

HOLD (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 46.00 (From: Bt 76.00)

Downside : 1.1%

17 FEBRUARY 2022

RATCH Group Pcl (RATCH TB)

ความน่าสนใจลดลง

เรามองว่าความน่าสนใจของหุ้น RATCH จะยังอยู่ในระดับต่ำเนื่องจากมีปัจจัยลบทั้งเรื่องแผนเพิ่มทุน และบริษัทยังล่าช้าในการเข้าสู่ยุคพลังงานสีเขียว อีกทั้งการหาโรงไฟฟ้าใหม่มาทดแทนโรงเก่าที่ใกล้หมดอายุยังไม่ง่ายนักสำหรับ RATCH เราปรับคำแนะนำลงเพียง "ถือ" เนื่องจากอัตราผลตอบแทนปันผลยังสูงถึง 4-5% โดยราคาเป้าหมายหลัง dilute อยู่ที่ 46 บาท



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ"

เราเห็นสามปัจจัยกดดันต่อราคาหุ้น RATCH คือ 1) แผนการเพิ่มทุนที่จะดำเนินการใน 1Q22F จะทำให้ต้นทุนชะลอการเข้าลงทุนเนื่องจากจะมีผล dilution สูงถึง 53% 2) ขณะที่กระแสการลงทุนในพลังงานสีเขียวกำลังเพิ่มขึ้นมากแต่ RATCH ยังต้องลงทุนในโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงฟอสซิลเพื่อทดแทนกำลังการผลิต 3.7GW ที่จะหมดอายุในปี 2025-27 3) เราองว่ามีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงขึ้นจากที่ RATCH ขยายไปลงทุนธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานอื่นนอกเหนือจากโรงไฟฟ้า เพื่อสร้างผลกำไรมาชดเชยการเติบโตในอุตสาหกรรมโรงไฟฟ้าที่ลดลง หลังจากรวมกำไรจากโครงการใหม่ และผล dilution เราปรับคำแนะนำ RATCH ลงเป็น "ถือ" โดยมี downside 1% จากราคาเป้าหมายหลัง dilute (ปี 2022F) ของเราที่ 46 บาท

มีแผนเพิ่มทุนขนาดใหญ่

RATCH ประกาศแผนเพิ่มทุนตั้งแต่เดือนมิถุนายนที่ผ่านมา โดยจะออกหุ้นใหม่ 769 ล้านหุ้น (เดิม 1,450 ล้านหุ้น) ใน 1Q22F RATCH ยังไม่ได้แจ้งราคาใช้สิทธิ แต่ตั้งเป้าที่จะได้เงินอย่างน้อย 3 หมื่นลบ. จากการเพิ่มทุนครั้งนี้ ซึ่งเทียบเป็นราคาขายหุ้นใหม่ที่ 39 บาทต่อหุ้น เพื่อนำไปใช้ลงทุนใน 1) สัดส่วนการผลิต 931MW ของโครงการโรงไฟฟ้าถ่านหิน Paiton ในอินโดนีเซียจำนวน 2.5 หมื่นลบ. 2) เข้าซื้อหุ้น 51% ใน บมจ. สหโคเจน (ชลบุรี) (SCG) 3.5 พันลบ. 3) และอีก 1.8 พันลบ. เพื่อซื้อหุ้นเพิ่มเติมอีก 21% ในโรงไฟฟ้าพลังน้ำ 'Asahan-1' ในอินโดนีเซีย และใช้ลงทุนโครงการที่กำลังพัฒนาอื่น รวมถึงในสัดส่วนการผลิต 714MW ของโรงไฟฟ้า IPP หินกอง (HKH) เรามีมุมมองที่เป็นกลางต่อแผนเพิ่มทุนนี้ ที่จะช่วยยืดอายุกำลังการผลิตของบริษัท แต่ก็ทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับผล dilution รุนแรง

