

TPI Polene Power PCL (TPIPP)

4Q64 จะไม่เด่น รอโครงการสำคัญ

Company Update

ประเด็นการลงทุน

แนวโน้มกำไร 4Q64 จะไม่เด่นต่อจากต้นทุนถ่านหินสูง ปี 2565 ขาย RDF และ ค่ากำจัดขยะติดเชื้อเข้ามาเสริม ช่วยบรรเทา adder ทดแทนรายได้บางส่วน ลงทุน RDF เพิ่ม ปี 2568 ตั้งเป้าหมายจะเปลี่ยนเป็นโรงไฟฟ้าสีเขียว 100% จะเข้าประมูลโรงไฟฟ้าขยะเพิ่ม ปี 2568 ตั้งเป้าหมายกำลังการผลิตจะเพิ่มเป็น 582MW จากปัจจุบัน 440MW โครงการ SEZ มีความล่าช้าแต่ก็ค่อยๆคืบหน้า ระยะสั้นราคาหุ้นมีแนวโน้มจะไม่สดใส เนื่องจากยังไม่มีปัจจัยหนุนที่เด่นชัด แต่จากราคาหุ้นซื้อขาย P/E ต่ำ และ บัณฑิต เราคงแนะนำ ซื้อลงทุน ราคาเป้าหมาย ด้วยวิธี DCF (8.4% WACC , 2.3% LTG) ได้เท่ากับ 4.6 บาท ลดลงจาก 4.7 บาท จากประมาณการที่ปรับลดลง

4Q64 จะไม่เด่นต่อ ปรับประมาณการลดลง

แนวโน้มผลประกอบการ 4Q64 จะถูกกระทบต่อเนื่องจากต้นทุนถ่านหินสูงลิ้นจี่ใหม่ที่สูงขึ้น ทำให้โรงไฟฟ้าถ่านหิน TG8 150MW เลือกขายไฟเฉพาะช่วง Peak ซึ่งได้ราคาสูงกว่าช่วง Off-Peak 2 บาท แต่จะได้แรงหนุนจากขาย RDF ให้ TPIPL และ นำ RDF มาใช้แทนถ่านหินประมาณ 10-15% ส่วนโรงไฟฟ้าที่ขายไฟให้ กฟผ. TG3 18MW, TG5 55MW และ TG4+6 90MW ยังเดินเต็มกำลังการผลิต รวมแล้วเบื้องต้นเราคาดกำไร 4Q64 จะไม่เด่นต่อประมาณ 1,000 ล้านบาท (+6%QoQ, -14%YoY) เราปรับประมาณการลงเล็กน้อย 5% คาดกำไรปี 2565 4,192 ล้านบาท ลดลง 7%

ปี 2565 ขาย RDF และ ค่ากำจัดขยะติดเชื้อ ช่วยบรรเทา adder ทดแทนรายได้ ปี 2565 โรงไฟฟ้าที่ได้ adder 3.50 บาท จะทยอยหมดอายุ คือ TG3 18MW (จาก 163MW) เดือน ก.พ. และ TG5 55MW เดือน ก.ย. แต่ยังคงขายไฟได้ต่อที่ราคาฐาน คาด EBITDA จะหายไปประมาณ 800-900 ล้านบาท แต่จะได้รายได้เข้ามาช่วยบรรเทาผลกระทบ คือ ขาย RDF ให้ TPIPL 650 ล้านบาทต่อปี และ TPIPP ยังได้ใบอนุญาตในการเผาขยะติดเชื้อจากกรมโรงงานเมื่อวันที่ 18 ต.ค.64 คาดจะมีขยะติดเชื้อเข้ามาป้อนวันละประมาณ 100 ตัน ซึ่งรองรับได้ถึง 350 ตัน ค่าเผาขยะต้นละ 5,000 บาท จะช่วยเพิ่มรายได้ 180-630 ล้านบาทต่อปี ปี 2565 เราคาดกำไร 3,571 ล้านบาท ลดลง 15%

