



## COMPANY UPDATE

Thailand

# CK Power

(CKP.BK/CKP TB)\*

### Neutral · Maintained

Price as of 21 Jul 2023	3.52
12M target price (Bt/shr)	4.00
Unchanged/Revised up/down(%)	Unchanged
Upside/downside (%)	13.6

### Key messages

ราคาดาวัต้าร์ไทรสุทธิ CKP ใน 2Q66F จะอยู่ที่ 23 ล้านบาท (จากคาดทุนสุทธิ 104 ล้านบาทใน 1Q66, -97% YoY) ในขณะที่คาดว่าดาวัต้าร์ไทรจากธุรกิจหลักจะอยู่ที่ 12 ล้านบาท (จากที่คาดทุนจากธุรกิจหลัก 104 ล้านบาทใน 1Q66, -99% YoY) ผลประกอบการที่ดีขึ้น QoQ จะเป็นเพียงเพื่อปั้นจัยคุกคาม ในขณะที่ผลประกอบการที่แย่ลงของงานภาฯ YOY จะเป็นเพียงกระแสแห่งน้ำ เนื่องจากผลประกอบการดีขึ้นอย่างช้าๆ ในขณะที่เข้มแข็งขึ้นอย่างหนึ่งของการควบคุมอัตราเงินเฟ้อ แรงงานและค่าไฟฟ้า รวมถึงแนวโน้มการลงทุนในประเทศ ผลกระทบจากการณ์ไปก่อน โดยสรุปแล้ว แรงงานหดตัว กำแน่นนำ้อ้อ และประเมินราคากำไรปี 2566 ที่ 4.00 บาท

### Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$bn)	28.6/0.9
Outstanding shares (mn)	8,129
Foreign ownership (mn)	379
3M avg. daily trading (mn)	6
52-week trading range (Bt)	3.3-5.5
Performance (%)	3M 6M 12M
Absolute	-11.1 -24.1 -32.3
Relative	-9.4 -16.8 -31.3

### Quarterly EPS

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2021	0.014	0.087	0.063	0.015
2022	0.005	0.106	0.180	0.009
2023	(0.013)	0.003	-	-

### Share price chart



Source: SET

Wetid Tangjindakun, CISA  
66.2658.8888 Ext. 8855  
wetdt@kgi.co.th

## COMPANY UPDATE

Thailand

# CK Power

(CKP.BK/CKP TB)\*

### ประมาณการ 2Q66F: ยังทรงมานักับผลกำไรทบจาก El Niño

#### Event

ประมาณการ 2Q66F และแนวโน้มของบริษัท

#### Impact

##### ประมาณการ 2Q66F – ดีขึ้นเพียงเพื่อปั้นจัยคุกคาม

วันที่ 10 สิงหาคม ราคาดาวัต้าร์ไทร CKP จะรุ่งงานสำหรับสุทธิใน 2Q66F จะอยู่ที่ 23 ลบ. (จากคาดทุนสุทธิ 104 ลบ. ใน 1Q66, -97% YoY) แต่หากไม่รวมกำไร FX 11ลบ. ก็ได้หลักจะอยู่ที่ 12 ลบ. (จากที่คาดทุนหลัก 104 ลบ. ใน 1Q66, -99% YoY) ราคาดาวัต้าร์ไทร CKP ใน 1H66F จะอยู่ที่ 81 ลบ. (จากที่มีกำไรสุทธิ 903 ลบ. ในวงศ์ 1H66) เนื่องจากกระแสแสบนาดลดลงจากภาวะ El Niño

