

ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง – TPCH

26 สิงหาคม 2562



ซื้อ

ราคาเป้าหมาย	16.00 บาท
Upside/Downside	+30%
Median Consensus	13.90 บาท
1M price direction:	



Stock information

ราคาปิด	12.30 บาท
ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี	13.60/8.90 บาท
มูลค่าตลาด	4,934 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 1)	401.2 ล้านหุ้น
Free Float	57.43%
Foreign Limit/Available	49%/47.10%
NVDR in hand (% of share)	5.71%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน('000)	1,620.79
Anti-corruption:	n/a
CG Score:	

XD - Date

Period	X-Date	DPS(Bt)
01/01/19-30/06/19	21/08/19	0.084
01/01/18-31/12/18	07/05/19	0.0623
01/01/17-31/12/17	07/05/18	0.0563



นัฐชาต เมฆมาลี
CFA, FRM (ID: 31379)
E-mail: nuttachart@trinitythai.com
พิมพูน เจริญพิชญกุล
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
E-mail: pimfun@trinitythai.com

ให้มูลค่าพื้นฐานเพิ่มจากรฟฟ.ชยะ แม้ปรับประมาณการณ์รายได้ 2019 ลง

- แนะนำซื้อสะสม TPCH รับรายได้เติบโตโดดเด่นปี 2020 ราคาเป้าหมาย 16 บาท
- TPCH มีพัฒนาการด้านผลกำไรที่ตีมาโดยตลอด ทำให้ในปีนี้เป็นบริษัทเริ่มจ่ายปันผลระหว่างกาลเป็นครั้งแรกจากกำไรที่เติบโตต่อเนื่อง
- TPCH สามารถรักษาระดับการผลิตของโรงไฟฟ้าได้มากกว่า 90% ในทุก ๆ โรงสะท้อนให้เห็นถึงการบริหารจัดการที่แข็งแกร่ง มีประสิทธิภาพ สะท้อนผ่าน Bottom Line ที่เติบโตอย่างมีเสถียรภาพเป็นไปตามแผนของบริษัท

ปรับรายได้ปี 2019 ลงจากการที่โรงไฟฟ้า PTG จะเริ่มรับรู้รายได้ 1Q/2020 ในช่วงเดือนมกราคมเราใช้สมมุติฐานว่าโรงไฟฟ้าโรงที่ 7 หรือ PTG จะเริ่ม COD ประมาณกลางปี 2019 ตามด้วย TPCH1, TPCH2 , และสุดท้าย TPCH 5 ในช่วงครึ่งปีหลังของ 2019 จึงทำให้เราจึงประเมินว่ารายได้ของ TPCH ในปี 2019 จะอยู่ที่ประมาณ 2,600 ล้านบาท แต่ด้วยทาง TPCH ได้มีการเลื่อน COD ของ TPCH1 & 2 มาอยู่ที่ 4Q/19 และ PTG มาอยู่ที่ 1Q/20 จึงทำให้เราปรับรายได้ของ TPCH ในปี 2019 ลงมาอยู่ที่ 1,678 ล้านบาท หรือเติบโตเล็กน้อยจากปี 2018 ที่ 7.6% YoY และคาดว่ารายได้ในปี 2020 จะเติบโตแบบก้าวกระโดดมาอยู่ที่ 2,710 ล้านบาท หรือ +62% YoY

คาด 2019-2023 รายได้และกำไรเติบโต 12% และ 9% CAGR ตามลำดับ - ประเมินว่ารายได้ของ TPCH ในปี 2023 จะอยู่ที่ 3,500 ล้านบาท หรือเติบโต 12% CAGR จากปี 2019 และกำไรจะอยู่ที่ 1,032 ล้านบาท เติบโต 9% CAGR โดยเป็นการเติบโตอย่างแข็งแกร่งทั้ง Top Line และ Bottom Line จากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานชีวมวลที่มีอยู่ในมือทั้งหมด 10 โรงและโรงไฟฟ้าชยะอีก 1 โรง

อัตรากำไรขั้นต้น/อัตรากำไรขั้นสุดท้าย ระดับเหนือชั้นที่ 45% และ 22%ตามลำดับ - สาเหตุที่เราชอบ TPCH เพราะด้วยโมเดลการทำธุรกิจของโรงไฟฟ้าชีวมวลที่ได้รับสัญญาการขายไฟใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้จึงทำให้บริษัทมีแต้มต่อจากการได้รับสัญญา Adder/FIT ที่สูงกว่าพื้นที่อื่นๆ และด้วยวิธีการบริหารงานของบริษัทที่มีการดำเนินกลยุทธ์ที่ดีและหาวิธีเพิ่มแรงจูงใจให้กับ Supplier รายใหญ่ในพื้นที่ที่จัดหาและสั่งซื้อเพลิงเพื่อลดความเสี่ยงด้านการขาดแคลนและด้านราคาของเชื้อเพลิงต่อบริษัท นอกจากนี้บริษัทก็ยังทำ R&D เกี่ยวกับการพัฒนาด้านวิศวกรรมของเครื่องจักรเพื่อรับเชื้อเพลิงแบบผสมได้และมีความสามารถที่จะรับเชื้อเพลิงที่ขึ้นได้มากกว่าเครื่องจักรทั่วไป

เราจึงยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยสมมุติฐาน อ้างอิงราคาเหมาะสมที่ 16.00 บาท ใช้วิธีการ DCF WACC 7% , Risk-free rate 3.00%, Market risk premium 8% beta 1.30 โดยได้รวมมูลค่าปัจจุบันของเงินสดที่จะได้รับจาก Siam Power เข้ามาตั้งแต่วันที่ 2021 เป็นต้นไปแล้ว

ความเสี่ยง: แผนการ COD ไม่เป็นไปตามกำหนดและมีการหยุดซ่อมบำรุงนอกเหนือจากแผน

ข้อมูลทางการเงิน

Year End:	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Sales (Bt mn)	1,093	1,560	1,678	2,710	2,999
EBITDA Bt mn)	480	788	718	1,061	1,179
Net Profit (Bt mn)	208	354	375	580	627
EPS (Bt)	0.52	0.88	0.93	1.45	1.56
EV/EBITDA (x)	13.3	8.6	9.2	6.3	5.7
PER(x)	23.7	13.9	13.2	8.5	7.9
P/BV (x)	2.3	2.0	1.7	1.5	1.2
DPS(Bt)	0.06	0.06	0.07	0.11	0.12
Div Yield (%)	0.5	0.5%	0.6%	0.9%	1%
ROE (%)	10	15.1%	14%	18.6%	17.1%

Source: TPCH, Trinity Research

Table 1: Quarterly results

TPCH - Review quarterly income statement							
(Bt m)	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	%QoQ	%YoY
Revenue	395	402	420	392	412	5.1	4.3
Cost of sales	(204)	(209)	(222)	(216)	(225)	3.8	10.4
Gross profit	192	193	198	176	188	6.6	(2.1)
SG&A	(26)	(29)	(33)	(28)	(28)	1.6	6.7
Other (exp)/inc	(3)	5	3	6	9	39.2	(359.0)
EBIT	162	169	168	155	168	8.8	3.9
Finance cost	(21)	(21)	(20)	(19)	(19)	(1.1)	(9.0)
Other inc/(exp)	6	(4)	(1)	(4)	(5)	nm	nm
Earnings before taxes	147	145	147	131	144	9.4	(2.1)
Income tax	-	-	(0)	-	-	na	na
Earnings after taxes	147	145	147	131	144	9.4	(2.1)
Equity income	(3)	5	2	4	6	40.0	(274.5)
Minority interest	(53)	(57)	(58)	(50)	(54)	9.4	2.5
Earnings from cont. operations	90	92	90	86	95	11.0	5.6
Forex gain/(loss) & unusual items	-	-	-	(1)	-	nm	nm
Net profit	90	92	90	85	95	12.5	5.6
EBITDA	197	213	210	198	214	8.1	8.9
Recurring EPS (Bt)	0.23	0.23	0.23	0.21	0.24	11.0	5.6
Reported EPS (Bt)	0.23	0.23	0.23	0.21	0.24	12.5	5.6
Profits (%)	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	YoY
Gross margin	48.5	48.1	47.2	44.8	45.5	0.6	(3.0)
Operating margin	41.0	42.1	40.0	39.4	40.8	1.4	(0.2)
Net margin	22.9	22.8	21.5	21.6	23.1	1.5	0.3
ROE	15.8	15.5	14.7	13.3	14.5	1.2	(1.3)
ROIC	14.9	15.1	14.4	12.4	12.4	(0.0)	(2.5)

