

# CK Power

(CKP.BK/CKP TB)\*

## Outperform · Upgraded

Price as of 1 Feb 2023	4.56
12M target price (Bt/shr)	5.60
Unchanged/Revised up(down)(%)	Unchanged
Upside/downside (%)	22.8

### Key messages

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ CKP จาก ถือ เป็น ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายปี 2566 ที่ 5.60 บาท เรามองว่าการซื้อ CKP ครั้งนี้มี Reward-risk ที่น่าสนใจใน 6-9 เดือนข้างหน้า หลังจากที่มีราคาหุ้นปรับลงมาแล้ว 23% จากจุดสูงสุดในปี 2565 ซึ่งสะท้อนปัจจัยลบไปมากแล้ว และตามปกติแล้วราคาหุ้น CKP จะต่ำสุดในช่วงไตรมาสแรก ก่อนที่จะวิ่งขึ้นไปโดยคาดว่าจะให้ผลตอบแทน  $\geq 25\%$  อิงจากการศึกษาในช่วงปี 2557-2565 (Figure 2) นอกจากนี้ การเซ็น PPA ของโครงการหลวงพระบางใน 1Q66 จะช่วยกระตุ้นจิตวิทยานักลงทุน เราคิดว่าราคาหุ้นในปัจจุบันที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PE ห้าปีย้อนหลัง -1 S.D. เป็นระดับที่น่าสนใจมากพอที่จะรับความเสี่ยงโดยที่มี downside จำกัด

### Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$bn)	37.1/1.2		
Outstanding shares (mn)	8,129		
Foreign ownership (mn)	379		
3M avg. daily trading (mn)	12		
52-week trading range (Bt)	4.5-5.8		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	-7.7	-12.3	-17.1
Relative	-11.0	-16.7	-18.0

### Quarterly EPS

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2020	(0.042)	(0.012)	0.102	0.001
2021	0.014	0.087	0.152	0.015
2022	0.005	0.106	0.180	

### Share price chart



Source: SET

Wetid Tangjindakun  
66.2658.8888 Ext. 8855  
wetid@kgi.co.th

## ทรงดี ไม่มี Sad!

### Event

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น ซื้อ และประมาณการ 4Q65

### Impact

จะเกิดอะไรขึ้นบ้างในปี 2566...?

ถ้าไรท์ลิกปี 2566F ของเรา (-8% YoY) อิงจากความเป็นที่สูงที่จะเกิดปรากฏการณ์ El Niño (สภาพอากาศร้อนขึ้น) ใน 2H66 (Figure 3) และต้นทุนดอกเบี้ยสูงขึ้น เราคิดว่า CKP ต้องแบกรับต้นทุนดอกเบี้ยที่แพงขึ้นจากหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว (20% ของหนี้รวม) และแผนการทำ refinance (หนี้ของ CKP 1.5 พันล้านบาทในเดือนพฤศจิกายน 2566 และหนี้ 1.2 พันล้านบาทของ NN2 ในเดือนมีนาคมและกันยายน 2566) อย่างไรก็ตาม เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะขยับขึ้นในอัตราที่ลดลงในระยะต่อไป ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อโครงสร้างหนี้ของ CKP ทั้งนี้ เราคิดว่าการขึ้นดอกเบี้ยทุก ๆ 25bps จะทำให้กำไรสุทธิลดลง 90-95 ลบ. นอกจากนี้ CKP ยังคิดว่าโครงการหลวงพระบาง (LPCL – SCOD: 2573, 1.50 บาท/หุ้น) ซึ่งก่อนหน้านี้ถูกเลื่อนเซ็น PPA น่าจะสามารถเซ็นได้ใน 1Q66 ซึ่งอาจจะช่วยหนุนให้ต้นทุนในหนี้ที่วิเคราะห์ในตลาดปรับเพิ่มประมาณการกำไรในระยะยาวขึ้นอีก

ประมาณการ 4Q65F – เป็นช่วง low season ตามคาด

CKP จะส่งงบในวันที่ 20 ก.พ. โดยเราคาดกำไรสุทธิ 4Q65F ที่ 146 ลบ. (-90% QoQ, +19% YoY) ขณะที่คาดว่ากำไรสุทธิจะอยู่ที่ 173 ลบ. (-88% QoQ, +40% YoY) กำไรที่ลดลงอย่างมาก QoQ จะเป็นเพราะโรงไฟฟ้าพลังน้ำอยู่ในช่วง low season และค่าใช้จ่าย SG&A เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล แต่ยังคงดีที่มีการขึ้นค่า Ft และต้นทุนก๊าซลดลง ปริมาณการผลิตไฟฟ้าของ NN2 จะอยู่ที่ 373GWh (-34% QoQ, +2 YoY) ในขณะที่ค่าค่าของไฮดรอนิวเคลียร์จะลดลงมาอยู่ที่ 1,727GWh (-36% QoQ, +5% YoY) เนื่องจากกระแสไฟฟ้าเข้าเชื่อมลดลงเพราะอ่างเก็บน้ำ Xiaowan และ Nuozhadu ของจีน เราคิดว่าผลการดำเนินงานของ BIC จะทรงตัวเพราะการขึ้นค่า Ft จะหักล้างไปกับปริมาณการผลิตไฟฟ้าที่ลดลง (-9% QoQ, -5% YoY)

