

CK Power PCL

CKP TB Outperform

Target Price Bt 4.60

Price (15/01/2024) Bt 3.90

Upside % 17.95

Valuation DCF

Sector Energy & Utilities

Market Cap Btm 31,705

30-day avg turnover Btm 22.87

No. of shares on issue m 8,129

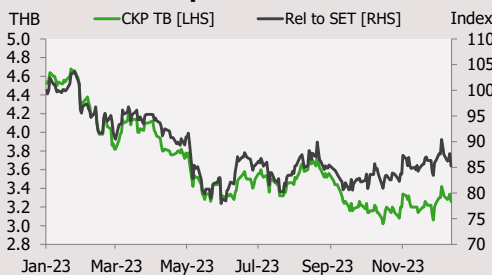
CG Scoring (IOD-Y2023) Excellent

Anti-Corruption Indicator N/A

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2022A	2023E	2024E	2025E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	10,904	9,874	9,527	8,920
Core profit (Btmn)	2,413	1,371	1,947	2,372
Net profit (Btmn)	2,436	1,395	1,944	2,365
Net EPS (Bt)	0.30	0.17	0.24	0.29
DPS (Bt)	0.09	0.06	0.08	0.10
BVPS (Bt)	3.27	3.35	3.53	3.74
Net EPS growth (%)	11.80	-42.73	39.30	21.67
ROA (%)	4.10	2.62	3.55	4.10
ROE (%)	9.48	5.19	6.95	8.00
Net D/E (x)	0.56	0.44	0.48	0.37
Valuation				
P/E (x)	13.01	22.72	16.31	13.41
P/BV (x)	1.19	1.16	1.10	1.04
EV/EBITDA (x)	16.46	14.47	14.64	13.79
Dividend yield (%)	2.18	1.54	2.05	2.56

CKP TB rel SET performance



Source: LSEG, KS (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

Suksit Wongwanich, CFA

suksit.w@kasikornsecurities.com

16 January 2024

Kasikorn Securities Public Company Limited

เปลี่ยนจากปรากฏการณ์เอลนีโญเป็นลานีญา

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วย TP ที่เพิ่มขึ้นเป็น 4.60 บาท** สะท้อนถึงการปรับเพิ่มประมาณการกำไรจากโอกาสที่จะเกิดปรากฏการณ์ลานีญาสูงขึ้นในปี 2567
- ▶ **คาดการณ์ไตรมาส 4/66 อยู่ที่ 476 ลบ. เพิ่มขึ้น YoY** จากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งของโรงไฟฟ้าพลังน้ำ โดยเฉพาะ NN2
- ▶ **คาดการณ์ปี 2567-2568** พื้นตัวจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของทั้งโรงไฟฟ้าพลังน้ำและโรงไฟฟ้า SPP

Investment Highlights

- ▶ **พริวิคว่าไตรมาส 4/2566** CKP มีกำหนดประกาศงบการเงินปี 2566 ในวันที่ 20 ก.พ.นี้ โดยเราคาดว่าบริษัทฯ จะรายงานกำไรสุทธิที่ 476 ลบ. เพิ่มขึ้นอย่างมาก 563% YoY แต่ลดลง 53% QoQ การเพิ่มขึ้น YoY มีสาเหตุหลักมาจาก 1) การผลิตที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำ น้ำจืด 2 (เขื่อนกักเก็บน้ำ) จากระดับน้ำในเขื่อนที่สูงขึ้นเนื่องจากมีฝนตกหนักในเดือน ส.ค. 2566 ซึ่งทำได้ดีกว่าช่วงไฮซีซั่นปกติในไตรมาส 3/2566 2) ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของโรงไฟฟ้าพลังน้ำ ไชยะบุรี (โรงไฟฟ้าพลังน้ำแบบไหลผ่าน) เนื่องจากปริมาณน้ำฝนที่สูงขึ้นเมื่อเทียบกับไตรมาส 4/2565 และ 3) ประสิทธิภาพที่ดีขึ้นของโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซธรรมชาติของ BIC จากต้นทุนก๊าซที่ลดลง การลดลง QoQ น่าจะมาจากส่วนแบ่งกำไรที่ลดลงจาก XPCL เนื่องจากผ่านช่วงไฮซีซั่นในไตรมาส 3 แล้ว
- ▶ **โอกาสที่จะเกิดปรากฏการณ์ลานีญาสูงขึ้นในปี 2567** จากการคาดการณ์ล่าสุดของศูนย์พยากรณ์อากาศของสหรัฐอเมริกา (แผนภาพ 3) ปรากฏการณ์เอลนีโญกำลังถึงจุดสูงสุดและคาดว่าจะมีสถานะ ENSO (เอลนีโญและลานีญา) เป็นกลางในช่วงกลางปี 2567 โดยมีความน่าจะเป็นสูงกว่า (60%) ที่จะเกิดปรากฏการณ์ลานีญาในเดือนก.ย. 2567 ดังนั้น การดำเนินงานของ CKP ซึ่ง 83% ของกำลังการผลิตมาจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำ คาดว่าจะฟื้นตัวได้ในปี 2567-2568
- ▶ **ปรับประมาณการกำไร** เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2566/67/68 ขึ้น 39%/11%/16% เป็น 1.4 พันลบ./1.9 พันลบ./2.4 พันลบ. จาก 1.0 พันลบ./1.8 พันลบ./2.0 พันลบ. เนื่องจาก 1) ผลประกอบการไตรมาส 4/2566 น่าจะดีกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ 2) เราเพิ่มสมมติฐานปริมาณการขายของโรงไฟฟ้าพลังน้ำ น้ำจืด 2 ในปี 2567-2568 ขึ้น 9%/7% เพื่อสะท้อนถึงระดับน้ำที่สูงขึ้นจากผลกระทบของปรากฏการณ์เอลนีโญที่คาดการณ์ไว้ว่าจะเริ่มในไตรมาส 3/2567 การคาดการณ์กำไรปี 2566-2568 ที่ปรับปรุงใหม่สะท้อนถึง ระดับอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ 30%
- ▶ **แนวโน้มปี 2567** ด้วยระดับน้ำในเขื่อนที่ 365-370 MASL (เมตรเหนือระดับน้ำทะเล) ณ สิ้นปี 2566 เทียบกับสิ้นปี 2565 ที่ 358 MASL คาดว่าโรงไฟฟ้าพลังน้ำ น้ำจืด 2 จะมีผลงานดีขึ้น YoY ในช่วงครึ่งแรกของปี 2567 เมื่อเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่นในช่วงครึ่งหลังของปี 2567 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น YoY โดยได้ประโยชน์จากสถานะที่เป็นกลางของ ENSO หรือปรากฏการณ์ลานีญาที่มีการคาดการณ์ไว้ สถานการณ์ทางภูมิอากาศเช่นนี้เป็นผลดีต่อโรงไฟฟ้าพลังน้ำตรงกันข้ามกับปรากฏการณ์เอลนีโญที่เกิดขึ้นในครึ่งหลังของปี 2566 นอกจากนี้ ด้วยกำลังการผลิต 15% มาจากโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ SPP CKP จะได้ประโยชน์จากราคาก๊าซที่ลดลงในปี 2567 โดยรวมเราคาดว่ากำไรปี 2567 จะเพิ่มขึ้น 39% YoY เป็น 1.9 พันลบ.

