

TPI Polene Power PCL (TPIPP)

กำไร 3Q63 ดีขึ้น ใกล้คาด

Results Review

ผลประกอบการ 3Q63

TPIPP ประกาศผลประกอบการ 3Q63 มีกำไรที่เพิ่มขึ้น 1,206 ล้านบาท (+3%QoQ, +10%YoY) ใกล้เคียงกับที่เราคาดว่าจะได้เท่ากับ 1,225 ล้านบาท กำไรที่เพิ่มขึ้นได้แรงหนุนจากปริมาณขายไฟรวมเพิ่มขึ้นเป็น 615 ล้านหน่วย (+13%QoQ, +20%YoY) จากประสิทธิภาพการผลิตดีขึ้น รวมแล้วมูลค่าขายจะเพิ่มเป็น 3,011 ล้านบาท (+8%QoQ, +12%YoY) อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ในเกณฑ์ดี 46.0% เทียบกับ 44.6% ในไตรมาสก่อน และ 46.5% ในปีก่อน ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารควบคุมได้ดี 108 ล้านบาท (-16%QoQ, -3%YoY) ส่วนดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มเป็น 87 ล้านบาท (+55%QoQ, +41%YoY) จากการออกหุ้นกู้เพิ่มขึ้น รวมแล้ว 9 เดือนแรก มียอดขายรวม 8,340 ล้านบาท เติบโต 8% และมีกำไรสุทธิ 3,345 ล้านบาท ทรงตัวจากปีก่อน

แนวโน้มผลประกอบการ

แนวโน้มผลประกอบการไตรมาส 4Q63 คาดจะยังอยู่ในเกณฑ์ดีต่อเนื่อง จากการเพิ่ม Boiler ทำให้ประสิทธิภาพการผลิตดีขึ้น รวมแล้วปีนี้คาดว่าจะประกอบตัวได้ ประเมินรายได้ 11,276 ล้านบาท โต 7% และมีกำไร 4,584 ล้านบาท ติดลบเล็กน้อย 1% ยอดขาย และ กำไร 9 เดือนแรกจะคิดเป็น 74% และ 73% ของประมาณการทั้งปี ตามลำดับ เรายังคงประมาณการ

คำแนะนำการลงทุน

ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขาย P/E ปี 2563 ต่ำ 7.8 เท่า และ บันผลดี 6.4% (สมมติปันผล 50% ของกำไร) คงแนะนำ ซื้อลงทุน เราประเมินราคาเป้าหมาย ด้วยวิธี DCF (WACC = 8.4%) ได้เท่ากับ 5 บาท

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 จะหมด ปี 2568 หลังจากหมด adder TPIPP ยังสามารถขายไฟให้ กฟผ. ได้ต่อเนื่องที่ราคารฐาน

FYE Dec (THB m)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenue	7,620	10,571	11,276	12,364	11,369
EBITDA	4,197	5,541	5,852	6,349	5,342
Core net profit	3,536	4,472	4,584	4,735	3,780
Net profit	3,699	4,607	4,584	4,735	3,780
Core EPS (THB)	0.42	0.53	0.55	0.56	0.45
Core EPS growth (%)	37.2	26.5	2.5	3.3	(20.2)
Net DPS (THB)	0.30	0.40	0.27	0.28	0.22
Core P/E (x)	13.4	8.3	7.8	7.5	9.4
P/BV (x)	1.9	1.4	1.3	1.2	1.1
Net dividend yield (%)	5.3	9.1	6.4	6.6	5.3
ROAE (%)	15.0	17.7	16.5	16.0	12.0
ROAA (%)	12.0	12.9	11.9	11.8	9.0
EV/EBITDA (x)	11.2	7.5	6.7	5.7	6.4
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	17.3	12.4	1.7	net cash
Consensus net profit	-	-	4,659	4,874	3,993
MKE vs. Consensus (%)	-	-	(1.6)	(2.9)	(5.3)

Source: Company; Maybank

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

BUY

Share Price	THB 4.24
12m Price Target	THB 5.00 (+18%)
Previous Price Target	THB 5.00

Company description

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

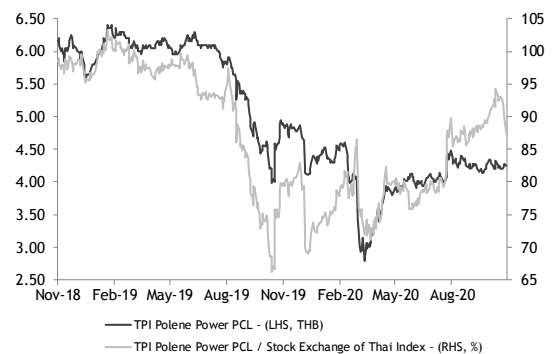
Statistics

Bloomberg code	TPIPP TB
Corporate Governance Rating	
Anti Corruption	Not Available
52w high/low (THB)	4.90/2.78
3m avg turnover (USDm)	1.3
Free float (%)	28.9
Issued shares (m)	8,400
Market capitalisation	THB35.6B
	USD1.2B

