

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 6.50

Upside : 23.8%

(From: Bt 7.50)

6 MAY 2022

Small Cap Research

CK Power Pcl (CKP TB)

กำไรฟื้นตัวตามฤดูกาล

เราแนะนำ "ซื้อ" CKP โดยคาดว่ากำไร 1Q22F จะออกมาดีกว่าที่ตลาดคาด จากการสัดส่วนการถือหุ้นที่สูงขึ้น และการผลิตที่สูงขึ้นจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำไชยะบุรี (XPCL) เรามองว่าจะมีปัจจัยหนุนราคาหุ้นต่อเนื่องจากกำไรที่แข็งแกร่งในช่วงฤดูฝนใน 2Q-3Q22F และการลงนามสัญญา PPA ของโครงการหลวงพระบางในช่วงปลายปีนี้

คำแนะนำ "ซื้อ"

เราแนะนำ "ซื้อ" CKP ที่มีปัจจัยหนุนหลายประการในปี 1) เราคาดว่า CKP จะพลิกกลับมาทำกำไร 1Q22F ซึ่งน่าจะเหนือกว่าความคาดหมายของตลาดทั้งที่เป็นช่วงฤดูแล้ง หลังมีผลขาดทุนทั้งไตรมาส 1Q20 และ 1Q21 2) ราคาหุ้น CKP ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาปรับตัวขึ้นก่อนเข้าสู่ช่วงฤดูฝนของภูมิภาคอินโดจีนในช่วงเดือน มิ.ย.-ต.ค. ซึ่งเป็นไตรมาสที่กำไรออกมาดี 3) เราคาดว่าโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำหลวงพระบาง (LPCL) กำลังการผลิต 1.46GW (CKP ถือหุ้น 42%) จะได้ลงนามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) กับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) ภายในปีนี้ เราปรับประมาณกำไรปี 2022-24F ของเรา 3/-2/-9% เพื่อสะท้อนการผลิตที่แข็งแกร่งจากโครงการน้ำงึม-2 (NN2, 283MW) ในปี 2022F แต่เราปรับสมมติฐานปริมาณการผลิตจากโครงการไชยะบุรี (XPCL, 546MW) ลงในระยะยาว ราคาเป้าหมายของเราจึงลดลงเหลือ 6.5 บาท (จาก 7.5 บาท)

กำไร 1Q22F น่าจะดีกว่าตลาดคาด

เราคาดว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 1Q22F ของ CKP จะออกมาดีกว่าที่ตลาดคาดไว้ โดยจะมีกำไร 42 ลบ. เทียบกับที่ขาดทุนในไตรมาสแรกของสองปีที่ผ่านมา (2020-21) ทั้งนี้เนื่องจากไตรมาสแรกเป็นไตรมาสที่กำไร CKP อ่อนแอที่สุด เนื่องจากเป็นช่วงฤดูแล้ง โดยการคาดการณ์ว่า CKP จะมีกำไร 1Q22F ของเรานั้นเนื่องจาก 1) CKP มีสัดส่วนการถือหุ้นใน XPCL สูงขึ้นเป็น 42.5% (จาก 37.5%) และ 2) ปริมาณการผลิตไฟฟ้าจาก XPCL ที่สูงขึ้นเช่นกัน เราคาดว่าแนวโน้มกำไรแข็งแกร่งต่อเนื่องไปในไตรมาส 3Q22F ซึ่งเป็นช่วงฤดูน้ำของแม่น้ำโขงและแม่น้ำน้ำงึม ทั้งนี้ปริมาณระดับน้ำในแม่น้ำทั้งสองในช่วง 1Q22 นั้นสูงกว่าเมื่อ 1Q21 อยู่ 23% และ 87% ตามลำดับ และสถานการณ์น้ำยังดูดีต่อเนื่องมาในเดือน เม.ย.-พ.ค. เทียบกับเมื่อช่วงเดียวกันของปีก่อน