แนวโน้ม 1Q66F – กำไรจะต่ำสุดในรอบปี

เราคิดว่าผลกระทบต่อ CKP ในไตรมาสแรกจะต่ำสุดในรอบปีเช่นเดียวกับปีที่ผ่าน ๆ มา เพราะเป็นช่วง low season ของโรงไฟฟ้าพลังน้ำ เราคิดว่า NN2 จะประกาศความพร้อมจ่ายไฟฟ้าตามหลักการบริหารจัดการน้ำอย่างระมัดระวัง ซึ่งเป็นการปฏิบัติตามปกติ ในขณะที่กระแสไฟฟ้าของ XPCL จากจีนจะลดลง อย่างไรก็ตาม เราคิดว่าปัจจัยลบจะถูกชดเชยไปได้บางส่วนจากการที่ SG&A กลับมามีระดับปกติ และมีการขึ้นค่า Ft ของ BIC อีก 0.61 บาท/kWh

### Valuation & Action

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ CKP จาก ถือ เป็น ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายปี 2566 ที่ 5.60 บาท เรามองว่าการซื้อ CKP ครั้งนี้มี Reward-risk ที่น่าสนใจใน 6-9 เดือนข้างหน้า หลังจากที่มีราคาหุ้นปรับลงมาแล้ว 23% จากจุดสูงสุดในปี 2565 ซึ่งสะท้อนปัจจัยลบไปมากแล้ว และตามปกติแล้วราคาหุ้น CKP จะต่ำสุดในช่วงไตรมาสแรก ก่อนที่จะวิ่งขึ้นไปโดยคาดว่าจะให้ผลตอบแทน  $\geq 25\%$  อิงจากการศึกษาในช่วงปี 2557-2565 (Figure 2) นอกจากนี้ การเซ็น PPA ของโครงการหลวงพระบางใน 1Q66 จะช่วยกระตุ้นจิตวิทยานักลงทุน เราคิดว่าราคาหุ้นในปัจจุบันที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PE ห้าปีย้อนหลัง -1 S.D. เป็นระดับที่น่าสนใจมากพอที่จะรับความเสี่ยงโดยที่มี downside จำกัด

### Risks

ปิดโรงงานนอกแผน, ปัญหา cost overrun, และความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ย

### Key financials and valuations

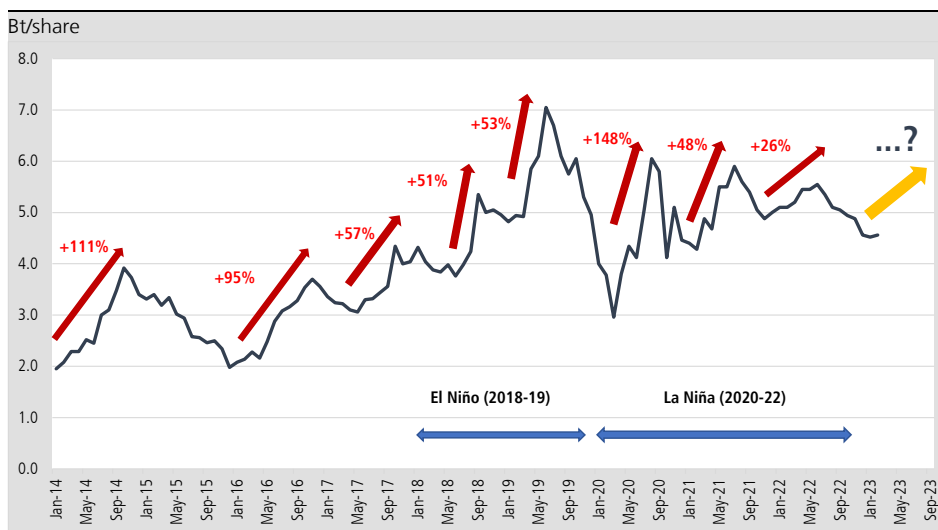
	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22F	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	6,527	8,505	11,470	10,317	8,833
Net Profit (Btmn)	405	2,179	2,464	2,259	2,278
Normalized Profit (Btmn)	394	2,144	2,464	2,259	2,278
Net Profit Growth (%)	(47.4)	438.4	13.1	(8.3)	0.8
Normalized Profit Growth (%)	80.4	444.4	14.9	(8.3)	0.8
EPS (Bt)	0.05	0.27	0.30	0.28	0.28
DPS (Bt)	0.04	0.08	0.09	0.10	0.11
EPS Growth (%)	(47.4)	438.4	13.1	(8.3)	0.8
P/E (X)	91.6	17.0	15.0	16.4	16.3
P/B (X)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (X)	20.9	11.6	10.9	10.9	10.7
Net Debt to Equity (X)	0.47	0.62	0.54	0.50	0.46
Dividend Yield (%)	0.8	1.8	2.0	2.2	2.4
Return on Average Equity (%)	1.2	6.0	6.5	5.7	5.5

