

TPI POLNE POWER PCL

TPIPP TB Neutral

Target Price Bt 4.42

Price (01/12/2021) Bt 4.14

Upside % 6.76

Valuation SOTP

Sector Energy & Utilities

Market Cap Btm 34,776

30-day avg turnover Btm 19.64

No. of shares on issue m 8,400

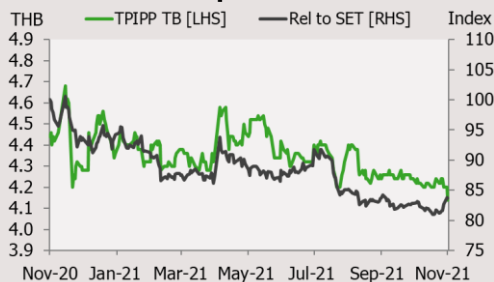
CG Scoring Good

Anti-Corruption Indicator N/A

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020	2021E	2022E	2023E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	11,119	10,999	11,653	12,124
Core profit (Btmn)	4,410	4,203	4,213	4,245
Net profit (Btmn)	4,506	4,179	4,215	4,245
Net EPS (Bt)	0.54	0.50	0.50	0.51
DPS (Bt)	0.39	0.36	0.36	0.36
BVPS (Bt)	3.44	3.55	3.69	3.90
Net EPS growth (%)	-2.19	-7.26	0.88	0.69
ROA (%)	11.04	9.55	9.27	8.90
ROE (%)	16.08	14.22	13.85	13.31
Net D/E (x)	0.38	0.35	0.39	0.35
Valuation				
P/E (x)	8.13	8.32	8.25	8.19
P/BV (x)	1.27	1.17	1.12	1.06
EV/EBITDA (x)	8.73	8.61	8.91	8.34
Dividend yield (%)	8.94	8.70	8.70	8.70

TPIPP TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Ornmongkol Tantitanatorn

ormmongkol.t@kasikornsecurities.com

02 December 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

มุ่งหน้าสู่โรงไฟฟ้าพลังงานสะอาด

- ▶ TPIPP จะลงทุนจำนวน 4.3 พันลบ. ในการดัดแปลงหม้อต้มไอน้ำจากการใช้พลังงานถ่านหินเป็นพลังงานจากขยะ เพื่อลดการปล่อยคาร์บอนและลดต้นทุน
- ▶ ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2566-68 ขึ้น 1%/4%/7% เพื่อสะท้อนการปรับปรุงโรงไฟฟ้า
- ▶ คงคำแนะนำ "ถือ" ด้วยราคาเป้าหมายเดิมที่ 4.42 บาท การขยายกำลังการผลิตจะเป็นปัจจัยหลักที่ขับเคลื่อนการเติบโตของกำไรสุทธิในระยะยาว