คาดได้สัญญา PPA ใหม่ในปี

CKP ได้ลงนามในสัญญารับซื้อไฟฟ้า (MOU) ร่วมกับกฟผ. ถึงอัตราค่าไฟฟ้าสำหรับโครงการ LPCL แล้วเมื่อเดือนที่ผ่านมา ซึ่งเรามองว่าเป็นอีกก้าวสำคัญของการพัฒนาโครงการ เราคาดว่าโครงการลงนามสัญญา PPA สำหรับโครงการ LPCL จะเกิดขึ้นภายในปีนี้ และจะเป็นปัจจัยบวกต่อราคาหุ้นของ CKP โดยโครงการ LPCL มีกำหนดการ COD ในปี 2030 ซึ่งเราได้รวมมูลค่าโครงการที่ 1.4 บาท ไว้ในราคาเป้าหมายของเราแล้ว

มุ่งขยายกำลังการผลิตจากพลังงานทดแทน

มีอีกหนึ่งปัจจัยบวกที่ยังไม่ได้รับรวมไว้ในประมาณการของเรา คือเป้าหมายของ CKP ที่จะซื้อโครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ หรือโรงไฟฟ้าพลังงานลมให้ได้ในสัดส่วนกำลังการผลิตถึง 400MW ภายในปี 2024F หรือเป็นการเติบโต 25% ในช่วงสามปีข้างหน้าจากกำลังการผลิตปัจจุบันที่ 1.6GW ซึ่งแบ่งได้เป็น โรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ 89% ก๊าซธรรมชาติ 10% และแสงอาทิตย์ 1% โดย CKP ตั้งเป้าที่จะเพิ่มกำลังการผลิตพลังงานทดแทนอีก 500MW (หรือเพิ่มขึ้นอีก 25%) ในช่วงปี 2025-27F เพื่อก้าวขึ้นเป็นหนึ่งในผู้ผลิตไฟฟ้าพลังงานสะอาดชั้นนำของอาเซียน ที่มีกว่า 95% ของการผลิตไฟฟ้ามาจากพลังงานทดแทน



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

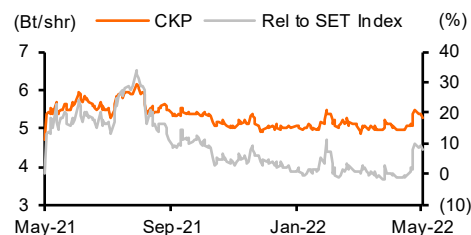
662 - 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	8,798	10,608	10,212	9,758
Net profit	2,179	2,270	2,168	2,009
Consensus NP	—	2,539	2,686	3,225
Diff frm cons (%)	—	(10.6)	(19.3)	(37.7)
Norm profit	1,996	2,270	2,168	2,009
Prev. Norm profit	—	2,210	2,207	2,210
Chg frm prev (%)	—	2.7	(1.7)	(9.1)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.3	0.3	0.2
Norm EPS grw (%)	313.4	13.7	(4.5)	(7.3)
Norm PE (x)	21.4	18.8	19.7	21.2
EV/EBITDA (x)	19.7	20.3	15.1	15.7
P/BV (x)	1.7	1.6	1.6	1.5
Div yield (%)	1.5	2.1	2.5	2.8
ROE (%)	8.2	8.9	8.1	7.2
Net D/E (%)	67.1	58.3	55.1	56.4