Source: Company data, KGI Securities Research

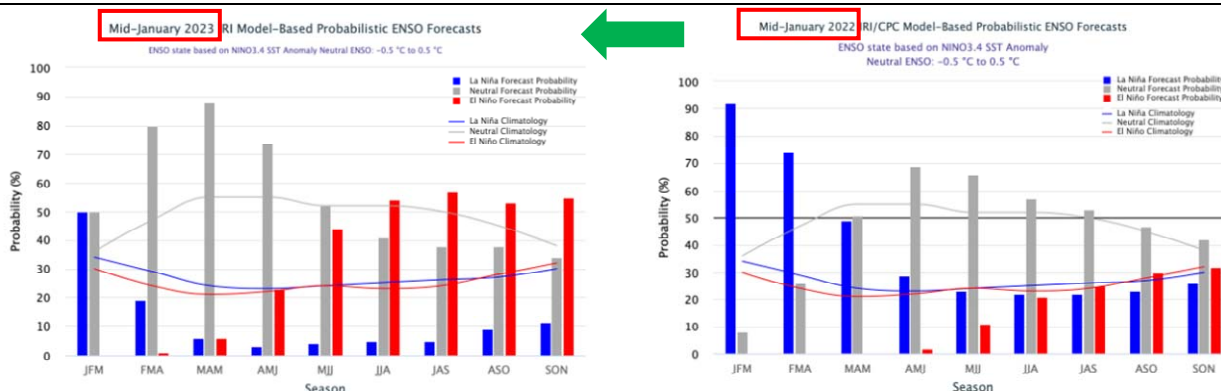
**Figure 1: CKP's 4Q22F earnings preview**

Bt mn	4Q22F	4Q21	YoY (%)	3Q22	QoQ (%)	2022F	2021	YoY (%)	Comments (2022 vs 2021)
Revenue	2,880	2,164	33.1	3,286	(12.4)	10,959	8,505	28.9	(+) largely on a fuel pass-through mechanism of BIC, moderated by weaker NN2's operations
Gross Profit	376	353	6.6	671	(44.0)	1,726	2,070	(16.6)	(-) a spike in fuel costs with lagging Ft rate
SG&A	145	144	0.7	122	18.8	511	495	3.0	(-) higher operating costs
Operating Profit	419	458	(8.6)	733	(42.8)	1,949	2,319	(16.0)	
Operating EBITDA	824	855	(3.6)	1,129	(27.0)	3,531	3,890	(9.2)	
Non-Operating Inc./(Exp.)	(27)	(1)	(2,105.1)	24	(213.5)	13	35	(63.7)	
Equity Income/(Loss)	95	11	751.7	1,252	(92.4)	2,116	1,528	38.5	(+) higher stake and stronger operation of XPCL
Interest expense	267	275	(2.9)	265	0.6	1,065	1,070	(0.5)	(0) interest rate upcycle
<b>Net Profit</b>	<b>146</b>	<b>123</b>	<b>19.0</b>	<b>1,462</b>	<b>(90.0)</b>	<b>2,510</b>	<b>2,179</b>	<b>15.2</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>173</b>	<b>124</b>	<b>39.6</b>	<b>1,438</b>	<b>(88.0)</b>	<b>2,498</b>	<b>2,144</b>	<b>16.5</b>	
EPS (Bt)	0.018	0.015	19.0	0.180	(90.0)	0.31	0.27	15.2	
Normalized EPS (Bt)	0.021	0.015	39.6	0.177	(88.0)	0.31	0.26	16.5	
Percent	4Q22F	4Q21	YoY (ppts)	3Q22	QoQ (ppts)	2022F	2021	YoY (ppts)	
Gross margin	13.1	16.3	(3.2)	20.4	(7.4)	15.8	24.3	(8.6)	
EBITDA margin	28.6	39.5	(10.9)	34.4	(5.7)	17.8	27.3	(9.5)	
SG&A/sales	5.0	6.7	(1.6)	3.7	1.3	(4.7)	(5.8)	1.2	
Percent	4Q22F	4Q21	YoY (ppts)	3Q22	QoQ (ppts)	2022F	2021	YoY (ppts)	
XPCL's generation (Gwh)	1,727.0	1,643.0	84.0	2,678.0	(35.5)	8,018.0	7,305.0	9.8	
NN2 Generation (GWh)	373.0	367.0	1.6	564.0	(34.9)	1,659.0	1,845.0	(10.1)	
BIC1,2 (GWh)	323.9	332.0	(2.4)	291.0	14.1	935.9	941.0	(0.5)	

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 2: CKP's share price – From peak-to-bottom returns in each years during 2014-2022**


Source: Bloomberg, KGI Securities Research

**Figure 3: Unfavorable weather in 2023 – Foreseeing El Niño (warming) (YoY higher red columns) after the severe La Niña in 2022**


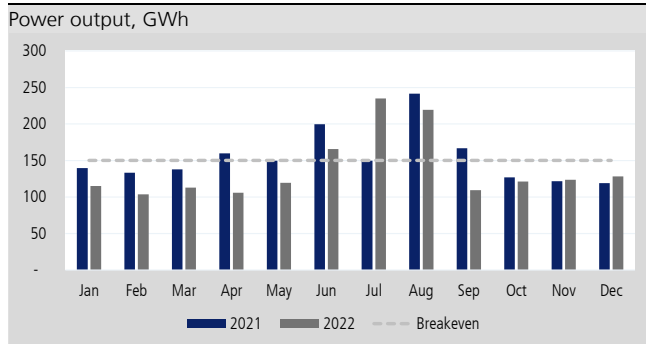
Source: Columbia Climate School, KGI Securities Research

**Figure 4: Company profile**

CK Power (CKP) was founded by CH. Karnchang (CK), with the objective of CKP being the center of those companies focusing on investment in the business of production and distribution of electricity. The company operates its core business as a holding company by holding shares in other companies engaged in production and distribution of electricity generated by various methods. The company's core revenue is derived from dividends from investment by holding shares in its subsidiaries and associated companies.

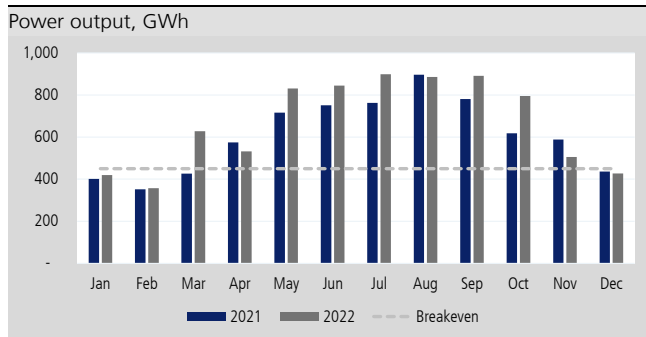
Source: Company data

**Figure 6: Electricity outputs at Nam Ngum 2 (GWh)**



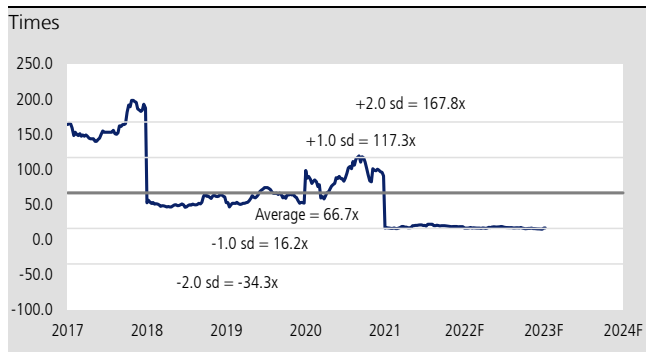
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 8: Electricity outputs at XPCL (GWh)**



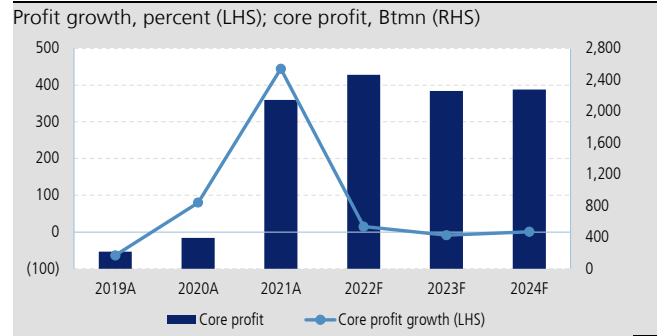
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 10: Company's forward PER**



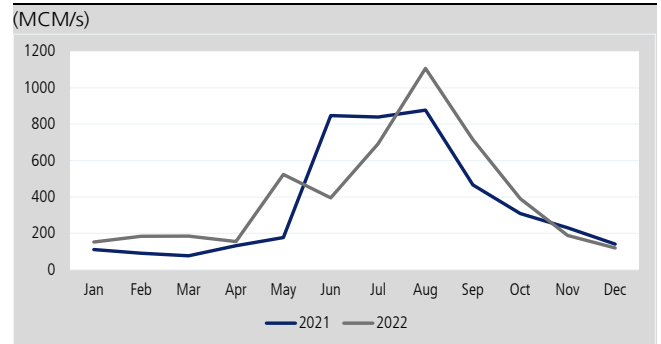
Source: KGI Securities Research

**Figure 5: Earnings outlook for 2022-24F**



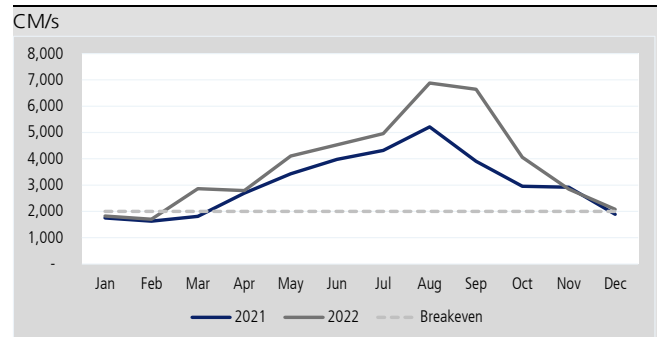
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 7: Water flow at Nam Ngum 2 (MCM/s)**



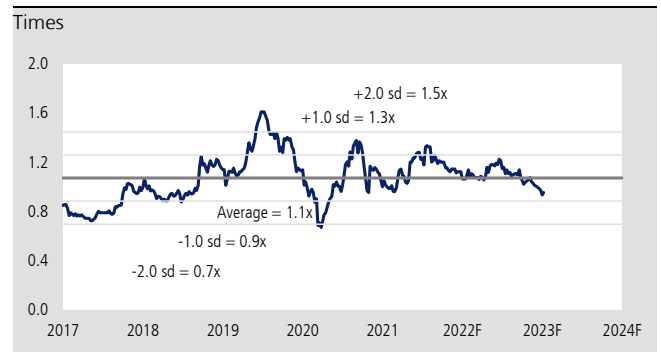
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 9: Water flow at XPCL (CM/s)**



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 11: Company's forward PBV**