ปี 2568 ตั้งเป้าหมายจะเปลี่ยนเป็นโรงไฟฟ้าสีเขียว 100%

ปี 2568 TPIPP ตั้งเป้าหมาย จะเปลี่ยนเป็นโรงไฟฟ้าสีเขียว 100% จากปัจจุบันที่มีโรงไฟฟ้าถ่านหิน 220 MW (TG7 70MW และ TG8 150MW) จากกำลังการผลิตรวม 440MW คิดเป็นสัดส่วน 50% โดยมีแผนจะลงทุนโรงงาน RDF ที่ 3 เพิ่ม 5 สายการผลิต 1,000 ล้านบาท ลงทุน Boiler B8 2,500 ล้านบาท และ B6 800 ล้านบาท ที่จะใช้ RDF ทดแทนถ่านหิน รวมลงทุนทั้งหมด 4,300 ล้านบาท โดยปี 2566 โรงไฟฟ้าถ่านหินจะลดลงเหลือ 150MW จากกำลังการผลิตรวม 464 MW หรือ คิดเป็นสัดส่วน 32% และ ปี 2568 โรงไฟฟ้าถ่านหินจะลดลงเหลือ ศูนย์ จากกำลังการผลิตรวม 582MW

FYE Dec (THB m)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenue	10,571	11,119	11,250	11,014	10,436
EBITDA	5,541	5,693	5,508	5,035	4,295
Core net profit	4,472	4,410	4,212	3,571	2,937
Net profit	4,607	4,506	4,192	3,571	2,937
Core EPS (THB)	0.53	0.52	0.50	0.43	0.35
Core EPS growth (%)	26.5	(1.4)	(4.5)	(15.2)	(17.7)
Net DPS (THB)	0.32	0.27	0.25	0.21	0.17
Core P/E (x)	8.3	8.2	8.3	9.7	11.8
P/BV (x)	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0
Net dividend yield (%)	7.3	6.3	6.0	5.1	4.2
ROAE (%)	17.7	16.1	14.0	11.3	8.9
ROAA (%)	12.9	10.8	9.7	8.3	6.9
EV/EBITDA (x)	7.5	8.0	8.0	8.3	9.4
Net gearing (%) (incl perps)	17.3	33.4	30.4	22.4	16.7
Consensus net profit	-	-	4,424	3,707	3,002
MKE vs. Consensus (%)	-	-	(4.8)	(3.7)	(2.2)

Source: Company; Maybank

Surachai Pramualcharoenkit
surachai.p@maybank-ke.co.th
(66) 2658 6300 ext 1470

BUY

Share Price	THB 4.14
12m Price Target	THB 4.60 (+11%)
Previous Price Target	THB 4.70

Company description

The Company's principal businesses are energy and utilities and petrol and gas stations.

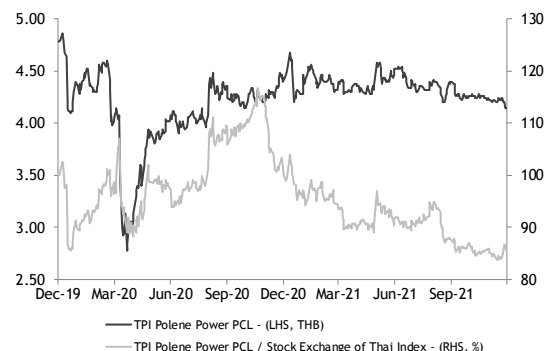
Statistics

Bloomberg code	TPIPP TB
Corporate Governance Rating	
Anti Corruption	Not Available
52w high/low (THB)	4.68/4.14
3m avg turnover (USDm)	0.7
Free float (%)	28.5
Issued shares (m)	8,400
Market capitalisation	THB34.8B USD1.0B

Major shareholders:

บมจ. ทีพีโอ โพลีน	70.2%
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	2.0%
นายไพโรจน์ ขาดพิทักษ์	1.3%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(2)	(6)	(6)
Relative to index (%)	(1)	(3)	(16)