PRICE PERFORMANCE



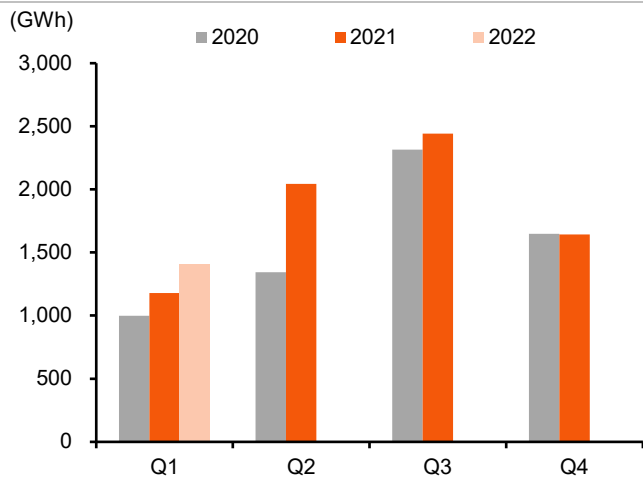
COMPANY INFORMATION

Price as of 6-May-22 (Bt)	5.25
Market Cap (US\$ m)	1,242.7
Listed Shares (m shares)	8,129.4
Free Float (%)	24.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.5
12M Price H/L (Bt)	6.15/4.70
Sector	Utilities
Major Shareholder	CK Group 73.24%

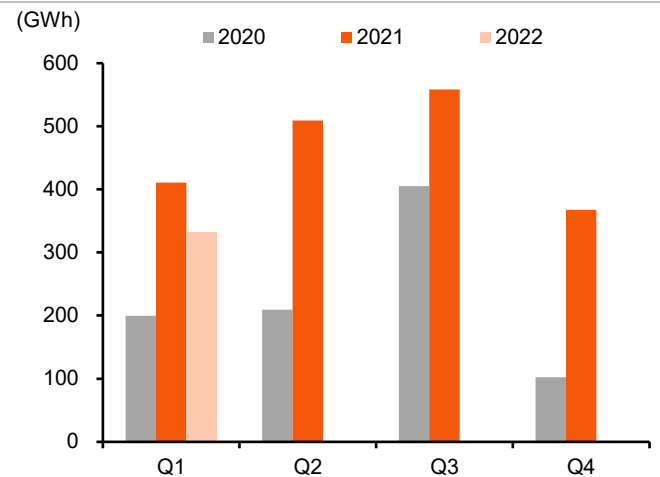
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Electricity Generation From XPCL ...

Source: Company data

Ex 2: ... And NN2 Hydropower Projects

Source: Company data

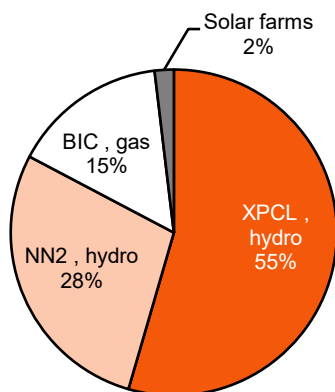
Ex 3: Monitored Water Levels In Mekong River

Source: Mekong River Commission (MRC)

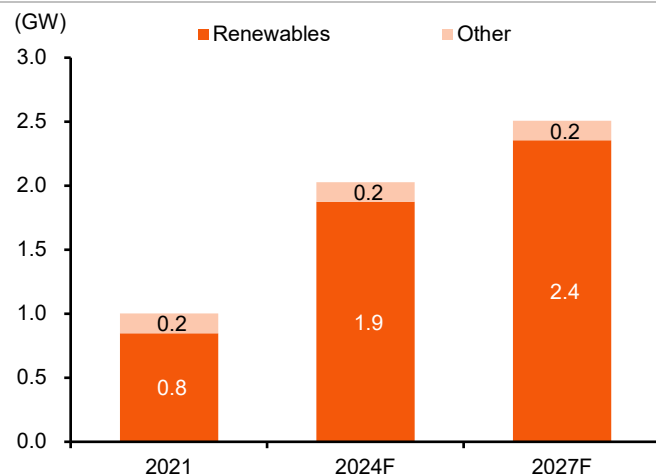
Ex 4: Thai Government Has Approved Three Hydropower Projects This Year

