

SELL (From: BUY)
Termination of Coverage

TP: Bt 8.00
Downside : 19.2%

(From: Bt 16.00)
6 MAY 2022

Small Cap Research

TPC Power Holding Pcl (TPCH TB)

ยุติการทำทวิเคราะห์

เรายุติการทำทวิเคราะห์ TPCH เรามองลบมากขึ้นต่อศักยภาพในการเติบโตของโรงไฟฟ้าชีวภาพในไทย แม้ว่า valuation จะไม่แพง แต่เราไม่เห็นปัจจัยผลักดันการเติบโตของ TPCH ขณะที่เงินอุดหนุนแบบเดิมกำลังจะหมดอายุลง เราให้คำแนะนำ TPCH เป็น “ขาย” ราคาเป้าหมาย 8.0 บาท



NUTTAPOP PRASITSUKSANT
662-779-9107
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ปัญหาของนโยบายโรงไฟฟ้าชีวภาพ

นโยบายโรงไฟฟ้าพลังงานชีวภาพของไทยนั้นดำเนินไปช้ากว่าที่เราคาดไว้มาก โดยจากเป้าหมายที่จะออกสัญญา PPA รวม 1.9GW ในช่วงปี 2020-24 ปัจจุบันสามารถประมูลสัญญาไปเพียง 150MW แม้นโยบายเริ่มต้นมาตั้งแต่ปี 2019 เรายังมองว่ายังมีปัญหาต่อเนื่องไปในอนาคตจาก 1) การผลิตไฟฟ้าจากเชื้อเพลิงชีวภาพยังไม่ถึงจุดคุ้มทุนทางเศรษฐกิจหากไม่มีการอุดหนุนจากภาครัฐ ขณะที่พลังงานแสงอาทิตย์ซึ่งเป็นอีกทางเลือกของการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน มีต้นทุนที่ต่ำเทียบเชื้อเพลิงฟอสซิลแล้ว 2) มีการประท้วงจากชุมชนอย่างต่อเนื่องเพื่อคัดค้านการสร้างโรงไฟฟ้าในพื้นที่ บนความกังวลด้านมลพิษและผลกระทบกับสิ่งแวดล้อม 3) เราคาดผลตอบแทนจากการลงทุนในโครงการจะลดลง หลังขนาดสัญญา PPA ถูกทอนเล็กลง ทำให้เสียประโยชน์ด้านการประหยัดต่อขนาด และเพิ่มต้นทุนการขนส่ง เราจึงคาดว่าจะมีการปรับลดเป้ากำลังการผลิตใหม่จากโรงไฟฟ้าพลังงานชีวภาพลงจากปัจจุบันอยู่ที่ 2.5GW ภายในปี 2025

ขนาดโครงการเล็กลงไปสำหรับผู้เล่นรายใหญ่

สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ในการประมูลโรงไฟฟ้าพลังงานชีวภาพรอบล่าสุดภายใต้โครงการ 'โรงไฟฟ้าชุมชน' ถูกลดลงเหลือ 6MW ต่อโครงการ (เดิม 8MW) เนื่องจากรัฐบาลต้องการเพิ่มโอกาสให้ผู้ประกอบการรายย่อยเข้าร่วมโครงการ อย่างไรก็ตามการเปลี่ยนแปลงนี้ส่งผลให้โรงไฟฟ้าใหม่จะกระจายตัวไปหลายพื้นที่ ซึ่งอาจทำให้การขออนุญาตจากหน่วยงานด้านสิ่งแวดล้อม และการไต่ถามยอมจากชาวบ้านก่อนพัฒนาโครงการนั้นยากขึ้น นอกเหนือไปจากที่เราคาดว่าจะทำให้ผลตอบแทนของโครงการลดลงจากขนาดโครงการที่เล็กทำให้ต้นทุนโลจิสติกส์เพิ่มขึ้น ทั้งการขนส่งพืชพลังงานจากพื้นที่ปลูก และต้นทุนการลงทุนสายส่งไฟฟ้าและสถานีย่อย

น่าจะไม่มี PPA ใหม่ไปถึงปี 2025

คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) ได้เลื่อนการลงนามสัญญา PPA สำหรับโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวลและก๊าซชีวภาพ 150MW กับผู้ชนะการประมูลภายใต้โครงการโรงไฟฟ้าชุมชนที่ผ่านมา เป็นเดือนกรกฎาคม 2022 และขยายการเริ่มดำเนินงานโรงไฟฟ้าไปเป็นไม่เกินปลายปี 2025 เนื่องจากมีการร้องเรียนต่อศาลเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การประมูล และยังมี การประท้วงจากชุมชนต่อปัญหาสิ่งแวดล้อมที่อาจเกิดขึ้น เราจึงมองว่าจะไม่มีการประมูลสัญญา PPA สำหรับโรงไฟฟ้าชีวภาพไปจนกว่าโครงการที่ได้รับอนุมัติ PPA เหล่านี้จะเริ่มดำเนินการแล้วในปี 2025 การที่ประเทศไทยนั้นไม่มีปริมาณการผลิตไฟฟ้าสำรองอีกกว่า 40% เราจึงเชื่อว่าโรงไฟฟ้าประเภทที่ยังต้องการเงินอุดหนุนนั้นไม่น่าจะได้รับการส่งเสริมจากภาครัฐ