#### รับมือภัยธรรมชาติลดลง และวัสดุจัดสรรคงอยู่ขาขึ้น

ผลประกอบการที่ดีขึ้น QoQ จะเป็นเพียงผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของโครงการไชยบุรี (จากปั้นจัยคุกคาม และบางส่วนจากกำไร FX) และ BIC1-2 (SPPs) ทั้งนี้ ยอดผู้ติดไฟฟ้าของไชยบุรีเพิ่มขึ้นอย่างช้าๆ เป็น 1,265GWh (+3% QoQ, -41% YoY) เนื่องจากกระแสงานเขื่อนจากอ่างเก็บน้ำ Xijiaowan และ Nuozhadu ในประเทศไทยในระดับต่ำ ทั้งนี้ อิฐօคลาเบิร์ชูนและหัวนาเข็นแก่ใหม่ ทำให้จราจรออกมีขึ้นของโครงการไชยบุรีที่จะช่วยเพิ่มเขื่อนเท่านั้น งานปริมาณผลิตไฟฟ้าของ NN2 อยู่ที่ 319GWh (-8% QoQ, -25% YoY) จากการใช้แนวทางการผลิตอนุรักษ์นิยม ขณะเดียวกัน ผลประกอบการ CKP ที่ใหญ่ลงมาก YoY เป็นเพียงโรงไฟฟ้าพลังน้ำอ่อนแอก โดยดูเหมือนจะมีเพียง BIC1-2 เท่านั้นที่กำไรมีดีขึ้นทั้ง QoQ และ YoY จากการคาดคะ立ちลดลง แม้ว่า Ft เนลี่ยนจะลดลง QoQ เหลือ 1.12 บาท/kWh (-0.42)

#### ยังไม่ชัดเจนว่าภาวะ El Niño จะหายไปเมื่อไหร่

ตามปกติแล้ว ภาวะ El Niño จะกินเวลาประมาณ 9-12 เดือน หรือบางครั้งอาจยาวเป็นปี ๆ ที่ได้ และจะเกิดขึ้นทุก ๆ 2-7 ปีโดยไม่มีกำหนดแน่นอน สำหรับในช่วงที่เหลือของปี 66 มีความน่าจะเป็นถึง 95% ว่า จะเกิดภาวะ El Niño (สูงกว่าที่คาดเอาไว้ก่อนหน้านี้) ก่อนที่คลอดเหลือ 70-90% ใน 1Q67 และ 60% ใน 2Q67 (Figure 3) ทั้งนี้ เรากำลังใน 2H66 CKP จะยังคงได้รับผลกระทบจากภัยธรรมชาติ El Niño และคอกเบื้องจากน้ำที่ยานานาด ดังนั้น เรายังคาดว่ากระแสของโครงการไชยบุรี ซึ่งคาดอยู่ที่ 6.3% ใน 1Q66 จะเพิ่มขึ้นมาอยู่ในช่วง 6.4%-6.5% ทั้งนี้เรายังคงคาดหวังไว้ใน 3Q66F จะเป็นจุดสูงสุดในการอบรี 66F จากปั้นจัยคุกคาม ก่อนที่จะกลับมาคูลดลง QoQ ใน 4Q66F นอกจากนี้ โครงการ NN2 ยังมีกำหนดจะเริ่มท่า-overhaul รอบใหญ่ใน 4Q66 อีกด้วย

#### Valuation & Action

เนื่องจากผลประกอบการที่ดีขึ้น คาดว่าจะมีปั้นจัยที่อยู่เหนือคาดการณ์อย่างเห็นสภาวะอากาศ เรายังแนะนำให้หันกลับทุนกลับหัวและหลักอุดหนุนการณ์ไปก่อน คาดหวัง ROE ของ CKP จะอยู่ในช่วง 3-4% ในปี 2566F-68F ซึ่งต่ำกว่าระดับ peak ของบริษัทที่ 6-6.5% ในปี 2564-65 อีกไกล ทั้งนี้ ถึงแม้ว่าราคาน้ำทุนในปัจจุบันจะอยู่ที่ระดับใกล้เคียง P/BV เคลื่อนยืนอีกตื้อ -2.S.D. แต่เราเชื่อว่ามีเพียงจังหวะที่จะมาราคาหุ้น ดังนั้นเรายังคงแนะนำ ถืออุ คาดราคาปิดท้ายปี 2566 ที่ 4.00 บาท รามมองว่า Upside จะมากจากการใหม่ ๆ ที่มีขนาดใหญ่ และกระแสแสบนาดขึ้นเพิ่มขึ้นจากการ

#### Risks

มีการปิดซ้อมบำรุงรักษาแผน, ปัญหา cost overruns, ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ย