Major shareholders:

บมจ. ทีพีโอ โพลีน	70.2%
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	1.8%
นายไพโรจน์ ชาดิพิทักษ์	1.5%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(1)	(2)	(14)
Relative to index (%)	(0)	3	12

Source: FactSet

ESG

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

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม

- โรงงานแต่ละแห่งของบริษัทฯ ปฏิบัติตามกฎหมายระเบียบและมาตรฐานด้านสิ่งแวดล้อม ปัจจุบันกลุ่มบริษัทไม่ได้เป็นคู่ความในการฟ้องร้องคดี การอนุญาตโครงการ คัดความ 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 เทียบกับข้อกำหนดของกฎหมายไทย 320 มิลลิกรัม/ลูกบาศก์เมตร และ 350 มิลลิกรัม/ลูกบาศก์เมตร ตามลำดับ
- บริษัทฯ ได้กำหนดนโยบาย ขั้นตอน และ กลไกในการควบคุม เพื่อลดความเสี่ยงจากการรั่วไหลของสารเคมี และลดความเสี่ยงที่พนักงานอาจได้รับสารอันตราย
- บริษัทฯ ได้จัดให้มีโครงการฝึกอบรมพนักงานด้านสิ่งแวดล้อม สุขภาพ และความปลอดภัย เพื่อให้ตระหนักถึงปัญหาด้านสิ่งแวดล้อม สุขภาพ และความปลอดภัยมากขึ้น
- บริษัทฯ จัดทำรายงานการกำกับจัดขยะทั่วไปและขยะที่เป็นอันตรายให้แก่หน่วยงานของรัฐอย่างสม่ำเสมอ

ประเด็นด้านสังคม

- บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจ ควบคู่ไปกับการดูแล และ รับผิดชอบต่อสังคม และสิ่งแวดล้อม โดยให้ความสำคัญกับการสนับสนุนพัฒนาทางการศึกษา การส่งเสริมสุขภาพและความปลอดภัย การสืบสานศิลปและวัฒนธรรม รวมถึงการพัฒนาสังคม
- บริษัทฯ ได้ประกาศใช้แนวทางปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียแต่ละกลุ่มอย่างเป็นลายลักษณ์อักษร โดยยึดหลักการสร้างคุณค่าร่วมกันระหว่างบริษัทฯ 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
- มีการจัดให้มีกองทุนประกันสุขภาพที่จะรักษาในกรณีที่ประชาชนในชุมชนรัศมี 5 กิโลเมตร มีอาการป่วย เนื่องจากการทำงานโรงงาน โดยปีแรกมีการนำเงินเข้ากองทุน 1 ล้านบาท และ 500,000 บาทต่อปีในปีต่อไป
- จัดให้มีกองทุนเพื่อส่งเสริมการสาธารณสุขชุมชน โดยสนับสนุนประมาณ 300,000 บาทต่อปี ในพื้นที่ชุมชนรัศมี 5 กิโลเมตร
- การร่วมพัฒนาชุมชน หรือ สังคม ส่งเสริมคุณภาพชีวิต เช่น โครงการติดตั้งผู้ผลิตน้ำดื่มให้ 14 หมู่บ้านที่อยู่ในรัศมี 5 กิโลเมตร
- การส่งเสริมพัฒนาขีดความสามารถในการประกอบอาชีพ และ การพัฒนาอาชีพของชุมชนใกล้เคียง ด้วยงบประมาณ 400,000 บาทต่อปี

ประเด็นด้านธรรมาภิบาล

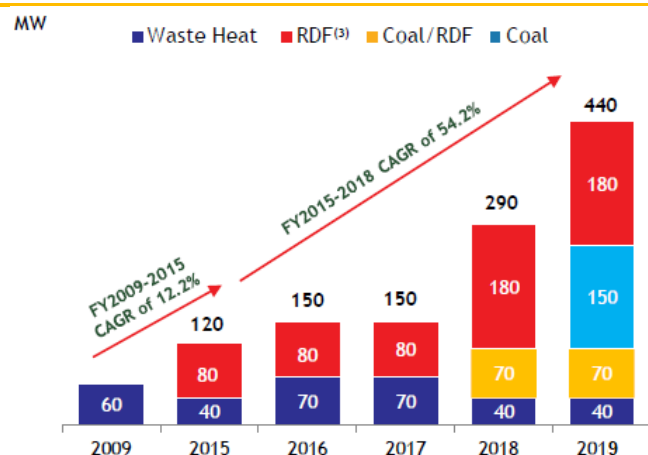
- ในบรรดาคณะกรรมการบริษัท 15 คนของ TPIPP มีกรรมการอิสระ 5 คน คิดเป็น 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัทฯ มีกรรมการหญิง 4 คน ค่าตอบแทนรวมในปี 2562 อยู่ที่ 18 ล้านบาทหรือ 0.39% ของกำไรสุทธิ มีผู้สอบบัญชีของบริษัทฯ คือ บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิไทย ซึ่งเป็นผู้สอบบัญชี
- ปัจจุบัน ผู้บริหารระดับสูง 8 คนเป็นผู้ชาย 5 คน เป็น หญิง 3 คน
- บริษัทฯ มีเจตนารมณ์ในการดำเนินธุรกิจตามนโยบายกำกับดูแลกิจการ (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 มีนโยบายในการรักษาสหสิทธิขั้นพื้นฐานที่ผู้ถือหุ้นได้รับอย่างเป็นธรรมตามกฎหมาย คือ จัดให้มีการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นภายในเวลาไม่เกิน 4 เดือน นับแต่วันสิ้นสุดรอบปีบัญชี และ ในกรณีที่มีความจำเป็นเร่งด่วนต้องเสนอวาระเป็นกรณีพิเศษ
- การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส บริษัทฯ จะจัดให้มีการเผยแพร่ข้อมูลต่างๆ ของบริษัทฯ ซึ่งรวมถึงข้อมูลทางการเงิน เพื่อให้มีความถูกต้องในสาระสำคัญครบถ้วน โปร่งใส ทั้งถึงและทันเวลา และ เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรองโดยทั่วไป

Figure 1: Quarterly earnings (THBm)

	3Q20	2Q20	%QoQ	3Q19	%YoY	9M20	%YoY	9M/20F
Sales	3,011	2,794	8%	2,687	12%	8,340	8%	74%
Other income	66	46	42%	42	56%	173	32%	96%
COGS	1,408	1,328	6%	1,224	15%	3,928	15%	77%
Depreciation & amortisation	216	219	-1%	214	1%	654	9%	73%
Gross profit	1,386	1,247	11%	1,248	11%	3,759	2%	71%
Gross margin (%)	46.0%	44.6%	-	46.5%	-	45.1%	-	-
SG&A	108	129	-16%	112	-3%	347	-7%	68%
SG&A/sales (%)	3.6%	4.6%	-	4.2%	-	4%	-	-
EBITDA	1,560	1,383	13%	1,393	12%	4,239	5%	72%
EBITDA margin (%)	52%	50%	-	52%	-	51%	-	-
Interest expenses	87	56	55%	62	41%	195	37%	84%
Net profit before extra items	1,221	1,063	15%	1,094	12%	3,290	2%	72%
Extra item	(15)	109	nm.	5	nm.	55	-54%	nm.
- Forex gain (loss)	(15)	21	nm.	5	nm.	(33)	nm.	nm.
- Other gain (loss)	-	88	nm.	-	nm.	88	115%	nm.
Net profit	1,206	1,172	3%	1,098	10%	3,345	0%	73%
EPS (THB) before extra items	0.15	0.13	15%	0.13	12%	0.39	2%	72%
EPS (THB)	0.14	0.14	3%	0.13	10%	0.40	0%	73%

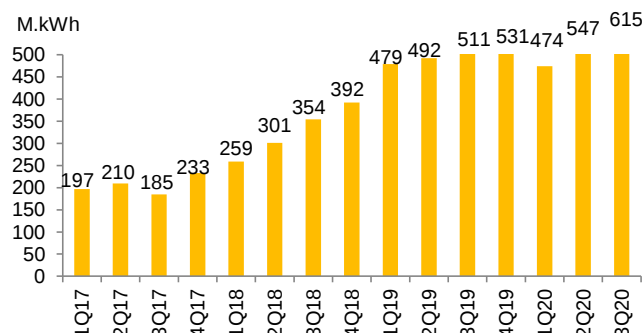
Source: Company reports and MKET

Figure 2: TPIPP's Installed Capacity Breakdown by Fuel



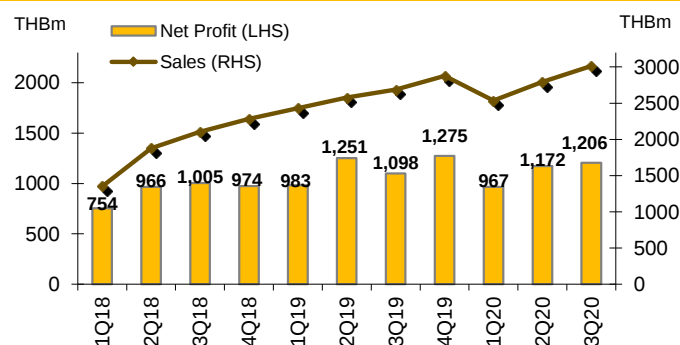
Source: Company Reports

Figure 3: Amount of Electricity Sold (M.kWh)



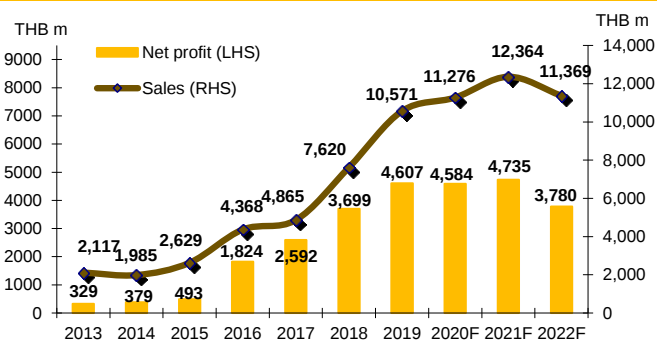
Source: Company reports and MKET

Figure 4: Quarterly earnings performance



Source: Company reports and MKET

Figure 5: Yearly earnings performance



Source: Company reports and MKET

FYE 31 Dec	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	15.0	10.2	7.8	7.5	9.4
Core P/E (x)	13.4	8.3	7.8	7.5	9.4
P/BV (x)	1.9	1.4	1.3	1.2	1.1
P/NTA (x)	1.9	1.4	1.3	1.2	1.1
Net dividend yield (%)	5.3	9.1	6.4	6.6	5.3
FCF yield (%)	nm	nm	15.3	22.2	15.7
EV/EBITDA (x)	11.2	7.5	6.7	5.7	6.4
EV/EBIT (x)	12.7	8.8	7.9	6.7	7.8

INCOME STATEMENT (THB m)

Revenue	7,619.8	10,571.2	11,276.0	12,364.1	11,369.2
Gross profit	3,968.4	5,041.5	5,285.8	5,727.6	4,681.4
EBITDA	4,197.1	5,540.5	5,851.7	6,349.0	5,341.9
EBIT	3,716.0	4,733.6	4,958.4	5,370.7	4,380.2
Net interest income /(exp)	(19.0)	(159.5)	(232.9)	(279.3)	(269.3)
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	3,697.0	4,574.2	4,725.5	5,091.4	4,110.9
Income tax	(160.7)	(102.0)	(141.8)	(356.4)	(331.3)
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Discontinued operations	162.6	134.6	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	3,699.0	4,606.8	4,583.7	4,735.0	3,779.6
Core net profit	3,536.3	4,472.2	4,583.7	4,735.0	3,779.6

BALANCE SHEET (THB m)

Cash & Short Term Investments	4,410.8	3,340.3	4,500.0	7,400.0	8,900.0
Accounts receivable	1,530.7	2,148.3	2,244.6	2,234.5	2,243.3
Inventory	587.7	1,052.5	931.1	916.7	876.1
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	24,749.8	30,770.4	30,837.1	30,308.8	29,797.1
Intangible assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment in Associates & JVs	5.3	186.5	186.5	186.5	186.5
Other assets	256.9	354.6	354.6	354.6	354.6
Total assets	31,541.2	37,852.6	39,053.9	41,401.1	42,357.6
ST interest bearing debt	14.5	34.9	34.8	34.4	32.3
Accounts payable	377.1	439.8	426.1	423.8	447.2
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	4,000.0	8,000.0	7,991.3	7,898.2	7,421.3
Other liabilities	2,101.0	2,268.0	2,268.0	2,268.0	2,268.0
Total Liabilities	6,492.8	10,742.2	10,719.8	10,623.9	10,168.3
Shareholders Equity	25,048.4	27,110.3	28,334.1	30,777.2	32,189.3
Minority Interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total shareholder equity	25,048.4	27,110.3	28,334.1	30,777.2	32,189.3
Total liabilities and equity	31,541.2	37,852.6	39,053.9	41,401.1	42,357.6

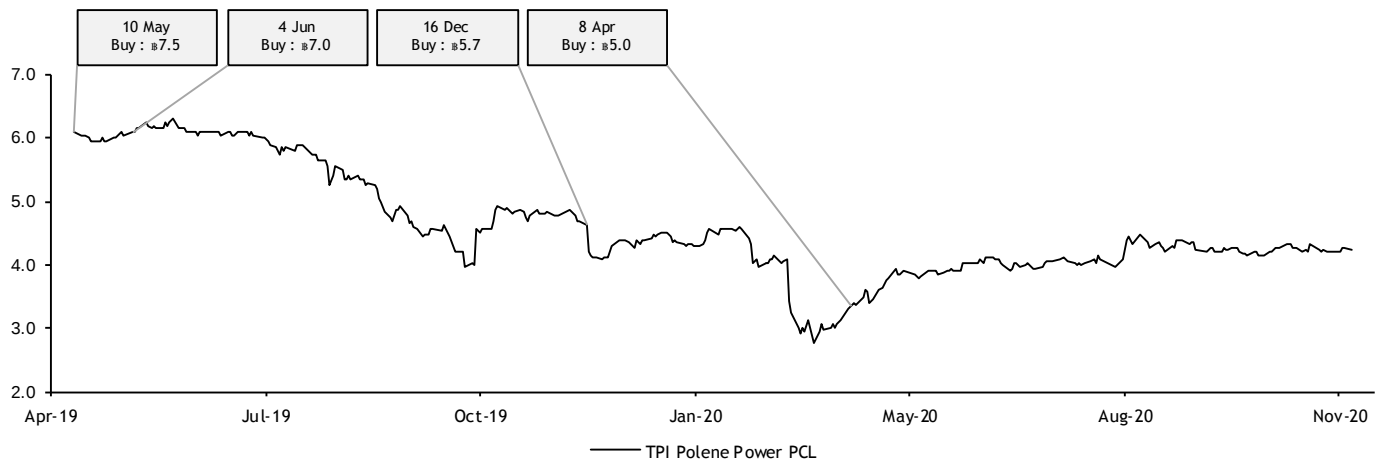
CASH FLOW (THB m)