Valuation and Recommendation

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยให้ราคาเป้าหมายถึง DCF สูงขึ้นที่ 4.60 บาท** เราเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2567 อิงวิธีคิดลดเงินสด (DCF) จาก 4.20 บาท เป็น 4.60 บาท เพื่อสะท้อนถึงการปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเรา เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มของ CKP ในระยะสั้นถึงปานกลาง โดยคาดว่าจะมีการเปลี่ยนจากปรากฏการณ์เอลนีโญเป็นลานีญาในปี 2567 ซึ่งส่งผลให้กำไรฟื้นตัวในปี 2567-2568 ส่วนในระยะยาว เราคาดว่าผลการดำเนินงานของโครงการหลวงพระบาง (LPCL) ในปี 2573 จะเพิ่มกำลังการผลิตของ CKP จาก 1,003 MWe ในปี 2566 เป็น 1,733 MWe ภายในปี 2573 ในด้านงบดุล บริษัทฯ ยังคงสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งได้ ด้วยอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิอยู่ที่ 0.6 เท่า ต่ำกว่านโยบายบริษัทที่ 1.5 เท่า และเงื่อนไขทางการเงินที่ 3 เท่า



Fig 1 4Q23 performance preview

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	%YoY	%QoQ	%YTD2023E	2022	2023E	% change
Financials											
Sales (Btmn)	2,594	2,555	2,365	2,478	2,477	-4.5	-0.0	100.0	10,904	9,874	-9.5
EBITDA (Btmn)	808	870	884	1,174	1,275	57.8	8.5	100.0	3,915	4,204	7.4
Operating profit (Btmn)	285	361	371	657	757	165.2	15.2	100.0	1,816	2,145	18.1
Share of profit	107	-162	-99	816	247	131.0	-69.7				
Core profit (Btmn)	88	-104	-13	1,012	476	441.4	-53.0	100.0	2,413	1,371	-43.2
Net profit (Btmn)	72	-104	2	1,022	476	562.8	-53.4	100.0	2,436	1,395	-42.7
Net EPS (Bt)	0.01	-0.01	0.00	0.13	0.06	562.8	-53.4	100.0	0.30	0.17	-42.7
Performance Drivers											
Total power output (GWh)	2,474	1,962	1,998	3,272	2,846	15.0	-13.0	100.0	11,232	10,077	-10.3
NN2 power output (GWh)	373	319	295	442	585	57.0	32.5	100.0	1,659	1,641	-1.1
XPCL power output (GWh)	1,727	1,265	1,310	2,421	1,879	8.8	-22.4				
FX gain/loss (Btmn)	-16	0	15	10	0	NM	NM	NM	24	24	2.9
Ratios											
						Change		Avg YTD	2022	2023E	Change
Gross margin (%)	12.3	13.9	12.8	24.6	30.6	18.3	6.0	20.5	16.8	20.5	3.8
EBITDA margin (%)	31.1	34.1	37.4	47.4	51.5	20.3	4.1	42.6	35.9	42.6	6.7
Optg. margin (%)	11.0	14.1	15.7	26.5	30.6	19.6	4.1	21.7	16.7	21.7	5.1
ROE (%)	0.8	-1.1	0.0	11.0	5.1	4.3	-5.9	5.2	9.5	5.2	-4.3

Source: Company data, KS Research

Fig 2 Earnings revisions

New		2023E	2024E	2025E
Sales revenue	(Btmn)	9,874	9,527	8,920
Share of profit	(Btmn)	803	1,193	1,608
Net Profit	(Btmn)	1,395	1,944	2,365
Core profit	(Btmn)	1,371	1,947	2,372
Net D/E	(x)	0.4	0.5	0.4
TP		(Bt/sh) 4.60		
NN2 power output	(GWh)	1,641	1,684	1,751
Capacity	(MW)	1,003	1,003	1,003
Old		2023E	2024E	2025E
Sales revenue	(Btmn)	9,476	9,165	8,553
Share of profit	(Btmn)	939	1,278	1,556
Net Profit	(Btmn)	1,006	1,757	2,036
Core profit	(Btmn)	1,004	1,760	2,043
Net D/E	(x)	0.5	0.5	0.4
TP		(Bt/sh) 4.20		
NN2 power output	(GWh)	1,392	1,549	1,639
Capacity	(MW)	1,003	1,003	1,003
% Change				
Sales revenue		4%	4%	4%
Share of profit		-14%	-7%	3%
Net Profit		39%	11%	16%
Core profit		37%	11%	16%
Net D/E		-4%	-5%	-8%
TP		10%		
NN2 power output		18%	9%	7%
Capacity		0%	0%	0%

