

TPI Polene Power PCL (TPIPP)

คาดหวังได้โครงการใหม่เพิ่ม

Company Update

ประเด็นการลงทุน

คาดหวังได้โรงไฟฟ้าโครงการใหม่ 9 แห่ง รวมขายไฟ 143MW ในช่วงปี 2563-2566 สำหรับโครงการขนาดใหญ่ Southern Economic Zone ที่ อ.จะนะ จ.สงขลา มูลค่าลงทุน 3.96 แสนล้านบาท TPIPP กำลังรวบรวมพื้นที่ 16,735 ไร่ มีความคืบหน้าในขั้นตอนเปลี่ยนพื้นที่สีเขียวเป็นพื้นที่สีม่วง คาดจะเสร็จสิ้นในไตรมาสแรกปี 2564 ราคาหุ้นซื้อขาย P/E ปี 2564 ต่ำ 7.7 เท่า และปันผลดี 6.5% (สมมติปันผล 50% ของกำไร) คงแนะนำซื้อ ราคาเป้าหมาย ด้วยวิธี DCF (WACC = 8.4%) ได้เท่ากับ 5 บาท

คาดหวังได้โรงไฟฟ้าใหม่ 9 โครงการ รวมขายไฟ 143MW

ในช่วงปี 2563-2566 ผู้บริหารคาดหวังจะได้โครงการโรงไฟฟ้าจากเชื้อเพลิงขยะใหม่ซึ่ง TPIPP มีศักยภาพสูง และ มีความได้เปรียบรายอื่น จำนวน 9 โครงการ กำลังการผลิตรวม 143MW จะช่วยชดเชยโรงไฟฟ้าที่ขายไฟให้ กฟผ. จำนวน 163MW และได้ adder 3.5 บาท จะทยอยหมดอายุ คือ จำนวน 73MW จะหมดอายุปี 2565 และ จำนวน 90MW จะหมดอายุ ปี 2568 ทั้งนี้หลังจากหมด adder TPIPP ยังสามารถขายไฟให้ กฟผ. ได้ต่อเนื่องที่ราคาฐาน

โครงการโรงไฟฟ้า 4 โรง 65.9MW จะทราบผลปลายปีนี้-ปีหน้า

โครงการโรงไฟฟ้าขยะที่จะทราบผลในปลายปีนี้ และ ปีหน้า คือ 1.) โรงไฟฟ้าขยะ TG7 40MW ซึ่งตั้งในโรงงาน TPIPP กำลังขออนุญาต, 2.) โรงไฟฟ้าขยะ ที่ จ.สงขลา 8MW กำลังเตรียมเปิดประมูล, 3.) โรงไฟฟ้าขยะที่ นากลาง จ.นครราชสีมา 8MW เตรียมออก TOR และ 4.) โรงไฟฟ้าขยะเทศบาล จ.นครราชสีมา ออกประกาศ TOR แล้ว 9.9MW ซึ่ง TPIPP มีความได้เปรียบจากมีที่ตั้งในบ่อขยะของ TPIPP

โครงการ Southern Economic Zone คืบหน้าต่อเนื่อง

โครงการเมืองต้นแบบอุตสาหกรรมก้าวหน้าแห่งอนาคต อำเภอจะนะ จังหวัดสงขลา หรือ โครงการ Southern Economic Zone ซึ่งโครงการนี้จะมี สวนอุตสาหกรรม เมืองอัจฉริยะ ท่าเรือลึก และ โรงไฟฟ้า โดยมีมูลค่าทั้งหมด ประมาณ 3.96 แสนล้านบาท บนพื้นที่ 16,753 ไร่ ปัจจุบันกำลังอยู่ในขั้นตอนเปลี่ยนพื้นที่จากจากสีเขียวซึ่งเป็นประเภทชนบทและเกษตรกรรม เป็นสีม่วงซึ่งเป็นที่ดินประเภทอุตสาหกรรม ซึ่งมี 9 ขั้นตอน คือ 1.) กรมโยธาธิการและผังเมือง จัดทำประเด็นการขอแก้ไขผังเมืองรวม 2.) ประชุมคณะกรรมการที่ปรึกษาผังเมืองรวม 3.) การประชุมความเห็นกรมโยธาธิการและผังเมือง 4.) การประชุมคณะกรรมการผังเมือง 5.) การปิดประกาศ 30 วัน 6.) การรวบรวมตรวจสอบ 7.) การจัดทำเอกสารประกอบการยกย่องประกาศกระทรวงมหาดไทย 8.) เสนอคณะรัฐมนตรีให้ความเห็นชอบ และ 9.) ประกาศในราชกิจจานุเบกษา ผู้บริหารระบุได้ผ่านขั้นตอนที่ 4 แล้ว คาดไตรมาส 1Q64 จะเสร็จสิ้น