ยังล่าช้าในการลงทุนพลังงานสีเขียว

เราเชื่อว่าเป้าที่จะหาลงทุนการผลิตใหม่อีก 4.2GW ภายในปี 2025F ของ RATCH ส่วนใหญ่จะมาจากโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงเนื่องจาก RATCH ต้องการกำลังการผลิตขนาดใหญ่และรวดเร็วมาทดแทนโรงไฟฟ้า IPP 1.5GW และ 2.2GW ที่จะหมดอายุในปี 2025 และ 2027 (เป็น 18% และ 27% ของกำลังการผลิตที่ดำเนินการอยู่) และเพื่อยืดอายุเฉลี่ยของสัญญาการผลิต 8.1GW ในปัจจุบัน RATCH จึงยังมีแนวโน้มการลงทุนที่ค่อนข้างสวนกระแสพลังงานสีเขียวของโลก ทำให้มีความเสี่ยงที่อาจต้องลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในราคาที่สูง หรือลงทุนในโรงงานกำจัดคาร์บอนที่ไม่สร้างกำไร เพื่อเป็นไปตามข้อกำหนดด้านการปล่อยมลพิษในอนาคต RATCH พยายามแก้ไขสถานการณ์ยากลำบากนี้และเพื่อรักษาฐานกำไรผ่านการลงทุนในธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานอื่น (โรงพยาบาล ทางด่วน บริการขนส่งมวลชน) แต่เรามองว่านักลงทุนอาจจะไม่ชอบการกระจายความเสี่ยงนี้ เพราะเป็นกลุ่มธุรกิจที่อัตรากำไรต่ำกว่าโรงไฟฟ้า

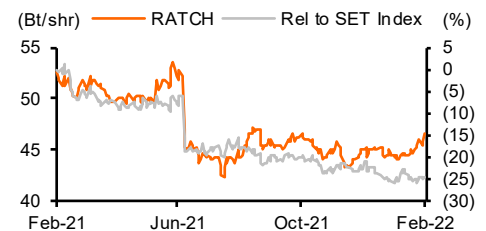
อยู่ในจุดมูลค่าพื้นฐานต่ำแล้ว

แม้มี EPS เติบโตเฉลี่ยเพียง 6% ต่อปีในช่วงปี 2022-24F (หลังรวมผล dilution) และมีปัจจัยลบกดดัน แต่เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ซื้อขายที่ PE 9 เท่าในปี 2022F นั้นอยู่ในระดับต่ำแล้ว และเหมาะสมกับอายุสัญญาเฉลี่ยที่เหลืออีก 11 ปี และอัตราการเติบโตของกำไรที่ไม่สูงนัก เรายังมองว่าจะให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงที่ 4-5% ในปี 2022-24F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	34,206	38,793	43,234	42,890
Net profit	6,287	6,601	9,910	11,130
Consensus NP	—	7,061	9,079	8,694
Diff frm cons (%)	—	(6.5)	9.2	28.0
Norm profit	5,451	6,601	9,910	11,130
Prev. Norm profit	—	6,827	7,021	7,071
Chg frm prev (%)	—	(3.3)	41.1	57.4
Norm EPS (Bt)	3.5	4.3	4.8	5.0
Norm EPS grw (%)	(9.7)	21.1	10.8	5.3
Norm PE (x)	13.1	10.8	9.8	9.3
EV/EBITDA (x)	23.9	21.0	17.9	18.7
P/BV (x)	1.2	1.1	1.0	1.0
Div yield (%)	4.9	5.1	3.8	4.3
ROE (%)	9.1	10.6	12.1	10.7
Net D/E (%)	54.8	63.7	30.7	22.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

