

CK Power

(CKP.BK/CKP TB)*

Neutral · Downgraded

Price as of 29 May 2023	3.44
12M target price (Bt/shr)	4.00
Unchanged/Revised up(down)(%)	(29.0)
Upside/downside (%)	16.3

Key messages

ราคาหุ้น CKP ดูเหมือนจะไม่ขยับขึ้นตามปัจจัยฤดูกาลในปี นี้ (จากก่อนหน้าที่เรามองว่าจะขึ้นไปตามรูปแบบในอดีต และใช้เป็นไอเดีย Tactical call) เพราะความน่าจะเป็นที่จะเกิดภาวะ El Niño สูงกว่าที่คาดไว้และดอกเบี้ยอยู่ในขาขึ้น ถึงแม้ว่าราคาหุ้นจะลดลงมาแล้วถึง 25% YTD (ไกล -2 S.D. จาก forward PE 1 ปี) และตลาดปรับลดกำไรปีนี้ลงมาแล้ว 10% แต่เรามองว่ายังปัจจัยลบรออยู่อีกจากการที่อาจมีการปรับลดกำไรลงอีก และแนวโน้มธุรกิจที่ดูไม่ดีขึ้นในอีก 3-5 ปีข้างหน้า ดังนั้น เราจึงปรับลดคำแนะนำหุ้น CKP เป็นถือ จากซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายเหลือ 4.00 บาท จาก 5.60 บาท

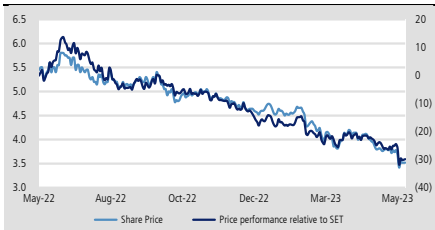
Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	27.9/902
Outstanding shares (mn)	8,129
Foreign ownership (mn)	379
3M avg. daily trading (mn)	8
52-week trading range (Bt)	3.4-5.8
Performance (%)	3M 6M 12M
Absolute	-18.9 -29.5 -37.5
Relative	-14.6 -25.2 -32.9

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)			

Share price chart



Source: SET

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

กลับตัวก็ไม่ได้ ให้เดินต่อไปก็ไปไม่ถึง

Event

ปรับลดกำไรและราคาเป้าหมาย และสาระสำคัญจากประชมนักวิเคราะห์ 1Q66

Impact

กลยุทธ์ยังเหมือนเดิม แต่จะถูกระทบหนักจากปัจจัยลบที่รุนแรง โดยเฉพาะในปี 2566

CKP ยังคงเป้าหมายกำลังการผลิตในระยะยาวเอาไว้ที่ >6,000MW ในปี 2570 (จาก 3,627MW ในปี 2566F) ซึ่งหมายความว่ายังมีกำลังการผลิตใหม่เพิ่มเข้ามาปีละ ~600MW โดยกำลังการผลิตใหม่ที่บริษัทมุ่งเน้นจะเป็นโครงการทั้งประเภท greenfield และ brownfield โดยเฉพาะอย่างยิ่งโครงการพลังงาน ซึ่งการที่ Gulf Energy Development (GULF.BK/GULF TB)* เข้ามาลงทุนในโครงการหลวงพระบาง (GULF ถือหุ้น 20%) อาจเพิ่มศักยภาพในการเติบโตร่วมกันได้ในอนาคต อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณา YTD เราพบว่า CKP ได้ปรับผลกระทบมากขึ้นจากความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ El Niño และวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นที่ขยับขึ้น โดยต้นทุนเงินกู้ของโครงการไซยะบุรีเฉลี่ยอยู่ที่ 5.2% ในปี 2565 เป็น 6.3% ใน 1Q66 และคาดว่าจะอยู่ในช่วง 6.4-6.5% ในไตรมาสที่เหลือของปีนี้ นอกจากนี้ โครงการ NN2 ยังอยู่ระหว่างการ overhaul รอบใหญ่ 3 ปี (เริ่มใน 4Q66, 1Q67, และ 1Q68) โดยตั้งงบลงทุน (capex) ไว้ที่ปีละ ~300 ล้านบาท