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	8.0	7.7	9.7
P/BV (x)	1.9	1.4	1.3	1.2	1.1
Net dividend yield (%)	5.3	9.1	6.3	6.5	5.2
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	6.9	5.9	6.6
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	17.3	12.4	1.7	net cash
Consensus net profit	-	-	4,658	4,874	3,992
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 4.36
12m Price Target	THB 5.00 (+15%)
Previous Price Target	THB 5.00

Company description

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

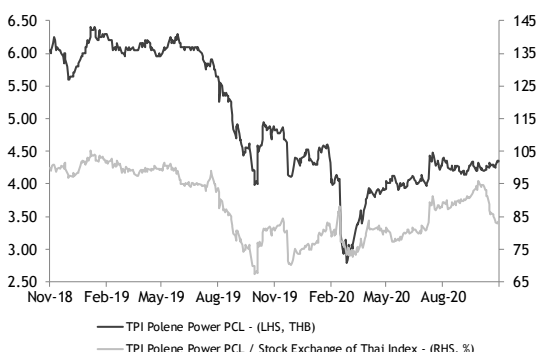
Statistics

Bloomberg code	TPIPP TB
Corporate Governance Rating	
Anti Corruption	Not Available
52w high/low (THB)	4.86/2.78
3m avg turnover (USDm)	1.4
Free float (%)	28.9
Issued shares (m)	8,400
Market capitalisation	THB36.6B 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	(11)
Relative to index (%)	(13)	(4)	3

Source: FactSet



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 การอนุญาตตุลาการ คดีความ และ กระบวนการพิจารณาเกี่ยวกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมหรือการปฏิบัติตามกฎระเบียบด้านสิ่งแวดล้อมใดๆ
- บริษัทฯ มุ่งมั่นที่จะดำเนินการตามแนวทาง “ขยะเป็นศูนย์ (Zero Waste)” และได้ดำเนินการตามนโยบายดังกล่าวอย่างต่อเนื่อง
- ปริมาณระดับการปล่อยมลพิษ ซัลเฟอร์ไดออกไซด์ (SO2) และ ไนโตรเจนออกไซด์ (NOx) ของบริษัทฯ ต่ำเพียง 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 จัดทำรายงานการกำจัดขยะทั่วไปและขยะที่เป็นอันตรายให้แก่หน่วยงานของรัฐอย่างสม่ำเสมอ

ประเด็นด้านสังคม

- บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจ ควบคู่ไปกับการดูแล และ รับผิดชอบต่อสังคม และ สิ่งแวดล้อม โดยให้ความสำคัญกับการสนับสนุนพัฒนาการศึกษา การส่งเสริมสุขภาพและความปลอดภัย การสืบสานศิลปะและวัฒนธรรม รวมถึงการพัฒนาสังคม
- บริษัทฯ ได้ประกาศใช้แนวทางการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียแต่ละกลุ่มอย่างเป็นลายลักษณ์อักษร 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 เนื่องจากการดำเนินงานของโรงงาน 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 และการพัฒนาอาชีพของชุมชนใกล้เคียง ด้วยงบประมาณ 400,000 บาทต่อปี