Source: FactSet

ESG@MKE
Tear Sheet Insert



ESG@MKE

surachai.p@maybank-ke.co.th

รูปแบบธุรกิจ และปัญหาอุตสาหกรรม

- TPIPP เป็นผู้นำด้านการผลิตพลังงานทดแทนที่มีคุณภาพ และมาตรฐาน มุ่งเน้นการพัฒนาเทคโนโลยี และบุคลากรอย่างต่อเนื่อง สร้างผลตอบแทนสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นและพนักงาน บริหารองค์กรด้วยหลักจริยธรรม และธรรมาภิบาลที่ดี
- บริษัทฯ มุ่งมั่นประกอบธุรกิจตามแบบอย่างด้านบรรษัทภิบาล มุ่งเน้นด้านนิติธรรม โปร่งใส เป็นธรรม รับผิดชอบต่อสังคม วัฒนธรรม และสิ่งแวดล้อม ควบคู่กับการเสริมสร้างการพัฒนาแบบอย่างยั่งยืนให้แก่ บุคลากร ลูกค้า ชุมชน และผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ภายใต้การบริหารที่สอดคล้องกับหลักธรรมาภิบาลและอุดมการณ์
- บริษัทฯ มุ่งมั่นที่จะดำเนินการตามแนวทาง “ขยะเป็นศูนย์ (Zero Waste)” และมุ่งเน้นที่จะเป็นผู้นำในธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้า โดยใช้พลังงานหมุนเวียนที่สะอาดและมีประสิทธิภาพในกระบวนการผลิตไฟฟ้า เพื่อช่วยลดสภาวะเรือนกระจก และควบคุมการเกิดไนโตรเจนออกไซด์ (NOx) และซัลเฟอร์ไดออกไซด์ (SO2) รวมถึงการดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี และความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม
- บริษัทฯ ได้รับผลการประเมิน ESG ระดับ Gold จากสถาบันไทยพัฒนา

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม

- โรงงานแต่ละแห่งของบริษัทฯ ปฏิบัติตามกฎหมายและมาตรฐานด้านสิ่งแวดล้อม ปัจจุบันกลุ่มบริษัทไม่ได้เป็นคู่ความในการฟ้องร้องคดี การอุทธรณ์ศาล การคดีความ และ กระบวนการพิจารณาเกี่ยวกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมหรือการปฏิบัติตามกฎระเบียบด้านสิ่งแวดล้อมใดๆ
- บริษัทฯ มุ่งมั่นที่จะดำเนินการตามแนวทาง “ขยะเป็นศูนย์ (Zero Waste)” และได้ดำเนินการตามนโยบายดังกล่าวอย่างต่อเนื่อง
- ปริมาณระดับการปล่อยมลพิษ ซัลเฟอร์ไดออกไซด์ (SO2) และ ไนโตรเจนออกไซด์ (NOx) ของบริษัทต่ำเพียง 30 มิลลิกรัม/ลูกบาศก์เมตร และ 120 มิลลิกรัม/ลูกบาศก์เมตร เทียบกับ มาตรฐานการปล่อยมลพิษของธนาคารโลก 230 มิลลิกรัม/ลูกบาศก์เมตร และ 510 มิลลิกรัม/ลูกบาศก์เมตร และ เกือบกับข้อกำหนดของกฎหมายไทย 320 มิลลิกรัม/ลูกบาศก์เมตร และ 350 มิลลิกรัม/ลูกบาศก์เมตร ตามลำดับ
- บริษัทฯ ได้กำหนดนโยบาย ขั้นตอน และ กลไกในการควบคุม เพื่อลดความเสี่ยงจากการรั่วไหลของสารเคมี และลดความเสี่ยงที่พนักงานอาจได้รับสารอันตราย
- บริษัทฯ ได้จัดให้มีโครงการฝึกอบรมพนักงานด้านสิ่งแวดล้อม สุขภาพ และ ความปลอดภัย เพื่อให้ตระหนักถึงปัญหาด้านสิ่งแวดล้อม สุขภาพ และ ความปลอดภัยมากขึ้น
- บริษัทฯ จัดทำรายงานการกำกับดูแลและชี้แจงที่เป็นอันตรายให้แก่หน่วยงานของรัฐอย่างสม่ำเสมอ