Source: KS research



Fig 3 El Niño and La Niña prediction

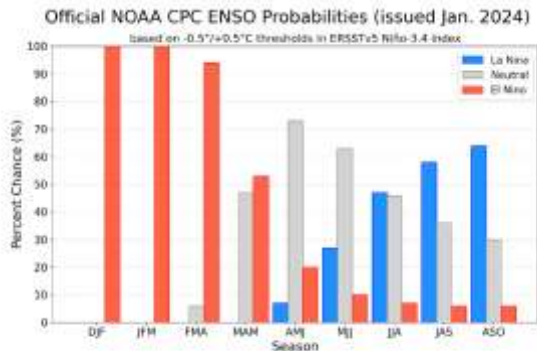
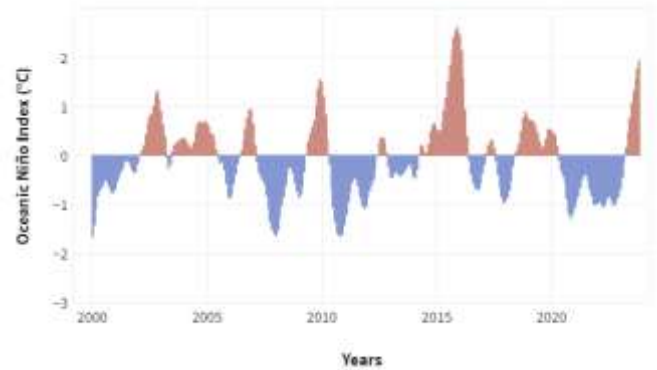


Figure 7. Official ENSO probabilities for the Niño 3.4 sea surface temperature index (5°N - 5°S , 120°W - 170°W). Figure updated 11 January 2024.

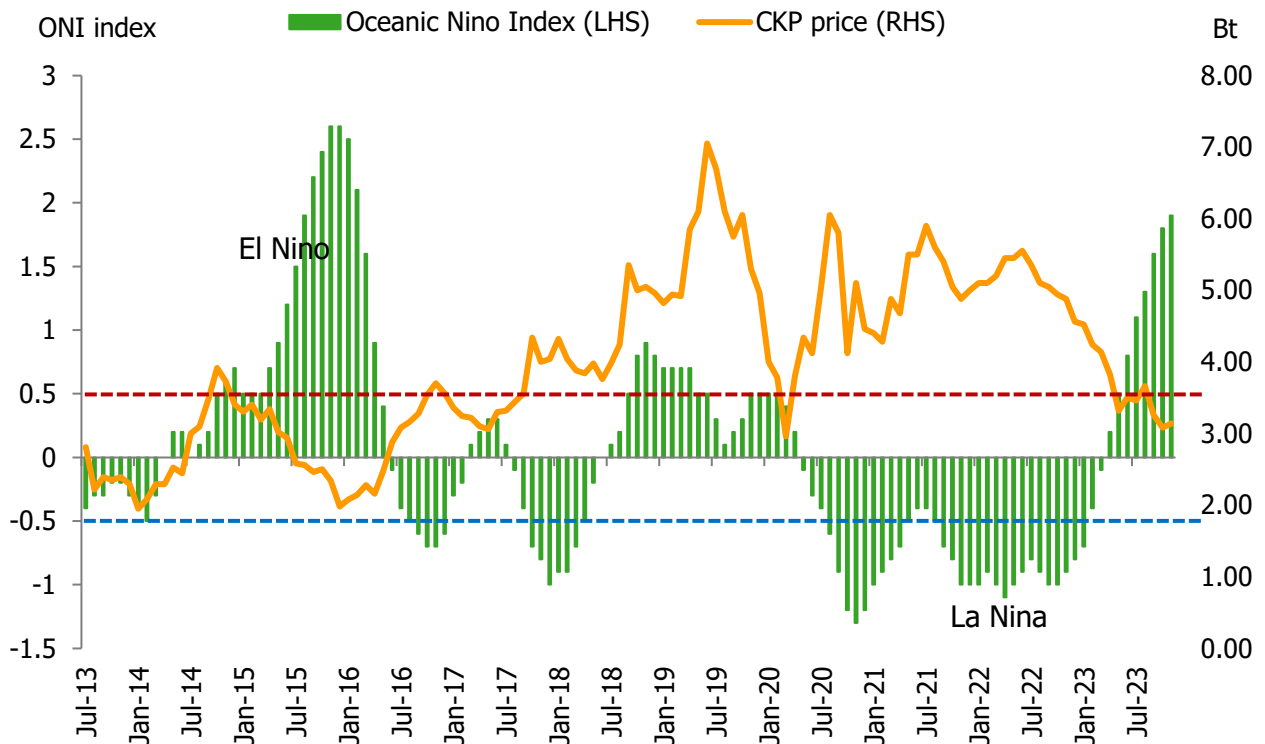
Source: U.S. Climate Prediction Center (www.cpc.ncep.noaa.gov)

