

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 6.20

(From: Bt 5.75)

Upside: 11.7%

24 JUNE 2022

Small Cap Research

Gunkul Engineering Pcl (GUNKUL TB)

โอกาสการเติบโตจาก PDP ใหม่

เราเห็นโอกาสการเติบโตที่สูงจากแผนการร่วมทุนใหม่ของ GUNKUL เพื่อพัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน บนสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่จะมาพร้อมแผน PDP ใหม่ของไทย (PDP-2022) ซึ่งน่าจะชดเชยการเติบโตของธุรกิจกัญชงที่น้อยกว่าคาดได้ เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 6.2 บาท



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

มีโอกาสดำเนินธุรกิจจากพลังงานทดแทน

เราคงแนะนำ "ซื้อ" GUNKUL หลังรวมมูลค่าจากบริษัทร่วมทุนที่เพิ่งจัดตั้งขึ้นกับ บมจ. กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ (GULF) เพื่อร่วมประมวลสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) โรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนภายใต้แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศไทยฉบับใหม่ (PDP-2022) ซึ่งน่าจะออกมาได้ช่วงปลายปี 2022 นี้ 1) เราคาดบริษัทร่วมทุนนี้จะได้สัญญาซื้อขายไฟฟ้างานรวมกำลังการผลิต 1.0GW ในปี 2023-27F 2) GUNKUL จะเป็นผู้รับเหมาดำเนินการก่อสร้างเพียงรายเดียวสำหรับการพัฒนาโครงการดังกล่าว จึงมีกำไรจากธุรกิจ EPC ด้วยนอกเหนือจากรายได้ของโรงไฟฟ้า 3) เราประเมินมูลค่าจากบริษัทร่วมทุนต่อ GUNKUL ที่ 1 บาท/หุ้น (จากโรงไฟฟ้า 0.8 บาท และผ่านธุรกิจ EPC อีก 0.2 บาท) ซึ่งจะชดเชยผลลบจากการปรับสมมติฐานพื้นที่การปลูกกัญชง/กัญชาของ GUNKUL เหลือ 100 ไร่ ในปี 2024F (จาก 200 ไร่) ลงได้ ราคาเป้าหมายของเราจึงเพิ่มขึ้นเป็น 6.2 บาท (จาก 5.75 บาท) หลังปรับมาใช้ฐาน 2023F

สัญญาซื้อขายพลังงานทดแทนใหม่ในปี 2023

เรามองว่า GUNKUL เป็นผู้ได้ประโยชน์สูงสุดจาก PDP-2022 เพราะคาดว่า PDP ใหม่จะมาพร้อมกับสัญญา PPA ใหม่สำหรับโรงไฟฟ้าพลังงานลมและโคตาเพิ่มเติมในการพัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โดยเราเชื่อว่าจะมีการประมูล PPA ใหม่ในปี 2023 ภายใต้ประสบการณ์ที่แข็งแกร่งของ GUNKUL ในการโครงการพลังงานลมและการมีที่ดินที่มีศักยภาพอยู่แล้ว (รวมถึงที่ดินที่ GULF เป็นเจ้าของ) เราจึงคาดบริษัทร่วมทุนจะได้ PPA โครงการพลังงานลมรวม 500MW (250MW บนการถือหุ้น 50% ของ GUNKUL ในบริษัทร่วมทุน) ในปี 2024-27F สำหรับโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ บริษัทร่วมทุนตั้งเป้าพัฒนาโครงการขนาดใหญ่ให้หน่วยงานราชการ นิคมอุตสาหกรรม หรืออาคารเชิงพาณิชย์ในรูปแบบของโซลาร์ฟาร์มหรือโซลาร์รูฟ เราคาด GUNKUL จะได้กำลังการผลิตโครงการพลังงานแสงอาทิตย์อีก 250MW ในช่วงปี 2023-27F