ประเด็นด้านสังคม

- บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจ ควบคู่ไปกับการดูแล และ รับผิดชอบต่อสังคม และ สิ่งแวดล้อม โดยให้ความสำคัญกับการสนับสนุนพัฒนาการศึกษา การส่งเสริมสุขภาพและความปลอดภัย การสืบสานศิลปและวัฒนธรรม รวมถึงการพัฒนาสังคม
- บริษัทฯ ได้ประกาศใช้แนวทางการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียแต่ละกลุ่มอย่างเป็นลายลักษณ์อักษร โดยยึดหลักการสร้างความร่วมมือกันระหว่างบริษัทฯ และ ผู้มีส่วนได้เสีย ประกอบด้วย พนักงาน ผู้ถือหุ้น คู่ค้า ลูกค้า คู่แข่ง และ ชุมชนโดยรวม
- การเคารพสิทธิมนุษยชน ดังนั้น คณะกรรมการ ผู้บริหาร และ พนักงาน บริษัทฯ ทุกคน ต้องเคารพต่อกฎหมาย แนวปฏิบัติขนบธรรมเนียมประเพณี และ วัฒนธรรมท้องถิ่น
- การปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม โดยให้ความสำคัญกับพนักงาน โดยมุ่งเน้นให้พนักงานมีความก้าวหน้าในการทำงาน มีสวัสดิการและความมั่นคง โดยได้รับการพัฒนาศักยภาพ และ มีความปลอดภัยในการทำงาน
- มีการจัดให้มีกองทุนประกันสุขภาพที่จะรักษาในกรณีนี้ประชาชนในชุมชนรัศมี 5 กิโลเมตร มีอาการป่วย เนื่องจากการดำเนินงานของโรงงาน โดยปีแรกมีการนำเงินเข้ากองทุน 1 ล้านบาท และ 500,000 บาทต่อปีในปีต่อไป
- จัดให้มีกองทุนเพื่อส่งเสริมการสาธารณสุขชุมชน โดยสนับสนุนเงินทุนประมาณ 300,000 บาทต่อปี ในพื้นที่ชุมชนรัศมี 5 กิโลเมตร
- การร่วมพัฒนาชุมชน หรือ สังคม ส่งเสริมคุณภาพชีวิต เช่น โครงการติดตั้งผู้ผลิตน้ำดื่มให้ 14 หมู่บ้านที่อยู่ในรัศมี 5 กิโลเมตร
- การส่งเสริมพัฒนาขีดความสามารถในการประกอบอาชีพ และการพัฒนาอาชีพของชุมชนใกล้เคียง ด้วยงบประมาณ 400,000 บาทต่อปี

ประเด็นด้านธรรมาภิบาล

- ในบรรดาคณะกรรมการบริษัท 15 คนของ TPIPP มีกรรมการอิสระ 5 คน คิดเป็น 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท มีกรรมการหญิง 4 คน ค่าตอบแทนรวมในปี 2562 อยู่ที่ 18 ล้านบาทหรือ 0.39% ของกำไรสุทธิ มีผู้สอบบัญชีของบริษัท คือ บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิไทย ซึ่งเป็นผู้สอบบัญชี
- ปัจจุบัน ผู้บริหารระดับสูง 8 คนเป็นผู้ชาย 5 คน เป็น หญิง 3 คน
- บริษัทฯ มีเจตนาแน่วแน่ในการดำเนินการธุรกิจตามนโยบายกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) และ จรรยาบรรณธุรกิจ (Code of Conduct) ของบริษัทฯ และ มีความมุ่งมั่นที่จะส่งเสริมให้บริษัทฯ เป็นองค์กรที่มีประสิทธิภาพ โดยยึดมั่นการดำเนินงานด้วยความโปร่งใส มีคุณธรรม มีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น และ ผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้อง
- หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 (CG Code) ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งบริษัทฯ ได้นำหลักปฏิบัติส่วนใหญ่มาปรับใช้แล้ว โดยเพิ่มเติมหลักปฏิบัติที่เหมาะสมกับธุรกิจ และ สามารถทำได้โดยไม่มีผลกระทบอื่นๆ
- การต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน บริษัทฯ มุ่งมั่นในการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส มีคุณธรรม และ รับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น ลูกค้า พนักงาน สังคม และ ผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ บริษัทฯ จึงมีนโยบายห้ามกรรมการ ผู้บริหาร และ พนักงานทุกระดับของบริษัทฯ ยอมรับหรือมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชันในรูปแบบใดๆ โดยกำหนดให้บุคลากรของบริษัทฯ ปฏิบัติตามนโยบายต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน โดยสอดคล้องกับหลักการการกำกับดูแลกิจการที่ดี จรรยาบรรณของบริษัทฯ ระเบียบ ข้อกำหนด และ กฎหมายที่เกี่ยวข้องเพื่อพัฒนาไปสู่องค์กรแห่งความยั่งยืนต่อไป
- การควบคุมภายในและการบริหารจัดการความเสี่ยง ในด้านต่างๆ รวม 5 องค์ประกอบ คือ 1.การควบคุมภายในองค์กร 2.การประเมินความเสี่ยง 3.การควบคุมการปฏิบัติงาน 4.ระบบสารสนเทศและการสื่อสารข้อมูล และ 5.ระบบการติดตาม ซึ่งคณะกรรมการเห็นว่า มีความเพียงพอและเหมาะสม โดยบริษัทฯ ได้จัดให้มีบุคลากรอย่างเพียงพอที่จะดำเนินการตามระบบได้อย่างมีประสิทธิภาพ
- เรื่องสิทธิของผู้ถือหุ้น บริษัทฯ มีนโยบายในการรักษาสิทธิขั้นพื้นฐานที่ผู้ถือหุ้นได้รับอย่างเป็นธรรมตามกฎหมาย คือ จัดให้มีการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นภายในเวลาไม่เกิน 4 เดือน นับแต่วันสิ้นสุดรอบปีบัญชี และ ในกรณีที่มีความจำเป็นเร่งด่วนต้องเสนอวาระเป็นกรณีพิเศษ
- การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส บริษัทฯ จะจัดให้มีการเผยแพร่ข้อมูลต่างๆ ของบริษัทฯ ซึ่งรวมถึงข้อมูลทางการเงิน เพื่อให้มีความถูกต้องในสาระสำคัญครบถ้วน โปร่งใส ทั้งถึงและทันเวลา และ เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรองโดยทั่วไป