#### Key financials and valuations

	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F	Dec - 25F
Revenue (Btmn)	8,505	10,595	9,650	7,813	8,017
Net Profit (Btmn)	2,179	2,436	1,224	1,367	1,643
Normalized Profit (Btmn)	2,144	2,413	1,224	1,367	1,643
Net Profit Growth (%)	438.4	11.8	(49.8)	11.7	20.2
Normalized Profit Growth (%)	444.4	12.5	(49.3)	11.7	20.2
EPS (Bt)	0.27	0.30	0.15	0.17	0.20
DPS (Bt)	0.08	0.09	0.10	0.11	0.12
EPS Growth (%)	438.4	11.8	(49.8)	11.7	20.2
P/E (X)	13.1	11.7	23.4	20.9	17.4
P/B (X)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (X)	11.6	11.2	14.6	13.9	12.9
Net Debt to Equity (X)	0.62	0.56	0.54	0.54	0.53
Dividend Yield (%)	2.3	2.6	2.8	3.1	3.4
Return on Average Equity (%)	6.0	6.4	3.2	3.5	4.1

Source: Company data, KGI Securities Research

\*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

<http://research.kgi.com>; Bloomberg: KGIT <GO> Please see back page for disclaimer

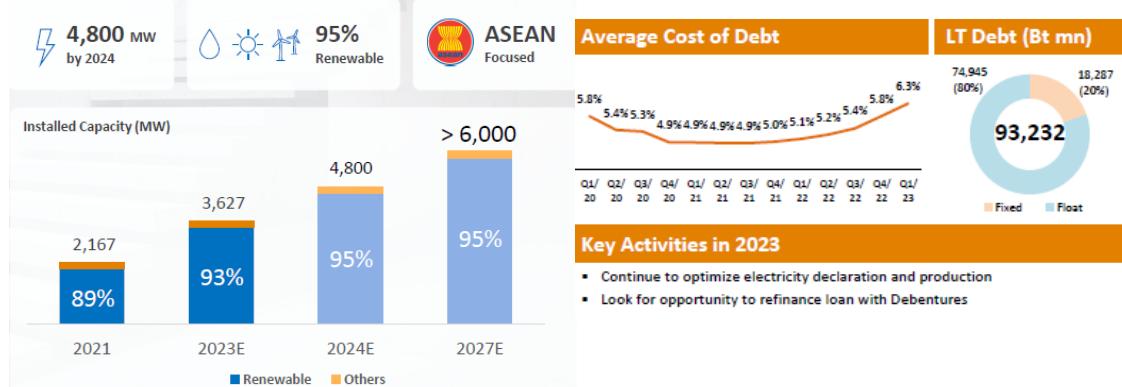
**Figure 1: CKP's 2Q23F earnings preview**

Bt mn	2Q23F	2Q22	YoY (%)	1Q23	QoQ (%)	1H23F	1H22	YoY (%)	Comments (1H23 vs 1H22)
Revenue	2,492	2,453	1.6	2,460	1.3	4,952	4,793	3.3	(+) weaker operation at NN2, moderated by stronger BIC from a better fuel pass-through mechanism
Gross Profit	311	403	(22.7)	289	7.7	600	679	(11.7)	
SG&A	132	129	2.6	126	4.4	258	243	6.1	(-) higher operating costs
Operating Profit	381	457	(16.6)	361	5.5	742	797	(7.0)	
Operating EBITDA	770	849	(9.3)	748	3.0	1,517	1,578	(3.8)	
Non-Operating Inc./Exp.)	11	15	(25.4)	-	N.A.	11	16	(29.0)	
Equity Income/(Loss)	(61)	772	N.A.	(162)	62.3	(223)	769	N.A.	(-) poorer operation of XPCL and interest upcycle
Interest expense	268	265	1.0	263	1.8	531	532	(0.2)	
<b>Net Profit</b>	<b>23</b>	<b>864</b>	<b>(97.3)</b>	<b>(104)</b>	<b>N.A.</b>	<b>(81)</b>	<b>903</b>	<b>N.A.</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>12</b>	<b>849</b>	<b>(98.6)</b>	<b>(104)</b>	<b>N.A.</b>	<b>(92)</b>	<b>887</b>	<b>N.A.</b>	
EPS (Bt)	0.003	0.106	(97.3)	(0.013)	122.2	(0.01)	0.11	(109.0)	
Normalized EPS (Bt)	0.001	0.104	(98.6)	(0.013)	111.4	(0.01)	0.11	(110.4)	
Percent	2Q23F	2Q22	YoY (ppts)	1Q23	QoQ (ppts)	1H23F	1H22	YoY (ppts)	
Gross margin	12.5	16.4	(3.9)	11.7	0.7	12.1	14.2	(2.1)	
EBITDA margin	30.9	34.6	(3.7)	30.4	0.5	15.0	16.6	(1.7)	
SG&A/sales	5.3	5.2	0.1	5.1	0.2	(5.2)	(5.1)	(0.1)	
Assumptions	Change	Change	Change						
XPCL's generation (Gwh)	1,304	1,404	(100.0)	1,265	3.1	2,569	3,613	(28.9)	(-) suffering from El Niño
NN2 Generation (GWh)	295	331	(10.9)	319	3.8	614	722	(15.0)	(-) suffering from El Niño
BIC1,2 (GWh)	387	376	2.9	371	1.3	758	760	(0.3)	

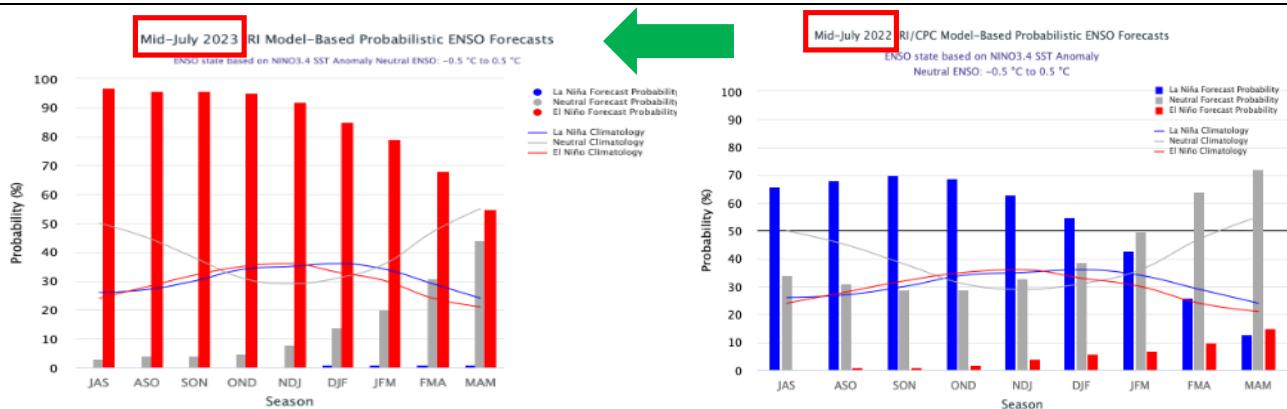
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 2: CKP's long-term growth and Xayaburi's debts**

## TARGET TO DOUBLE IN SIZE IN 3 YEARS



Source: Company data, KGI Securities Research

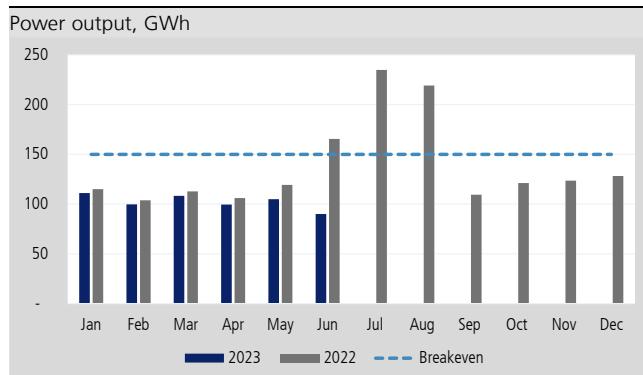
**Figure 3: Unfavorable weather in 2023 –El Niño (warming) (YoY higher red columns) after the severe La Niña in 2022**


Source: Columbia Climate School, KGI Securities Research

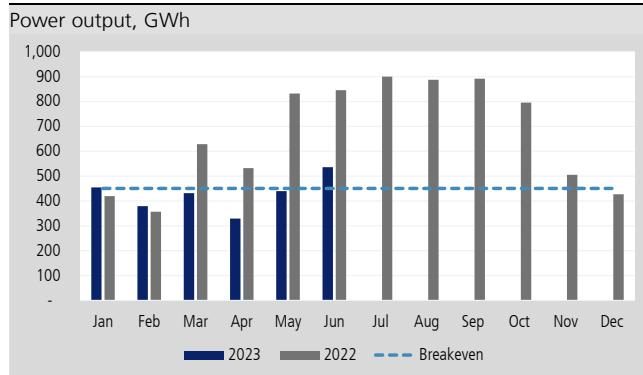
**Figure 4: Company profile**

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.

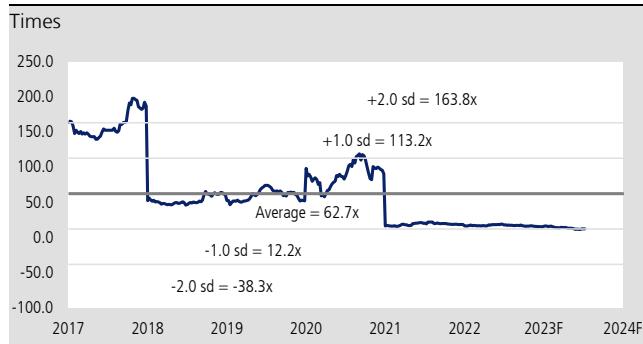
Source: Company data

**Figure 6: Electricity output at Nam Ngum 2**

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 8: Electricity output at XPCL**

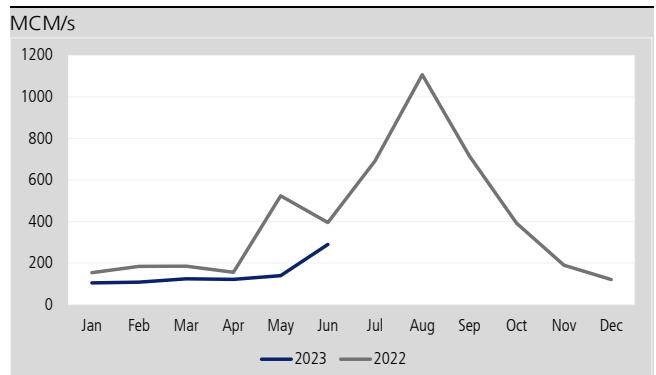
Source: Company data, KGI Securities Research

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

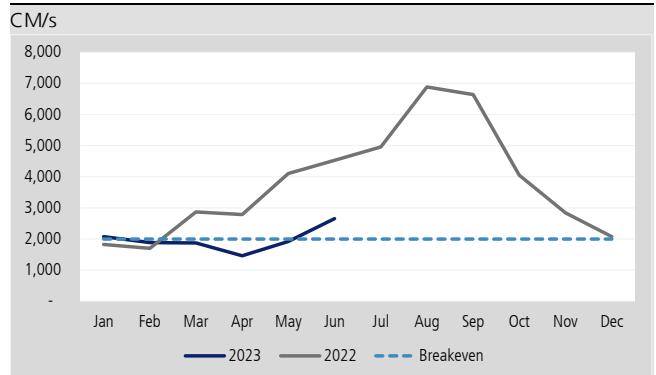
Source: KGI Securities Research

**Figure 5: Earnings outlook for 2023-25F**

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 7: Water flow at Nam Ngum 2**