Investment Highlights

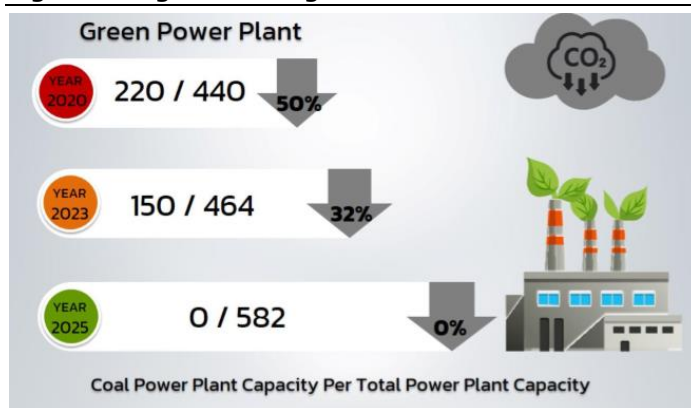
- ▶ มุ่งหน้าสู่โรงไฟฟ้าพลังงานสีเขียว TPIPP มีโรงไฟฟ้าพลังงานถ่านหิน 2 แห่ง (TG7 และ TG8) ในพอร์ตโฟลิโอ กำลังการผลิตรวม 220 MW หรือ 50% ของกำลังการผลิตทั้งหมด ผู้บริหารตั้งเป้าลดระดับการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในขั้นตอนการผลิตไฟฟ้าโดยดัดแปลงหม้อต้มไอน้ำในโรงงานให้ผลิตไฟฟ้าจากเชื้อเพลิงขยะ (RDF) (แผนภาพ 1-3) ด้วยเงินลงทุนที่ 4.3 พันลบ. แบ่งเป็น 1) 3.3 พันลบ. สำหรับการดัดแปลงหม้อต้มไอน้ำ B6 และ B8 และ 2) 1 พันลบ. สำหรับการขยายกำลังการผลิต RDF ขึ้น 4,500 ตัน/วัน เพื่อเป็นวัตถุดิบตั้งต้นของหม้อต้มไอน้ำ B6 และ B8
- ▶ ประโยชน์จากเปลี่ยนเชื้อเพลิง การเปลี่ยนเชื้อเพลิงจะช่วย 1) ลดความเสี่ยงในระยะยาวจากความผันผวนของราคาถ่านหิน เนื่องจากโรงไฟฟ้าจะพึ่งพา RDF เพื่อผลิตไฟฟ้าเพียงอย่างเดียว 2) ทำให้ TPIPP เป็นผู้ผลิตไฟฟ้าที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมมากขึ้นและได้รับการรับรองเครดิตจากการเปลี่ยนขยะเป็น RDF และ 3) ลดต้นทุนการผลิตไฟฟ้า ซึ่งจะส่งผลให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นปีละ 160 ลบ. ภายใต้สมมติฐานราคาก๊าซธรรมชาติระยะยาวที่ 2,268 บาท/ตัน เทียบกับต้นทุน RDF ที่ 899 บาท/ตัน แม้ปริมาณการใช้เชื้อเพลิงต่อหน่วยผลิตไฟฟ้าจากถ่านหินต่ำกว่าอยู่ที่ 0.8-0.9 กก. เทียบกับที่ 1.1-1.2 กก. จาก RDF แต่ราคา RDF ถูกกว่า ดังนั้น จึงใช้ต้นทุนน้อยกว่า และเพื่อสะท้อนถึงการปรับเปลี่ยนโรงไฟฟ้า เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2566-68 ขึ้น 1%/4%/7% เป็น 4.2 พันลบ./4.0 พันลบ./2.4 พันลบ.
- ▶ ขยายธุรกิจต่อเนื่อง TPIPP ขณะประมวลโรงไฟฟ้าพลังงานขยะ (WTE) อีก 2 แห่งกำลังการผลิตรวม 23 MW ที่มีกำหนดจะเริ่มดำเนินการผลิตในปี 2566 TPIPP ยังวางแผนที่จะเข้าสมัครเป็นผู้พัฒนาโรงไฟฟ้า WTE เพิ่มอีก 2 แห่งในปี 2565 ตามเป้าหมายของรัฐบาลที่ต้องการเพิ่มสัดส่วนการผลิตพลังงานทดแทนจากปัจจุบันที่ 40% (แผนภาพ 6) นอกจากโครงการโรงไฟฟ้า WTE แล้ว ทางบริษัทฯ ยังมีแผนที่จะพัฒนาทั้งโรงไฟฟ้าพลังงานหลักและโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในภาคใต้ของประเทศ ซึ่งขณะนี้อยู่ระหว่างการขอปรับแผนการใช้ประโยชน์จากที่ดิน
- ▶ แนวโน้มกำไรระยะสั้น เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 4/2564 จะทรงตัว YoY และเพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ สาเหตุที่กำไรทรงตัว YoY คาดจะมาจากปริมาณการขายไฟฟ้าให้กับผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (SPP) ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น แต่น่าจะถูกชดเชยด้วยต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้นจากราคาถ่านหินที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่ากำไรสุทธิจะสูงขึ้นเล็กน้อย QoQ จากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการจัดหา RDF ให้กับโรงงานปูนซีเมนต์

Valuation and Recommendation

- ▶ คงคำแนะนำ "ถือ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 4.42 บาท กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ที่เป็นบวกและอัตราส่วนการกู้ยืม (gearing) ที่ต่ำจะทำให้ TPIPP สามารถลงทุนในโครงการใหม่ๆ ได้เพิ่มเติม เราประเมินอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อเงินทุน (net D/E ratio) ที่ 0.35 เท่า ณ สิ้นปี 2564 เทียบกับเงื่อนไขสัญญาเงินกู้ (debt covenant) ที่ 2 เท่า ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า TPIPP ยังสามารถกู้ยืมเงินเพื่อขยายธุรกิจในอนาคตได้อีก นอกจากนี้ TPIPP ยังกำลังมองหาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานขยะชุมชนและโรงไฟฟ้าพลังก๊าซเพื่อขับเคลื่อนการเติบโตในอนาคต