Pretax profit	3,697.0	4,574.2	4,725.5	5,091.4	4,110.9
Depreciation & amortisation	481.1	806.9	893.3	978.3	961.7
Adj net interest (income)/exp	19.0	159.5	232.9	279.3	269.3
Change in working capital	(1,603.9)	(979.1)	11.4	22.1	55.2
Cash taxes paid	(160.7)	(102.0)	(141.8)	(356.4)	(331.3)
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	2,574.6	3,069.9	6,415.3	8,356.2	6,027.2
Capex	(3,613.2)	(6,951.8)	(960.0)	(450.0)	(450.0)
Free cash flow	(1,038.6)	(3,881.8)	5,455.3	7,906.2	5,577.2
Dividends paid	(2,856.0)	(2,520.0)	(3,360.0)	(2,291.9)	(2,367.5)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	4,014.5	4,020.3	(8.7)	(93.6)	(479.0)
Other invest/financing cash flow	60.1	1,492.1	(926.9)	(2,620.7)	(1,230.7)
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	180.0	(889.4)	1,159.7	2,900.0	1,500.0

FYE 31 Dec	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	56.6	38.7	6.7	9.6	(8.0)
EBITDA growth	46.2	32.0	5.6	8.5	(15.9)
EBIT growth	48.3	27.4	4.7	8.3	(18.4)
Pretax growth	50.0	23.7	3.3	7.7	(19.3)
Reported net profit growth	42.7	24.5	(0.5)	3.3	(20.2)
Core net profit growth	48.0	26.5	2.5	3.3	(20.2)
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	55.1	52.4	51.9	51.4	47.0
EBIT margin	48.8	44.8	44.0	43.4	38.5
Pretax profit margin	48.5	43.3	41.9	41.2	36.2
Payout ratio	68.1	72.9	50.0	50.0	50.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	48.5	43.6	40.7	38.3	33.2
Revenue/Assets (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Assets/Equity (x)	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3
ROAE (%)	15.0	17.7	16.5	16.0	12.0
ROAA (%)	12.0	12.9	11.9	11.8	9.0
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	77.6	89.4	103.7	92.3	95.7
Days receivable outstanding	53.6	62.6	70.1	65.2	70.9
Days inventory outstanding	51.1	53.4	59.6	50.1	48.3
Days payables outstanding	27.1	26.6	26.0	23.1	23.4
Dividend cover (x)	1.5	1.4	2.0	2.0	2.0
Current ratio (x)	3.0	2.9	3.4	4.6	5.2
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	4.9	3.5	3.6	3.9	4.2
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	17.3	12.4	1.7	net cash
Net gearing (%) (excl. perps)	net cash	17.3	12.4	1.7	net cash
Net interest cover (x)	nm	29.7	21.3	19.2	16.3
Debt/EBITDA (x)	1.0	1.5	1.4	1.2	1.4
Capex/revenue (%)	47.4	65.8	8.5	3.6	4.0
Net debt/ (net cash)	(396.3)	4,694.6	3,526.2	532.6	(1,446.4)

Source: Company; Maybank

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



Company Update

Tuesday, November 10, 2020



I V Global Securities Public Company Limited

TPI Polene Power Plc (TPIPP)

Rating: HOLD

Fair price: Bt5.00

Close price: Bt4.24

Company Information

Ticker:	TPIPP TB
Sector:	Energy
Shares outstanding (m):	8,400.00
Market capitalization (Btm):	35,616.00
Trading vol/day ('000 shares):	11,358.93
Free float (%):	28.71
Beta:	1.13