ปี 2568 ตั้งเป้าหมายกำลังการผลิตไฟฟ้าจะเพิ่มเป็น 582MW

TPIPP มีแผนจะเข้าประมูลโครงการโรงไฟฟ้าขยะ คือ 1.) ในแผน PDP2018 จำนวน 400MW ซึ่งปัจจุบัน ขณะประมูลโรงไฟฟ้าขยะ 2 แห่ง คือ ที่ สงขลา และ เทศบาลเมือง นครราชสีมา มีกำลังการผลิต 8MW และ 9.9MW ตามลำดับ อนาคตมีแผนจะเข้าประมูลต่อเนื่อง 2.) ใน EEC จะมีโควต้าพิเศษ จำนวน 200MW จะมีโรงไฟฟ้าขยะที่ระยอง ชลบุรี และ ฉะเชิงเทรา โดยมีเป้าหมายจะจำกัดขยะสะสม 5.57 ล้านตันให้หมดไป และ 3.) ขยะอุตสาหกรรมจะมีเพิ่มอีก 200MW ดังนั้น ในปี 2568 TPIPP ตั้งเป้าหมายกำลังการผลิตจะเพิ่มเป็น 582MW จากปัจจุบัน 440MW

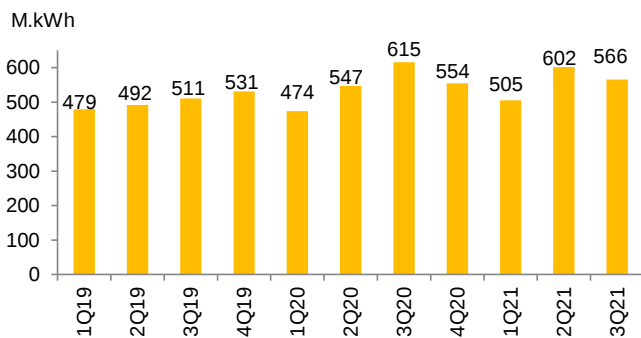
โครงการ SEZ มีความล่าช้าแต่ก็ค่อยๆคืบหน้า

โครงการเมืองต้นแบบอุตสาหกรรมก้าวหน้าแห่งอนาคต อำเภอจะนะ จังหวัดสงขลา หรือโครงการ Southern Economic Zone (SEZ) ซึ่งโครงการนี้จะมี สวนอุตสาหกรรม เมืองอัจฉริยะ ท่าเรือลึก และ โรงไฟฟ้า โดยมีมูลค่าทั้งหมด ประมาณ 3.96 แสนล้านบาท บนพื้นที่ 16,753 ไร่ ปัจจุบันกำลังอยู่ในขั้นตอนเปลี่ยนพื้นที่จากจากสีเขียวซึ่งเป็นประเภทชนบทและเกษตรกรรม เป็นสีม่วงซึ่งเป็นที่ดินประเภทอุตสาหกรรม และ จะมีการเปิดรับฟังความเห็น เพื่อประกอบการจัดทำรายงานผลกระทบสิ่งแวดล้อม EIA ระหว่างวันที่ 13-23 ธ.ค. 2564 นี้