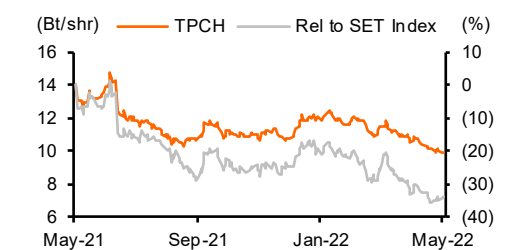
ยุติการทำทวิเคราะห์ TPCH

เราตัดสินใจยุติการทำทวิเคราะห์ TPCH ด้วยเหตุผล 3 ข้อคือ 1) เรามองโอกาสการเติบโตจำกัด หลังนโยบายโรงไฟฟ้าพลังงานชีวภาพมีแนวโน้มที่เอื้อประโยชน์น้อยลง 2) TPCH ไม่ชนะการประมูลสัญญา PPA จากโครงการโรงไฟฟ้าชุมชนเลย ซึ่งอาจบ่งชี้ถึงขีดความสามารถในการแข่งขัน และ 3) เราเชื่อว่า TPCH ยังมีปัญหาในการดำเนินการผลิตจากโรงไฟฟ้าชีวมวลสี่แห่งล่าสุด ซึ่งยังสร้างผลกำไรที่ต่ำกว่าปกติมาก แม้เริ่มดำเนินงานมาแล้วเกือบสองปี

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,470	2,791	2,979	3,047
Net profit	135	200	318	359
Consensus NP	—	492	605	558
Diff frm cons (%)	—	(59.4)	(47.4)	(35.6)
Norm profit	135	200	318	359
Prev. Norm profit	—	471	549	578
Chg frm prev (%)	—	(57.6)	(42.0)	(37.8)
Norm EPS (Bt)	0.3	0.5	0.8	0.9
Norm EPS grw (%)	(46.0)	47.5	59.2	13.0
Norm PE (x)	29.3	19.9	12.5	11.1
EV/EBITDA (x)	9.1	8.1	6.2	5.3
P/BV (x)	1.4	1.3	1.3	1.2
Div yield (%)	4.0	2.5	4.0	4.5
ROE (%)	4.6	6.8	10.4	11.1
Net D/E (%)	88.2	61.8	39.8	21.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 6-May-22 (Bt)	9.90
Market Cap (US\$ m)	115.7
Listed Shares (m shares)	401.2
Free Float (%)	55.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.2
12M Price H/L (Bt)	14.70/9.90
Sector	Utilities
Major Shareholder	Thai Polycons Pcl 41.26%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาดำเนินการตามฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Our 12-month DCF-derived SOTP Calculation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal value
EBITDA	923	942	992	1,009	843	785	635	605	598	591	
Free cash flow	816	861	898	926	827	735	606	547	537	530	2,729
PV of free cash flow	718	710	683	657	548	455	350	295	259	238	1,139
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.0										
Wacc (%)	6.7										
Terminal growth (%)	0.0										
Enterprise value, incl investments*	6,910										
Net debt	3,305										
Minority interest	863										
Equity value	2,742										
# of shares	401										
Equity value / share	6.8										
SoTP TP											(Bt/shr)
Equity value per share											6.8
Plus: associates											
- MGP											0.3
- Siam Power											0.9
Grand Total											8.0

Sources: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 2: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
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

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

TPCH เป็นบริษัทโฮลดิ้ง ซึ่งได้ทำสัญญาดำเนินการโรงไฟฟ้าชีวมวลและโรงไฟฟ้าพลังงานขยะ (WTE) ที่จำหน่ายไฟฟ้าให้การไฟฟ้าส่วนภูมิภาคแห่งประเทศไทย (กฟภ.) และการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) กลุ่มธุรกิจของ TPCH คือการสร้างความร่วมมือกับเจ้าของวัตถุดิบ ในขณะที่ได้รับประสบการณ์ในการดำเนินการโรงไฟฟ้าชีวมวลจากผู้ประกอบการมืออาชีพบริษัทว่าจ้าง บริษัทฯ มีกำลังการผลิตสุทธิ 72MW - 65MW ของโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการอยู่ และ 7MW ที่อยู่ภายใต้การพัฒนา