ปรับลดกำไรลงมากเพื่อสะท้อนหลักๆ ถึงระดับน้ำที่ลดลงและดอกเบี้ยขาขึ้น

เราปรับลดกำไรปี 2566-2568F ลงถึง 32-47% เพื่อสะท้อนถึง capacity factor ที่ลดลงของโครงการไซยะบุรี และ นำริ้ม 2 รวมถึงค่าใช้จ่าย SG&A และต้นทุนดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น (Figure 2) ซึ่งคาดการณ์ใหม่กำไรสุทธิปี 2566F จะลดลง 50% YoY ก่อนจะฟื้นตัว 13% / 20% ในปี 2567-68F จากระดับน้ำที่เพิ่ม และราคา ก๊าซ SPP ที่ลดลง ทั้งนี้ CKP ไม่มีโครงการใหม่ใน pipeline อื่นนอกจากหลวงพระบาง (SCOD: ปี 2573)

ประมาณการ 2Q66F คร่าว ๆ - กำไรจะเพิ่มขึ้น QoQ แต่จะลดลง YoY

เราเชื่อว่าผลการดำเนินงาน CKP ใน 2Q66 จะดีดตัวขึ้นได้ปานกลาง QoQ จากกระแสเข้าเขื่อนเพิ่มขึ้น ทำให้ยอดผลิตไฟฟ้าจากโครงการพลังงานเพิ่มขึ้น เราคาดว่ายอดผลิตไฟฟ้าของไซยะบุรีจะเพิ่มขึ้น แม้ว่า NN2 จะประกาศปริมาณการผลิตไฟฟ้าที่ 295GWh (-8% QoQ, -25% YoY) เนื่องจากยังคงใช้แนวทางแบบอนุรักษ์นิยม โดยในปัจจุบันระดับน้ำในอ่างเก็บน้ำ Xiaowan และ Nuozhadu ของจีนอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้ แต่ระดับน้ำในโครงการ NN2 อยู่ต่ำกว่าในอดีต นอกจากนี้ เรายังมองว่ามีโอกาสมากขึ้นที่จะเกิดภาวะ El Niño โดยมีความน่าจะเป็นที่ 70-90% เมื่อเทียบกับข้อมูลในปี 2565 (Figure 3)

Valuation & Action

ราคาหุ้น CKP ดูเหมือนจะไม่ขยับขึ้นตามปัจจัยฤดูกาลในปี นี้ (จากก่อนหน้าที่เรามองว่าจะขึ้นไปตามรูปแบบในอดีตและใช้เป็นไอเดีย Tactical call) เพราะความน่าจะเป็นที่จะเกิดภาวะ El Niño สูงกว่าที่คาดและดอกเบี้ยอยู่ในขาขึ้น ถึงแม้ว่าราคาหุ้นจะลดลงมาถึง 25% YTD (ไกล -2 S.D. จาก forward PE 1 ปี) และตลาดปรับลดประมาณการกำไรปีนี้ลงแล้ว 10% แต่เรามองว่ายังปัจจัยลบรออยู่อีกจากการที่ตลาดจะมีการปรับลดกำไรของตลาดลงอีก และแนวโน้มธุรกิจที่ดูไม่ดีขึ้นในอีก 3-5 ปีข้างหน้า ดังนั้น เราจึงปรับลดคำแนะนำหุ้น CKP เป็นถือ จากซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่เหลือ 4.00 บาท จาก 5.60 บาท เรามองว่า Upside จะมาจากโครงการใหม่ ๆ ที่มีขนาดใหญ่ และกระแสเข้าเขื่อนเพิ่มขึ้น