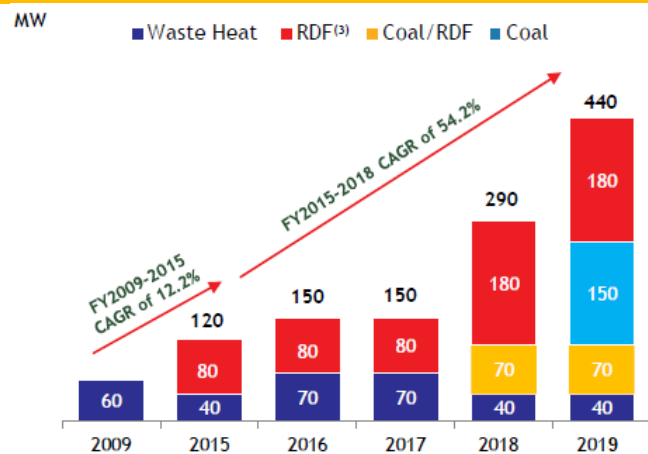
ประเด็นด้านธรรมาภิบาล

- 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 มีเจตนาแน่วแน่ในการดำเนินธุรกิจตามนโยบายกำกับดูแลกิจการ (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

ความเสี่ยง

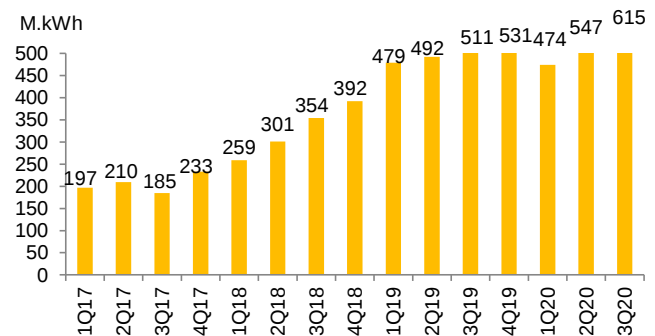
คดีเอกชน 222 คน ฟ้องร้องคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน กับพวกรวม 5 คน ต่อศาลปกครองกลาง เกี่ยวกับการทำ EHIA โรงไฟฟ้าถ่านหิน 150MW ของ TPIPP (ดูรายละเอียดในหมายเหตุประกอบงบ) / อายุ adder 7 ปี จำนวน 73MW จะหมดปี 2565 และ จำนวน 90MW จะหมดปี 2568 หลังจากหมด adder TPIPP ยังสามารถขายไฟให้ กฟผ. ได้ต่อเนื่องที่ราคาฐาน

Figure 1: TPIPP's Installed Capacity Breakdown by Fuel



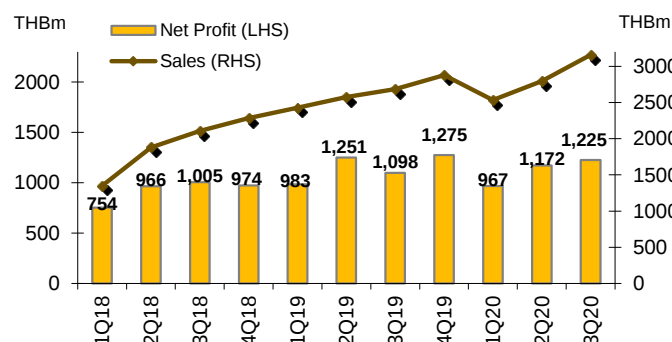
Source: Company Reports

Figure 2: Amount of Electricity Sold (M.kWh)



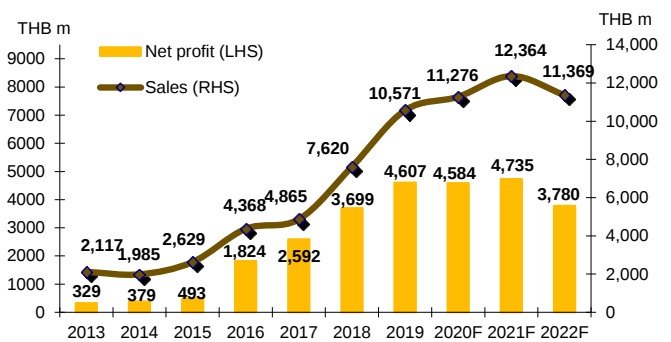
Source: Company reports and MKET

Figure 3: Quarterly earnings performance



Source: Company reports and MKET

Figure 4: Yearly earnings performance



Source: Company reports and MKET

Figure 5: 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 6: WTE Plant Expansion Project

■ RDF Supply for Cement Kiln Plants



- RDF requirement for coal replacement in 3 Kiln Plants is 1,200 -1,500 ton per day
- Production and Selling RDF to TPIPL is 360,000-450,000 Ton per year
- Estimate Revenue for RDF selling 350-450 Mil baht per year
- Investment of RDF plant 1,000 Mil Baht
- BOI Tax Incentive 8/5
- Project schedule with-in Year 2020-2021

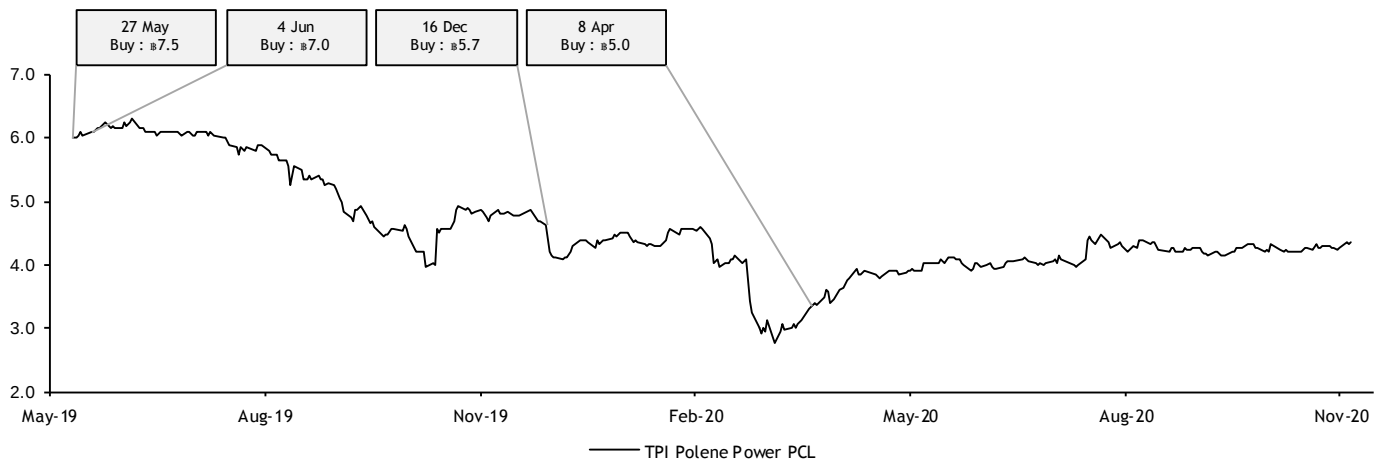
Source: Company reports

FYE 31 Dec	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	15.0	10.2	8.0	7.7	9.7
Core P/E (x)	13.4	8.3	8.0	7.7	9.7
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	6.3	6.5	5.2
FCF yield (%)	nm	nm	14.9	21.6	15.2
EV/EBITDA (x)	11.2	7.5	6.9	5.9	6.6
EV/EBIT (x)	12.7	8.8	8.1	6.9	8.0
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

Thursday, November 26, 2020



I V Global Securities Public Company Limited

TPI Polene Power Plc (TPIPP)

Rating: HOLD

Fair price: Bt5.00

Close price: Bt4.36

Company Information

Ticker:	TPIPP TB
Sector:	Energy
Shares outstanding (m):	8,400.00
Market capitalization (Btm):	36,624.00
Trading vol/day ('000 shares):	11,530.03
Free float (%):	28.71
Beta:	1.04

Major Shareholders

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

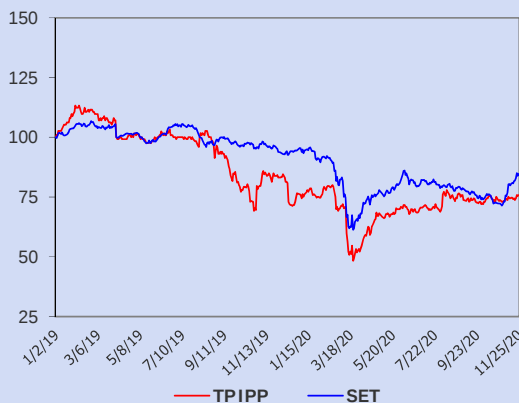
Consensus Bloomberg

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 (%)	3.8	3.3	-8.8	-0.9
Relative (%)	-14.0	-6.1	0.9	9.5



Rating	CGR 2020	Thai CAC
TPIPP	▲▲▲	N/A

Analyst

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

Plenty of new projects to come

- TPIPP expects potential revenue upside in the medium term via securing new power contract sales to EGAT from its existing power production base, although the timing of the final approval is unknown. In addition, the company aims to submit bids for a few small power plant projects in provincial areas with the hope of winning several, possibly from next year onwards. The plans are in the pipeline though the timing is uncertain as it is subject to the government's approval process.
- Under the government's policy to stimulate RDF (Refuse-derived fuel) power production using municipal solid waste, the company expects to shift its existing TG-7 power plant production facility to sell to EGAT, from currently selling power to TPIPL, which would lift its revenue growth prospects by about Bt1bn or so a year. This should be known sometime in 2021, if it is not delayed.
- TPIPP aims to boost its power plant capacity from a current 440MW to 476MW by 2023 and 526MW by 2025. The additional capacity should help compensate when the adder income from EGAT expires in 2022 (18MW in January and 55MW in August) and 2025 (90MW in April), respectively. However, these potential new projects are subject to whether or not TPIPP can win the licenses and power purchase agreements (PPAs). The investment in each project would be about Bt2bn (or lower).
- For long-term projects, TPIPP is waiting for the government to approve the development of the southern seaboard project, which includes a deep-sea port, the building of a power plant and the development of an industrial estate. TPIPP is in the process of accumulating a total of 16,700 rai of land with a budget of another Bt4bn or so. TPIPP would hold a majority stake (i.e. 70%) in the targeted 1,700MW power plant, while holding the minority stake in other projects such as the deep-sea port's management or acting as a seller of industrial estate land to customers. However, it remains to be seen whether the southern seaboard project will eventually be approved and attract new investors.
- Maintain HOLD.** The new power plant plants will provide upside risk to future earnings. However, it depends on the authorities whether each project will actually be launched. We prefer to maintain our HOLD rating on TPIPP 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 7.7x 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)	14.1	14.1	9.9	7.9	8.0	7.7
EV/EBITDA (x)	14.0	11.3	8.6	7.5	7.3	7.1
DPS (Bt)	0.27	0.30	0.40	0.40	0.33	0.34
Yield (%)	6.2	6.9	9.2	9.2	7.5	7.7
BVPS (Bt)	1.41	2.88	2.98	3.23	3.57	3.81
P/BV (x)	3.1	1.5	1.5	1.4	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

Thursday, November 26, 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

Thailand : Power and Utilities

26 November 2020

BUY (Maintain)

TP upside (downside) +14.7%

Close Nov 25, 2020

Price 4.36
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)	36,456.0
Corporate Gov.Rating	3
6M avg. daily turnover (THBmn)	50.85
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 Mar	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)	10.4	8.2	7.9	7.7
P/BV(x)	1.5	1.4	1.3	1.2
Div Yield (%)	9.2	9.2	6.9	6.5
Net gearing (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
ROE (%)	14.8	17.0	16.3	15.5

TPI Polene Power (TPIPP)

ปันผลน่าสนใจระหว่างรอการลงทุนโรงไฟฟ้าใหม่

Event

สาระสำคัญจากงานประชุมนักวิเคราะห์วันที่ 25 พ.ย.