Major Shareholders

TPIPL	70.24%
-------	--------

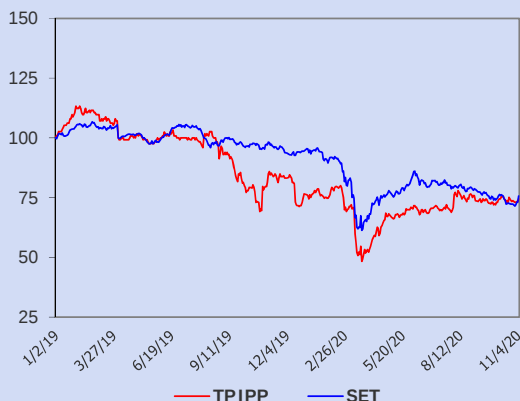
Consensus Bloomberg

2020F EPS (Bt):	0.55
Target price (Bt):	4.93

Price Performance

52 Wk high/low:	4.96/2.76
-----------------	-----------

	1M	3M	1Y	YTD
Absolute (%)	-0.9	-99.7	-12.4	-3.6
Relative (%)	-4.4	-98.6	7.3	15.0



Rating	CGR 2020	Thai CAC
TPIPP		N/A

Analyst

Rattana Leenutaphong
rattanal@ivglobal.co.th
Tel: 662-658-5800 ext 109

9M20 net profit comes in flat YoY

- TPIPP reported net profit of Bt1.2bn (EPS of Bt0.14), up 9.8% YoY and 3% QoQ. The results came in slightly better than our expectation in terms of both revenue and gross margins. 9M20 net profit was flat YoY at Bt3.34bn accounting for 77% of our full-year estimate. The company booked a forex loss of Bt15m. Stripping out non-recurring items, core profit stood at Bt1.22bn, up 15% QoQ and 12% YoY. During 9M20, core profit increased by 2.5% YoY to Bt3.29bn on revenue growth of 8.4% YoY to Bt8.34bn.
- Overall revenue grew by 12% and 7.8% QoQ to Bt3bn, with all power plants including the TG-8 (coal-fired power plant of 150MW) in operation – from TG-1 to TG-8. Total electricity sales to EGAT amounted to 163MW (under power purchase agreements) from 180MW of capacity, versus total capacity of 440MW, divided into TG-3 (20MW), TG-5 (60MW) and TG4 & TG-6 (100MW). The balance of 260MW comprised electricity sales to its parent, TPIPL.
- Annual gross margin checked in at 46% during 3Q20, up from 44.6% 2Q20 but down slightly from 46.5% a year ago.
- SG&A, at 3.6% of revenue, stood at Bt108m, down 3.3% YoY and 15.8% QoQ.
- EBITDA increased by 12% YoY to Bt1.56bn, suggesting an EBITDA margin of 51.8%, flat YoY. During 9M20, EBITDA increased by 5.3% YoY to Bt4.24bn (or EBITDA margin of 50.8%).
- Net D/E ratio rose from 17.2% at end-2019 to 35.8% at end-September 2020. Capex for 9M20 was high at Bt4.98bn.
- Maintain HOLD.** We decide to raise our earnings estimates by 5% for this year and 3.5% next year to reflect slightly better revenue growth and gross margin assumptions. However, longer-term earnings growth prospects after 2021F will depend on whether the company is successful in bidding for new small power plant projects while the risk will depend on the authorities in terms of whether each project will actually be launched. We prefer to maintain our HOLD rating with a price target of Bt5, based on 9x 2021F earnings. We estimate the stock offers an annual dividend yield of 7.7% (assuming a 60% pay-out ratio) and it is currently trading at a P/E multiple of 7.5x our 2021F earnings. Risks to our forecasts lie with the stability and production efficiency of electricity output.

Investment summary

FY Dec 31	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
Revenue	4,368	4,865	7,620	10,571	11,505	12,170
Change (%)	66.1	11.4	56.6	38.7	8.8	5.8
Net profit (Btm)	1,824	2,592	3,699	4,607	4,555	4,729
Change (%)	269.7	42.1	42.7	24.5	-1.1	3.8
EPS (Bt)	0.31	0.31	0.44	0.55	0.54	0.56
Change (%)	269.7	-0.2	42.7	24.5	-1.1	3.8
P/E (x)	13.7	13.7	9.6	7.7	7.8	7.5
EV/EBITDA (x)	13.7	10.9	8.4	7.3	7.1	6.9
DPS (Bt)	0.27	0.30	0.40	0.40	0.33	0.34
Yield (%)	6.4	7.1	9.4	9.4	7.7	8.0
BVPS (Bt)	1.41	2.88	2.98	3.23	3.57	3.81
P/BV (x)	3.0	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
ROE (%)	21.0	15.9	15.0	17.7	16.0	15.3
ROA (%)	11.8	11.3	12.5	13.3	10.9	10.2
Net D/E ratio (%)	81.0	Net cash	Net cash	17.2	17.6	24.0