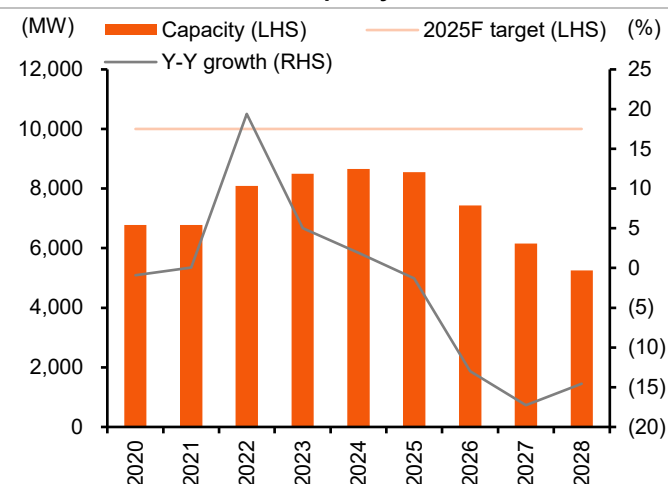
Price as of 17-Feb-22 (Bt)	46.50
Market Cap (US\$ m)	2,095.6
Listed Shares (m shares)	1,450.0
Free Float (%)	55.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	5.7
12M Price H/L (Bt)	53.50/42.25
Sector	Utilities
Major Shareholder	EGAT 45%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

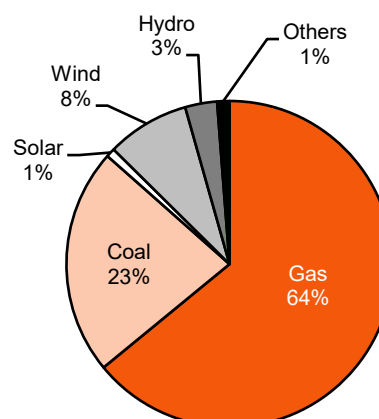
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: RATCH's Pro-Rata Capacity Outlook

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Capacity Breakdown By Fuel Type (2021)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: RATCH's Announced Capital Raising Plan By 1H22

Existing ordinary shares (m shares)	1,450.0
Newly issued shares (m shares)	769.2
Share dilution impact	53.1%
Offering ratio (new: existing)	1 : 1.885
Offering price (Bt/share)	Likely no less than Bt39/share
Expected EGM approval	1Q22
Expected rights offering date	1H22

Sources: Company data

Ex 4: Three Major Acquisitions To Spend The Proceeds On

Project	Paiton P7/8 & P3	Sahacogen SPP	Sahacogen Biomass	Asahan-1
Installed capacity (MW)	2,045.0	214.0	17.1	180.0
Stake (%)	45.5	51.0	45.4	21.3
Equity capacity (MW)	930.8	109.1	7.8	38.3
Location	Indonesia	Thailand	Thailand	Indonesia
Off-taker	PT Perusahaan Listrik Negara	EGAT	EGAT	PT Perusahaan Listrik Negara
Contract expiration	March 2042	April 2024	2026-27	December 2040
		(granted 25-year extension)		
Investment cost (Bt m)	25,907.2	----- 3,457.5 -----		1,789.0

Sources: Company data

Ex 5: RATCH's Investments In Non-Power Plant Businesses

	Pink and Yellow line monorail services	BGSR-6 and BGSR- 81	Bangkok Aviation Fuel Services Pcl (BAFS)	Principal Capital Pcl (PRINC)	Bangkok Chain International Laos (BCIL)
Core business	Monorail commuting service in Bangkok	Operation and maintenance service for motorway projects	Aviation refueling service at airports	Hospitals and healthcare services in Thailand	254-bed private hospital in Vientiane (Laos)
Stake (%)	10.0	10.0	15.5	13.6	9.9
Investment cost (Bt m)	> 4,200.0*	> 3,000.0*	2,712.1	1,557.7	190.0

Sources: Company data, Thanachart estimates*

Ex 6: Our 12-month DCF-derived Valuation Plus Potential Capacity

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	7,140	6,838	6,130	4,445	3,524	2,696	1,638	1,609	1,580	1,397	1,678	0
Free cash flow	2,240	3,264	3,630	2,790	2,121	1,418	1,106	1,085	981	1,121	22,593	44,766
PV of free cash flow	1,987	2,726	2,856	2,025	1,444	905	662	650	517	529	10,664	20,960
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	6.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	31,409											
Net debt (2021F)	40,502											
Minority interest	1											
Equity value	(9,094)											
# of shares (m)	2,219											
Valuation/share (Bt)	(4.1)											

Plus associates and affiliates**Bt/share****1. Domestic conventional**

- IPP plants
(RPCL, HPC, Hin Kong) 15.4

- SPP plants
(RW, NNEG, Berkprai, Nexif, IPS) 7.0

Subtotal 22.4

2. Domestic renewables

- Solar farms (Solarta, Korat-3/4/7) 0.6

- Wind farm (Houy Bong) 0.6

Subtotal 1.2

3. Laos hydropower

- NN2 2.7

- Xepian Xe Namnoy 2.4

Subtotal 5.1

4. Overseas projects

- Kwinana (Gas, Australia) 0.2

- Riau (Gas, Indonesia) 0.4

- Paiton (Coal, Indonesia) 11.2

- Thang Long (Coal, Vietnam) 1.4

- Wind Vietnam (Ecowin, Nexif) 0.1

- Asahan 1 (Hydro, Indonesia) 2.3

Subtotal 15.5

5. Other investments

- BAFS 1.1

- PRINC 0.7

- SCG 1.4

- BCIL 0.1

- Motorways M6 and M81 0.8

- MRT Pink and Yellow lines 1.7

Subtotal 5.8

Total 46.0

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: 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	19.3	8.6	0.6	0.6	9.3	7.9	4.8	10.2
Huadian Power	1071 HK	China	(87.7)	na	61.7	8.1	0.5	0.5	13.2	9.0	5.4	7.3
Huaneng Power	600011 CH	China	na	na	na	16.6	1.4	1.3	15.5	8.9	0.7	2.7
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	4.2	9.2	14.9	13.7	1.1	1.1	41.1	39.5	4.9	5.1
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	(79.8)	na	99.3	17.7	1.2	1.2	13.4	9.5	1.5	3.0
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	(31.0)	84.7	14.4	7.8	0.9	0.9	8.3	6.2	3.1	5.0
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	(1.6)	8.1	18.1	16.8	1.7	1.7	11.1	10.6	3.9	4.0
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	3.0	7.2	16.7	15.6	1.3	1.2	81.7	80.2	5.6	5.6
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	na	na	na	11.4	0.5	0.5	13.9	8.9	2.0	4.5
Tata Power	TPWR IN	India	17.6	34.7	47.3	35.1	3.3	3.3	14.8	15.1	0.7	0.8
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	11.6	(1.5)	10.7	10.8	0.9	0.9	6.3	6.2	6.0	6.0
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(68.4)	na	92.5	26.4	0.5	0.5	12.1	11.5	4.7	4.5
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	47.4	(19.6)	11.4	14.2	0.4	0.4	10.3	10.6	5.9	6.6
Manila Electric	MER PM	Philippines	11.8	6.8	17.6	16.4	4.7	4.2	11.0	10.2	3.9	4.2
Absolute Clean Energy *	ACE TB	Thailand	9.8	26.4	22.6	17.9	2.6	2.3	17.0	15.0	1.8	2.2
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(8.6)	20.6	18.0	14.9	1.5	1.4	14.6	11.5	2.5	2.5
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(1.4)	10.8	33.4	30.2	3.0	2.9	13.1	13.6	1.5	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	20.3	18.8	1.6	1.6	18.5	17.9	2.0	2.7
EA Pcl*	EA TB	Thailand	7.4	72.1	64.8	37.7	11.2	9.1	38.3	24.0	0.5	0.8
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	6.7	7.7	9.3	8.6	0.9	0.8	17.4	16.9	3.7	3.9
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	(9.9)	57.7	31.9	20.2	2.0	1.9	17.4	14.1	2.0	3.0
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	88.0	37.4	68.8	50.0	9.0	8.4	47.7	37.4	0.9	1.2
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	66.7	26.8	25.1	19.8	4.4	4.0	23.8	19.9	2.2	3.0
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	21.1	10.8	10.8	9.8	1.1	1.0	21.0	17.9	5.1	3.8
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	13.5	10.8	1.3	1.2	30.5	26.0	4.5	5.6
Average			19.9	26.9	30.7	17.8	2.2	2.0	27.1	22.5	3.2	4.0

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 17 February 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) (RATCH) บริษัทย่อยของการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (EGAT) ซึ่งถือหุ้นใน RATCH 45% มีกำลังการผลิตรวม 7.0GW ปัจจุบันกลุ่มบริษัทมีกำลังการผลิตเพิ่มเติมในมือซึ่งจะทำให้กำลังการผลิตรวมเพิ่มขึ้นเป็น 9.3GW ภายในปี 2025F RATCH ลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าหลายโครงการในประเทศลาว เช่น โรงไฟฟ้าหงสา เชื้อเพลิงถ่านหินลิกไนต์, โครงการน้ำจี้ม 2, น้ำจี้ม 3, และโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ เซเปียน-เซินน้อย และในออสเตรเลีย ผ่านการลงทุนใน Ratch-Australia Corporation (RAC)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีการดำเนินงานที่มีลักษณะ defensive ค่าไฟฟ้าที่กำหนดไว้ตามอายุในสัญญา PPAs ซึ่งสร้างรายได้ และกำไรที่แน่นอนให้บริษัท
- เข้าถึงแหล่งเงินทุนที่ถูก เนื่องจากธุรกิจมีความเสี่ยงต่ำโดยธรรมชาติ และมีผู้ถือหุ้นที่น่าเชื่อถือ และมีชื่อเสียง
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ต่ำ ซึ่งเปิดโอกาสในการทำ M&As ในต่างประเทศ

O — Opportunity

- โครงการขยายกำลังการผลิตขนาดใหญ่ในประเทศแถบเอเชีย ทั้งกำลังการผลิตทั่วไปและพลังงานหมุนเวียน
- โอกาสการกระจายการลงทุนสำหรับการนำเข้า LNG ในอาเซียน

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	49.15	46.00	-6.4%
Net profit 21F (Bt m)	7,061	6,601	-6.5%
Net profit 22F (Bt m)	9,079	9,910	9.2%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 4	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเชื่อว่าประมาณการปี 2021-22F ของเราที่แตกต่างจากของตลาด เป็นเพราะความแตกต่างในสมมติฐานราคาเชื้อเพลิง และรอบเวลาการเริ่มดำเนินงานเชิงพาณิชย์ของโครงการใหม่
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด 6% ซึ่งน่าจะมาจากสมมติฐานต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูงขึ้นของเรา และเรารวมผลกระทบจาก dilution ในการประเมินมูลค่าของเราเร็วกว่าตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- ใช้แนวทางอนุรักษ์นิยมต่อการเปลี่ยนแปลงแนวโน้มเทคโนโลยี

T — Threat

- มีปัจจัยเสี่ยงทางด้านกฎหมายและมีปัจจัยกังวลในเรื่องสิ่งแวดล้อมเพิ่มขึ้น
- ปัจจัยกังวลในเรื่องสิ่งแวดล้อมที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้มีต้นทุนในการลงทุนเพิ่มขึ้น