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

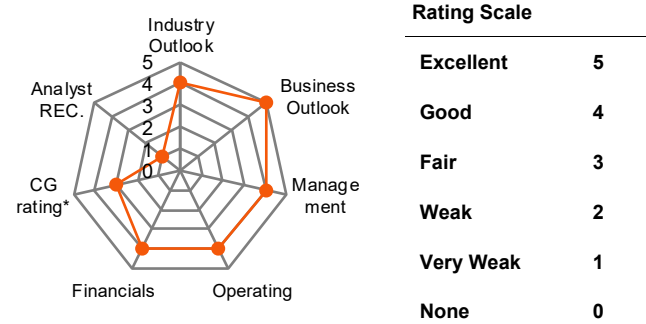
S — Strength

- มีทักษะในการก่อสร้างโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวล ผ่าน TPOLY ซึ่งเป็นบริษัทแม่
- เป็นที่รู้จักกันดีในจังหวัดทางภาคใต้ ซึ่งทำให้ทราบเจ้าของ/ตัวแทนแหล่งวัตถุดิบ มากกว่าคู่แข่ง

O — Opportunity

- โรงไฟฟ้าชีวมวลได้รับการส่งเสริมจากรัฐบาลไทยให้เป็นแหล่งผลิตไฟฟ้าใหม่ของประเทศ โดยคาดว่าจะมีกำลังการผลิต 1.9GW ในอีก 10 ปีข้างหน้า

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ไม่มีวัตถุดิบ จึงต้องพึ่งพาซัพพลายเออร์หรือลูกค้า
- โรงไฟฟ้าส่วนใหญ่กระจุกตัวอยู่ในภาคใต้ของประเทศไทย ดังนั้นสภาพธรรมชาติที่ไม่เอื้ออำนวยใด ๆ อาจทำให้วัตถุดิบทางการเกษตรขาดแคลน

T — Threat

- การพัฒนาของอุตสาหกรรมเชื้อเพลิงชีวมวลอัดเม็ด (wood pellets) อาจทำให้ราคาวัตถุดิบมีความความผันผวน
- การเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาลในด้านเกษตรอาจมีผลต่อการปลูกของไม้เศรษฐกิจลดลงในระยะยาว

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	13.15	8.00	-39%
Net profit 22F (Bt m)	492	200	-59%
Net profit 23F (Bt m)	605	318	-47%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราต่ำกว่าของตลาดอย่างมาก ซึ่งเป็นไปได้ว่าเราสมมติให้โรงไฟฟ้าของ TPCH มีความสามารถในการทำกำไรลดลงมาก
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตลาด 39%

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากโครงการดำเนินการล่าช้าไปจากสมมติฐานของเรา
- หากโรงไฟฟ้ามีการผลิตไฟฟ้าน้อยกว่าคาด เนื่องจากการซ่อมบำรุงที่นานกว่าที่เราคาด
- หากบริษัทฯ ได้กำลังการผลิตใหม่น้อยกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการมูลค่าของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,777	2,470	2,791	2,979	3,047
Cost of sales	1,159	1,886	2,154	2,233	2,278
Gross profit	618	584	636	747	769
% gross margin	34.8%	23.6%	22.8%	25.1%	25.2%
Selling & administration expenses	122	133	194	202	206
Operating profit	496	451	443	544	563
% operating margin	27.9%	18.3%	15.9%	18.3%	18.5%
Depreciation & amortization	222	353	356	379	379
EBITDA	719	804	798	923	942
% EBITDA margin	40.4%	32.5%	28.6%	31.0%	30.9%
Non-operating income	12	7	14	15	15
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(88)	(162)	(81)	(55)	(39)
Pre-tax profit	420	296	375	504	539
Income tax	1	11	14	18	20
After-tax profit	420	286	362	486	520
% net margin	23.6%	11.6%	13.0%	16.3%	17.0%
Shares in affiliates' Earnings	6	1	1	(10)	21
Minority interests	(175)	(152)	(164)	(158)	(181)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	251	135	200	318	359
Normalized profit	251	135	200	318	359
EPS (Bt)	0.6	0.3	0.5	0.8	0.9
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.3	0.5	0.8	0.9

Sharp earnings drop as it
new power plants fail to
perform

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	823	1,592	1,397	1,621	1,898
Cash & cash equivalent	44	493	150	300	550
Account receivables	570	602	917	980	1,002
Inventories	34	77	59	61	62
Others	174	421	270	280	284
Investments & loans	469	529	529	529	529
Net fixed assets	7,216	7,154	7,196	6,872	6,547
Other assets	180	252	246	260	265
Total assets	8,688	9,527	9,368	9,281	9,239
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,592	1,314	1,557	1,485	1,415
Account payables	505	314	885	918	936
Bank overdraft & ST loans	253	191	131	101	77
Current LT debt	547	664	372	288	220
Others current liabilities	287	145	169	179	181
Total LT debt	3,030	2,943	2,110	1,632	1,247
Others LT liabilities	16	1,521	1,718	1,834	1,876
Total liabilities	4,638	5,778	5,385	4,951	4,538
Minority interest	1,083	863	1,026	1,185	1,366
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	401	401	401	401	401
Share premium	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	32	(3)	(3)	(3)	(3)
Retained earnings	1,280	1,233	1,304	1,492	1,682
Shareholders' equity	2,967	2,886	2,956	3,145	3,335
Liabilities & equity	8,688	9,527	9,368	9,281	9,239

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	420	296	375	504	539
Tax paid	(1)	(11)	(14)	(18)	(20)
Depreciation & amortization	222	353	356	379	379
Chg In working capital	161	(265)	274	(32)	(5)
Chg In other CA & CL / minorities	308	(576)	70	(10)	20
Cash flow from operations	1,111	(202)	1,061	823	914
Capex	(1,358)	(281)	(395)	(50)	(50)
Right of use	(62)	3	(20)	(5)	(5)
ST loans & investments	152	(111)	106	0	0
LT loans & investments	14	(59)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(98)	1,349	220	103	37
Cash flow from investments	(1,352)	900	(89)	48	(18)
Debt financing	219	(32)	(1,185)	(592)	(477)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(85)	(182)	(129)	(129)	(169)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	135	(214)	(1,315)	(721)	(646)
Free cash flow	(247)	(483)	666	773	864

Gradual ramping up of operating cash flow as new projects ramp up

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	15.8	29.3	19.9	12.5	11.1
Normalized PE - at target price (x)	12.8	23.7	16.1	10.1	8.9
PE (x)	15.8	29.3	19.9	12.5	11.1
PE - at target price (x)	12.8	23.7	16.1	10.1	8.9
EV/EBITDA (x)	10.8	9.1	8.1	6.2	5.3
EV/EBITDA - at target price (x)	9.7	8.1	7.1	5.3	4.5
P/BV (x)	1.3	1.4	1.3	1.3	1.2
P/BV - at target price (x)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
P/CFO (x)	3.6	(19.7)	3.7	4.8	4.3
Price/sales (x)	2.2	1.6	1.4	1.3	1.3
Dividend yield (%)	2.0	4.0	2.5	4.0	4.5
FCF Yield (%)	(6.2)	(12.2)	16.8	19.5	21.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.3	0.5	0.8	0.9
EPS	0.6	0.3	0.5	0.8	0.9
DPS	0.2	0.4	0.2	0.4	0.4
BV/share	7.4	7.2	7.4	7.8	8.3
CFO/share	2.8	(0.5)	2.6	2.1	2.3
FCF/share	(0.6)	(1.2)	1.7	1.9	2.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

We believe TPCH should trade at a lower valuation due to its weakening growth outlook

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	8.2	39.0	13.0	6.8	2.3
Net profit (%)	(30.2)	(46.0)	47.5	59.2	13.0
EPS (%)	(30.2)	(46.0)	47.5	59.2	13.0
Normalized profit (%)	(30.2)	(46.0)	47.5	59.2	13.0
Normalized EPS (%)	(30.2)	(46.0)	47.5	59.2	13.0
Dividend payout ratio (%)	31.7	117.3	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	34.8	23.6	22.8	25.1	25.2
Operating margin (%)	27.9	18.3	15.9	18.3	18.5
EBITDA margin (%)	40.4	32.5	28.6	31.0	30.9
Net margin (%)	23.6	11.6	13.0	16.3	17.0
D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.0	0.7	0.5	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.9	0.6	0.4	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	5.7	2.8	5.5	10.0	14.5
Interest coverage - EBITDA (x)	8.2	5.0	9.9	16.9	24.3
ROA - using norm profit (%)	3.0	1.5	2.1	3.4	3.9
ROE - using norm profit (%)	8.7	4.6	6.8	10.4	11.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	14.5	9.8	12.4	15.9	16.0
- asset turnover (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	28.6	18.6	16.4	18.8	19.0
- leverage (x)	2.9	3.1	3.2	3.1	2.9
- interest burden (%)	82.7	64.6	82.3	90.2	93.3
- tax burden (%)	99.8	96.4	96.4	96.4	96.4
WACC (%)	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
ROIC (%)	7.9	6.4	6.9	9.7	11.1
NOPAT (Bt m)	495	435	427	524	542
invested capital (Bt m)	6,754	6,191	5,419	4,866	4,329

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 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
ภัทรวัลย์ 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 ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินกรณ คลังเปรมจิตต์
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 สดภาพ
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