- ▶ สำหรับการเติบโตจากการเข้าประมูลโครงการโรงไฟฟ้าแห่งใหม่ ผู้บริหารมั่นใจได้เป็นผู้นำในการโครงการโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงขยะดังนี้
 - โรงไฟฟ้าของอบจ. จังหวัดสงขลา - กำลังผลิตตามสัญญา 8 MW ค่าไฟฟ้า 1-8 ปีแรก 5.78 บาท/หน่วย จากนั้นตั้งแต่ปีที่ 9-20 ที่ 5.07 บาท/หน่วย และมีค่ากำจัดขยะ 400 บาท/ตัน (เทียบเท่าค่าไฟฟ้า 1 บาท/หน่วย และจะปรับเพิ่ม 10% ทุก 3 ปี) ปัจจุบันอยู่ระหว่างยื่นข้อเสนอการประมูล คาดรู้ผลประมูลปลายสัปดาห์หน้า ผู้บริหารคาด COD ได้ปี 2566 ประเมินรายได้ 400 ล้านบาท/ปี
 - โรงไฟฟ้าของอ. นากลาง จังหวัดโคราช - กำลังผลิตตามสัญญา 8 MW ค่าไฟฟ้า 1-8 ปีแรก 5.78 บาท/หน่วย จากนั้นตั้งแต่ปีที่ 9-20 ที่ 5.07 บาท/หน่วย และมีค่ากำจัดขยะ 400 บาท/ตัน (ปรับเพิ่ม 10% ทุก 3 ปี) ปัจจุบันอยู่ระหว่างรอประกาศ TOR ผู้ดำเนินโครงการจะสามารถรับกำจัดขยะได้ทันทีเมื่อเซ็นสัญญา (รับรายได้ทันที) ผู้บริหารคาดโรงไฟฟ้าจะสามารถ COD ได้ปี 2566 ประเมินรายได้ 400 ล้านบาท/ปี
 - โรงไฟฟ้าของเทศบาลเมือง จังหวัดโคราช - กำลังผลิตตามสัญญา 9.9 MW ค่าไฟฟ้า 1-8 ปีแรก 5.78 บาท/หน่วย จากนั้นตั้งแต่ปีที่ 9-20 ที่ 5.07 บาท/หน่วย และมีค่ากำจัดขยะ 400 บาท/ตัน ปัจจุบันอยู่ระหว่างการยื่นข้อเสนอการประมูล จะรู้ผลประมูลภายในเดือน ธ.ค. ผู้บริหารคาดสามารถ COD ได้ปี 2566 ประเมินรายได้ 500 ล้านบาท/ปี
- ▶ นอกจากนี้ ยังมีโครงการโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงขยะตามต่างจังหวัดอีกหลายแห่งที่อยู่ระหว่างรอการประกาศชวนเชิญร่วมประมูล เช่น ชลบุรี จันทบุรี ฯลฯ ซึ่งผู้บริหารมองว่ามีโอกาสได้งานเพิ่มเติม เพราะ TPIPP เป็นผู้ดำเนินการรับกำจัดขยะ และมีโรงงานกำจัดขยะตามจังหวัดต่างๆ อยู่แล้ว
- ▶ บริษัทฯ อยู่ระหว่างเจรจาสัญญา PPA ของโรงไฟฟ้า TG-7 ตามโควตากระทรวงมหาดไทย คาดรู้ผลเร็วที่สุด 3Q64 หรืออย่างช้าภายในปี 2565 หากสำเร็จจะมีสัญญาขายไฟฟ้า 40 MW ระยะเวลา 20 ปี ค่าไฟฟ้า 3.66 บาท/หน่วย ผู้บริหารคาดว่าจะได้ 1.1 พันล้านบาท/ปี
- ▶ โรงไฟฟ้า TG3-5 ที่ Adder จะสิ้นสุดลงในปี 2565 บริษัทให้ติดตามการเจรจาสัญญา PPA ของโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงขยะที่ภูเก็ต โดยผลการเจรจาไฟฟ้าของโครงการดังกล่าวจะสามารถ Apply กับโครงการของบริษัทได้
- ▶ บริษัทฯ อยู่ระหว่างก่อสร้างโรงงาน RDF เพื่อรองรับความต้องการใช้ที่สูงขึ้นจากการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตภายหลังลงทุนติดตั้ง Boiler ในช่วงที่ผ่านมา รวมทั้งเตรียมขาย RDF เพื่อเป็นเชื้อเพลิงทดแทนถ่านหินให้แก่ TPIPL ซึ่งผู้บริหารคาดเริ่ม COD ปี 2564 ประเมินรายได้จากการขาย RDF ให้ TPIPL 3-4 ร้อยล้านบาท/ปี
- ▶ สำหรับโครงการเบื้องต้นแบบที่อ. ฉะเชิงเทรา ประกอบด้วยนิคมอุตสาหกรรมใหม่ เช่น รถยนต์ไฟฟ้า เครื่องมือแพทย์ แปรรูปสินค้าเกษตร ระบบราง, โรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงสะอาด, ทำเลือน้ำลึก, และเมืองอัจฉริยะ ปัจจุบันอยู่ระหว่างรอสัญญา PPA และการเปลี่ยนสีผังเมืองเป็นสีม่วงเพื่อดำเนินการต่อ (คาดเสร็จสิ้นภายใน 1Q64) ปัจจุบันบริษัทมีที่ดินรอการพัฒนา 1.2 หมื่นไร่ (มูลค่า 8-9 พันล้านบาท) อาจลงทุนเพิ่มอีก 4 พันไร่ (มูลค่า 2-3 พันล้านบาท)