ความเสี่ยง

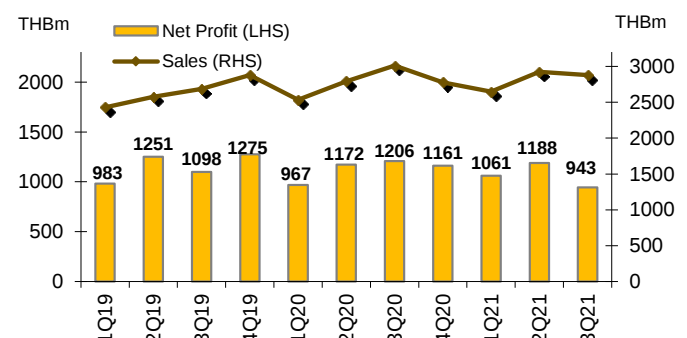
คดีเอกชน 222 คน ฟ้องร้องคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน กับพวกรวม 5 คน ต่อศาลปกครองกลาง เกี่ยวกับการทำ EHIA โรงไฟฟ้าถ่านหิน 150MW ของ TPIPP (ดูรายละเอียดในหมายเหตุประกอบงบ) / อายุ adder 7 ปี จำนวน 73MW จะหมดปี 2565 และ จำนวน 90MW จะหมดปี 2568 หลังจากหมด adder TPIPP ยังสามารถขายไฟให้ กฟผ. ได้ต่อเนื่องที่ราคาฐาน และ กำลังได้โรงไฟฟ้าใหม่เข้ามาทดแทน

Figure 1: Amount of Electricity Sold (M.kWh)



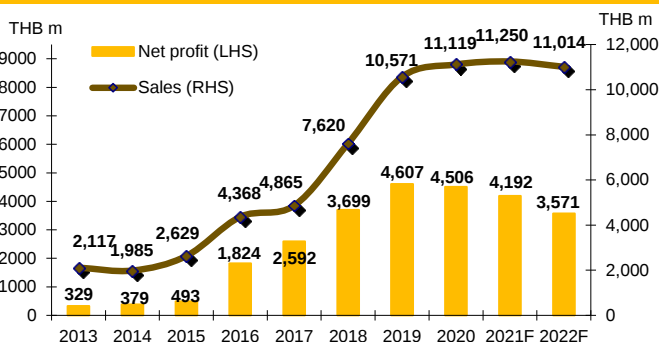
Source: Company Reports and MST

Figure 2: Quarterly earnings performance



Source: Company reports and MST

Figure 3: Yearly earnings performance



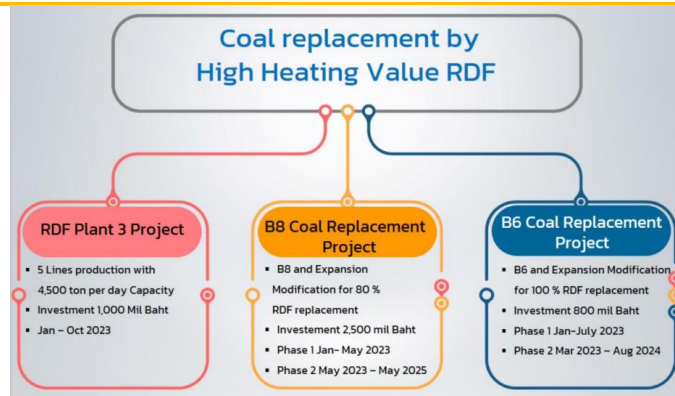
Source: Company reports and MST

Figure 4: COD and ADDER Schedule for each plant

SPP	PPA	TG	COD	ADDER	Expiration of ADDER
1	18 MW	TG3	16 JAN 2015	7 Y	JAN 2022
2	55 MW	TG5	6 Aug 2015	7 Y	AUG 2022
3	90 MW	TG4+TG6	18 APR 2018	7 Y	APR 2025