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากการดำเนินโครงการขยายและการปิดดีล M&A ล่าช้า/เร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้ อาจเป็นความเสี่ยงด้านลบ/บวกต่อประมาณการของเรา
- ราคาเชื้อเพลิงโลกที่พุ่งสูงขึ้นมาก/น้อยกว่าคาด โดยเฉพาะถ่านหินและก๊าซธรรมชาติ ถือเป็นความเสี่ยงด้านลบ/บวกต่อประมาณการของเรา
- หาก RATCH สามารถใช้เงินที่ได้จากการเพิ่มทุนเพื่อลงทุนในโครงการที่มีกำลังการผลิตที่ใหญ่กว่า หรือให้ผลกำไรสูงกว่าที่เราคาดไว้ จะเป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา
- หากค่าเงินบาทแข็ง/อ่อนค่ากว่าประมาณการของเรา จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	38,364	34,206	38,793	43,234	42,890
Cost of sales	33,228	30,063	34,064	36,820	36,597
Gross profit	5,136	4,143	4,729	6,414	6,294
% gross margin	13.4%	12.1%	12.2%	14.8%	14.7%
Selling & administration expenses	1,596	1,601	1,628	1,730	1,806
Operating profit	3,540	2,542	3,100	4,684	4,488
% operating margin	9.2%	7.4%	8.0%	10.8%	10.5%
Depreciation & amortization	1,528	1,833	2,222	2,456	2,350
EBITDA	5,068	4,374	5,323	7,140	6,838
% EBITDA margin	13.2%	12.8%	13.7%	16.5%	15.9%
Non-operating income	617	716	705	717	1,017
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,430)	(1,551)	(1,964)	(2,079)	(1,634)
Pre-tax profit	2,728	1,706	1,841	3,322	3,870
Income tax	870	528	552	996	1,161
After-tax profit	1,858	1,178	1,289	2,325	2,709
% net margin	4.8%	3.4%	3.3%	5.4%	6.3%
Shares in affiliates' Earnings	4,177	4,273	5,312	8,003	8,868
Minority interests	(0)	(0)	(0)	(418)	(447)
Extraordinary items	(72)	836	0	0	0
NET PROFIT	5,963	6,287	6,601	9,910	11,130
Normalized profit	6,035	5,451	6,601	9,910	11,130
EPS (Bt)	3.9	4.1	4.3	4.8	5.0
Normalized EPS (Bt)	3.9	3.5	4.3	4.8	5.0

Upcoming acquisitions help sustaining an earnings base

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	20,480	18,485	18,857	19,686	19,621
Cash & cash equivalent	9,369	8,614	8,500	8,500	8,500
Account receivables	5,278	4,982	5,314	5,923	5,875
Inventories	1,880	1,783	1,867	2,018	2,005
Others	3,953	3,106	3,177	3,246	3,240
Investments & loans	36,082	43,387	51,783	79,657	81,531
Net fixed assets	24,108	29,479	34,857	33,463	32,862
Other assets	19,560	18,752	19,127	19,510	19,900
Total assets	100,229	110,103	124,624	152,315	153,915
LIABILITIES:					
Current liabilities:	7,574	6,877	13,316	11,846	11,787
Account payables	5,614	4,801	5,600	6,053	6,016
Bank overdraft & ST loans	603	60	70	57	48
Current LT debt	1,092	1,604	4,893	3,942	3,311
Others current liabilities	265	412	2,753	1,794	2,412
Total LT debt	30,441	40,106	44,038	35,476	29,799
Others LT liabilities	2,801	2,597	3,702	4,126	4,093
Total liabilities	40,816	49,581	61,056	51,448	45,679
Minority interest	1	1	1	418	865
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	14,500	14,500	14,500	22,192	22,192
Share premium	1,532	1,532	1,532	24,609	24,609
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(8,871)	(10,547)	(10,547)	(10,547)	(10,547)
Retained earnings	52,252	55,036	58,081	64,194	71,116
Shareholders' equity	59,413	60,521	63,567	100,449	107,371
Liabilities & equity	100,229	110,103	124,624	152,315	153,915

