

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 16.00

Upside : 46.8%

(From: Bt 15.00)

28 JUNE 2022

Small Cap Research

BCPG Pcl (BCPG TB)

ปัจจัยคลายความกังวล

หุ้น BCPG ถูกกดดันโดยแนวโน้มกำไรที่ลดลงจาก adder ที่จะหมดอายุ และการขายโครงการโรงไฟฟ้าความร้อนใต้พิภพออกไป และมีความเสี่ยงการชำระหนี้ที่สูงขึ้นจาก EDL และการปิดดีล M&A ได้ช้า เรามองว่าความกังวลเหล่านั้นเป็นข่าวเก่าแล้ว และเห็นสองปัจจัยบวกจากการเปลี่ยนผู้ซื้อไฟฟ้าจากลาวเป็นเวียดนาม และการเพิ่มขึ้นของค่า Ft จึงยังแนะนำ "ซื้อ"



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

ปัจจัยความกังวลไม่ใช่เรื่องใหม่

ราคาหุ้น BCPG ปรับตัวลง 9% YTD และ 28% จากระดับสูงสุดในปีก่อน คาดเป็นเพราะความกังวลต่อแนวโน้มกำไรที่เริ่มลดลงในปีจากการทยอยหมดอายุของ adders และการขายโรงไฟฟ้าความร้อนใต้พิภพ ความเสี่ยงด้านสัญญาที่เพิ่มขึ้นจากการไฟฟ้าสปป.ลาว (EDL) และความล่าช้าในการปิดดีล M&A แต่เรามองว่าปัจจัยเหล่านี้เป็นเรื่องเก่าแล้ว และมองว่ามีพัฒนาการเชิงบวกต่อ BCPG สองประการ คือ 1) การเปลี่ยนผู้ซื้อไฟฟ้าโรงไฟฟ้าพลังน้ำ Nam San จาก EDL เป็นการไฟฟ้าเวียดนาม (EVN) จะช่วยลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระค่าไฟฟ้าลงได้ และ 2) ประโยชน์จากการปรับขึ้นค่า Ft เราจึงยังแนะนำ "ซื้อ" BCPG โดยมองว่าปัจจัยลบได้สะท้อนในราคาหุ้นที่เพียง PE 14 เท่า (หลังหักมูลค่าเงินสดสุทธิ 4.0 บาท/หุ้น) ในปี 2024F ซึ่งเป็นปีที่เราคาดกำไรจะอยู่ที่จุดต่ำสุด ราคาเป้าหมายของเราปรับขึ้นเป็น 16 บาท (จาก 15 บาท) หลังปรับปีฐานเป็น 2023F

ความเสี่ยงการผิดนัดชำระของลูกค้าสัญญาจบลง

โรงไฟฟ้าพลังน้ำ Nam San ในลาวคิดเป็น 14% ของกำไรปี 2021 ของ BCPG แต่มี EDL เป็นผู้ซื้อเพียงรายเดียว ดังนั้นหลังฐานะทางการเงินของ EDL อ่อนแอลงจึงไม่สามารถชำระหนี้ค่าไฟฟ้าได้เต็มจำนวนในช่วงสองปีที่ผ่านมาและค้างชำระ BCPG อยู่ US\$22m ใน 1Q22 ทำให้ BCPG กำลังเร่งกระบวนการเปลี่ยนผู้รับซื้อไฟฟ้าเป็น EVN ให้ได้ภายใน 4Q22 เพื่อให้ความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงบนกระแสเงินสดในอนาคตจาก Nam San หมดไป ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องได้ทำการลงนามในสัญญาแล้วในขณะที่สายส่งใหม่ไปยังเวียดนามใกล้ก่อสร้างเสร็จเช่นกัน เราประเมินมูลค่าหุ้นที่มีความเสี่ยงจาก EDL รวม US\$44m (0.5 บาทต่อหุ้น BCPG) หลังรวมรายได้ที่จะเกิดขึ้นในช่วงสองไตรมาสที่เหลือ (2-3Q22F) อีก US\$22m แล้ว