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 9: Water flow at XPCL**

Source: Company data, KGI Securities Research

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

Source: KGI Securities Research

## Quarterly Income Statement

	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A
Income Statement (Bt mn)														
<b>Revenue</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>	<b>2,516</b>	<b>2,460</b>	<b>2,492</b>
Cost of Goods Sold	(1,477)	(1,536)	(1,495)	(1,393)	(1,439)	(1,521)	(1,665)	(1,811)	(2,063)	(2,051)	(2,615)	(2,252)	(2,171)	(2,181)
<b>Gross Profit</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>	<b>263</b>	<b>289</b>	<b>311</b>
Operating Expenses	(106)	(101)	(100)	(121)	(115)	(127)	(110)	(144)	(115)	(129)	(122)	(160)	(126)	(132)
Other incomes	46	42	42	46	73	75	74	75	78	80	89	87	100	100
<b>Operating Profit</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>	<b>190</b>	<b>262</b>	<b>279</b>
Depreciation of fixed assets	(387)	(388)	(392)	(394)	(386)	(443)	(345)	(397)	(388)	(392)	(396)	(396)	(387)	(389)
<b>Operating EBITDA</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>681</b>	<b>748</b>	<b>770</b>
<b>Non-Operating Income</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>	<b>103</b>	<b>126</b>	<b>142</b>
Interest Income	120	119	117	118	114	115	112	191	126	126	120	119	126	131
Other Non-op Income	13	(9)	11	(4)	11	7	18	(1)	1	15	24	(16)	0	11
<b>Non-Operating Expenses</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>	<b>(277)</b>	<b>(263)</b>	<b>(268)</b>
Interest Expenses	(254)	(243)	(244)	(255)	(262)	(267)	(266)	(275)	(267)	(265)	(265)	(277)	(263)	(268)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Equity Income/(Loss)</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>107</b>	<b>(162)</b>	<b>(61)</b>
<b>Pre-tax Profit</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>	<b>123</b>	<b>(37)</b>	<b>92</b>
Current Taxation	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Minorities	(69)	(68)	120	(190)	120	173	219	59	24	97	259	31	25	25
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(340)</b>	<b>(95)</b>	<b>831</b>	<b>8</b>	<b>115</b>	<b>707</b>	<b>511</b>	<b>123</b>	<b>39</b>	<b>864</b>	<b>1,462</b>	<b>72</b>	<b>(104)</b>	<b>23</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>(353)</b>	<b>(86)</b>	<b>821</b>	<b>12</b>	<b>104</b>	<b>700</b>	<b>492</b>	<b>124</b>	<b>38</b>	<b>849</b>	<b>1,438</b>	<b>88</b>	<b>(104)</b>	<b>12</b>
EPS (Bt)	(0.04)	(0.01)	0.10	0.00	0.01	0.09	0.06	0.02	0.00	0.11	0.18	0.01	(0.01)	0.00
Normalized EPS (Bt)	(0.04)	(0.01)	0.10	0.00	0.01	0.09	0.06	0.02	0.00	0.10	0.18	0.01	(0.01)	0.00
<b>Margins</b>														
Gross profit margin	7.4	8.1	24.2	(8.1)	24.9	27.7	28.3	16.3	11.8	16.4	20.4	10.5	11.7	12.5
Operating EBIT margin	3.7	4.5	21.2	(13.9)	22.7	25.3	26.8	13.1	10.3	14.4	19.4	7.5	10.6	11.2
Operating EBITDA margin	34.1	33.4	45.8	24.5	47.7	50.7	45.5	39.5	31.2	34.6	34.4	27.1	30.4	30.9
Net profit margin	(21.3)	(5.7)	42.1	0.6	6.0	33.6	22.0	5.7	1.7	35.2	44.5	2.9	(4.2)	0.9
<b>Growth (QoQ)</b>														
Revenue growth	(16.8)	4.7	18.1	(34.7)	48.5	10.0	10.3	(6.8)	8.1	4.9	34.0	(23.5)	(2.2)	1.3
Operating EBIT growth	(66.8)	27.7	456.8	(142.7)	342.8	22.6	16.9	(54.4)	(15.4)	47.3	80.4	(70.3)	38.1	6.5
Operating EBITDA growth	(27.3)	2.7	61.8	(65.0)	188.5	16.9	(1.0)	(19.0)	(14.7)	16.5	33.0	(39.7)	9.8	3.0
Net profit growth	(166.3)	72.1	976.4	(99.1)	1,370.7	516.8	(27.8)	(76.0)	(68.4)	2,131.1	69.2	(95.1)	(245.3)	122.2
Normalized profit growth	(937.2)	75.5	1,051.3	(98.5)	768.3	574.2	(29.7)	(74.8)	(69.4)	2,136.5	69.4	(93.9)	(218.7)	111.4

Source: KGI Securities Research

### Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Total Assets</b>	<b>69,010</b>	<b>69,846</b>	<b>71,313</b>	<b>70,795</b>	<b>70,537</b>
<b>Current Assets</b>	<b>9,712</b>	<b>10,423</b>	<b>11,793</b>	<b>10,358</b>	<b>9,096</b>
Cash & ST Investments	7,082	5,931	7,505	5,911	4,461
Inventories	0	0	0	0	0
Accounts Receivable	2,105	2,567	2,081	2,132	2,204
Others	525	1,926	2,207	2,316	2,430
<b>Non-current Assets</b>	<b>59,298</b>	<b>59,423</b>	<b>59,520</b>	<b>60,436</b>	<b>61,441</b>
LT Investments	460	400	752	657	587
Net fixed Assets	8,491	8,050	9,383	10,712	12,038
Others	50,347	50,973	49,385	49,067	48,816
<b>Total Liabilities</b>	<b>32,880</b>	<b>31,907</b>	<b>32,867</b>	<b>31,651</b>	<b>30,504</b>
<b>Current Liabilities</b>	<b>3,427</b>	<b>4,632</b>	<b>4,656</b>	<b>4,680</b>	<b>4,705</b>
Accounts Payable	927	741	764	789	814
ST Borrowings	0	0	0	0	0
Others	2,500	3,891	3,891	3,891	3,891
<b>Long-term Liabilities</b>	<b>29,453</b>	<b>27,275</b>	<b>28,211</b>	<b>26,971</b>	<b>25,799</b>
Long-term Debts	28,979	26,799	27,729	26,483	25,303
Others	474	476	482	489	495
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>36,130</b>	<b>37,939</b>	<b>38,446</b>	<b>39,143</b>	<b>40,032</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	3,637	5,401	5,811	6,284	6,952
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Securities Research