ให้สมมติที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อธุรกิจกัญชง

GUNKUL เก็บเกี่ยวผลผลิตแรกจากการปลูกกัญชงในเดือนพฤษภาคม เราคาดกัญชงจะสร้างกำไร 290 ลบ. และเป็นหนึ่งในปัจจัยหนุนการเติบโตของกำไรของ GUNKUL ในปี 2022F อย่างไรก็ตามเราปรับลดเป้าหมายพื้นที่การปลูกกัญชง/กัญชาของ GUNKUL เป็น 25/75/100 ไร่ ในปี 2022-24F (จาก 50/150/200 ไร่) หลังบริษัทปรับแผนระยะยาวลง ตามแนวโน้มผลิตภัณฑ์ที่มีส่วนผสม CBD ในประเทศที่อ่อนแอกว่าคาด ทำให้เราปรับมูลค่าธุรกิจกัญชง/กัญชาลงเหลือ 1.1 บาท/หุ้น (จาก 1.5 บาท) และคาดจะสร้างกำไรได้ 700 ลบ. หรือ 20% ของฐานกำไร GUNKUL ในปี 2025F

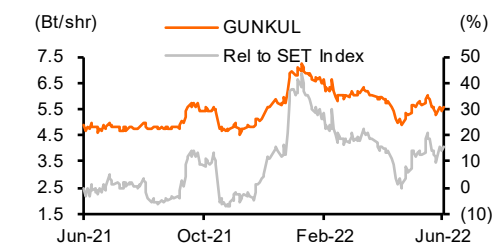
ปัจจัยผลักดันราคาหุ้น

เรามองเห็นสามปัจจัยบวกต่อราคาหุ้นของ GUNKUL ในช่วง 2H22F จาก 1) รายได้ที่ได้เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากธุรกิจกัญชงเป็นแรงหนุนในระยะสั้นที่สุด 2) แผน PDP-2022 ที่คาดว่าจะออกมาปลายปีนี้ น่าจะนำไปสู่การประกาศ PPA ใหม่ ซึ่งจะเป็นโอกาสการเติบโตที่สำคัญของ GUNKUL และ 3) GUNKUL มีแผนจะขายธุรกิจวิศวกรรมและการก่อสร้าง (EPC) เพื่อเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ ในช่วงต้นปี 2023 ซึ่งเป็นอีกปัจจัยหนุนมูลค่าของบริษัทฯ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	7,945	10,176	12,718	13,666
Net profit	2,229	2,864	3,543	3,803
Consensus NP	—	2,565	3,232	3,496
Diff frm cons (%)	—	11.7	9.6	8.8
Norm profit	2,022	2,864	3,543	3,803
Prev. Norm profit	—	2,958	3,968	4,033
Chg frm prev (%)	—	(3.2)	(10.7)	(5.7)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.3	0.4	0.4
Norm EPS grw (%)	42.3	41.7	23.7	7.3
Norm PE (x)	24.4	17.2	13.9	13.0
EV/EBITDA (x)	23.9	18.2	14.0	12.4
P/BV (x)	3.8	3.3	2.8	2.5
Div yield (%)	1.1	2.3	2.9	3.1
ROE (%)	15.9	20.3	21.8	20.5
Net D/E (%)	157.2	121.6	115.2	92.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 24-Jun-22 (Bt)	5.55
Market Cap (US\$ m)	1,389.4
Listed Shares (m shares)	8,882.5
Free Float (%)	45.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	19.1
12M Price H/L (Bt)	7.20/4.54
Sector	Utilities
Major Shareholder	Gunkul Group 49.94%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

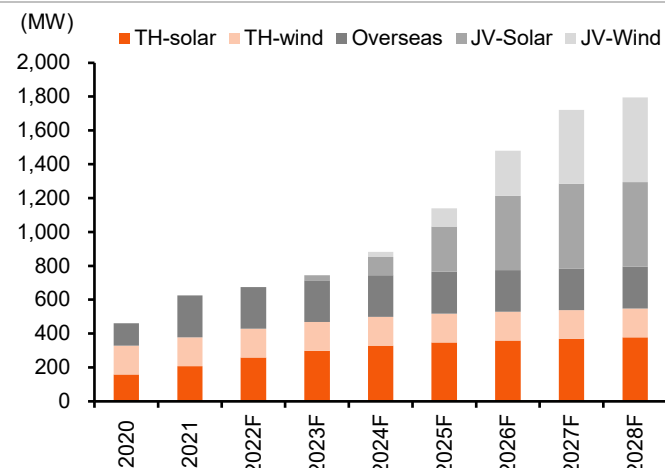
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดยังหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Expected New PPA Quotas From The Upcoming PDP-2022

Power plants	Current (PDP-2018 rev.1)	New (PDP-2022)	Change (MW)
Natural gas	5,550	4,850	(700)
Coal	600	600	-
Conventional	6,150	5,450	(700)
Solar	5,194	4,455	(739)
Wind	270	1,500	1,230
Hydro	1,426	2,818	1,392
Biomass/gas	1,903	820	(1,083)
Waste	400	600	200
Renewables	9,193	10,193	1,000
Total	15,343	15,643	300

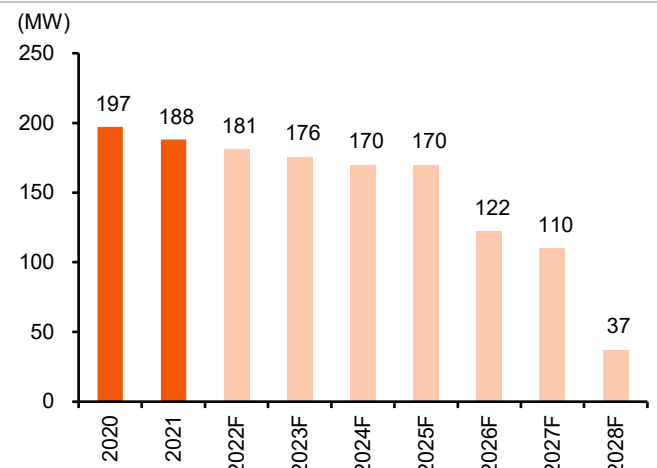
Source: Energy Policy and Planning Office (EPPO)

Ex 2: Pro-Rata Capacity Projections



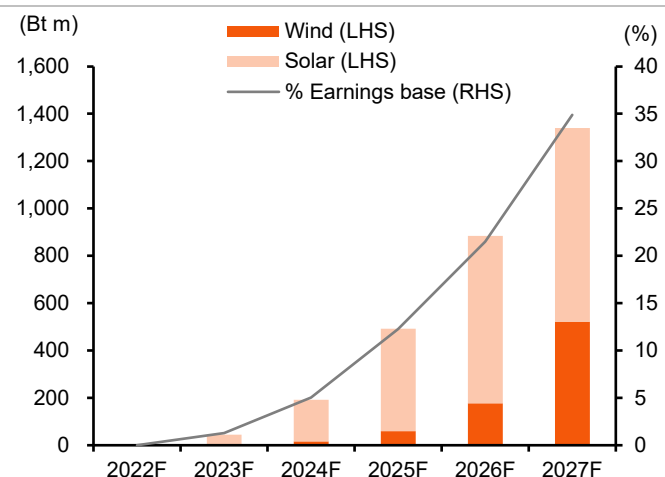
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Expiring Subsidized Capacity



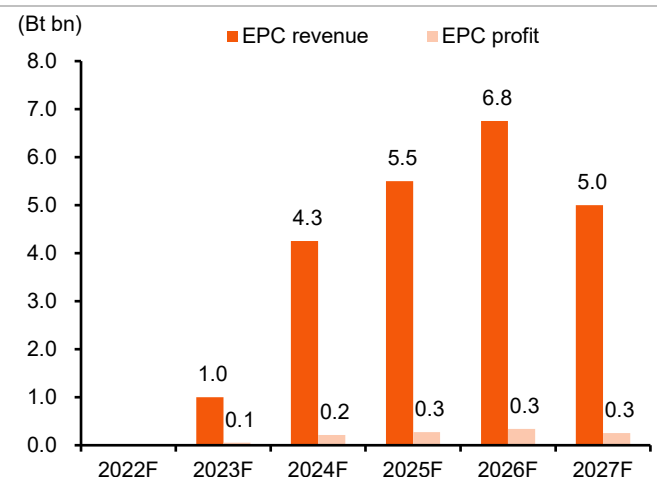
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Estimated Profit From Renewables In JV

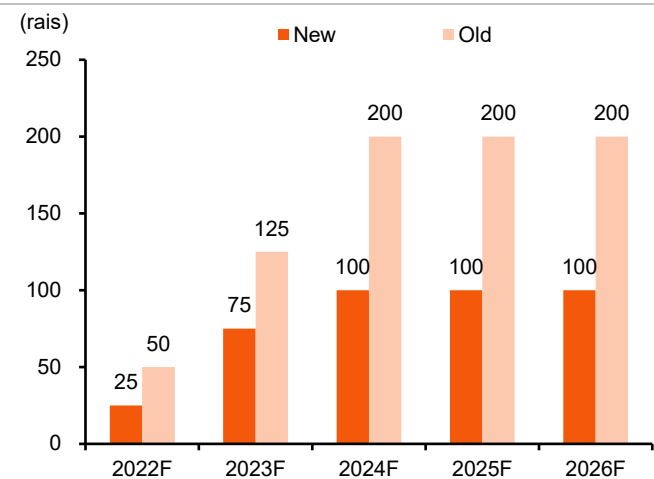


Source: Thanachart estimates

Ex 5: GUNKUL Also Gains EPC Revenue From The JV



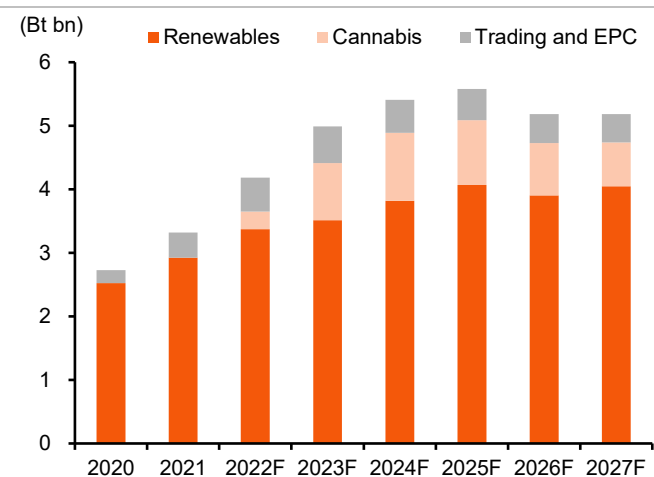
Source: Thanachart estimates

Ex 6: Cannabis Plantation Area Assumptions

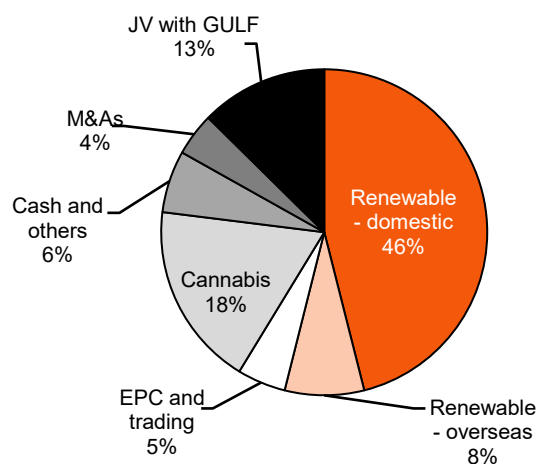
Sources: Thanachart estimates

Ex 7: GUNKUL Has Plantations To End Products

Sources: Company data

Ex 8: EBIT Breakdown By Business

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Renewables Continue To Dominate GUNKUL's Value

Sources: Thanachart estimates

Ex 10: 12-month DCF-derived SOTP-TP Calculation

	Valuation method	WACC (%)	Value per GUNKUL's share (Bt)
Existing projects			
Solar farms TH	DCF	5.6-5.8%	0.78
Wind farms - TH	DCF	5.6-6.0%	1.15
Solar rooftop - TH	DCF	5.3-5.8%	0.93
Subtotal - Domestic			2.86
Solar farms - JP	DCF	3.9%	0.29
Solar farms - VN	DCF	5.1%	0.16
Solar farms - MY	DCF	5.5%	0.04
Subtotal - Overseas			0.49
EPC and trading business	DCF	7.3%	0.30
Hemp business	DCF	7.1%	1.13
Cash on hands			0.38
Potential : 250MW M&As	DCF	10.0%	0.26
Potential : 1000MW GULF-JV	DCF	10.0%	0.78
Grand total			6.20