ปัจจัยบวกภายนอกต่อโรงไฟฟ้าเดิม

มีปัจจัยหนุนภายนอกสองเรื่องต่อโรงไฟฟ้าของ BCPG ได้แก่ 1) โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ภายใต้สัญญา adders ซึ่งเป็น 62% ของกำไรปี 2021 เป็นผู้ได้ประโยชน์จากการปรับขึ้นค่า Ft โดยค่า Ft ถูกปรับขึ้นมาแล้ว 0.4 บาท/kWh และเราคาดว่าจะปรับขึ้นอีก 0.8 บาท ใน 2H22-1H23 (Exhibit 5) ซึ่งจะทำให้กำไรของ BCPG สูงขึ้นราว 138/200 ลบ. ในปี 2022-23F และช่วยชดเชยผลกระทบจาก adders ที่จะหมดอายุได้บางส่วน (ดูอัตราการลดลงของรายได้ adders ใน Exhibit 2) และ 2) เงินบาทที่อ่อนค่าเป็นบวกต่อโครงการ Nam San ที่มีอัตราค่าไฟอยู่เป็นดอลลาร์สหรัฐ เราคาดทุก 1% ของเงินบาทที่อ่อนค่าลงจะทำให้กำไรของ BCPG เพิ่มขึ้น 0.5%

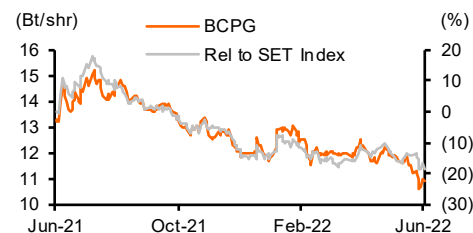
มีเงินพร้อมสำหรับการลงทุนใหม่

ปัจจุบัน BCPG มีกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 392MW และมีโครงการที่กำลังพัฒนาที่ถูกรวมในประมาณการของเราแล้ว คือโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 470MW ในไต้หวัน (COD ในช่วงปี 2022-25F) และโรงไฟฟ้าพลังงานลม 230MW ในลาว (COD ในปี 2025F) นอกจากนี้ BCPG ยังมีงบการลงทุนอีก 5.4 หมื่นลบ. เพื่อซื้อโครงการอื่นเพิ่มเติม โดยหากบริษัทสามารถลงทุนได้ทั้งหมด เราคาดโครงการที่เพิ่มเข้ามาใหม่จะสร้างกำไรให้ BCPG ได้ถึงปีละ 1.4 พันลบ. ซึ่งจะชดเชยผลจากการหมดอายุของ adders ลงได้ทั้งหมด

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	4,669	5,606	5,552	5,842
Net profit	2,011	2,204	1,659	1,445
Consensus NP	—	2,828	1,663	1,199
Diff frm cons (%)	—	(22.1)	(0.2)	20.5
Norm profit	2,258	2,204	1,659	1,445
Prev. Norm profit	—	2,634	2,114	1,597
Chg frm prev (%)	—	(16.3)	(21.5)	(9.5)
Norm EPS (Bt)	0.8	0.8	0.6	0.5
Norm EPS grw (%)	(4.1)	(2.4)	(24.7)	(12.9)
Norm PE (x)	14.0	14.3	19.0	21.8
EV/EBITDA (x)	13.5	9.3	10.9	12.0
P/BV (x)	1.2	1.1	1.1	1.1
Div yield (%)	3.0	2.9	2.9	2.9
ROE (%)	9.1	7.9	5.8	4.9
Net D/E (%)	65.6	23.7	38.1	51.7