Project	Installed capacity (MW)	Annual production target (GWh)	Tariff (Bt/kWh)	SCOD	Tenor (years)	Shareholders
Luang Prabang	1,460	6,577	2.8432	January 2030	35	CK Power (CKP) - 42% PT Sole - 38% CH Karnchang (CK) - 10% PetroVietnam - 10%
Pak Lay	770	4,010	2.6989	January 2032	29	Sinohydro (SHK) Powerchina Gulf Energy (GULF)
Pak Beng	912	4,525	2.7129	January 2033	29	China Datang (CDTO) - 51% Gulf Energy (GULF) - 49%

Sources: Energy Policy and Planning Office (EPPO)
 Note: SCOD = Scheduled commencing operation date

Ex 5: CKP's Committed Capacity Breakdown (1Q22)

Sources: Company data

Ex 6: CKP's Equity-Capacity Growth Target

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Our DCF-based Sum-Of-The-Parts (SOTP) 12-month TP Calculation

	Valuation method	WACC (%)	Value per CKP share (Bt)
Xayaburi (XPCL)	DCF	5.4%	3.83
Nam Ngum 2 (NN2)	DCF	7.0%	1.27
Bangpa-in Cogen (BIC)	DCF	5.1%	0.42
Solar farms / Rooftop	DCF	5-10%	0.17
Total - existing capacity			5.69
HQ operations and net debt at parent level			(0.63)
Plus: Developing project(s)			
Luang Prabang (LPCL)	DCF	10.0%	1.44
Total			6.50

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 8: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Huadian Power	1071 HK	China	na	55.3	10.6	6.8	0.5	0.5	12.0	10.3	5.1	7.5
Huaneng Power	600011 CH	China	na	30.7	14.8	11.3	1.0	0.9	9.9	8.8	0.7	3.0
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	8.4	(5.1)	14.3	15.0	1.1	1.1	52.8	52.4	4.8	4.8
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	na	40.2	13.9	9.9	1.0	1.0	9.5	7.5	1.1	3.7
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	86.3	18.2	6.0	5.0	0.7	0.6	5.5	4.7	3.8	6.6
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	(1.5)	4.8	17.5	16.7	1.6	1.6	10.6	10.1	4.1	4.1
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	7.3	(1.9)	16.8	17.1	1.3	1.3	84.6	86.2	5.2	5.2
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	na	95.4	14.1	7.2	0.5	0.5	9.9	8.7	1.7	4.8
Tata Power	TPWR IN	India	28.2	36.3	39.7	29.1	3.5	3.2	17.0	14.5	0.6	0.7
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	(2.7)	6.9	10.7	10.0	0.8	0.8	6.6	6.6	6.2	5.3
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	183.3	(11.8)	34.7	39.3	0.5	0.5	14.3	14.3	4.4	3.4
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	(50.0)	71.4	27.0	15.7	0.4	0.4	11.7	10.6	5.0	4.6
Manila Electric	MER PM	Philippines	11.2	4.1	14.9	14.3	3.9	3.7	9.6	8.9	4.1	4.5
Absolute Clean Energy Pcl *	ACE TB	Thailand	9.9	23.8	20.9	16.9	2.2	2.0	15.9	14.5	1.9	2.4
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	16.6	(19.7)	13.4	16.7	1.3	1.2	10.6	13.4	2.7	2.7
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(33.7)	82.7	50.2	27.5	2.7	2.5	16.1	13.4	1.0	1.8
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	69.7	6.5	11.9	11.2	1.1	1.1	146.6	105.0	5.0	5.4
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	13.7	(4.5)	18.8	19.7	1.6	1.6	20.3	15.1	2.1	2.5
EA Pcl*	EA TB	Thailand	44.9	20.6	36.4	30.2	8.1	6.8	25.9	22.1	0.8	1.0
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	3.9	1.7	8.1	8.0	0.7	0.7	18.6	17.7	4.0	4.3
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	(4.1)	18.6	27.4	23.1	1.6	1.5	16.4	15.7	2.0	2.4
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	22.2	37.4	51.2	37.3	4.4	3.5	38.0	30.0	1.2	1.6
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	46.3	34.1	15.5	11.5	3.1	2.8	16.6	11.6	3.9	5.2
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	49.7	(19.9)	6.5	8.1	0.8	0.8	19.7	18.9	8.4	4.6
TPC Power Holding *	TPCH TB	Thailand	47.5	59.2	19.9	12.5	1.3	1.3	8.1	6.2	2.5	4.0
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	101.1	5.2	10.4	9.9	1.2	1.1	25.5	23.6	5.8	6.1
Average			29.9	22.7	20.2	16.5	1.8	1.7	24.3	21.2	3.5	3.9