Source: Company and IVG estimates

Company Update

Tuesday, November 10, 2020



I V Global Securities Public Company Limited

Results

(Btm)	3Q20	3Q19	% YoY	2Q20	% QoQ	9M20	9M19	% YoY
Revenue	3,011	2,687	12.1	2,794	7.8	8,340	7,693	8.4
Gross profit	1,386	1,248	11.1	1,247	11.2	3,759	3,672	2.4
Other income	66	40	64.9	46	42.4	173	129	34.1
SG&A	(108)	(112)	-3.3	(129)	-15.8	(347)	(375)	-7.3
EBIT	1,344	1,176	14.3	1,164	15.4	3,585	3,427	4.6
Interest expense	(87)	(62)	41.0	(56)	55.3	(195)	(143)	36.9
Forex gain	(15)	5	-424.6	21	-173.4	(33)	79	-141.5
Pre-tax profit	1,242	1,121	10.8	1,217	2.0	3,444	3,406	1.1
Income tax	(35)	(23)	54.4	(45)	-21.6	(99)	(74)	33.8
Net profit	1,206	1,098	9.8	1,172	3.0	3,345	3,332	0.4
EPS (Bt)	0.14	0.13	9.8	0.14	3.0	0.40	0.40	0.4

Source: Company and IVG estimates

Financial ratios

%	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Revenue growth YoY	79.9	37.1	27.5	26.1	4.3	8.4	12.1
Gross margin	45.0	51.7	46.5	47.6	44.4	44.6	46.0
SG&A as % of revenue	5.0	5.4	4.2	4.6	4.3	4.6	3.6
EBIT margin	41.7	49.6	43.9	46.9	42.5	44.8	44.6
Net margin	40.5	48.5	40.9	44.3	38.2	41.9	40.1
Net D/E ratio	2.4	6.2	10.6	17.2	24.8	29.1	35.8

Source: Company and IVG estimates

Quarterly results

(Btm)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Revenue	2,430	2,577	2,687	2,878	2,535	2,794	3,011
Gross profit	1,092	1,332	1,248	1,369	1,125	1,247	1,386
Other income	45	86	42	114	61	134	66
SG&A	(123)	(140)	(112)	(133)	(110)	(129)	(108)
EBIT	1,014	1,277	1,178	1,350	1,076	1,252	1,344
Interest expense	(40)	(41)	(62)	(17)	(52)	(56)	(87)
Forex gain	40	35	5	12	(38)	21	(15)
Pre-tax profit	1,014	1,271	1,121	1,303	986	1,217	1,242
Income tax	(31)	(21)	(23)	(28)	(19)	(45)	(35)
Net profit	983	1,251	1,098	1,275	967	1,172	1,206
EPS (Bt)	0.12	0.15	0.13	0.15	0.12	0.14	0.14

Source: Company and IVG estimates

BUY (Maintain)

TP upside (downside) +17.9%

Close Nov 9, 2020

Price 4.24
12M Target 5.00

Research Analysts:



Parinth Nikornkittikosol
Tel. 662 009 8075
E-Mail Parinth.n@yuanta.co.th
ID 085699

Bloomberg code	TPIPP.TB
Market cap (THBmn)	35,616.0
Corporate Gov.Rating	3
6M avg. daily turnover (THBmn)	48.08
Outstanding shares (mn)	8,400.0
Free float (%)	28.7%
Major shareholders (%)	
TPI Polene Public Company Limited	70.2
THAI NVDR	1.8
MR. PAIWAN CHARTPITAK	1.5

Financial outlook (THBmn)

Year to Dec	2018A	2019A	2020F	2021F
Revenue	7,620	10,571	11,733	11,951
EBITDA	4,197	5,541	6,034	6,175
Core Profit	3,536	4,472	4,608	4,739
Net Profit	3,699	4,607	4,608	4,739
Core EPS	0.42	0.53	0.55	0.56
Core EPS Growth (%)	49.3	26.5	3.0	2.8
DPS	0.40	0.40	0.30	0.28
Core P/E (x)	10.1	8.0	7.7	7.5
P/BV(x)	1.4	1.3	1.3	1.2
Div Yield (%)	9.4	9.4	7.1	6.7
Net gearing (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
ROE (%)	14.8	17.0	16.3	15.5

Source: Company, Yuanta Research

TPI Polene Power (TPIPP)

รายได้นิวไฮ กำไรสุทธิเติบโต

Earnings Results

- ประกาศกำไรสุทธิ 3Q63 ที่ 1,206 ล้านบาท (+3% QoQ, +10% YoY) หากหักรายการพิเศษจากขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน 15 ล้านบาท กำไรจากการดำเนินงานปกติทำได้ 1,221 ล้านบาท (+15% QoQ, +12% YoY)
- สรุปสาระสำคัญดังนี้ 1) รายได้รวมทำได้ 3,011 ล้านบาท (+8% QoQ, +12% YoY) ขึ้นทำระดับสูงสุดของบริษัทฯ จากปริมาณขายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น เพราะโรงงานปูนซีเมนต์ และโรงไฟฟ้าไม่มีปิดซ่อมบำรุง รวมทั้งประสิทธิภาพการผลิตที่สูงขึ้น 2) อัตรากำไรขั้นต้นทำได้ 46.0% (+140bps QoQ, -50bps YoY) 3) ต้นทุนการเงินสูงขึ้นเป็น 87 ล้านบาท (+55% QoQ, +41% YoY) จากการออกหุ้นกู้ 4 พันล้านบาท 4) ขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน 15 ล้านบาทจากเงินบาทอ่อนค่า