Risks

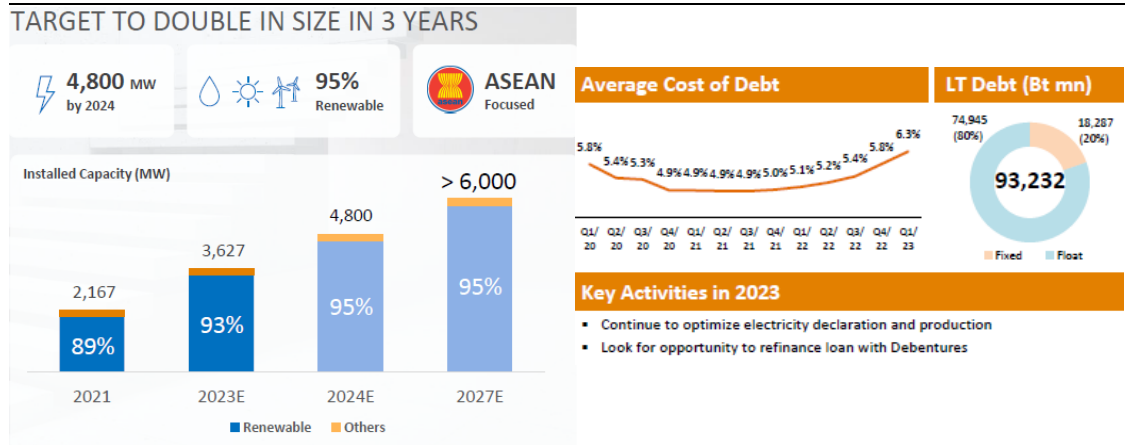
ปิดโรงงานนอกแผน, ปัญหา cost overrun, และความผันผวนของ FX และอัตราดอกเบี้ย

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)	12.8	11.5	22.9	20.5	17.0
P/B (X)	0.8	0.7	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	2.9	3.2	3.5
Return on Average Equity (%)	6.0	6.4	3.2	3.5	4.1

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 1: CKP's long-term growth and Xayaburi's debts



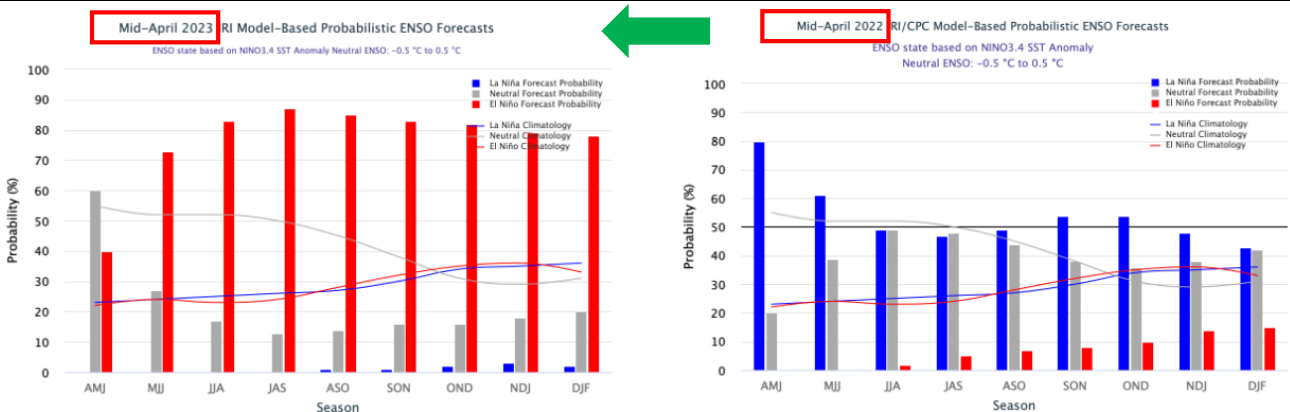
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: CKP – Earnings revision

	Previous	2023F Revised	Change	Previous	2024F Revised	Change	Previous	2025F Revised	Change
Financials (Btmm)			<i>Percent</i>			<i>Percent</i>			<i>Percent</i>
Revenue	10,317	9,650	(6.5)	8,833	7,813	(11.5)	8,833	8,017	(9.2)
Gross profit	1,873	1,364	(27.2)	1,882	1,571	(16.5)	1,757	1,646	(6.3)
SG&A	510	590	15.7	517	597	15.5	525	605	15.2
Interest income	450	450	0.0	450	450	0.0	450	450	0.0
Interest expense	1,128	1,146	1.5	1,085	1,116	2.8	1,045	1,073	2.7
Equity income	1,891	1,109	(41.4)	1,870	1,153	(38.3)	2,022	1,416	(30.0)
Net profit	2,316	1,224	(47.2)	2,330	1,367	(41.3)	2,411	1,643	(31.8)
Normalized profit	2,316	1,224	(47.2)	2,330	1,367	(41.3)	2,411	1,643	(31.8)
Key financial ratio (%)			<i>ppts</i>			<i>ppts</i>			<i>ppts</i>
GPM	18.2	14.1	(4.0)	21.3	20.1	(1.2)	19.9	20.5	0.6
SG&A/Sale	4.9	6.1	1.2	5.9	7.6	1.8	5.9	7.5	1.6
ROE	5.8	3.2	(2.6)	5.6	3.5	(2.1)	5.6	4.1	(1.5)
Key performance driver									
XPCL's interest rate	5.50	6.50	1.0	5.50	6.60	1.1	5.50	6.30	0.8
SPP Gas price (Bt/mmBTU)	400	390	(10.0)	300	250	(50.0)	300	250	(50.0)
Higher SG&A									