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: 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	11.0	7.8	0.5	0.5	12.3	10.5	4.8	9.1
Huaneng Power	600011 CH	China	na	28.8	15.9	12.3	1.1	1.0	9.8	8.8	0.7	3.0
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	10.6	(3.5)	12.8	13.3	1.0	1.0	50.6	50.0	5.2	5.2
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	na	39.8	19.4	13.8	1.4	1.3	10.3	8.1	0.8	2.7
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	54.5	30.2	7.9	6.1	0.8	0.7	6.4	5.5	3.4	6.0
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	(16.7)	21.9	17.7	14.5	1.4	1.4	9.6	9.3	4.8	4.8
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	7.2	(1.0)	15.1	15.3	1.2	1.2	73.8	74.2	5.8	5.8
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	na	73.5	12.6	7.3	0.6	0.6	10.0	8.9	1.6	5.3
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	(5.4)	7.4	10.1	9.4	0.8	0.8	6.7	6.7	6.7	5.4
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	na	na	na	39.3	0.5	0.5	10.6	9.9	4.4	3.9
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	na	na	na	17.2	0.4	0.4	11.4	9.7	5.7	5.5
Manila Electric	MER PM	Philippines	6.3	0.1	16.1	16.1	3.9	3.6	10.3	9.4	3.9	4.3
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	16.6	(19.7)	12.3	15.3	1.2	1.1	9.9	12.6	3.0	3.0
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(33.7)	82.7	59.1	32.3	3.2	3.0	17.5	14.6	0.8	1.5
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	69.7	6.5	10.6	10.0	1.0	0.9	133.6	95.5	5.6	6.0
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	13.7	(4.5)	20.6	21.6	1.8	1.7	21.6	16.0	1.9	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	8.6	8.5	0.8	0.7	19.2	18.3	3.7	4.0
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	(4.1)	18.6	29.0	24.4	1.7	1.6	17.0	16.2	1.9	2.2
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	41.7	23.7	17.2	13.9	3.3	2.8	18.2	14.0	2.3	2.9
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	49.7	(19.9)	5.8	7.2	0.8	0.7	18.6	17.4	9.5	5.2
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	45.9	9.3	10.7	9.8	1.1	1.1	25.8	22.8	5.6	6.1
Average			20.1	19.9	19.6	16.9	1.8	1.6	24.2	21.0	3.5	4.1

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 24 June 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. กันกุลเอ็นจิเนียริง (GUNKUL) ดำเนินธุรกิจ 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่ 1) การค้าและการผลิตอุปกรณ์ไฟฟ้า 2) บริการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานด้านไฟฟ้า และ 3) โรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ปัจจุบันการผลิตไฟฟ้าจากแหล่งพลังงานหมุนเวียนเป็นธุรกิจหลัก โดยมีกำลังการผลิตรวม 641MW จากโครงการพลังงานแสงอาทิตย์และกังหันลมในประเทศไทย โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในต่างประเทศ และโครงการโซลาร์รูฟท็อปเอกชน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ก่อตั้งมานาน และมีชื่อเสียงที่ดีในตลาด
- มีความสัมพันธ์ที่ดีกับการไฟฟ้าแห่งประเทศไทย
- มีกระแสเงินสดจำนวนมากจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนที่ได้รับเงินอุดหนุน (adders) ในประเทศไทย

O — Opportunity

- เติบโตสอดคล้องกับงบลงทุนของการไฟฟ้าแห่งประเทศไทย และ GDP ของประเทศ
- การขยายกำลังการผลิตเพิ่มเติมในประเทศเพื่อนบ้าน (เช่น เวียดนาม มาเลเซีย และเมียนมาร์) ทั้งในรูปแบบของการพัฒนาโครงการใหม่ และการเข้าซื้อกิจการ

CONSENSUS COMPARISON

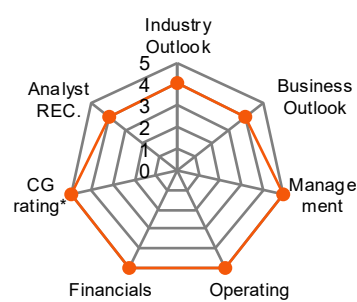
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	6.37	6.20	-3%
Net profit 22F (Bt m)	2,565	2,864	12%
Net profit 23F (Bt m)	3,232	3,543	10%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรในปี 2022-23F ของเราสูงกว่าของตลาด 12% และ 10% เนื่องจากเรารวมกำไรที่สูงขึ้นจากการปรับขึ้นค่า Ft สูงกว่าตลาด
- แต่ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า 3% คาดเป็นเพราะเราใช้สมมติฐานอัตรากำไรจากธุรกิจกัญชงในระยะยาวที่น้อยกว่าตลาดคาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- มีศักยภาพในการเติบโตในประเทศไทยที่จำกัด เนื่องจากสถานการณ์กำลังการผลิตไฟฟ้าที่สูงเกินความต้องการใช้งานของประเทศ
- ประสิทธิภาพการผลิตไฟฟ้าต้องอาศัยปัจจัยด้านสภาพอากาศเป็นอย่างมาก ซึ่งเป็นลักษณะปกติของโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน

T — Threat

- ขาดความเชี่ยวชาญในเทคโนโลยีพลังงานใหม่ เช่น ระบบการซื้อขายแบบ peer-to-peer และการจัดเก็บแบตเตอรี่และไฟฟ้า
- การเพิ่มขึ้นของจำนวนบริษัทที่เข้ามาลงทุนในธุรกิจพลังงานหมุนเวียนเพื่อให้ได้ประโยชน์จากก้าวไปสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอน (carbon neutrality)

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การประเมินมูลค่าพื้นฐานของเราขึ้นอยู่กับความสำเร็จของธุรกิจกัญชงเป็นอย่างมาก เช่น ผลผลิตจากการเพาะปลูก ราคาในตลาดภายในประเทศของ CBD และความต้องการ CBD
- หาก GUNKUL ขยายกำลังการผลิตโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนได้ต่ำกว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการของเรา
- สภาพธรรมชาติที่ไม่เอื้ออำนวย เช่น แสงอาทิตย์ต่ำ และความเร็วลมต่ำ จะเป็นความเสี่ยงที่สำคัญอีกประการหนึ่งต่อการคาดการณ์ผลประกอบการของเรา
- หากโครงการก่อสร้างล่าช้าจากประมาณการของเราจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	7,453	7,945	10,176	12,718	13,666
Cost of sales	5,608	5,574	6,865	8,139	8,639
Gross profit	1,845	2,372	3,311	4,579	5,027
% gross margin	24.8%	29.9%	32.5%	36.0%	36.8%
Selling & administration expenses	955	972	1,054	1,245	1,346
Operating profit	889	1,400	2,257	3,334	3,681
% operating margin	11.9%	17.6%	22.2%	26.2%	26.9%
Depreciation & amortization	1,353	1,542	1,479	1,646	1,796
EBITDA	2,243	2,942	3,737	4,979	5,478
% EBITDA margin	30.1%	37.0%	36.7%	39.2%	40.1%
Non-operating income	1,285	1,446	1,486	1,550	1,560
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(912)	(971)	(927)	(919)	(915)
Pre-tax profit	1,262	1,875	2,816	3,966	4,327
Income tax	119	188	282	476	649
After-tax profit	1,143	1,687	2,534	3,490	3,678
% net margin	15.3%	21.2%	24.9%	27.4%	26.9%
Shares in affiliates' Earnings	291	357	340	65	136
Minority interests	(13)	(22)	(10)	(11)	(11)
Extraordinary items	1,992	208	0	0	0
NET PROFIT	3,412	2,229	2,864	3,543	3,803
Normalized profit	1,421	2,022	2,864	3,543	3,803
EPS (Bt)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4

*Cannabis business is
the key earning growth
driver for 2022-23F*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	11,782	7,567	9,067	9,903	10,324
Cash & cash equivalent	6,279	3,868	4,019	4,019	4,019
Account receivables	2,864	1,466	2,509	3,136	3,370
Inventories	637	809	1,128	1,338	1,420
Others	2,003	1,424	1,410	1,410	1,515
Investments & loans	1,566	1,833	1,833	1,833	1,833
Net fixed assets	26,943	26,536	27,626	28,721	29,759
Other assets	5,741	6,550	8,237	10,158	10,875
Total assets	46,032	42,485	46,763	50,615	52,791
LIABILITIES:					
Current liabilities:	12,983	9,054	12,448	12,463	13,546
Account payables	2,404	1,681	2,257	2,676	2,840
Bank overdraft & ST loans	4,659	1,645	1,132	1,214	1,124
Current LT debt	3,315	4,469	4,302	4,613	4,270
Others current liabilities	2,604	1,258	4,756	3,960	5,312
Total LT debt	18,793	18,630	17,209	18,452	17,080
Others LT liabilities	1,781	1,518	1,787	2,109	2,228
Total liabilities	33,557	29,202	31,444	33,023	32,855
Minority interest	125	162	172	183	193
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,221	2,221	2,221	2,221	2,221
Share premium	5,179	5,179	5,179	5,179	5,179
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(1,359)	(674)	(674)	(674)	(674)
Retained earnings	6,309	6,395	8,420	10,682	13,016
Shareholders' equity	12,350	13,122	15,147	17,408	19,742
Liabilities & equity	46,032	42,485	46,763	50,615	52,791