PRICE PERFORMANCE



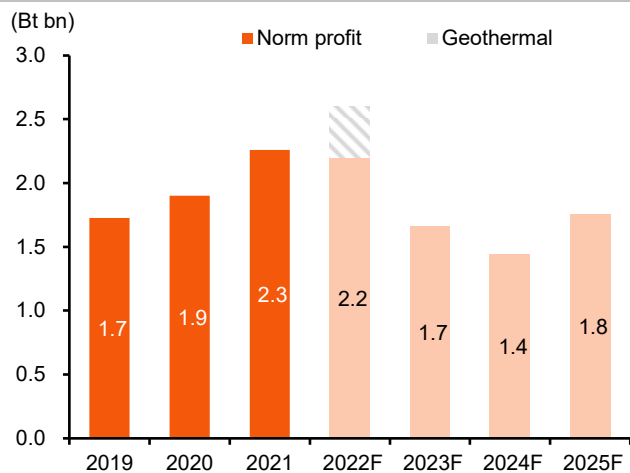
COMPANY INFORMATION

Price as of 28-Jun-22 (Bt)	10.90
Market Cap (US\$ m)	898.7
Listed Shares (m shares)	2,894.1
Free Float (%)	42.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.6
12M Price H/L (Bt)	15.20/10.60
Sector	Utilities
Major Shareholder	Bangchak Corp. Pcl 57.45%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

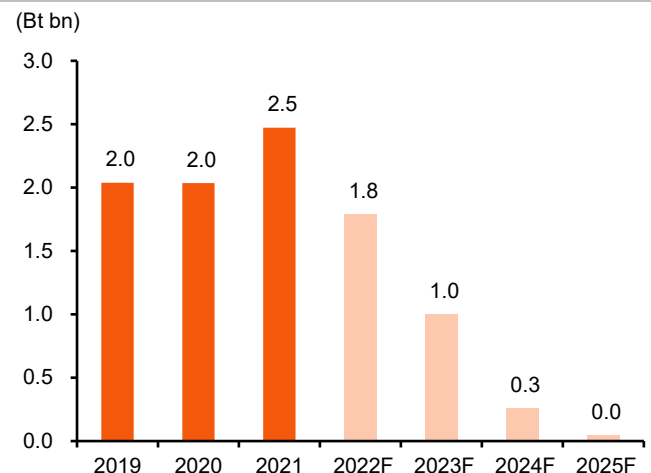
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

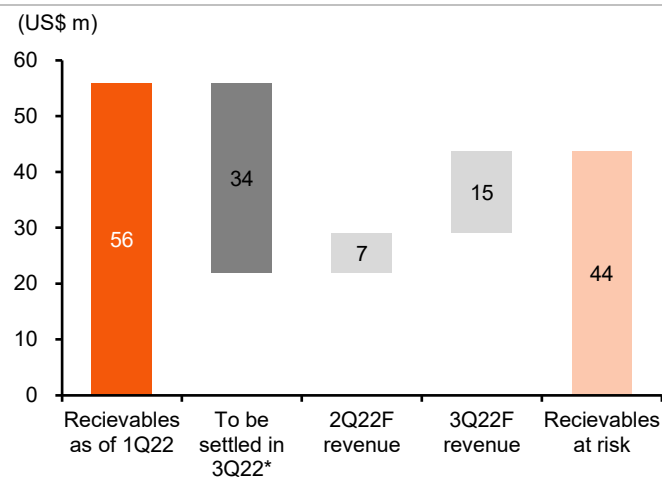
Ex 1: Falling Earnings Trend From 2023F ...

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: BCPG divested geothermal power projects in Indonesia in Feb-2022

Ex 2: ... Mainly Due To Adders Expiring

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Outstanding Receivables From EDL