Source: KGI Securities Research

**Quarterly Income Statement**

	Dec-19A	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A
Income Statement (Bt mn)												
<b>Revenue</b>	<b>1,918</b>	<b>1,595</b>	<b>1,670</b>	<b>1,973</b>	<b>1,289</b>	<b>1,914</b>	<b>2,105</b>	<b>2,322</b>	<b>2,164</b>	<b>2,339</b>	<b>2,453</b>	<b>3,286</b>
Cost of Goods Sold	(1,595)	(1,477)	(1,536)	(1,495)	(1,393)	(1,439)	(1,521)	(1,665)	(1,811)	(2,063)	(2,051)	(2,615)
<b>Gross Profit</b>	<b>324</b>	<b>118</b>	<b>135</b>	<b>477</b>	<b>(105)</b>	<b>476</b>	<b>584</b>	<b>657</b>	<b>353</b>	<b>277</b>	<b>403</b>	<b>671</b>
Operating Expenses	(202)	(106)	(101)	(100)	(121)	(115)	(127)	(110)	(144)	(115)	(129)	(122)
Other incomes	56	46	42	42	46	73	75	74	75	78	80	89
<b>Operating Profit</b>	<b>178</b>	<b>59</b>	<b>75</b>	<b>419</b>	<b>(179)</b>	<b>434</b>	<b>532</b>	<b>622</b>	<b>284</b>	<b>240</b>	<b>353</b>	<b>638</b>
Depreciation of fixed assets	(365)	(387)	(388)	(392)	(394)	(386)	(443)	(345)	(397)	(388)	(392)	(396)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>747</b>	<b>543</b>	<b>558</b>	<b>903</b>	<b>316</b>	<b>913</b>	<b>1,067</b>	<b>1,056</b>	<b>855</b>	<b>729</b>	<b>849</b>	<b>1,129</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>681</b>	<b>133</b>	<b>111</b>	<b>127</b>	<b>114</b>	<b>125</b>	<b>122</b>	<b>131</b>	<b>190</b>	<b>126</b>	<b>141</b>	<b>144</b>
Interest Income	135	120	119	117	118	114	115	112	191	126	126	120
Other Non-op Income	546	13	(9)	11	(4)	11	7	18	(1)	1	15	24
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(260)</b>	<b>(254)</b>	<b>(243)</b>	<b>(244)</b>	<b>(255)</b>	<b>(262)</b>	<b>(267)</b>	<b>(266)</b>	<b>(275)</b>	<b>(267)</b>	<b>(265)</b>	<b>(265)</b>
Interest Expenses	(260)	(254)	(243)	(244)	(255)	(262)	(267)	(266)	(275)	(267)	(265)	(265)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Equity Income/(Loss)</b>	<b>(107)</b>	<b>(329)</b>	<b>(88)</b>	<b>679</b>	<b>145</b>	<b>(32)</b>	<b>532</b>	<b>1,017</b>	<b>11</b>	<b>(3)</b>	<b>772</b>	<b>1,252</b>
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>491</b>	<b>(391)</b>	<b>(145)</b>	<b>981</b>	<b>(175)</b>	<b>264</b>	<b>919</b>	<b>1,503</b>	<b>210</b>	<b>96</b>	<b>1,001</b>	<b>1,768</b>
Current Taxation	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Minorities	48	(69)	(68)	120	(190)	120	173	219	59	24	97	259
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>512</b>	<b>(340)</b>	<b>(95)</b>	<b>831</b>	<b>8</b>	<b>115</b>	<b>707</b>	<b>1,235</b>	<b>123</b>	<b>39</b>	<b>864</b>	<b>1,462</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>(34)</b>	<b>(353)</b>	<b>(86)</b>	<b>821</b>	<b>12</b>	<b>104</b>	<b>700</b>	<b>1,217</b>	<b>124</b>	<b>38</b>	<b>849</b>	<b>1,438</b>
EPS (Bt)	0.06	(0.04)	(0.01)	0.10	0.00	0.01	0.09	0.15	0.02	0.00	0.11	0.18
Normalized EPS (Bt)	(0.00)	(0.04)	(0.01)	0.10	0.00	0.01	0.09	0.15	0.02	0.00	0.10	0.18
<b>Margins</b>												
Gross profit margin	16.9	7.4	8.1	24.2	(8.1)	24.9	27.7	28.3	16.3	11.8	16.4	20.4
Operating EBIT margin	9.3	3.7	4.5	21.2	(13.9)	22.7	25.3	26.8	13.1	10.3	14.4	19.4
Operating EBITDA margin	39.0	34.1	33.4	45.8	24.5	47.7	50.7	45.5	39.5	31.2	34.6	34.4
Net profit margin	26.7	(21.3)	(5.7)	42.1	0.6	6.0	33.6	53.2	5.7	1.7	35.2	44.5
<b>Growth (QoQ)</b>												
Revenue growth	6.5	(16.8)	4.7	18.1	(34.7)	48.5	10.0	10.3	(6.8)	8.1	4.9	34.0
Operating EBIT growth	1.9	(66.8)	27.7	456.8	(142.7)	342.8	22.6	16.9	(54.4)	(15.4)	47.3	80.4
Operating EBITDA growth	14.3	(27.3)	2.7	61.8	(65.0)	188.5	16.9	(1.0)	(19.0)	(14.7)	16.5	33.0
Net profit growth	1,436.3	(166.3)	72.1	976.4	(99.1)	1,370.7	516.8	74.7	(90.1)	(68.4)	2,131.1	69.2
Normalized profit growth	(216.0)	(937.2)	75.5	1,051.3	(98.5)	768.3	574.2	73.8	(89.8)	(69.4)	2,136.5	69.4

