

# Fundamental Story

CK Power Pcl (CKP TB) - BUY, Price Bt5.10, TP Bt7.50

Results Comment

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

## กำไรอ่อนแอตามฤดูกาลใน 4Q21 เป็นไปตามคาด

- เราคาดว่ากำไรปกติของ CKP อยู่ที่ 309 ลบ. ใน 4Q21 (ไม่รวมผลขาดทุนจาก FX จากโครงการไชยะบุรี) เพิ่มขึ้น 116% y-y จากฐานที่ต่ำในปีที่แล้ว แต่ลดลง 71% q-q จากผลกระทบตามฤดูกาลของการผลิตไฟฟ้าพลังน้ำที่มีการผลิตสูงสุดในไตรมาส 3 และอัตราค่าไฟที่หดตัวของโรงไฟฟ้า SPP ที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิงจากต้นทุนก๊าซที่พุ่งสูงขึ้นอย่างมาก
- รายได้รวมอยู่ที่ 2.2 พันลบ. ใน 4Q21 เพิ่มขึ้น 68% y-y โดยได้แรงหนุนจากการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นอย่างมากจากโครงการ NN2 เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีที่แล้วว่า CKP หยุดการผลิตเพื่อสำรองน้ำสำหรับปีนี้ รายได้ลดลง 7% q-q จากการผลิตไฟฟ้าพลังน้ำที่ลดลงตามฤดูกาล
- EBITDA เป็นไปตามแนวโน้มเดียวกันกับรายได้ โดยเติบโต 241% y-y แต่ลดลง 34% q-q เป็น 674 ลบ. ใน 4Q21 อย่างไรก็ตาม EBITDA margin ลดลงเหลือ 30.1% เทียบกับ 42.8% ใน 3Q21 เนื่องจากผลกระทบจาก de-leveraging จากการผลิตไฟฟ้าพลังน้ำที่ลดลง และอัตราค่าไฟที่ลดลงจากโรงไฟฟ้า SPP เนื่องจากราคาก๊าซในประเทศที่พุ่งสูงขึ้นอย่างมาก
- ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม ซึ่งส่วนใหญ่มาจากไชยะบุรี หลังหักขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน อยู่ที่ 196 ลบ. ลดลง 29% y-y จากมีน้ำในแม่น้ำโขงที่ลดลง และลดลง 77% q-q ตามฤดูกาล
- ผลกำไรที่อ่อนแอของ CKP ใน 4Q21 เป็นไปตามที่เราคาดไว้ กำไรทั้งปีอยู่ที่ 2.1 พันลบ. (0.25 บาทต่อหุ้น) ในปี 2021 คิดเป็น 98% ของประมาณการทั้งปีของเรา อย่างไรก็ตาม เราเห็นว่าปริมาณน้ำที่ใช้ได้ในช่วงปลายปี 2021 นั้นอ่อนแอกว่าช่วงเดียวกันของปีที่แล้ว เราจึงเห็น downside ต่อประมาณการกำไรปี 2022F ของเราเนื่องจากผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มอ่อนแอในช่วงฤดูแล้งใน 1H22

Income Statement (consolidated)						Income Statement 12M as					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2021F	2021A	2022F
Revenue	1,334	1,985	2,180	2,395	2,237	Revenue	(7)	68	102	8,798	8,821
<b>Gross profit</b>	<b>(76)</b>	<b>525</b>	<b>636</b>	<b>707</b>	<b>409</b>	<b>Gross profit</b>	<b>(42)</b>	<b>na</b>	<b>102</b>	<b>2,278</b>	<b>2,270</b>
SG&A	121	115	127	110	143	SG&A	30	18	96	494	550
Operating profit	(196)	411	509	597	267	Operating profit	(55)	na	104	1,783	1,720
<b>EBITDA</b>	<b>197</b>	<b>797</b>	<b>900</b>	<b>1,024</b>	<b>674</b>	<b>EBITDA</b>	<b>(34)</b>	<b>241</b>	<b>102</b>	<b>3,395</b>	<b>3,350</b>
Other income	119	116	116	113	192	Other income	70	62	113	537	411
Other expense						Other expense			na		
Interest expense	255	262	267	266	275	Interest expense	3	8	98	1,070	1,018
<b>Profit before tax</b>	<b>(333)</b>	<b>264</b>	<b>357</b>	<b>444</b>	<b>184</b>	<b>Profit before tax</b>	<b>(59)</b>	<b>na</b>	<b>114</b>	<b>1,250</b>	<b>1,113</b>
Income tax	(9)	8	16	26	11	Income tax	(57)	na	174	61	72
Equity & invest. income	276	(157)	474	866	196	Equity & invest. income	(77)	(29)	84	1,380	1,848
Minority interests	190	(120)	(173)	(219)	(60)	Minority interests	na	na	87	(572)	(679)
Extraordinary items	(135)	135	65	169	(186)	Extraordinary items	na	na	na	183	
<b>Net profit</b>	<b>8</b>	<b>115</b>	<b>707</b>	<b>1,235</b>	<b>123</b>	<b>Net profit</b>	<b>(90)</b>	<b>1,471</b>	<b>107</b>	<b>2,179</b>	<b>2,210</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>143</b>	<b>(21)</b>	<b>642</b>	<b>1,066</b>	<b>309</b>	<b>Normalized profit</b>	<b>(71)</b>	<b>116</b>	<b>98</b>	<b>1,996</b>	<b>2,210</b>
EPS (Bt)	0.00	0.01	0.09	0.15	0.02	EPS (Bt)	(90)	1,471	107	0.27	0.27
Normalized EPS (Bt)	0.02	(0.00)	0.08	0.13	0.04	Normalized EPS (Bt)	(71)	116	98	0.25	0.27

  

Balance Sheet (consolidated)						Financial Ratios (%)					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21		4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Cash & ST investment	9,053	5,935	6,367	7,021	7,630	Sales grow th	(31.8)	21.3	27.4	19.0	67.7
A/C receivable	1,054	1,512	1,705	1,912	1,557	Operating profit grow th	na	1,234.0	913.8	52.0	na
Inventory						EBITDA grow th	(66.9)	90.7	105.5	30.4	241.5
Other current assets	459	1,255	918	566	525	Norm profit grow th	na	na	na	37.4	116.0
Investment	12,711	14,516	16,667	17,127	17,210	Norm EPS grow th	na	na	na	37.4	116.0
Fixed assets	8,919	8,814	8,697	8,599	8,491	Gross margin	(5.7)	26.5	29.2	29.5	18.3
Other assets	34,842	34,454	34,074	33,678	33,564	Operating margin	(14.7)	20.7	23.3	24.9	11.9
<b>Total assets</b>	<b>67,038</b>	<b>66,487</b>	<b>68,429</b>	<b>68,903</b>	<b>68,977</b>	EBITDA margin	14.8	40.1	41.3	42.8	30.1
S-T debt	5,544	5,544	1,539	2,818	1,999	Norm net margin	10.7	(1.0)	29.5	44.5	13.8
A/C payable	620	825	849	1,109	927	D/E (x)	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
Other current liabilities	111	109	1,895	106	468	Net D/E (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
L-T debt	24,961	24,445	28,198	28,204	28,979	Interest coverage (x)	0.8	3.0	3.4	3.8	2.5
Other liabilities	764	768	791	801	474	Interest rate	3.5	3.5	3.6	3.5	3.5
Minority interest	11,264	11,225	11,347	11,351	11,296	Effective tax rate	2.8	3.0	4.5	5.9	6.1
<b>Shareholders' equity</b>	<b>23,774</b>	<b>23,571</b>	<b>23,812</b>	<b>24,515</b>	<b>24,834</b>	ROA	0.9	(0.1)	3.8	6.2	1.8
Working capital	434	687	856	803	631	ROE	2.4	(0.3)	10.8	17.6	5.0
Total debt	30,505	29,989	29,736	31,021	30,978						
<b>Net debt</b>	<b>21,453</b>	<b>24,054</b>	<b>23,369</b>	<b>24,001</b>	<b>23,348</b>						

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JMAR16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2206A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2206A, TOP16C2202A, TRUE16C2205B, TRUE16C2205A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำทวิเคราะหของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำทวิเคราะหของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำทวิเคราะหของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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