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 6 May 2022 closing prices

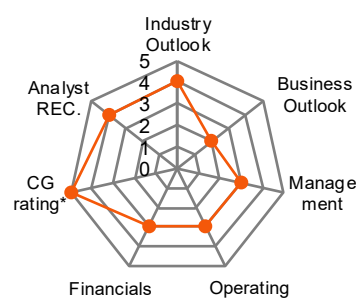
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน) (CKP) ถือหุ้น 75% โดย บริษัท ซี.การช่าง จำกัด (มหาชน) (CK) โครงสร้างธุรกิจของ CKP เป็นบริษัทโฮลดิ้งที่ลงทุนในบริษัทที่ผลิตและจำหน่ายไฟฟ้า ปัจจุบัน บริษัทฯ ลงทุน 7 โครงการโรงไฟฟ้า กำลังการผลิตรวม 810MW (สุทธิ) ประกอบด้วย 2 โครงการพลังงานลม 4 โครงการพลังงานแสงอาทิตย์ และ 2 โครงการพลังงานความร้อนร่วม โดย 5 โครงการ ดำเนินการแล้ว และโครงการน้ำจืด 2 สร้างส่วนแบ่งกำไรให้ CKP มากที่สุด แต่เราคาดว่าโครงการพลังงานน้ำไชยะบุรี จะให้ส่วนแบ่งกำไรมากที่สุดเมื่อเข้ามาในเดือนต.ค.19 กำลังการผลิตทั้งหมดการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทยเป็นผู้รับซื้อ

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

- ได้เปรียบในการประมูลโครงการ เนื่องจากมี CK หนึ่งในผู้รับเหมารายใหญ่ในประเทศไทย เป็นผู้ถือหุ้น
- มีความเชี่ยวชาญในการดำเนินงานโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ
- มีประสบการณ์และความสัมพันธ์ที่ดี ซึ่งน่าจะช่วยบริษัทฯ ในการหาโครงการใหม่ในประเทศเพื่อนบ้าน

O — Opportunity

- แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย ปี 2018 มีเป้าหมายที่จะซื้อไฟฟ้าจากประเทศเพื่อนบ้านถึง 3GW ในช่วงปี 2018-37
- รัฐบาลยังส่งเสริมการใช้พลังงานทดแทน และมีจุดมุ่งหมายที่จะมีสัดส่วนพลังงานทดแทนเพิ่มขึ้นเป็น 25% จากปัจจุบัน 12%

W — Weakness

- ฐานเงินทุนมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับผู้ประกอบการ IPP รายใหญ่ในตลาด อาจจำเป็นต้องเพิ่มทุน ถ้า CKP เข้าประมูลโครงการขนาดใหญ่
- CKP อยู่ในรอบการลงทุนขนาดใหญ่ จนกว่าไชยะบุรีจะเสร็จสมบูรณ์ในปี 2019