Sources: Company data, Thanachart estimates

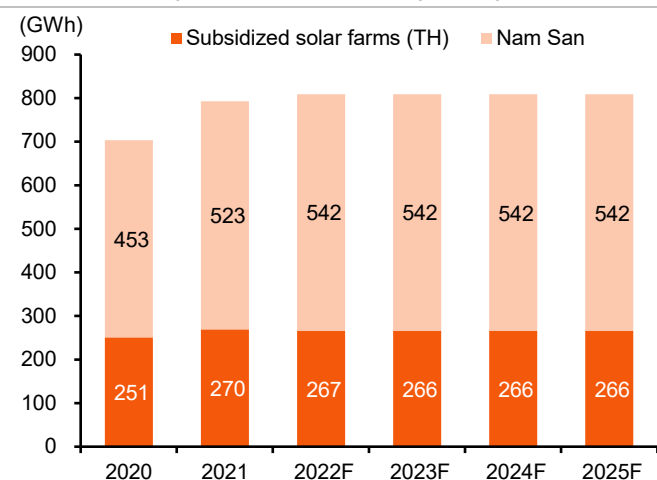
Note: *It plans to transfer \$34m in receivables from EDL as payment to its partner for its portion of the investment cost for the transmission line connecting Nam San to Vietnam

Ex 4: Change Of Nam San's Off-taker To EVN In 4Q22F

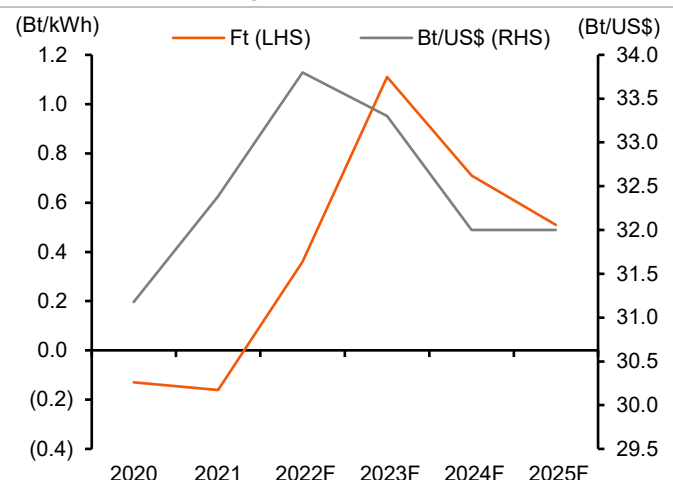
	Current contract	New contract
Terms	27 years (2015-42)	25 years (2022-47)
Off-taker	Electricity du Laos (EDL)	Vietnam Electricity (EVN)
Tariff	0.0667 US\$/kWh	0.0695 US\$/kWh
Payment currency	90% US dollars 10% Lao Kip	100% US dollars
Conditions	95% take-or-pay	90% take-or-pay

Sources: Company data

Note: EDL has agreed to terminate its contract when Nam San starts selling electricity to EVN

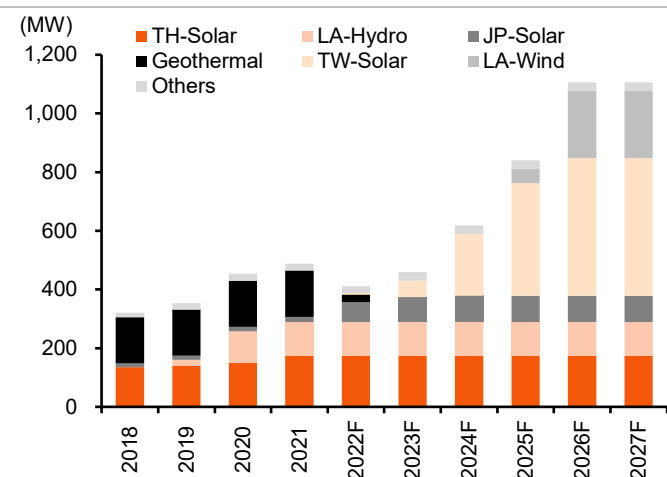
Ex 5: Electricity Sales From Two Major Projects ...