Our Take

- แนวโน้มผลประกอบการ 4Q63 จะลดลง QoQ เนื่องจากโรงงานปูนซีเมนต์ซึ่งเป็นผู้ซื้อไฟฟ้า และผลิตเชื้อเพลิงความร้อนเพื่อนำมาผลิตกระแสไฟฟ้าจะมีแผนปิดซ่อมบำรุง อย่างไรก็ตาม กำไรสุทธิ 9M63 คิดเป็น 73% ของทั้งปี เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2563 ที่ 4.6 พันล้านบาท ทรงตัว YoY และปี 2564 ที่ 4.7 พันล้านบาท (+3% YoY) หนุนจาก 1) การเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตด้วยการติดตั้ง Boiler และ 2) ความต้องการใช้ไฟฟ้าจากโรงงานปูนซีเมนต์ที่สูงขึ้น สอดคล้องกิจกรรมเศรษฐกิจ-ก่อสร้างที่เริ่มทยอยฟื้นตัวสู่ระดับปกติหลังผ่านช่วงมาตรการปิดเมือง
- คงคำแนะนำ "ซื้อสำหรับลงทุนรับปันผล" บนราคาเหมาะสม ณ สิ้นปี 2563 ที่ 5.00 บาท จากมูลค่าของโรงไฟฟ้าในมือที่น่าสนใจ ด้วย PER63-64 เฉลี่ยระดับ 8x และผลตอบแทนเงินปันผลปี 2563-2564 เฉลี่ย 7% ต่อปี อ้างอิงบนสมมติฐานที่อนุรักษนิยม เพราะคิด Payout ratio ที่ 50-55% เทียบกับ Payout จริงตั้งแต่เข้าตลาดปี 2560-2562 ที่ 73-110% และนโยบายเงินปันผลของบริษัทที่ 50% นอกจากนี้ คาดการณ์เงินปันผลปี 2563-2564 ที่ 0.28-0.30 บาท/หุ้น ยังถือว่าต่ำกว่าเงินปันผลปี 2560-2562 ที่ 0.34-0.40 บาท/หุ้น ขณะที่กำไรสุทธิปี 2563 - 2564 สูงกว่า
- ขณะที่ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นมาจาก 1) โอกาสเข้าลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าใหม่ โดยในช่วง 6 เดือนข้างหน้า แนะนำให้ติดตามการประกาศเชิญชวนเข้าประมูล (TOR) โครงการโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงขยะตามต่างจังหวัด เช่น สงขลา และโคราช 2) การขออนุมัติใบอนุญาตขายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้า TG7 ให้ EGAT 40 MW คาดเข้าสู่การพิจารณาของกระทรวงมหาดไทยปลายปี 2563 และรู้ผลพิจารณาภายในปีหน้า 3) ระยะยาวบริษัทมีแผนเข้าลงทุนโรงไฟฟ้าภายใต้โครงการเมืองต้นแบบอุตสาหกรรมก้าวหน้าแห่งอนาคต ที่อ.จะนะ จังหวัดสงขลา โดยขั้นตอนถัดไปคือการเปลี่ยนสีผังเมืองเพื่อรองรับการพัฒนานิคมอุตสาหกรรม คาดมีความคืบหน้าช่วงต้นปี 2564 จากนั้นจะเข้าสู่กระบวนการทำ EIA

Figure 1: 3Q20 Earnings Result

(Btmn)	3Q20	2Q20	%QoQ	3Q19	%YoY
Revenue	3,011	2,794	7.8%	2,687	12.1%
Cost of goods sold	1,625	1,547	5.0%	1,438	13.0%
Gross profit	1,386	1,247	11.2%	1,248	11.1%
SG&A	108	129	-15.8%	112	-3.3%
Other incomes (expenses)	66	46	42.4%	40	63.7%
EBIT	1,344	1,164	15.4%	1,176	14.2%
Depre & amortization	216	219	-1.3%	214	1.0%
EBITDA	1,560	1,383	12.8%	1,391	12.2%
Financial cost	87	56	55.3%	62	41.0%
Pre-tax profit	1,257	1,108	13.4%	1,115	12.7%
Taxes	35	45	-21.6%	23	54.4%
Norm profit	1,221	1,063	14.9%	1,092	11.9%
Extraordinary items	-15	109	n.m.	7	n.m.
Net profit	1,206	1,172	3.0%	1,098	9.8%
Gross profit margin	46.0%	44.6%		46.5%	
Operating margin	44.6%	41.7%		43.8%	
EBITDA margin	51.8%	49.5%		51.8%	
Norm profit margin	40.6%	38.0%		40.6%	

Source: Company, Yuanta Research