Source: Company reports

Figure 5: Coal Replacement



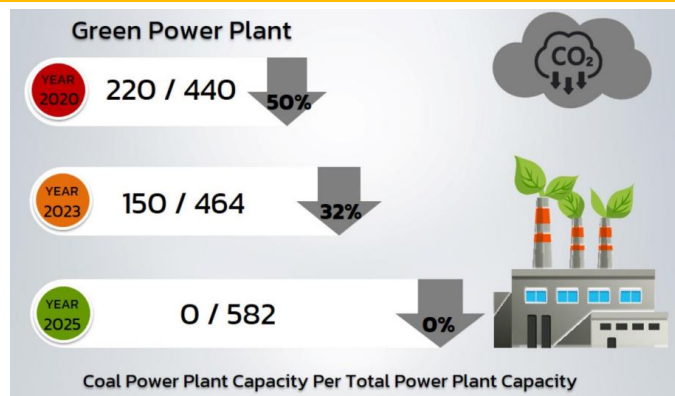
Source: Company Reports

Figure 6: RDF Supply for Cement Kiln Plants

- RDF requirement for coal replacement in 4 Kiln Plants is 2,500 ton per day
- Production and Selling RDF to TPIPL is approx. 750,000 Ton per year
- Investment of RDF plant 1,200 Mil Baht BOI Tax Incentive 8/5
- Estimate Revenue for RDF revenue 650 Mil baht per year
- KILN 3 and KILN 2 have been operated since Q4 2020 and Q2 2021
- KILN 4 and KILN 1 will operate in Q4 2021 and Q2 2022

Source: Company reports

Figure 7: TPIPP Greenhouse Gas Reduction



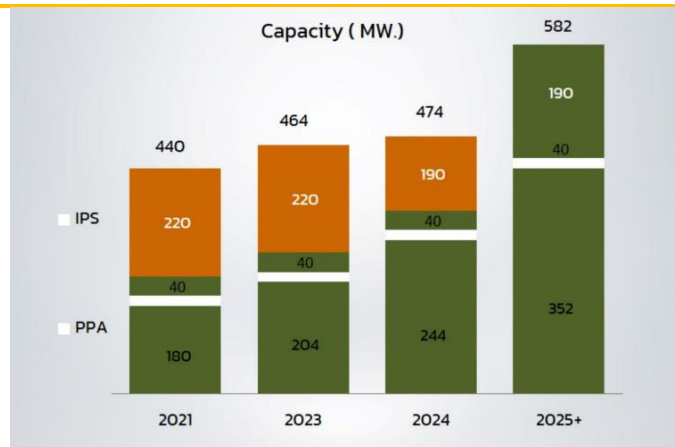
Source: Company Reports

Figure 8: TPIPP Greenhouse Gas Reduction



Source: Company reports

Figure 9: Prospect Power Plant Capacity



Source: Company reports

Figure 10: Southern Economic Zone (SEZ)



Source: Company reports

Figure 11: Revised earnings forecasts

	Revision		Original		%Chg	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
Sales (THBm)	11,250	11,014	11,423	11,369	-2%	-3%
Core Profit (THBm)	4,192	3,571	4,405	3,707	-5%	-4%
EPS (THB)	0.50	0.43	0.52	0.44	-5%	-4%