Fig 1 TPIPP greenhouse gas reduction



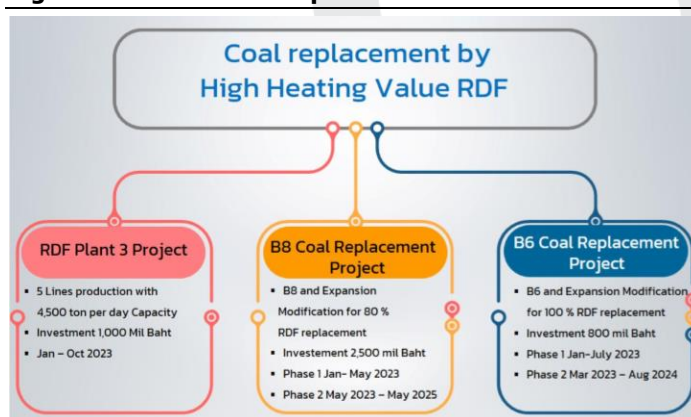
Source: Company data

Fig 2 TPIPP greenhouse gas reduction



Source: Company data

Fig 3 Boiler modification plan



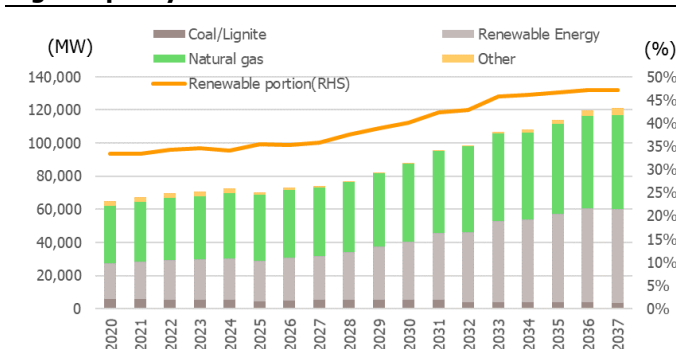
Source: Company data

Fig 4 Earnings revisions

New	2021	2022	2023	2024	2025
Sales (Btmn)	10,999	11,653	12,124	12,351	10,541
Net profit (Btmn)	4,179	4,215	4,245	4,163	2,599
Core profit (Btmn)	4,203	4,213	4,245	4,163	2,599
TP (Bt/sh)		4.42			
Old	2021	2022	2023	2024	2025
Sales (Btmn)	10,999	11,653	11,952	11,836	9,973
Net profit (Btmn)	4,179	4,211	4,185	4,001	2,439
Core profit (Btmn)	4,203	4,208	4,185	4,001	2,439
TP (Bt/sh)		4.42			
(+/-)	2021	2022	2023	2024	2025
Sales	0%	0%	1%	4%	6%
Net profit	0%	0%	1%	4%	7%
Core profit	0%	0%	1%	4%	7%
TP		0%			

Source: Company data

Fig 5 Capacity allocation under PDP2018R1



Source: MOE, ERC

Fig 6 Power capacity revisions 2021-2030

New capacity addition (Unit: MW)	PDP2018R1 (a)	Revision (b)	Change (b)-(a)
Gas	5,550	4,850	(700)
Coal/ Lignite	600	600	-
Conventional	6,150	5,450	(700)
Hydro (Import)	1,400	2,766	1,366
Solar	5,194	4,455	(739)
Wind	270	1,500	1,230
Biomass	1,120	485	(635)
Biogas	783	335	(448)
WTE	400	600	200
Hydro	26	52	26
Renewable	9,193	10,193	1,000
Total	15,343	15,643	300

Source: MOE



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	10,571	11,119	10,999	11,653	12,124
Cost of sales and services	-5,605	-6,094	-6,316	-6,869	-7,258
Gross Profit	4,966	5,025	4,683	4,784	4,866
SG&A	-432	-433	-358	-464	-554
Other income	0	0	0	0	0
EBIT	4,868	4,913	4,506	4,527	4,649
EBITDA	5,341	5,468	5,253	5,272	5,532
Interest expense	-159	-285	-322	-302	-312
Equity earnings	0	0	0	0	0
EBT	4,709	4,628	4,184	4,225	4,337
Income tax	-102	-122	-5	-10	-93
NPAT	4,607	4,506	4,179	4,215	4,245
Minority Interest	0	0	0	0	0
Core Profit	4,472	4,410	4,203	4,213	4,245
Extraordinary items	92	-4	-24	2	0
FX gain (loss)	43	100	0	0	0
Reported net profit	4,607	4,506	4,179	4,215	4,245