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: ... Are Benefiting From External Factors

Sources: Bloomberg, EPPO, Thanachart estimates

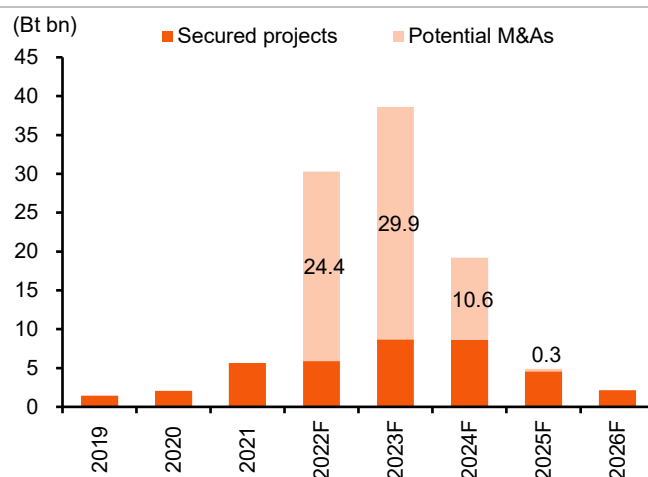
Ex 7: BCPG's Capacity Outlook



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: BCPG divested its geothermal project in February 2022

Ex 8: Aggressive Capex Plans Ahead



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Our DCF-derived Sum-Of-The-Parts (SOTP) 12-month TP Calculation

Valuation method		WACC	Value per BCPG share
		(%)	(Bt)
Thailand solar (w/ adder)	DCF	5.8%	3.7
Thailand solar (no adders)	DCF	4.7%	0.7
Thailand wind	DCF	5.2%	0.0
Japan solar	DCF	4.0%	1.0
Philippines wind	DCF	6.4%	0.4
Laos hydro	DCF	5.6%	3.2
Taiwan solar	DCF	4.8%	2.5
Laos wind	DCF	6.5%	0.5
Existing projects			12.0
+ Net cash on hand			4.0
Total			16.0

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: 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	41.2	11.4	8.1	0.5	0.5	12.3	10.5	4.6	8.7
Huaneng Power	600011 CH	China	na	28.8	15.4	11.9	1.1	1.0	9.8	8.8	0.7	3.1
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	10.6	(3.5)	12.9	13.4	1.0	1.0	50.8	50.2	5.1	5.2
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	na	39.8	19.5	13.9	1.4	1.3	10.3	8.1	0.8	2.6
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	54.5	30.2	8.2	6.3	0.8	0.7	6.5	5.5	3.3	5.8
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	(16.7)	21.9	17.9	14.7	1.4	1.4	9.7	9.4	4.8	4.7
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	7.2	(1.0)	15.3	15.5	1.2	1.2	74.8	75.1	5.7	5.8
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	na	73.5	12.8	7.4	0.6	0.6	10.0	8.9	1.6	5.2
Tata Power	TPWR IN	India	35.5	43.4	32.0	22.3	3.0	2.7	15.1	12.9	0.7	0.8
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	(5.3)	7.5	9.8	9.1	0.8	0.7	6.6	6.6	6.9	5.4
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	na	na	na	38.3	0.5	0.5	10.5	9.8	4.5	4.0
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	na	na	na	17.3	0.4	0.4	11.4	9.8	5.6	5.5
Manila Electric	MER PM	Philippines	6.1	1.2	16.2	16.0	3.9	3.6	10.3	9.4	3.9	4.3
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(2.4)	(24.7)	14.3	19.0	1.1	1.1	9.3	10.9	2.9	2.9
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(33.7)	82.7	58.3	31.9	3.1	2.9	17.4	14.5	0.9	1.6
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	69.7	6.5	10.9	10.3	1.0	1.0	136.6	97.7	5.5	5.8
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	13.7	(4.5)	20.4	21.4	1.8	1.7	21.5	15.9	2.0	2.3
EA Pcl*	EA TB	Thailand	44.9	20.6	35.5	29.4	7.9	6.6	25.3	21.5	0.8	1.0
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	3.9	1.7	8.8	8.6	0.8	0.7	19.4	18.5	3.7	3.9
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	(4.1)	18.6	28.9	24.4	1.7	1.6	16.9	16.2	1.9	2.3
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	22.2	37.4	52.0	37.9	4.4	3.6	38.4	30.4	1.2	1.6
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	41.7	23.7	17.8	14.4	3.4	2.9	18.7	14.3	2.2	2.8
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	49.7	(19.9)	5.9	7.4	0.8	0.8	18.8	17.7	9.3	5.1
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	45.9	9.3	10.6	9.7	1.1	1.1	25.6	22.7	5.7	6.2
Average			19.1	19.7	19.8	17.0	1.8	1.6	24.4	21.1	3.5	4.0

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 28 June 2022 closing prices

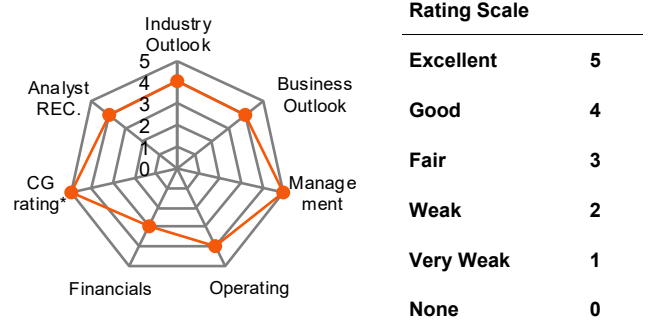
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BCPG ได้ก่อตั้งในปี 2015 ดำเนินการผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน ที่ถือหุ้น 70% โดย Bangchak Pcl (BCP) ปัจจุบัน BCPG มีโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนหลายแห่งใน 5 ประเทศ ในเอเชีย (ไทย ลาว อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และญี่ปุ่น) และกำลังขยายไปยังไต้หวันเป็นประเทศที่หก เพื่อเตรียมพร้อมสำหรับธุรกิจไฟฟ้าที่เปลี่ยนแปลง BCPG ได้ร่วมมือกับผู้เลืกระดับภูมิภาคพัฒนาธุรกิจจำหน่ายไฟฟ้าแบบ Peer-to-Peer โดยใช้เทคโนโลยี blockchain สำหรับการซื้อขายไฟฟ้า แบบเดือรีวานาเดียม สำหรับระบบกักเก็บพลังงาน (ESS) ในสมาร์ทกริด และโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน และแพลตฟอร์มซื้อขายคาร์บอนเครดิต

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ธุรกิจของ BCPG มีการกระจายความเสี่ยงที่ดี เข้าไปในประเทศที่มีการสนับสนุนการผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานทดแทน
- มีพันธมิตรเป็นผู้เลืกระดับภูมิภาคเพื่อเพิ่มโอกาสการลงทุนในโรงไฟฟ้าในต่างประเทศมากขึ้น และเทคโนโลยีดิจิทัลสำหรับตลาดไฟฟ้า

O — Opportunity

- มีโอกาสในการขยายธุรกิจพลังงานทดแทนทั้งในประเทศและต่างประเทศ
- มีโอกาสขยายเข้าสู่ธุรกิจ IPS solar-rooftop

W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนยังเพิ่มสูงขึ้น เพื่อรองรับการลงทุนใหม่เพื่อชดเชยรายได้ adder ที่ลดลง
- ความยากลำบากในการหาการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงมาทดแทนโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ adder ใกล้หมดอายุในประเทศไทย