Source: Company Reports and MST

FYE 31 Dec	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	10.2	7.6	8.3	9.7	11.8
Core P/E (x)	8.3	8.2	8.3	9.7	11.8
P/BV (x)	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0
P/NTA (x)	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0
Net dividend yield (%)	7.3	6.3	6.0	5.1	4.2
FCF yield (%)	nm	nm	0.3	11.7	9.5
EV/EBITDA (x)	7.5	8.0	8.0	8.3	9.4
EV/EBIT (x)	8.8	9.5	9.6	10.2	11.9
INCOME STATEMENT (THB m)					
Revenue	10,571.2	11,119.4	11,250.4	11,013.8	10,436.2
EBITDA	5,540.5	5,693.1	5,507.9	5,034.8	4,295.0
EBIT	4,733.6	4,817.2	4,605.7	4,133.7	3,405.4
Net interest income / (exp)	(159.5)	(285.2)	(263.6)	(283.7)	(229.8)
Associates & JV	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Exceptionals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	4,574.2	4,532.0	4,342.1	3,850.0	3,175.5
Income tax	(102.0)	(122.2)	(130.3)	(279.1)	(238.2)
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Discontinued operations	134.6	96.0	(19.5)	0.0	0.0
Reported net profit	4,606.8	4,505.8	4,192.3	3,570.9	2,937.4
Core net profit	4,472.2	4,409.8	4,211.8	3,570.9	2,937.4
BALANCE SHEET (THB m)					
Cash & Short Term Investments	3,340.3	3,286.8	1,100.0	1,200.0	1,300.0
Accounts receivable	2,148.3	2,425.7	2,206.3	2,073.9	1,998.1
Inventory	1,052.5	1,248.9	1,293.7	1,171.3	1,214.6
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	30,770.4	35,605.6	35,153.4	34,702.3	34,262.6
Intangible assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment in Associates & JVs	186.5	188.0	188.0	188.0	188.0
Other assets	354.6	1,020.1	3,406.0	3,406.0	3,406.0
Total assets	37,852.6	43,775.2	43,347.5	42,741.5	42,369.4
ST interest bearing debt	34.9	4,307.7	3,485.3	2,804.2	2,291.7
Accounts payable	439.8	432.5	487.2	454.5	471.3
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	8,000.0	8,645.2	6,994.6	5,627.7	4,599.3
Other liabilities	2,268.0	1,462.0	1,513.0	1,513.0	1,513.0
Total Liabilities	10,742.2	14,847.0	12,480.0	10,399.3	8,875.2
Shareholders Equity	27,110.3	28,928.1	30,867.5	32,342.2	33,494.2
Minority Interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total shareholder equity	27,110.3	28,928.1	30,867.5	32,342.2	33,494.2
Total liabilities and equity	37,852.6	43,775.2	43,347.5	42,741.5	42,369.4
CASH FLOW (THB m)					
Pretax profit	4,574.2	4,532.0	4,342.1	3,850.0	3,175.5
Depreciation & amortisation	806.9	875.9	902.2	901.1	889.6
Adj net interest (income)/exp	159.5	285.2	263.6	283.7	229.8
Change in working capital	(979.1)	(1,367.3)	(2,048.0)	222.1	49.3
Cash taxes paid	(102.0)	(122.2)	(130.3)	(279.1)	(238.2)
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	3,069.9	3,579.8	615.6	4,510.4	3,746.5
Capex	(6,951.8)	(6,306.0)	(497.6)	(450.0)	(450.0)
Free cash flow	(3,881.8)	(2,726.2)	118.0	4,060.4	3,296.5
Dividends paid	(2,520.0)	(2,688.0)	(2,252.9)	(2,096.1)	(1,785.4)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	4,020.3	4,918.0	(2,473.0)	(2,048.0)	(1,540.9)
Other invest/financing cash flow	1,492.1	444.3	2,421.2	183.7	129.8
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	(889.4)	(51.9)	(2,186.8)	100.0	100.0

FYE 31 Dec	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	38.7	5.2	1.2	(2.1)	(5.2)
EBITDA growth	32.0	2.8	(3.3)	(8.6)	(14.7)
EBIT growth	27.4	1.8	(4.4)	(10.2)	(17.6)
Pretax growth	23.7	(0.9)	(4.2)	(11.3)	(17.5)
Reported net profit growth	24.5	(2.2)	(7.0)	(14.8)	(17.7)
Core net profit growth	26.5	(1.4)	(4.5)	(15.2)	(17.7)
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	52.4	51.2	49.0	45.7	41.2
EBIT margin	44.8	43.3	40.9	37.5	32.6
Pretax profit margin	43.3	40.8	38.6	35.0	30.4
Payout ratio	58.3	50.0	50.0	50.0	50.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	43.6	40.5	37.3	32.4	28.1
Revenue/Assets (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Assets/Equity (x)	1.4	1.5	1.4	1.3	1.3
ROAE (%)	17.7	16.1	14.0	11.3	8.9
ROAA (%)	12.9	10.8	9.7	8.3	6.9
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	89.4	116.7	120.9	112.0	109.4
Days receivable outstanding	62.6	74.0	74.1	70.0	70.2
Days inventory outstanding	53.4	68.7	73.4	68.0	64.0
Days payables outstanding	26.6	26.1	26.5	26.0	24.8
Dividend cover (x)	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0
Current ratio (x)	2.9	1.2	1.4	1.6	1.8
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	3.5	2.9	3.5	4.1	4.8
Net gearing (%) (incl perps)	17.3	33.4	30.4	22.4	16.7
Net gearing (%) (excl. perps)	17.3	33.4	30.4	22.4	16.7
Net interest cover (x)	29.7	16.9	17.5	14.6	14.8
Debt/EBITDA (x)	1.5	2.3	1.9	1.7	1.6
Capex/revenue (%)	65.8	56.7	4.4	4.1	4.3
Net debt/ (net cash)	4,694.6	9,666.1	9,379.9	7,231.9	5,591.0

Source: Company; Maybank

Historical recommendations and target price: TPI Polene Power PCL (TPIPP)