Source: KGI Securities Research

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Total Assets</b>	<b>67,038</b>	<b>69,010</b>	<b>71,803</b>	<b>72,325</b>	<b>72,871</b>
<b>Current Assets</b>	<b>10,566</b>	<b>9,712</b>	<b>12,606</b>	<b>11,993</b>	<b>11,653</b>
Cash & ST Investments	8,899	7,082	9,771	9,102	8,760
Inventories	0	0	0	0	0
Accounts Receivable	1,208	2,105	2,286	2,267	2,241
Others	459	525	550	624	653
<b>Non-current Assets</b>	<b>56,472</b>	<b>59,298</b>	<b>59,197</b>	<b>60,332</b>	<b>61,217</b>
LT Investments	460	460	843	752	657
Net fixed Assets	8,919	8,491	9,328	10,661	11,991
Others	47,093	50,347	49,026	48,919	48,570
<b>Total Liabilities</b>	<b>32,000</b>	<b>32,880</b>	<b>33,707</b>	<b>32,411</b>	<b>31,188</b>
<b>Current Liabilities</b>	<b>6,275</b>	<b>3,427</b>	<b>3,424</b>	<b>3,454</b>	<b>3,486</b>
Accounts Payable	620	927	956	987	1,019
ST Borrowings	0	0	0	0	0
Others	5,655	2,500	2,467	2,467	2,467
<b>Long-term Liabilities</b>	<b>25,725</b>	<b>29,453</b>	<b>30,283</b>	<b>28,957</b>	<b>27,702</b>
Long-term Debts	24,961	28,979	29,804	28,472	27,212
Others	764	474	479	485	490
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>35,038</b>	<b>36,130</b>	<b>38,097</b>	<b>39,914</b>	<b>41,683</b>
Common Stock	8,129	8,129	8,129	8,129	8,129
Capital Surplus	9,522	9,522	9,522	9,522	9,522
Retained Earnings	1,786	3,637	5,369	6,816	8,199
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Securities Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Growth (% YoY)</b>					
Sales	(20.6)	30.3	34.9	(10.1)	(14.4)
OP	(58.3)	205.2	(15.3)	2.6	0.2
EBITDA	(27.4)	99.1	2.8	(0.6)	(0.2)
NP	(47.4)	438.4	13.1	(8.3)	0.8
Normalized Profit	80.4	444.4	14.9	(8.3)	0.8
EPS	(47.4)	438.4	13.1	(8.3)	0.8
Normalized EPS	80.4	444.4	14.9	(8.3)	0.8
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Margin	9.6	24.3	15.9	18.2	21.3
Operating Margin	11.6	27.3	17.1	19.5	22.9
EBITDA Margin	42.0	64.1	48.9	54.0	63.0
Net Profit Margin	6.2	25.6	21.5	21.9	25.8
ROAA	0.6	3.2	3.4	3.1	3.1
ROAE	1.2	6.0	6.5	5.7	5.5
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
Net Debt/Equity (%)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
Interest Coverage (x)	1.2	3.6	3.5	3.3	3.4
Interest & ST Debt Coverage (x)	1.2	3.6	3.5	3.3	3.4
Cash Flow Interest Coverage (x)	2.5	3.4	3.0	2.9	3.2
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	2.5	3.4	3.0	2.9	3.2
Current Ratio (x)	1.7	2.8	3.7	3.5	3.3
Quick Ratio (x)	1.7	2.8	3.7	3.5	3.3
Net Debt (Bt mn)	16,639	22,428	20,564	19,901	18,984
<b>Per Share Data (Bt)</b>					
EPS	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
Normalized EPS	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
CFPS	0.3	0.5	0.4	0.4	0.5
BVPS	4.3	4.4	4.7	4.9	5.1
SPS	0.8	1.0	1.4	1.3	1.1
EBITDA/Share	0.3	0.7	0.7	0.7	0.7
DPS	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
Days Receivables	67.6	90.3	72.7	80.2	92.6
Days Inventory	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Days Payable	38.3	52.6	36.2	42.7	53.5
Cash Cycle	29.2	37.8	36.6	37.5	39.1
<b>Key driver</b>					
Effective capacity (MW)	939	1,003	1,733	1,733	1,733
Average US\$/THB	30.30	29.50	34.90	34.50	32.70
Average Ft rate (Bt/kWh)	0.38	0.39	0.40	1.34	1.53