### Key Ratios

Year to 31 Dec	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Growth (% YoY)</b>					
Sales	30.3	24.6	(8.9)	(19.0)	2.6
OP	205.2	(21.7)	(21.4)	14.2	4.3
EBITDA	99.1	1.6	(24.2)	6.0	7.6
NP	438.4	11.8	(49.8)	11.7	20.2
Normalized Profit	444.4	12.5	(49.3)	11.7	20.2
EPS	438.4	11.8	(49.8)	11.7	20.2
Normalized EPS	444.4	12.5	(49.3)	11.7	20.2
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Margin	24.3	15.2	14.1	20.1	20.5
Operating Margin	27.3	17.1	14.8	20.8	21.2
EBITDA Margin	64.1	52.3	43.5	57.0	59.7
Net Profit Margin	25.6	23.0	12.7	17.5	20.5
ROAA	3.2	3.5	1.7	1.9	2.3
ROAE	6.0	6.4	3.2	3.5	4.1
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8
Net Debt/Equity (%)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
Interest Coverage (x)	3.6	3.7	2.2	2.5	2.9
Interest & ST Debt Coverage (x)	3.6	3.7	2.2	2.5	2.9
Cash Flow Interest Coverage (x)	3.4	3.1	3.0	2.8	2.9
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	3.4	3.1	3.0	2.8	2.9
Current Ratio (x)	2.8	2.3	2.5	2.2	1.9
Quick Ratio (x)	2.8	2.3	2.5	2.2	1.9
Net Debt (Bt mn)	22,428	21,394	20,750	21,098	21,369
<b>Per Share Data (Bt)</b>					
EPS	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
CFPS	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
BVPS	4.4	4.7	4.7	4.8	4.9
SPS	1.0	1.3	1.2	1.0	1.0
EBITDA/Share	0.7	0.7	0.5	0.5	0.6
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Days Receivables	90.3	88.4	78.7	99.6	100.4
Days Inventory	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Days Payable	52.6	30.1	33.7	46.1	46.6
Cash Cycle	37.8	58.3	45.1	53.5	53.7

Source: KGI Securities Research

### Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Revenue</b>	<b>8,505</b>	<b>10,595</b>	<b>9,650</b>	<b>7,813</b>	<b>8,017</b>
Cost of Goods Sold	(6,435)	(8,981)	(8,286)	(6,242)	(6,371)
<b>Gross Profit</b>	<b>2,070</b>	<b>1,614</b>	<b>1,364</b>	<b>1,571</b>	<b>1,646</b>
Operating Expenses	(495)	(526)	(590)	(597)	(605)
Other Incomes	297	333	303	305	308
<b>Operating Profit</b>	<b>1,872</b>	<b>1,421</b>	<b>1,076</b>	<b>1,279</b>	<b>1,349</b>
Depreciation of fixed assets	(1,571)	(1,572)	(1,667)	(1,671)	(1,675)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>5,453</b>	<b>5,540</b>	<b>4,202</b>	<b>4,453</b>	<b>4,790</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>567</b>	<b>514</b>	<b>450</b>	<b>450</b>	<b>450</b>
Interest Income	532	490	450	450	450
Other Non-op Income	35	24	0	0	0
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(1,070)</b>	<b>(1,075)</b>	<b>(1,146)</b>	<b>(1,116)</b>	<b>(1,073)</b>
Interest Expenses	(1,070)	(1,075)	(1,146)	(1,116)	(1,073)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
<b>Equity Income/(Loss)</b>	<b>1,528</b>	<b>2,129</b>	<b>1,109</b>	<b>1,153</b>	<b>1,416</b>
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>2,896</b>	<b>2,989</b>	<b>1,490</b>	<b>1,766</b>	<b>2,142</b>
Current Taxation	(61)	(47)	(70)	(75)	(178)
Minorities	(571)	(410)	(97)	(224)	(221)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>2,179</b>	<b>2,436</b>	<b>1,224</b>	<b>1,367</b>	<b>1,643</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>2,144</b>	<b>2,413</b>	<b>1,224</b>	<b>1,367</b>	<b>1,643</b>
EPS (Bt)	0.27	0.30	0.15	0.17	0.20
Normalized EPS (Bt)	0.26	0.30	0.15	0.17	0.20