T — Threat

- Adder ของโซลาร์ไทยจะหมดอายุในช่วงปี 2022-24F
- ความเสี่ยงที่รัฐบาลจะซื้อไฟฟ้าในราคาที่ถูกลงจากผู้ผลิตเอกชน
- ความเสี่ยงด้านกฎหมายสำหรับการลงทุนในต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	15.30	16.00	5%
Net profit 22F (Bt m)	2,828	2,204	-22%
Net profit 23F (Bt m)	1,663	1,659	0%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2022F ของเรต่ำกว่าตลาด 22% เนื่องจากเรารวมกำไรที่หายไปจากการขายโครงการพลังงานความร้อนใต้พิภพ
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 5% เนื่องจากเรามองว่าการขายเป็นบวกต่อบริษัทในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- อัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าคาด และจำนวนการลงทุนใหม่ที่น้อยกว่าคาดเป็นความเสี่ยงต่อมูลค่าของเรา
- ผลกระทบจากภาวะทางธรรมชาติที่ไม่เอื้ออำนวยต่อการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบและนโยบาย โดยเฉพาะค่าไฟฟ้า ในประเทศที่ BCPG รุกตลาดจะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรและเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	4,231	4,669	5,606	5,552	5,842
Cost of sales	1,436	1,608	1,902	2,189	2,674
Gross profit	2,794	3,061	3,704	3,363	3,168
% gross margin	66.1%	65.6%	66.1%	60.6%	54.2%
Selling & administration expenses	532	588	687	745	867
Operating profit	2,262	2,473	3,017	2,617	2,301
% operating margin	53.5%	53.0%	53.8%	47.1%	39.4%
Depreciation & amortization	1,078	1,180	1,099	1,299	1,606
EBITDA	3,340	3,653	4,116	3,916	3,907
% EBITDA margin	79.0%	78.2%	73.4%	70.5%	66.9%
Non-operating income	29	72	119	115	67
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(820)	(787)	(821)	(915)	(744)
Pre-tax profit	1,472	1,757	2,315	1,818	1,624
Income tax	33	99	219	176	207
After-tax profit	1,439	1,658	2,096	1,642	1,417
% net margin	34.0%	35.5%	37.4%	29.6%	24.3%
Shares in affiliates' Earnings	460	600	108	17	28
Minority interests	1	0	0	0	0
Extraordinary items	12	(247)	0	0	0
NET PROFIT	1,912	2,011	2,204	1,659	1,445
Normalized profit	1,900	2,258	2,204	1,659	1,445
EPS (Bt)	0.8	0.7	0.8	0.6	0.5
Normalized EPS (Bt)	0.8	0.8	0.8	0.6	0.5

More M&As could help slow down the EPS drop from expiring adders in 2023-24F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	12,493	13,933	27,243	12,237	7,345
Cash & cash equivalent	11,138	11,228	25,000	10,000	5,000
Account receivables	1,219	2,317	1,843	1,825	1,921
Inventories	0	0	0	0	0
Others	135	389	400	412	425
Investments & loans	11,723	13,486	3,186	4,060	5,439
Net fixed assets	14,668	17,372	18,687	23,418	27,242
Other assets	12,336	13,931	13,676	13,422	13,167
Total assets	51,220	58,721	62,792	53,137	53,193
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,046	4,678	6,312	4,804	5,221
Account payables	540	888	938	1,079	1,319
Bank overdraft & ST loans	1,771	0	1,587	1,057	1,020
Current LT debt	1,678	3,527	3,601	2,425	2,658
Others current liabilities	58	263	185	242	224
Total LT debt	23,219	25,574	26,555	17,664	16,713
Others LT liabilities	1,405	1,241	1,432	1,441	1,512
Total liabilities	28,671	31,493	34,299	23,909	23,446
Minority interest	69	69	69	69	69
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	13,202	14,470	14,470	14,470	14,470
Share premium	6,990	7,753	7,753	7,753	7,753
Warrants	2	24	24	24	24
Surplus	(1,641)	(144)	(144)	(144)	(144)
Retained earnings	3,927	5,056	6,321	7,055	7,575
Shareholders' equity	22,480	27,160	28,425	29,159	29,679
Liabilities & equity	51,220	58,721	62,792	53,137	53,193

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,472	1,757	2,315	1,818	1,624
Tax paid	(25)	(45)	(239)	(161)	(212)
Depreciation & amortization	1,078	1,180	1,099	1,299	1,606
Chg In working capital	(438)	(749)	524	159	144
Chg In other CA & CL / minorities	104	585	38	47	3
Cash flow from operations	2,191	2,728	3,737	3,163	3,165
Capex	(2,070)	(3,884)	(2,414)	(6,030)	(5,430)
Right of use	(397)	(36)	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	1,901	(1,763)	10,300	(874)	(1,379)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(3,996)	(2,091)	465	283	345
Cash flow from investments	(4,563)	(7,774)	8,331	(6,641)	(6,484)
Debt financing	7,002	2,467	2,643	(10,597)	(756)
Capital increase	7,270	2,031	0	0	0
Dividends paid	(639)	(882)	(941)	(926)	(926)
Warrants & other surplus	(1,569)	1,520	1	1	1
Cash flow from financing	12,064	5,136	1,704	(11,522)	(1,680)
Free cash flow	121	(1,157)	1,323	(2,867)	(2,265)