Source: TPCH, Trinity Research

Table 2: Profit and loss statement and Balance sheet

TPC Power Holding					
Profit & Loss Statement					
Year Ended December (Million Baht)	17A	18A	19E	20E	21E
Revenue	1,093	1,560	1,678	2,710	2,999
Cost of goods & services	(585)	(824)	(923)	(1,436)	(1,589)
Gross profit	507	736	755	1,274	1,409
SG&A	(145)	(110)	(134)	(325)	(360)
Other operating (expense)/income	17	10	10	11	11
Earnings bef interest & taxes (EBIT)	379	636	631	959	1,061
Interest expenses	(64)	(82)	(91)	(172)	(237)
Interest income	11	7	5	50	81
Other non-operating income/(expense)	(14)	(6)	(3)	(3)	(3)
Earnings before taxes (EBT)	312	555	542	835	902
Income tax	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Earnings after taxes (EAT)	312	554	541	834	902
Equity income from associates	14	6	(5)	(6)	(6)
Minority interest	(118)	(207)	(161)	(249)	(269)
Earnings from continuing operations	208	354	375	580	627
Forex gain/(loss) before tax	0	0	0	0	0
Exceptional items before tax	(0)	0	0	0	0
Net profit	208	354	375	580	627
Balance Sheet					
Year Ended Dec (Million Baht)	17A	18A	19E	20E	21E
Total assets	5,143	5,951	8,449	11,219	12,657
Total current assets	835	1,099	3,247	5,168	6,019
Cash & cash equivalents	343	242	2,517	4,065	4,498
Account receivables	469	497	559	828	916
Others	23	360	170	275	604
Total fixed assets	4,308	4,851	5,202	6,051	6,639
Long-term investments	503	489	504	538	582
Net fixed assets	3,698	4,232	4,557	5,358	5,888
Others	107	130	142	154	169
Total liabilities	2,389	2,682	4,673	6,658	7,247
Total current liabilities	658	816	2,543	4,210	4,556
Overdrafts & short-term loans	284	332	2,014	3,363	3,619
Accounts payable	102	96	111	173	191
Other current liabilities	272	388	417	674	746
Total long-term liabilities	1,730	1,866	2,130	2,447	2,691
Long-term debt	1,687	1,839	2,101	2,417	2,658
Other long-term liabilities	44	27	29	31	33
Total equity	2,754	3,268	3,776	4,561	5,410
Total owners of the company	2,171	2,503	2,850	3,387	3,967
Non-controlling interests	583	765	926	1,175	1,443
Total liabilities & owners' equity	5,143	5,951	8,449	11,219	12,657

Assumption					
Year Ended Dec	17A	18A	19E	20E	21E
Equity capacity growth (%)	24	16	36	22	32
Electricity unit (million)	312	417	435	721	799
Average price / units	4.45	4.45	4.56	4.18	4.58
Gross margin (%)	46.4	47.2	45.0	47.0	47.0
Net margin (%)	19.0	22.7	22.4	21.4	20.9

Table 3: Cash flow statement and financial ratios

TPC Power Holding					
Cash Flow Statement					
Year Ended December (Million Baht)	17A	18A	19E	20E	21E
Operating cash flow	680	721	639	632	424
Net income	208	354	375	580	627
Depreciation & amortization	101	152	87	102	118
Change in working capital	259	(255)	172	(55)	(327)
Not cash items	112	471	5	6	6
Investing cash flow	(991)	(937)	(443)	(956)	(711)
Capital expenditures	(771)	(1,000)	(410)	(903)	(647)
Long term investments	0	0	(20)	(40)	(50)
Other investment	(220)	63	(12)	(13)	(15)
Financing cash flow	266	144	2,079	1,872	721
Increase/Decrease in debt	278	190	1,944	1,665	497
Dividend paid	(12)	(23)	(28)	(43)	(47)
Change in equity	0	0	0	0	0
Others	0	(23)	163	251	271
Net change in cash flow	(46)	(71)	2,275	1,548	433
Cash, Beginning of the year	595	343	242	2,517	4,065
Adjustment	(207)	(29)	(0)	0	0
Cash, End of the year	343	242	2,517	4,065	4,498
TPC Power Holding					
Financial Ratios					
Year Ended December	17A	18A	19E	20E	21E
Per Share (Baht)					
EPS	0.52	0.88	0.93	1.45	1.56
BV	5.41	6.24	7.10	8.44	9.9
CF	0.85	0.60	6.28	10.14	11.22
Dividend	0.06	0.06	0.07	0.11	0.12
Growth ratio (%)					
Revenue grow th	62.5	42.8	7.6	61.5	10.7
EBITDA grow th	34.85	64.07	-8.90	47.82	11.08
EBIT grow th	28.95	67.67	-0.80	51.99	10.59
Net profit grow th	3.45	70.06	5.99	54.62	8.12
Core profit grow th	3.45	70.06	5.99	54.62	8.12
EPS grow th	4.0	69.2	5.7	55.9	7.6
Profitability ratio (%)					
Gross margin	46.4	47.2	45.0	47.0	47.0
EBITDA margin	43.9	50.5	42.8	39.2	39.3
EBIT margin	34.7	40.8	37.6	35.4	35.4
Net margin	19.0	22.7	22.4	21.4	20.9
ROE	10.0	15.1	14.0	18.6	17.1
Liquidity ratio (%)					
Current ratio	1.27	1.35	1.28	1.23	1.32
Quick ratio	1.27	1.34	1.28	1.23	1.32
Leverage ratio (x)					
Debt to equity	0.91	0.87	1.44	1.71	1.58
Net debt to equity	0.75	0.77	0.56	0.51	0.45
Interest coverage ratio	0.17	0.13	0.14	0.18	0.22
Valuation					
PER (x)	23.7	13.9	13.2	8.5	7.9
P/Bv (x)	5.4	6.2	7.1	8.4	9.9
EV/EBITDA (x)	13.3	8.6	9.2	6.3	5.7
P/CF (x)	16.9	14.9	2.0	1.2	1.1
Dividend yield (%)	0.42	0.67	0.57	0.89	0.98
Payout (%)	11.54	6.82	7.53	7.59	7.69

Corporate Governance Report Rating

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน