

# Fundamental Story

TPC Power Holding Pcl (TPCH TB) - BUY, Price Bt11.0, TP Bt16.0

Results Comment

Nuttapop Prasitsuksant | Email: nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

## กำไร 3Q21 อ่อนแอ ต่ำกว่าคาด

- TPCH รายงานกำไรสุทธิ 52 ลบ. ใน 3Q21 ลดลง 15% y-y แต่เพิ่มขึ้น 7% q-q การลดลง y-y เป็นผลมาจากดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้นเพื่อรองรับการขยายกำลังการผลิต ขณะที่กำไรที่ดิ่งขึ้น q-q ได้แรงหนุนจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นของโรงไฟฟ้าแห่งใหม่
- รายได้รวมเพิ่มขึ้น 40% y-y และ 3% q-q เป็น 661 ลบ. ใน 3Q21 โดยได้แรงหนุนจากการเติบโตของกำลังการผลิต 33% และอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นเป็น 76.0% จาก 74.7% ใน 2Q21
- แต่อย่างไรก็ตาม อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเหลือ 25.8% ใน 3Q21 จาก 31.8% ใน 3Q20 เนื่องจากต้นทุนเชื้อเพลิงและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงขึ้น กำไรขั้นต้นจึงเพิ่มขึ้นเพียง 13% y-y และ 9% q-q เป็น 170 ลบ. ใน 3Q21
- ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น 34% y-y จากการขยายกำลังการผลิต แต่ยังคงทรงตัว q-q (+3%) ที่ 34 ลบ. ใน 3Q21 EBITDA margin เพิ่มขึ้นเป็น 35.1% ใน 3Q21 เทียบกับ 32.6% ใน 2Q21 แต่ยังคงต่ำกว่า 39.6% ใน 3Q20
- TPCH ประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล 0.343 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราการจ่ายที่ 40% จากผลประกอบการ 9M21 ขึ้น XD วันที่ 22 พฤศจิกายน และกำหนดจ่าย 7 ธันวาคม 2021
- แม้จะมีความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญต่อประมาณการกำไรของเรา แต่เราคาดว่ากำไรของ TPCH จะดีขึ้นใน 4Q21 จากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และการลงทุน 203 ลบ. เพื่อซื้อหุ้นเพิ่มในโรงไฟฟ้าที่มีอยู่ในเดือนตุลาคม เพื่อได้กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นเพิ่มขึ้นรวม 8.2MW (กำลังการผลิตเติบโต 13%)

Income Statement		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	
Revenue	473	472	566	643	661	
<b>Gross profit</b>	<b>150</b>	<b>104</b>	<b>151</b>	<b>156</b>	<b>170</b>	
SG&A	25	34	37	33	34	
Operating profit	125	70	114	123	137	
<b>EBITDA</b>	<b>187</b>	<b>139</b>	<b>195</b>	<b>210</b>	<b>232</b>	
Other income	3	2	1	2	1	
Other expense	0	0	0	0	0	
Interest expense	25	27	33	37	38	
<b>Profit before tax</b>	<b>103</b>	<b>45</b>	<b>82</b>	<b>88</b>	<b>100</b>	
Income tax	0	1	1	4	4	
Equity & invest. income	3	(4)	4	2	1	
Minority interests	(45)	(29)	(38)	(39)	(45)	
Extraordinary items	0	0	0	0	0	
<b>Net profit</b>	<b>61</b>	<b>11</b>	<b>47</b>	<b>48</b>	<b>52</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>61</b>	<b>11</b>	<b>47</b>	<b>48</b>	<b>52</b>	
EPS (Bt)	0.15	0.03	0.12	0.12	0.13	
Normalized EPS (Bt)	0.15	0.03	0.12	0.12	0.13	

Balance Sheet		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	
Cash & ST investment	264	159	160	167	1,575	
A/C receivable	546	570	514	621	651	
Inventory	0	0	0	0	0	
Other current assets	83	93	265	135	133	
Investment	480	469	473	472	470	
Fixed assets	6,929	7,216	7,219	7,206	7,153	
Other assets	198	180	208	234	247	
<b>Total assets</b>	<b>8,500</b>	<b>8,688</b>	<b>8,838</b>	<b>8,834</b>	<b>10,229</b>	
S-T debt	878	800	887	1,047	995	
A/C payable	344	505	299	338	307	
Other current liabilities	27	287	311	233	236	
L-T debt	3,131	2,996	3,279	3,130	4,531	
Other liabilities	189	49	57	55	54	
Minority interest	975	1,083	990	1,012	1,037	
<b>Shareholders' equity</b>	<b>2,956</b>	<b>2,967</b>	<b>3,014</b>	<b>3,019</b>	<b>3,070</b>	
Working capital	202	65	215	282	344	
Total debt	4,009	3,797	4,166	4,176	5,525	
<b>Net debt</b>	<b>3,745</b>	<b>3,638</b>	<b>4,007</b>	<b>4,009</b>	<b>3,950</b>	

Sources: Company data, Thanachart estimates

Income Statement		9M as				
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2021F	2021F	2022F	
Revenue	3	40	73	2,545	2,834	
<b>Gross profit</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>53</b>	<b>900</b>	<b>1,052</b>	
SG&A	3	34	62	166	178	
Operating profit	11	9	51	733	874	
<b>EBITDA</b>	<b>10</b>	<b>24</b>	<b>58</b>	<b>1,105</b>	<b>1,277</b>	
Other income	(57)	(67)	81	5	6	
Other expense			na	0	0	
Interest expense	1	48	92	118	129	
<b>Profit before tax</b>	<b>13</b>	<b>(3)</b>	<b>44</b>	<b>620</b>	<b>750</b>	
Income tax	(1)		704	1	1	
Equity & invest. income	(69)	(79)	50	14	22	
Minority interests	na	na	49	(251)	(300)	
Extraordinary items			na	0	0	
<b>Net profit</b>	<b>7</b>	<b>(15)</b>	<b>39</b>	<b>382</b>	<b>471</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>7</b>	<b>(15)</b>	<b>39</b>	<b>382</b>	<b>471</b>	
EPS (Bt)	7	(15)	39	0.95	1.17	
Normalized EPS (Bt)	7	(15)	39	0.95	1.17	

Financial Ratios		%				
(%)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	
Sales grow th	11.0	14.8	43.9	46.4	39.7	
Operating profit grow th	(28.6)	(51.0)	(22.8)	(19.0)	8.9	
EBITDA grow th	(13.4)	(24.6)	3.8	7.1	23.7	
Norm profit grow th	(37.1)	(86.2)	(44.6)	(47.9)	(15.3)	
Norm EPS grow th	(37.1)	(86.2)	(44.6)	(47.9)	(15.3)	
Gross margin	31.8	22.0	26.7	24.3	25.8	
Operating margin	26.5	14.9	20.2	19.2	20.7	
EBITDA margin	39.6	29.5	34.4	32.6	35.1	
Norm net margin	12.9	2.4	8.4	7.5	7.8	
D/E (x)	1.4	1.3	1.4	1.4	1.8	
Net D/E (x)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3	
Interest coverage (x)	7.4	5.1	5.9	5.6	6.1	
Interest rate	2.5	2.8	3.3	3.6	3.1	
Effective tax rate	-	1.7	0.7	4.0	3.5	
ROA	2.9	0.5	2.2	2.2	2.2	
ROE	8.3	1.5	6.3	6.4	6.8	

## 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 143 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, S5016C2112D, S5016P2112D, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, 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, EGCO, 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, PTTG, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัททนธนชาติ 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)

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

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกรร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบค จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบค 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)