Source: KGI Securities Research

### Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>3,667</b>	<b>3,320</b>	<b>3,435</b>	<b>3,167</b>	<b>3,156</b>
Net Profit	2,179	2,436	1,224	1,367	1,643
Depreciation & Amortization	1,571	1,572	1,667	1,671	1,675
Change in Working Capital	168	(917)	1,557	1,058	1,033
Others	(250)	229	(1,013)	(929)	(1,195)
<b>Investment Cash Flow</b>	<b>(4,081)</b>	<b>(1,454)</b>	<b>(2,074)</b>	<b>(2,844)</b>	<b>(2,672)</b>
Net CAPEX	(621)	(622)	(2,008)	(2,498)	(2,498)
Change in LT Investment	(4,864)	(3,030)	(1,030)	(1,082)	(1,136)
Change in Other Assets	1,405	2,198	965	736	962
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(413)</b>	<b>1,866</b>	<b>1,361</b>	<b>322</b>	<b>484</b>
<b>Financing Cash Flow</b>	<b>(1,404)</b>	<b>(3,016)</b>	<b>214</b>	<b>(1,917)</b>	<b>(1,933)</b>
Change in Share Capital	(0)	0	0	0	0
Net Change in Debt	(3,708)	871	0	0	0
Change in Other LT Liab.	2,304	(3,888)	214	(1,917)	(1,933)
<b>Net Cash Flow</b>	<b>(1,817)</b>	<b>(1,152)</b>	<b>1,575</b>	<b>(1,594)</b>	<b>(1,450)</b>

Source: KGI Securities Research

### Rates of Return on Invested Capital

Year	1- COGS Revenue	+ Depreciation Revenue	+ Operating Exp. Revenue	= Operating Margin
2021	57.2%	18.5%	14.6%	9.8%
2022	87.1%	14.8%	11.8%	-13.8%
2023F	77.8%	17.3%	12.9%	-8.0%
2024F	43.1%	21.4%	16.0%	19.4%
2025F	58.6%	20.9%	15.7%	4.8%
Year	1/ Working Capital Revenue	+ Net PPE Revenue	+ Other Assets Revenue	= Capital Turnover
2021	0.0	1.0	7.1	0.1
2022	-0.1	0.8	5.8	0.2
2023F	0.2	1.0	6.4	0.1
2024F	0.1	1.4	7.7	0.1
2025F	0.1	1.5	7.3	0.1
Year	Operating Margin	x Capital Turnover	x Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2021	9.8%	0.1	2.2%	0.0%
2022	-13.8%	0.2	1.6%	0.0%
2023F	-8.0%	0.1	5.0%	-0.1%
2024F	19.4%	0.1	4.5%	0.1%
2025F	4.8%	0.1	8.7%	0.0%

Source: KGI Securities Research

## CK Power Pcl. – Recommendation &amp; 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	SEAFCO	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORN BANK	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SVI	SVI
BGRIM	B.GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	TACC	T.A.C. CONSUMER
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TCAP	THANACHART CAPITAL
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	THCOM	THAIMON
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TOP	THAI OIL
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	WHA	WHA CORPORATION
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHAUP	
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT		



### 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	LADPROA 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	KASIKORN BANK	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	PTTG	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	SRISAWAD 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	ITC	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
CENTEL	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 POKHAND 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		China	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
Taiwan		Taipei		700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong				41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand		Bangkok		8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore				4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826
KGI's Ratings	Rating	Definition		
	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.  Excess return = 12M target price/current price-		
	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.			