Source: KGI Securities Research

**Profit & Loss**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Revenue</b>	<b>6,527</b>	<b>8,505</b>	<b>11,470</b>	<b>10,317</b>	<b>8,833</b>
Cost of Goods Sold	(5,901)	(6,435)	(9,652)	(8,444)	(6,950)
<b>Gross Profit</b>	<b>626</b>	<b>2,070</b>	<b>1,818</b>	<b>1,873</b>	<b>1,882</b>
Operating Expenses	(428)	(495)	(503)	(510)	(517)
Other Incomes	176	297	300	303	305
<b>Operating Profit</b>	<b>374</b>	<b>1,872</b>	<b>1,615</b>	<b>1,665</b>	<b>1,670</b>
Depreciation of fixed assets	(1,561)	(1,571)	(1,663)	(1,667)	(1,671)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>2,739</b>	<b>5,453</b>	<b>5,604</b>	<b>5,573</b>	<b>5,561</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>485</b>	<b>567</b>	<b>450</b>	<b>450</b>	<b>450</b>
Interest Income	474	532	450	450	450
Other Non-op Income	11	35	0	0	0
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(996)</b>	<b>(1,070)</b>	<b>(1,139)</b>	<b>(1,186)</b>	<b>(1,138)</b>
Interest Expenses	(996)	(1,070)	(1,139)	(1,186)	(1,138)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
<b>Equity Income/(Loss)</b>	<b>407</b>	<b>1,528</b>	<b>1,976</b>	<b>1,891</b>	<b>1,870</b>
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>270</b>	<b>2,896</b>	<b>2,903</b>	<b>2,821</b>	<b>2,852</b>
Current Taxation	16	(61)	(104)	(90)	(89)
Minorities	207	(571)	(234)	(371)	(385)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>405</b>	<b>2,179</b>	<b>2,464</b>	<b>2,259</b>	<b>2,278</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>394</b>	<b>2,144</b>	<b>2,464</b>	<b>2,259</b>	<b>2,278</b>
EPS (Bt)	0.05	0.27	0.30	0.28	0.28
Normalized EPS (Bt)	0.05	0.26	0.30	0.28	0.28

Source: KGI Securities Research

**Cash Flow**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>2,461</b>	<b>3,667</b>	<b>3,382</b>	<b>3,464</b>	<b>3,685</b>
Net Profit	405	2,179	2,464	2,259	2,278
Depreciation & Amortization	1,561	1,571	1,663	1,667	1,671
Change in Working Capital	729	168	998	1,058	1,221
Others	(234)	(250)	(1,742)	(1,520)	(1,485)
<b>Investment Cash Flow</b>	<b>986</b>	<b>(4,081)</b>	<b>(1,021)</b>	<b>(2,359)</b>	<b>(2,258)</b>
Net CAPEX	(712)	(621)	(1,501)	(2,498)	(2,498)
Change in LT Investment	(396)	(4,864)	(879)	(923)	(969)
Change in Other Assets	2,094	1,405	1,359	1,061	1,209
<b>Free Cash Flow</b>	<b>3,447</b>	<b>(413)</b>	<b>2,362</b>	<b>1,104</b>	<b>1,427</b>
<b>Financing Cash Flow</b>	<b>1,238</b>	<b>(1,404)</b>	<b>327</b>	<b>(1,773)</b>	<b>(1,769)</b>
Change in Share Capital	0	(0)	0	0	0
Net Change in Debt	2,775	(3,708)	0	0	0
Change in Other LT Liab.	(1,537)	2,304	327	(1,773)	(1,769)
<b>Net Cash Flow</b>	<b>4,685</b>	<b>(1,817)</b>	<b>2,689</b>	<b>(669)</b>	<b>(342)</b>

Source: KGI Securities Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1- Revenue	+ COGS	+ Depreciation Revenue	+ Operating Exp. Revenue	= Operating Margin	
2020	66.5%		23.9%	15.2%	-5.6%	
2021	57.2%		18.5%	14.6%	9.8%	
2022F	93.9%		14.5%	10.1%	-18.5%	
2023F	79.7%		16.2%	11.3%	-7.1%	
2024F	46.0%		18.9%	13.3%	21.8%	
Year	1/ Revenue	+ Working Capital	+ Net PPE Revenue	+ Other Assets Revenue	= Capital Turnover	
2020	0.1		1.4	8.9	0.1	
2021	0.0		1.0	7.1	0.1	
2022F	0.1		0.8	5.4	0.2	
2023F	0.1		1.0	6.0	0.1	
2024F	0.1		1.4	6.9	0.1	
Year	Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2020	-5.6%		0.1		-8.8%	0.0%
2021	9.8%		0.1		2.2%	0.0%
2022F	-18.5%		0.2		3.7%	-0.1%
2023F	-7.1%		0.1		3.3%	0.0%
2024F	21.8%		0.1		3.3%	0.1%

Source: KGI Securities Research

**CK Power Pl. – Recommendation & target price history**



Source: KGI Securities Research



# Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



## Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORNBANK	SEAFCO	SEAFCO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B. GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAIKOM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	



## Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAIFOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		



## Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

## Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

Source: www.thai-iod.com

**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 a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

## Anti-corruption Progress Indicator

### Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORNBANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

### Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRIWADAW POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFCO	SEAFCO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

### Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

### No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: [www.cgthailand.org](http://www.cgthailand.org)

**Disclaimer:** The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration



Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

**KGI Locations**

<b>China</b>	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
<b>Singapore</b>		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

**KGI's Ratings**

<b>Rating</b>	<b>Definition</b>
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.  <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

**Disclaimer**

KGI Securities (Thailand) Plc. ( "The Company" ) disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.