Our Take

- ▶ กำไร 9M63 คิดเป็น 73% ของคาดการณ์ทั้งปี คงประมาณการปี 2563 - 2564 ที่ 4.6 พันล้านบาท (+3% YoY) และ 4.7 พันล้านบาท (+3% YoY) ตามลำดับ ขึ้นระดับสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง
- ▶ หากบริษัทฯ ได้รับเลือกเป็นผู้ดำเนินโครงการโรงไฟฟ้าใหม่ตามต่างจังหวัดข้างต้น จะเป็น Upside ที่ไม่อยู่ในประมาณการของเรา - ตลาด และจะช่วยปลดล็อกความกังวลเกี่ยวกับผลประกอบการที่เริ่มลดลงตั้งแต่ปี 2565 จากค่าไฟฟ้าส่วนเพิ่ม (Adder) ในสัญญา PPA ที่เริ่มสิ้นสุดลง
- ▶ นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังมีปัจจัยการเติบโตระยะยาวจากการลงทุนโครงการเบื้องต้นแบบที่อ. ฉะเชิงเทรา หากประสบความสำเร็จจะช่วยยกระดับผลประกอบการของ TPIPP ไปอีกขั้น รวมทั้งมูลค่าที่ดินที่รอการพัฒนาสูงขึ้นเป็น Hidden asset ของบริษัท
- ▶ มูลค่าโรงไฟฟ้าในมือ ณ ปัจจุบัน ซื้อขายบน Valuation ที่น่าสนใจ ด้วย PER63-64 เฉลี่ยราว 8x และผลตอบแทนเงินปันผลปี 2563-2564 เฉลี่ย 6-7% ต่อปี คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเหมาะสม 5.00 บาท

บริษัทหลักทรัพย์ หยวนต้า (ประเทศไทย) จำกัด เป็นผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ และอาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้ โดยบริษัทอาจจัดทำวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิดังกล่าวก่อนการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์อ้างอิงนี้