Source: Bloomberg, KGI Securities Research

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



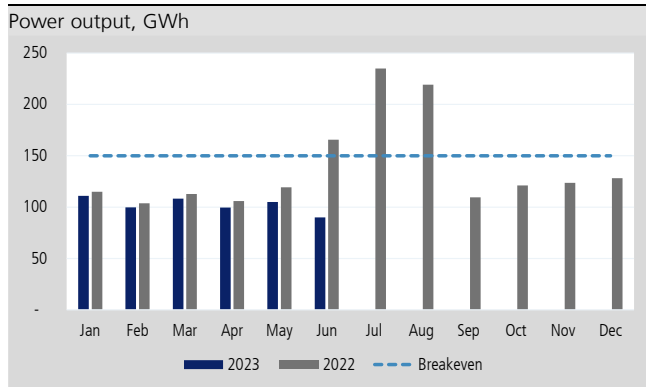
Source: Columbia Climate School, KGI Securities Research

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.

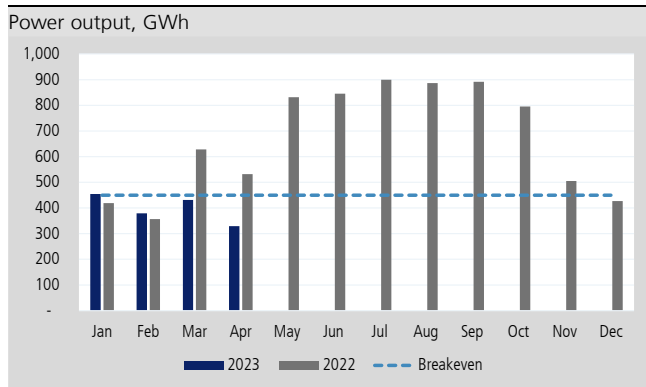
Source: Company data

Figure 6: Electricity output at Nam Ngum 2



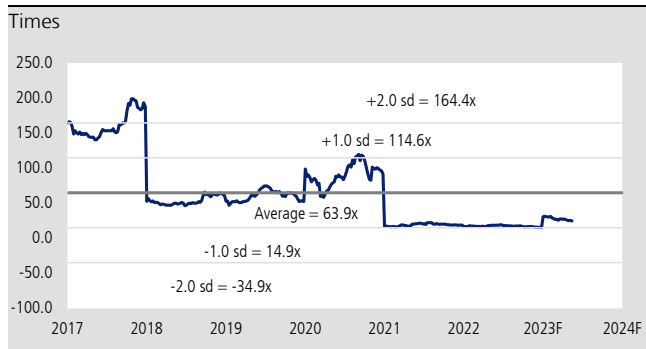
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Electricity output at XPCL



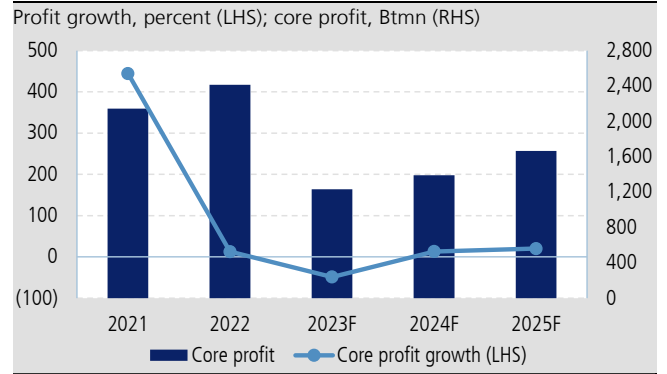
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: CKP's forward PER



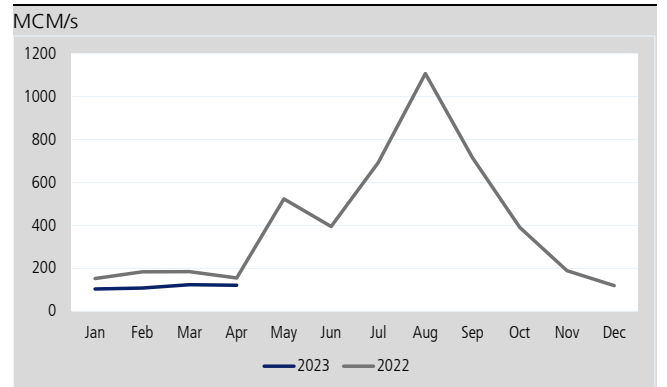
Source: KGI Securities Research

Figure 5: Earnings outlook for 2023-25F



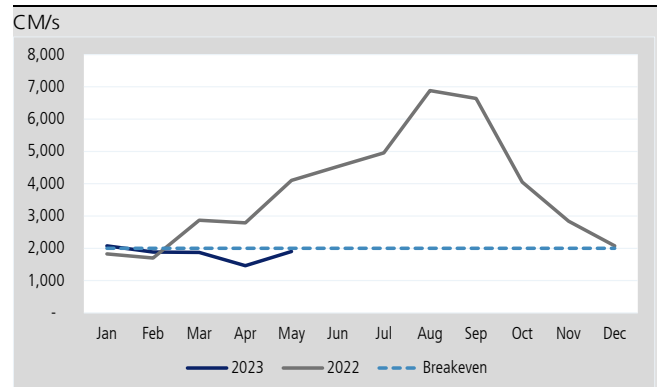
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: Water flow at Nam Ngum 2



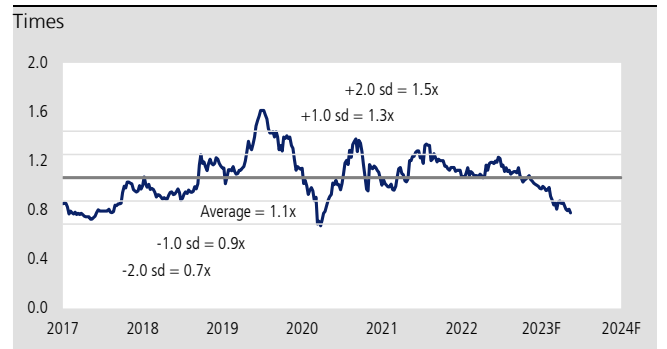
Source: Company data, KGI Securities Research

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
Income Statement (Bt mn)													
Revenue	1,595	1,670	1,973	1,289	1,914	2,105	2,322	2,164	2,339	2,453	3,286	2,516	2,460
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)
Gross Profit	118	135	477	(105)	476	584	657	353	277	403	671	263	289
Operating Expenses	(106)	(101)	(100)	(121)	(115)	(127)	(110)	(144)	(115)	(129)	(122)	(160)	(126)
Other incomes	46	42	42	46	73	75	74	75	78	80	89	87	100
Operating Profit	59	75	419	(179)	434	532	622	284	240	353	638	190	262
Depreciation of fixed assets	(387)	(388)	(392)	(394)	(386)	(443)	(345)	(397)	(388)	(392)	(396)	(396)	(387)
Operating EBITDA	543	558	903	316	913	1,067	1,056	855	729	849	1,129	681	748
Non-Operating Income	133	111	127	114	125	122	131	190	126	141	144	103	126
Interest Income	120	119	117	118	114	115	112	191	126	126	120	119	126
Other Non-op Income	13	(9)	11	(4)	11	7	18	(1)	1	15	24	(16)	0
Non-Operating Expenses	(254)	(243)	(244)	(255)	(262)	(267)	(266)	(275)	(267)	(265)	(265)	(277)	(263)
Interest Expenses	(254)	(243)	(244)	(255)	(262)	(267)	(266)	(275)	(267)	(265)	(265)	(277)	(263)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	(329)	(88)	679	145	(32)	532	1,017	11	(3)	772	1,252	107	(162)
Pre-tax Profit	(391)	(145)	981	(175)	264	919	1,503	210	96	1,001	1,768	123	(37)
Current Taxation	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
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	(340)	(95)	831	8	115	707	511	123	39	864	1,462	72	(104)
Normalized Profit	(353)	(86)	821	12	104	700	492	124	38	849	1,438	88	(104)
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)
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)
Margins													
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
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
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
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)
Growth (QoQ)													
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)
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
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
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)
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)