*Healthy balance sheet
for further investment
opportunities*

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,262	1,875	2,816	3,966	4,327
Tax paid	(114)	(194)	(270)	(471)	(644)
Depreciation & amortization	1,353	1,542	1,479	1,646	1,796
Chg In working capital	(287)	504	(788)	(417)	(152)
Chg In other CA & CL / minorities	(2,482)	(440)	3,792	(785)	1,330
Cash flow from operations	(267)	3,286	7,030	3,939	6,658
Capex	(3,729)	(1,135)	(2,570)	(2,740)	(2,835)
Right of use	(682)	138	0	0	0
ST loans & investments	170	0	0	0	0
LT loans & investments	165	(267)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	3,728	(1,052)	(1,369)	(1,552)	(549)
Cash flow from investments	(348)	(2,315)	(3,939)	(4,292)	(3,384)
Debt financing	4,451	(1,924)	(2,100)	1,635	(1,805)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,194)	(2,131)	(839)	(1,282)	(1,469)
Warrants & other surplus	(580)	674	0	0	0
Cash flow from financing	2,676	(3,382)	(2,940)	353	(3,274)
Free cash flow	(3,996)	2,152	4,460	1,199	3,823

Hefty cash flow from
subsidized wind farms
easily supports capex

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	34.7	24.4	17.2	13.9	13.0
Normalized PE - at target price (x)	38.8	27.2	19.2	15.5	14.5
PE (x)	14.4	22.1	17.2	13.9	13.0
PE - at target price (x)	16.1	24.7	19.2	15.5	14.5
EV/EBITDA (x)	31.1	23.9	18.2	14.0	12.4
EV/EBITDA - at target price (x)	33.7	25.8	19.7	15.1	13.4
P/BV (x)	4.0	3.8	3.3	2.8	2.5
P/BV - at target price (x)	4.5	4.2	3.6	3.2	2.8
P/CFO (x)	(184.6)	15.0	7.0	12.5	7.4
Price/sales (x)	6.6	6.2	4.8	3.9	3.6
Dividend yield (%)	3.3	1.1	2.3	2.9	3.1
FCF Yield (%)	(8.1)	4.4	9.0	2.4	7.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
EPS	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
DPS	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
BV/share	1.4	1.5	1.7	2.0	2.2
CFO/share	(0.0)	0.4	0.8	0.4	0.7
FCF/share	(0.5)	0.2	0.5	0.1	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	35.0	6.6	28.1	25.0	7.5
Net profit (%)	58.9	(34.7)	28.5	23.7	7.3
EPS (%)	42.2	(34.7)	28.5	23.7	7.3
Normalized profit (%)	(33.2)	42.3	41.7	23.7	7.3
Normalized EPS (%)	(40.2)	42.3	41.7	23.7	7.3
Dividend payout ratio (%)	47.4	23.9	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	24.8	29.9	32.5	36.0	36.8
Operating margin (%)	11.9	17.6	22.2	26.2	26.9
EBITDA margin (%)	30.1	37.0	36.7	39.2	40.1
Net margin (%)	15.3	21.2	24.9	27.4	26.9
D/E (incl. minor) (x)	2.1	1.9	1.5	1.4	1.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.6	1.6	1.2	1.2	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	1.0	1.4	2.4	3.6	4.0
Interest coverage - EBITDA (x)	2.5	3.0	4.0	5.4	6.0
ROA - using norm profit (%)	3.3	4.6	6.4	7.3	7.4
ROE - using norm profit (%)	12.3	15.9	20.3	21.8	20.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.9	13.2	17.9	21.4	19.8
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
- operating margin (%)	29.2	35.8	36.8	38.4	38.4
- leverage (x)	3.7	3.5	3.2	3.0	2.8
- interest burden (%)	58.1	65.9	75.2	81.2	82.5
- tax burden (%)	90.5	90.0	90.0	88.0	85.0
WACC (%)	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
ROIC (%)	2.8	3.8	6.0	8.7	8.3
NOPAT (Bt m)	805	1,259	2,032	2,934	3,129
invested capital (Bt m)	32,839	33,998	33,771	37,668	38,197

Sources: Company data, Thanachart estimates

*High-profitability company,
supported by subsidized
renewable plants*

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) 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 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. มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ 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 ปทุมโรสมิล 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณ์ ไตลัดคะ 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา 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, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง 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 ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลิ์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ 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