Capital call opens room to invest further

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	2,728	1,706	1,841	3,322	3,870
Tax paid	(954)	(532)	(551)	(997)	(1,160)
Depreciation & amortization	1,528	1,833	2,222	2,456	2,350
Chg In working capital	(245)	(420)	383	(306)	23
Chg In other CA & CL / minorities	3,931	4,281	7,287	6,976	9,490
Cash flow from operations	6,988	6,868	11,183	11,450	14,572
Capex	(5,609)	(6,876)	(7,269)	(713)	(1,400)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	(2,006)	693	0	0	0
LT loans & investments	(223)	(7,305)	(8,396)	(27,874)	(1,874)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	3,929	3,134	(1,336)	(309)	(773)
Cash flow from investments	(3,908)	(10,354)	(17,002)	(28,895)	(4,047)
Debt financing	(1,149)	9,939	7,231	(9,527)	(6,317)
Capital increase	0	0	0	30,769	0
Dividends paid	(3,480)	(3,480)	(3,555)	(3,797)	(4,208)
Warrants & other surplus	(3,006)	(1,699)	0	0	0
Cash flow from financing	(7,635)	4,760	3,676	17,445	(10,525)
Free cash flow	1,379	(8)	3,913	10,738	13,172

Huge series of capex spending to replace its expiring plants

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	11.8	13.1	10.8	9.8	9.3
Normalized PE - at target price (x)	11.7	13.0	10.7	9.7	9.2
PE (x)	12.0	11.4	10.8	9.8	9.3
PE - at target price (x)	11.8	11.2	10.7	9.7	9.2
EV/EBITDA (x)	18.6	23.9	21.0	17.9	18.7
EV/EBITDA - at target price (x)	18.4	23.7	20.9	17.7	18.5
P/BV (x)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
P/BV - at target price (x)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
P/CFO (x)	10.2	10.4	6.4	8.5	7.1
Price/sales (x)	1.8	2.0	1.7	1.6	1.6
Dividend yield (%)	4.9	4.9	5.1	3.8	4.3
FCF Yield (%)	1.9	(0.0)	5.5	11.1	12.8
(Bt)					
Normalized EPS	3.9	3.5	4.3	4.8	5.0
EPS	3.9	4.1	4.3	4.8	5.0
DPS	2.3	2.3	2.4	1.8	2.0
BV/share	38.7	39.4	41.4	45.3	48.4
CFO/share	4.6	4.5	7.3	5.5	6.6
FCF/share	0.9	(0.0)	2.5	5.2	5.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(2.9)	(10.8)	13.4	11.5	(0.8)
Net profit (%)	6.7	5.4	5.0	50.1	12.3
EPS (%)	6.7	5.4	5.0	10.8	5.3
Normalized profit (%)	(0.2)	(9.7)	21.1	50.1	12.3
Normalized EPS (%)	(0.2)	(9.7)	21.1	10.8	5.3
Dividend payout ratio (%)	58.4	55.4	55.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	13.4	12.1	12.2	14.8	14.7
Operating margin (%)	9.2	7.4	8.0	10.8	10.5
EBITDA margin (%)	13.2	12.8	13.7	16.5	15.9
Net margin (%)	4.8	3.4	3.3	5.4	6.3
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.7	0.8	0.4	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.5	0.6	0.3	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	2.5	1.6	1.6	2.3	2.7
Interest coverage - EBITDA (x)	3.5	2.8	2.7	3.4	4.2
ROA - using norm profit (%)	6.0	5.2	5.6	7.2	7.3
ROE - using norm profit (%)	10.1	9.1	10.6	12.1	10.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.1	2.0	2.1	2.8	2.6
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	10.8	9.5	9.8	12.5	12.8
- leverage (x)	1.7	1.8	1.9	1.7	1.5
- interest burden (%)	65.6	52.4	48.4	61.5	70.3
- tax burden (%)	68.1	69.0	70.0	70.0	70.0
WACC (%)	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
ROIC (%)	3.0	2.1	2.3	3.2	2.4
NOPAT (Bt m)	2,411	1,755	2,170	3,279	3,141
invested capital (Bt m)	82,180	93,678	104,068	131,424	132,028

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 115 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, 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, DOHC16C2202A, 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, JAS16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTE16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2206A, TOP16C2202A, 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, PTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิสซิ่ง 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 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล 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 หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ 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 สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ 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)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา
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, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค
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, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา 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

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุ่ง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลั่งเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

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
sunset.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