Fig 4 OCI Index – an indicator for El Niño and La Niña



Source: NOAA climate.gov

Fig 5 Oceanic Niño index vs CKP stock price



Source: U.S. Climate Prediction Center (www.cpc.ncep.noaa.gov), SET



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	8,798	10,904	9,874	9,527	8,920
Cost of sales and services	-6,520	-9,077	-7,848	-7,224	-6,525
Gross Profit	2,278	1,828	2,026	2,303	2,394
SG&A	-494	-526	-543	-530	-556
Other income	537	514	663	544	500
EBIT	3,883	3,968	2,972	3,506	3,938
EBITDA	4,437	3,915	4,204	4,354	4,377
Interest expense	-1,070	-1,075	-1,064	-1,010	-947
Equity earnings	1,528	2,129	803	1,193	1,608
EBT	2,812	2,893	1,908	2,496	2,991
Income tax	-61	-47	-115	-102	-173
NPAT	2,751	2,846	1,793	2,394	2,818
Minority Interest	-572	-410	-398	-451	-453
Core Profit	2,144	2,413	1,371	1,947	2,372
Extraordinary items	0	-0	0	0	0
FX gain (loss)	35	24	24	-3	-8
Reported net profit	2,179	2,436	1,395	1,944	2,365
Balance Sheet (Btmn)					
Cash & equivalents	7,082	5,931	6,029	5,104	5,957
Accounts receivable	1,557	1,889	1,519	1,464	1,367
Inventories	68	66	80	73	65
Total current assets	9,712	10,423	9,570	8,583	9,331
Investment in subs & others	17,575	20,605	20,773	24,331	27,138
Fixed assets-net	17,057	16,031	15,055	14,055	13,055
Total assets	68,977	69,846	67,192	67,862	69,519
Short-term debt	500	498	968	2,412	1,017
Accounts payable	927	741	1,044	1,006	940
Total current liabilities	3,394	4,632	5,340	4,046	5,171
Long-term debt	28,979	26,799	22,412	22,500	20,896
Total liabilities	32,847	31,907	28,151	26,914	26,403
Paid-up capital	8,129	8,129	8,129	8,129	8,129
Share premium	13,319	13,319	13,319	13,319	13,319
Retained earnings	3,637	5,401	6,105	7,561	9,275
Minority interests	11,296	11,390	11,787	12,238	12,691
Total shareholders' equity	36,130	37,939	39,041	40,948	43,115
Total equity & liabilities	68,977	69,846	67,192	67,862	69,519
Key Assumptions					
THB/USD -Average	32.1	35.1	34.5	34.5	33.6
THB/USD -Ending	32.8	34.6	35.0	34.5	33.5
Total power output (GWh)	10,717	11,232	10,077	10,149	10,508

