
Extraordinary items	75	12	0	0	0
NET PROFIT	**1,801**	**1,912**	**2,184**	**2,634**	**2,114**
Normalized profit	**1,726**	**1,900**	**2,184**	**2,634**	**2,114**
EPS (Bt)	0.8	0.8	0.7	0.9	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.8	0.8	0.7	0.9	0.7

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	2,453	12,493	9,496	6,792	4,660
Cash & cash equivalent	1,445	11,138	8,000	5,000	3,000
Account receivables	640	1,219	1,356	1,648	1,511
Inventories	0	0	0	0	0
Others	367	135	140	144	148
Investments & loans	13,624	11,723	11,923	12,123	12,997
Net fixed assets	13,676	14,668	17,407	16,465	21,571
Other assets	7,384	12,336	12,362	12,357	12,322
Total assets	**37,137**	**51,220**	**51,188**	**47,737**	**51,549**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,987	4,046	3,618	2,926	3,554
Account payables	398	540	602	746	813
Bank overdraft & ST loans	2,570	1,771	1,129	849	967
Current LT debt	1,285	1,678	1,330	941	1,265
Others current liabilities	734	58	558	390	508
Total LT debt	**16,026**	**23,219**	**20,118**	**15,189**	**17,114**
Others LT liabilities	568	1,405	1,813	2,316	2,427
Total liabilities	**21,581**	**28,671**	**25,549**	**20,431**	**23,095**
Minority interest	49	69	69	69	69
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	9,994	13,202	15,089	15,089	15,089
Share premium	2,927	6,990	6,990	6,990	6,990
Warrants	3	2	2	2	2
Surplus	(73)	(1,641)	(1,641)	(1,641)	(1,641)
Retained earnings	**2,654**	**3,927**	**5,129**	**6,797**	**7,945**
Shareholders' equity	15,506	22,480	25,569	27,237	28,385
Liabilities & equity	**37,137**	**51,220**	**51,188**	**47,737**	**51,549**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Reinvesting hefty cash flows from adders to sustain earnings base

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	1,342	1,472	1,775	2,273	1,648
Tax paid	9	(25)	(163)	(231)	(159)
Depreciation & amortization	690	1,078	1,168	1,418	1,477
Chg In w orking capital	(56)	(438)	(75)	(147)	203
Chg In other CA & CL / minorities	921	104	1,068	419	740
Cash flow from operations	**2,907**	**2,191**	**3,773**	**3,733**	**3,908**
Capex	(1,420)	(2,070)	(3,907)	(475)	(6,582)
Right of use	0	(397)	(300)	(270)	(240)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(123)	1,901	(200)	(200)	(874)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(5,315)	(3,996)	682	777	385
Cash flow from investments	**(6,858)**	**(4,563)**	**(3,725)**	**(168)**	**(7,310)**
Debt financing	4,409	7,002	(4,091)	(5,599)	2,368
Capital increase	35	7,270	1,887	0	0
Dividends paid	(1,278)	(639)	(981)	(966)	(966)
Warrants & other surplus	(194)	(1,569)	(1)	(1)	(1)
Cash flow from financing	**2,972**	**12,064**	**(3,186)**	**(6,565)**	**1,402**
Free cash flow	**1,486**	**121**	**(134)**	**3,258**	**(2,673)**

Multiples don't look overly excessive, in our view

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	16.5	15.9	17.4	14.4	18.0
Normalized PE - at target price (x)	19.6	18.9	20.7	17.2	21.4
PE (x)	15.8	15.8	17.4	14.4	18.0
PE - at target price (x)	18.8	18.8	20.7	17.2	21.4
EV/EBITDA (x)	18.2	13.7	14.3	11.2	14.1
EV/EBITDA - at target price (x)	20.3	15.4	16.3	12.8	16.0
P/BV (x)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
P/BV - at target price (x)	2.2	2.0	1.8	1.7	1.6
P/CFO (x)	9.8	13.8	10.1	10.2	9.7
Price/sales (x)	10.6	8.6	7.7	6.4	7.0
Dividend yield (%)	4.5	2.6	2.5	2.5	2.5
FCF Yield (%)	5.2	0.4	(0.4)	8.6	(7.0)
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	0.8	0.7	0.9	0.7
EPS	0.8	0.8	0.7	0.9	0.7
DPS	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
BV/share	6.9	7.4	8.5	9.0	9.4
CFO/share	1.3	0.9	1.3	1.2	1.3
FCF/share	0.7	0.1	(0.0)	1.1	(0.9)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Better capital management via more M&A would improve its ROA and ROE

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	3.2	23.5	11.3	21.5	(8.3)
Net profit (%)	(18.8)	6.2	14.2	20.6	(19.7)
EPS (%)	(18.9)	(0.0)	(9.2)	20.6	(19.7)
Normalized profit (%)	1.8	10.1	14.9	20.6	(19.7)
Normalized EPS (%)	1.7	3.7	(8.6)	20.6	(19.7)
Dividend payout ratio (%)	71.0	52.1	44.2	36.7	45.7
Operating performance					
Gross margin (%)	71.9	66.1	66.0	65.3	58.7
Operating margin (%)	55.2	53.5	53.3	53.1	45.2
EBITDA margin (%)	75.3	79.0	78.1	77.9	73.4
Net margin (%)	39.4	34.0	34.3	35.7	28.4
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.2	0.9	0.6	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	0.7	0.6	0.4	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	3.3	2.8	3.1	3.7	3.1
Interest coverage - EBITDA (x)	4.5	4.1	4.6	5.4	5.0
ROA - using norm profit (%)	5.0	4.3	4.3	5.3	4.3
ROE - using norm profit (%)	11.3	10.0	9.1	10.0	7.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	8.8	7.6	6.7	7.7	5.4
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	55.7	54.2	54.8	54.2	46.1
- leverage (x)	2.2	2.3	2.1	1.9	1.8
- interest burden (%)	70.3	64.2	68.8	73.4	68.2
- tax burden (%)	100.6	97.8	91.0	89.7	90.5
WACC (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROIC (%)	6.7	6.5	6.0	6.8	5.5
NOPAT (Bt m)	1,902	2,212	2,282	2,724	2,145
invested capital (Bt m)	33,942	38,010	40,146	39,215	44,731

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 136 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2112A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2112A, COM716C2203A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPAL16C2203A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2112A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MINT16C2203A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2112A, PTTE16C2203A, PTTG16C2111A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (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, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต 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)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 นิจการุณ, 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
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

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

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

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรทรง
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 ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@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, แปล
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 จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

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

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
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