T — Threat

- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นอาจทำให้ผลตอบแทนสำหรับโครงการใหม่ลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	6.63	6.50	-2%
Net profit 22F (Bt m)	2,539	2,270	-11%
Net profit 23F (Bt m)	2,686	2,168	-19%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023F ของเรต่ำกว่า Bloomberg consensus 19% คาดเป็นเพราะเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อสมมติฐานปริมาณไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ และเงินบาทที่แข็งค่า
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญต่อประมาณการของเราคือปริมาณน้ำในลาวและแม่น้ำโขง ซึ่งจะกระทบปริมาณการผลิตไฟฟ้าของ NN-2 และ XPCL
- หากอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่เราคาดจะเป็นอีกความเสี่ยงหนึ่งต่อประมาณการของเรา
- การดำเนินงานเชิงพาณิชย์ที่ช้ากว่าคาด และอัตราผลตอบแทนจากโครงการหลวงพระบางจะเป็นความเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	6,695	8,798	10,608	10,212	9,758
Cost of sales	5,990	6,520	8,329	7,836	7,434
Gross profit	705	2,278	2,279	2,375	2,323
% gross margin	10.5%	25.9%	21.5%	23.3%	23.8%
Selling & administration expenses	428	494	629	612	584
Operating profit	277	1,783	1,650	1,764	1,739
% operating margin	4.1%	20.3%	15.6%	17.3%	17.8%
Depreciation & amortization	1,598	1,611	1,541	2,525	2,465
EBITDA	1,875	3,395	3,191	4,289	4,205
% EBITDA margin	28.0%	38.6%	30.1%	42.0%	43.1%
Non-operating income	482	537	493	456	456
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(996)	(1,070)	(1,144)	(1,166)	(1,194)
Pre-tax profit	(236)	1,250	998	1,053	1,001
Income tax	(16)	61	65	100	87
After-tax profit	(221)	1,189	933	953	914
% net margin	-3.3%	13.5%	8.8%	9.3%	9.4%
Shares in affiliates' Earnings	496	1,380	1,818	1,820	1,628
Minority interests	207	(572)	(481)	(605)	(533)
Extraordinary items	(78)	183	0	0	0
NET PROFIT	405	2,179	2,270	2,168	2,009
Normalized profit	483	1,996	2,270	2,168	2,009
EPS (Bt)	0.0	0.3	0.3	0.3	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2

2022F EPS growth driven
by strong XPCL
performance this year

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	10,566	9,712	8,063	7,967	7,859
Cash & cash equivalent	8,901	7,084	5,002	5,002	5,002
Account receivables	1,054	1,557	1,878	1,808	1,727
Inventories	61	68	87	81	77
Others	551	1,003	1,097	1,076	1,053
Investments & loans	20,069	24,901	26,261	30,339	34,417
Net fixed assets	8,919	8,491	7,743	6,013	5,488
Other assets	27,484	25,874	25,106	24,336	23,564
Total assets	67,038	68,977	67,172	68,655	71,327
LIABILITIES:					
Current liabilities:	6,275	3,394	4,071	3,970	4,044
Account payables	620	927	1,184	1,114	1,057
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	5,544	2,331	2,722	2,698	2,830
Others current liabilities	111	136	165	158	158
Total LT debt	24,961	28,979	24,495	24,283	25,468
Others LT liabilities	764	474	505	523	539
Total liabilities	32,000	32,847	29,070	28,776	30,051
Minority interest	11,264	11,296	11,777	12,382	12,915
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	8,129	8,129	8,129	8,129	8,129
Share premium	13,319	13,319	13,319	13,319	13,319
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	373	(462)	(462)	(462)	(462)
Retained earnings	1,953	3,847	5,338	6,510	7,375
Shareholders' equity	23,774	24,834	26,324	27,497	28,361
Liabilities & equity	67,038	68,977	67,172	68,655	71,327

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(236)	1,250	998	1,053	1,001
Tax paid	18	(42)	(65)	(100)	(87)
Depreciation & amortization	1,598	1,611	1,541	2,525	2,465
Chg In working capital	168	(203)	(82)	5	27
Chg In other CA & CL / minorities	39	835	1,752	1,833	1,651
Cash flow from operations	1,587	3,451	4,144	5,317	5,059
Capex	(1,233)	(1,142)	(771)	(771)	(1,913)
Right of use	(423)	(31)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(66)	(394)	0	0	0
LT loans & investments	(468)	(4,832)	(1,359)	(4,078)	(4,078)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,769	1,412	826	814	810
Cash flow from investments	(422)	(4,987)	(1,355)	(4,085)	(5,230)
Debt financing	3,005	839	(4,093)	(235)	1,317
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(774)	(824)	(779)	(996)	(1,145)
Warrants & other surplus	595	(296)	0	0	0
Cash flow from financing	2,827	(280)	(4,872)	(1,231)	172
Free cash flow	354	2,309	3,374	4,546	3,146

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	88.4	21.4	18.8	19.7	21.2
Normalized PE - at target price (x)	109.4	26.5	23.3	24.4	26.3
PE (x)	105.5	19.6	18.8	19.7	21.2
PE - at target price (x)	130.6	24.2	23.3	24.4	26.3
EV/EBITDA (x)	34.3	19.7	20.3	15.1	15.7
EV/EBITDA - at target price (x)	39.7	22.7	23.5	17.4	18.1
P/BV (x)	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5
P/BV - at target price (x)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9
P/CFO (x)	26.9	12.4	10.3	8.0	8.4
Price/sales (x)	6.4	4.9	4.0	4.2	4.4
Dividend yield (%)	0.7	1.5	2.1	2.5	2.8
FCF Yield (%)	0.8	5.4	7.9	10.7	7.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2
EPS	0.0	0.3	0.3	0.3	0.2
DPS	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	2.9	3.1	3.2	3.4	3.5
CFO/share	0.2	0.4	0.5	0.7	0.6
FCF/share	0.0	0.3	0.4	0.6	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

CKP started investing in
LPCL from this year

Still generating positive
FCF despite new
investment cycle

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(20.1)	31.4	20.6	(3.7)	(4.4)
Net profit (%)	(47.4)	438.4	4.2	(4.5)	(7.3)
EPS (%)	(49.6)	438.4	4.2	(4.5)	(7.3)
Normalized profit (%)	96.1	313.4	13.7	(4.5)	(7.3)
Normalized EPS (%)	87.6	313.4	13.7	(4.5)	(7.3)
Dividend payout ratio (%)	70.3	29.8	40.0	50.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	10.5	25.9	21.5	23.3	23.8
Operating margin (%)	4.1	20.3	15.6	17.3	17.8
EBITDA margin (%)	28.0	38.6	30.1	42.0	43.1
Net margin (%)	(3.3)	13.5	8.8	9.3	9.4
D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	0.7	2.9	3.3	3.2	2.9
ROE - using norm profit (%)	2.0	8.2	8.9	8.1	7.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	4.9	3.6	3.5	3.3
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
- operating margin (%)	na	26.4	20.2	21.7	22.5
- leverage (x)	2.8	2.8	2.7	2.5	2.5
- interest burden (%)	(31.1)	53.9	46.6	47.5	45.6
- tax burden (%)	na	95.1	93.5	90.5	91.3
WACC (%)	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
ROIC (%)	0.6	3.7	3.1	3.3	3.2
NOPAT (Bt m)	277	1,696	1,542	1,596	1,588
invested capital (Bt m)	45,379	49,060	48,539	49,476	51,657

Sources: Company data, Thanachart estimates

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 65 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BCH16C2207A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2208A , COM716C2205A , CPF16C2205A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMART16C2205A , JMART16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2206A , KCE16C2209A , KCE16C2208A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2207A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTE16C2209A , PTTG16C2207A , RCL16C2208A , RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2205A , SCB16C2208A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2208A , TTA16C2207A , (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPF , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , OR , PTT , PTTEP , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCB , SET50 , TOP , TRUE , TTA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 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 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวัน ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ 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 นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

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

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

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

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

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

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

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

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

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

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

Data Support Team

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

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

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

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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