Cashflow (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Net profit	2,751	2,846	1,793	2,394	2,818
Depreciation & amortization	2,117	2,100	2,058	2,038	2,039
Change in working capital	-230	-76	660	24	38
Others	-987	-1,550	-803	-1,193	-1,608
CF from operation activities	3,652	3,320	3,709	3,264	3,287
Capital expenditure	-49	-45	475	-220	-224
Investment in subs and affiliates	-4,172	-971	634	-2,364	-1,199
Others	155	-438	31	82	82
CF from investing activities	-4,065	-1,454	1,140	-2,502	-1,340
Cash dividend	-285	-650	-691	-488	-650
Net proceeds from debt	-580	-2,050	-4,059	-1,199	-444
Capital raising	0	0	0	0	0
Others	-540	-316	0	0	0
CF from financing activities	-1,404	-3,016	-4,750	-1,687	-1,094
Net change in cash	-1,817	-1,151	98	-925	853
Key Statistics & Ratios					
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.27	0.30	0.17	0.24	0.29
Core EPS	0.26	0.30	0.17	0.24	0.29
DPS	0.08	0.09	0.06	0.08	0.10
BV	3.05	3.27	3.35	3.53	3.74
EV	9.14	7.35	6.90	7.26	6.84
Free Cash Flow	0.44	0.40	0.51	0.37	0.38
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	18.65	11.08	19.34	13.89	11.41
Core P/E (x)	18.96	11.19	19.69	13.86	11.38
P/BV (x)	1.64	1.02	0.99	0.94	0.89
EV/EBITDA (x)	16.75	15.26	13.35	13.56	12.71
Price/Cash flow (x)	11.13	8.13	7.28	8.27	8.21
Dividend yield (%)	1.60	2.56	1.81	2.41	3.01
Profitability ratios					
Gross margin (%)	25.89	16.76	20.52	24.17	26.84
EBITDA margin (%)	50.43	35.91	42.57	45.71	49.07
EBIT margin (%)	44.13	36.39	30.10	36.80	44.15
Net profit margin (%)	31.27	26.10	18.16	25.13	31.59
ROA (%)	4.05	4.10	2.62	3.55	4.10
ROE (%)	8.97	9.48	5.19	6.95	8.00
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	2.86	2.25	1.79	2.12	1.80
Quick ratio (x)	2.55	1.69	1.41	1.62	1.42
Leverage Ratios					
D/E ratio (x)	0.91	0.84	0.72	0.66	0.61
Net debt/EBITDA (x)	5.05	5.46	4.13	4.55	3.65
Net debt/equity (x)	0.62	0.56	0.44	0.48	0.37
Int. coverage ratio (x)	3.63	3.69	2.79	3.47	4.16
Growth					
Revenue (%)	31.41	23.95	-9.45	-3.52	-6.37
EBITDA (%)	54.75	-11.75	7.36	3.58	0.52
Reported net profit (%)	438.41	11.80	-42.73	39.30	21.67
Reported EPS (%)	438.41	11.80	-42.73	39.30	21.67
Core profit (%)	444.36	12.52	-43.17	42.00	21.86
Core EPS (%)	444.36	12.52	-43.17	42.00	21.86

Source: Company, KS estimates



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 The Thai Institute of Directors Association (IOD). 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: AAV, ADVANC, AMATA, AOT, AP, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, EGCO, ESSO, FORTH, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KEX, KKP, KTB, KTC, LH, MEGA, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RATCH, RCL, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SINGER, SIRI, SJWD, SPALI, SPRC, STA, STGT, TCAP, THG, TIDLOR, TIPH, TISCO, TOP, TQM, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.