Balance Sheet (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash & equivalents	690	1,791	557	594	598
ST investments	2,651	0	0	0	0
Accounts receivable	2,203	2,574	2,273	2,283	2,391
Inventories	1,053	1,249	998	1,087	1,149
Other current assets	71	1,544	1,544	1,544	1,544
Total current assets	6,667	7,158	5,372	5,508	5,683
Investment in subs & others	187	188	188	188	188
Fixed assets-net	30,770	35,606	37,428	40,707	41,592
Other assets	229	823	788	754	719
Total assets	37,853	43,775	43,777	47,157	48,182
Short-term debt	0	4,254	4,900	5,200	8,644
Accounts payable	2,024	1,224	2,212	2,636	2,770
Other current liabilities	310	306	306	306	306
Total current liabilities	2,334	5,784	7,418	8,142	11,720
Long-term debt	8,000	8,645	6,110	7,575	3,297
Other liabilities	408	418	418	418	418
Total liabilities	10,742	14,847	13,946	16,135	15,435
Paid-up capital	8,400	8,400	8,400	8,400	8,400
Share premium	14,581	14,581	14,581	14,581	14,581
Reserves & others, net	763	840	840	840	840
Retained earnings	3,366	5,107	6,010	7,202	8,926
Minority interests	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	27,110	28,928	29,831	31,022	32,747
Total equity & liabilities	37,853	43,775	43,777	47,157	48,182

Key Assumptions	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
THB/USD-Average	31.2	31.5	32.1	32.5	32.3
THB/USD-End	30.3	30.2	32.8	32.3	32.3

Capacity- power(MW)	440	440	440	440	463
Capacity- petrol&gas(Station)	12	12	12	12	12
Volume- power(mn units)	2,013	2,268	1,944	2,354	2,772
Volume- petrol(mn liters)	15	15	15	15	15
Volume- gas(mn Kg)	23	23	23	23	23

Source: Company, KS estimates

Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Net profit	4,607	4,506	4,179	4,215	4,245
Depreciation & amortization	807	876	927	951	1,219
Change in working capital	-924	-841	1,540	324	-36
Others	77	280	322	302	312
CF from operation activities	4,567	4,820	6,968	5,793	5,740
Capital expenditure	-5,062	-4,780	-2,715	-4,195	-2,070
Investment in subs and affiliates	-678	-138	0	0	0
Others	-41	32	0	0	0
CF from investing activities	-5,782	-4,886	-2,715	-4,195	-2,070
Cash dividend	-2,520	-2,688	-3,276	-3,024	-2,520
Net proceeds from debt	3,868	3,854	-2,211	1,463	-1,146
Capital raising	0	0	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
CF from financing activities	1,348	1,166	-5,487	-1,561	-3,666
Net change in cash	134	1,101	-1,234	37	4

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Reported EPS	0.55	0.54	0.50	0.50	0.51
Core EPS	0.53	0.53	0.50	0.50	0.51
DPS	0.40	0.39	0.36	0.36	0.36
BV	3.23	3.44	3.55	3.69	3.90
EV	4.95	5.68	5.38	5.59	5.49
Free Cash Flow	-0.06	0.00	0.51	0.19	0.44

Valuation analysis	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Reported P/E (x)	8.02	8.13	8.32	8.25	8.19
Core P/E (x)	8.26	8.30	8.27	8.25	8.19
P/BV (x)	1.36	1.27	1.17	1.12	1.06
EV/EBITDA (x)	7.79	8.73	8.61	8.91	8.34
Price/Cash flow (x)	8.09	7.60	4.99	6.00	6.06
Dividend yield (%)	9.09	8.94	8.70	8.70	8.70

Profitability ratios	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Gross margin (%)	46.97	45.19	42.58	41.05	40.14
EBITDA margin (%)	50.52	49.18	47.76	45.24	45.63
EBIT margin (%)	46.05	44.19	40.97	38.85	38.35
Net profit margin (%)	43.58	40.52	37.99	36.18	35.01
ROA (%)	13.28	11.04	9.55	9.27	8.90
ROE (%)	17.66	16.08	14.22	13.85	13.31

Liquidity ratios	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Current ratio (x)	2.86	1.24	0.72	0.68	0.48
Quick ratio (x)	2.37	0.75	0.38	0.35	0.26

Leverage Ratios	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Liabilities/Equity ratio (x)	0.40	0.51	0.47	0.52	0.47
Net debt/EBITDA (x)	0.87	2.03	1.99	2.31	2.05
Net debt/equity (x)	0.17	0.38	0.35	0.39	0.35
Int. coverage ratio (x)	30.53	17.23	14.00	14.99	14.90

Growth	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue (%)	38.73	5.19	-1.08	5.95	4.04
EBITDA (%)	31.41	2.40	-3.95	0.36	4.93
Reported net profit (%)	24.54	-2.19	-7.26	0.88	0.69
Reported EPS (%)	24.54	-2.19	-7.26	0.88	0.69
Core profit (%)	26.45	-1.38	-4.71	0.25	0.75
Core EPS (%)	26.45	-1.38	-4.71	0.25	0.75



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TASCO, TISCO, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.