*Aggressive capex spending
to sustain earnings base*

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	13.4	14.0	14.3	19.0	21.8
Normalized PE - at target price (x)	19.7	20.5	21.0	27.9	32.1
PE (x)	13.3	15.7	14.3	19.0	21.8
PE - at target price (x)	19.5	23.0	21.0	27.9	32.1
EV/EBITDA (x)	12.3	13.5	9.3	10.9	12.0
EV/EBITDA - at target price (x)	15.8	17.6	12.9	14.7	15.8
P/BV (x)	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1
P/BV - at target price (x)	2.1	1.7	1.6	1.6	1.6
P/CFO (x)	11.6	11.6	8.4	10.0	10.0
Price/sales (x)	7.5	6.8	5.6	5.7	5.4
Dividend yield (%)	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9
FCF Yield (%)	0.5	(3.7)	4.2	(9.1)	(7.2)
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	0.8	0.8	0.6	0.5
EPS	0.8	0.7	0.8	0.6	0.5
DPS	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
BV/share	7.8	9.4	9.8	10.1	10.3
CFO/share	0.9	0.9	1.3	1.1	1.1
FCF/share	0.1	(0.4)	0.5	(1.0)	(0.8)

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Adjusted PE is at only 14x
in 2024F after stripping out
its net cash value*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	23.5	10.4	20.1	(1.0)	5.2
Net profit (%)	6.2	5.2	9.6	(24.7)	(12.9)
EPS (%)	0.7	(15.1)	9.6	(24.7)	(12.9)
Normalized profit (%)	10.1	18.8	(2.4)	(24.7)	(12.9)
Normalized EPS (%)	4.5	(4.1)	(2.4)	(24.7)	(12.9)
Dividend payout ratio (%)	49.9	47.5	42.0	55.8	64.1
Operating performance					
Gross margin (%)	66.1	65.6	66.1	60.6	54.2
Operating margin (%)	53.5	53.0	53.8	47.1	39.4
EBITDA margin (%)	79.0	78.2	73.4	70.5	66.9
Net margin (%)	34.0	35.5	37.4	29.6	24.3
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.1	1.1	0.7	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.2	0.4	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	2.8	3.1	3.7	2.9	3.1
Interest coverage - EBITDA (x)	4.1	4.6	5.0	4.3	5.3
ROA - using norm profit (%)	4.3	4.1	3.6	2.9	2.7
ROE - using norm profit (%)	10.0	9.1	7.9	5.8	4.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.6	6.7	7.5	5.7	4.8
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	54.2	54.5	55.9	49.2	40.5
- leverage (x)	2.3	2.2	2.2	2.0	1.8
- interest burden (%)	64.2	69.1	73.8	66.5	68.6
- tax burden (%)	97.8	94.4	90.5	90.3	87.3
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	6.5	6.1	6.1	6.7	5.0
NOPAT (Bt m)	2,212	2,333	2,732	2,364	2,008
invested capital (Bt m)	38,010	45,033	35,168	40,306	45,070

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Better capital management
via more M&As would
improve its ROA and ROE*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 77 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2209A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANPU16C2210A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2210A, CBG16C2207A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209B, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, IVL16C2206A, JMART16C2210A, JMART16C2206A, JMT16C2210A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2211A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016P2209B, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2211A, TOP16C2206A, TTA16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณี ไตลัดคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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, เติบโต
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

Strategy, ประกัน, กระดาษ
จักร เรืองสินัญญา
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 หวังมั่งมาศ
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, บ้าน
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 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 ลิมาวงษ์ปราชญ์
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