Source: KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Total Assets	69,010	69,846	71,321	70,823	70,586
Current Assets	9,712	10,423	11,800	10,387	9,145
Cash & ST Investments	7,082	5,931	7,512	5,939	4,511
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
Non-current Assets	59,298	59,423	59,520	60,436	61,441
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
Total Liabilities	32,880	31,907	32,867	31,651	30,504
Current Liabilities	3,427	4,632	4,656	4,680	4,705
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
Long-term Liabilities	29,453	27,275	28,211	26,971	25,799
Long-term Debts	28,979	26,799	27,729	26,483	25,303
Others	474	476	482	489	495
Shareholders' Equity	36,130	37,939	38,453	39,171	40,082
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	5,818	6,313	7,002
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Growth (% YoY)					
Sales	30.3	24.6	(8.9)	(18.9)	2.6
OP	205.2	(21.7)	(21.1)	14.9	4.3
EBITDA	99.1	1.6	(24.0)	6.3	7.5
NP	438.4	11.8	(49.5)	12.8	19.9
Normalized Profit	444.4	12.5	(49.0)	12.8	19.9
EPS	438.4	11.8	(49.5)	12.8	19.9
Normalized EPS	444.4	12.5	(49.0)	12.8	19.9
Profitability (%)					
Gross Margin	24.3	15.2	14.2	20.3	20.7
Operating Margin	27.3	17.1	14.8	21.0	21.4
EBITDA Margin	64.1	52.3	43.6	57.2	59.9
Net Profit Margin	25.6	23.0	12.7	17.7	20.7
ROAA	3.2	3.5	1.7	2.0	2.4
ROAE	6.0	6.4	3.2	3.5	4.2
Stability					
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	2.9	3.0
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	3.4	3.1	3.0	2.9	3.0
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	20,743	21,070	21,319
Per Share Data (Bt)					
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	0.6	0.6
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Activity					
Asset Turnover (x)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Days Receivables	90.3	88.4	78.7	99.4	100.2
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	45.0	53.3	53.5

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

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

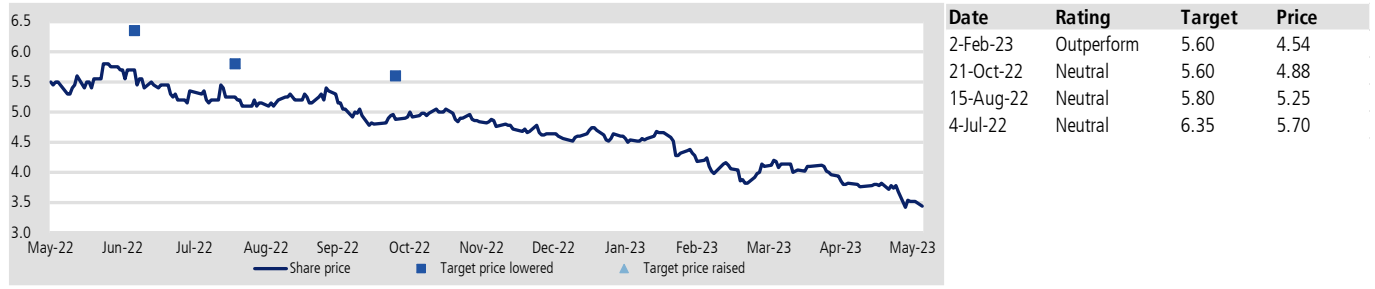
Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Operating Cash Flow	3,667	3,320	3,439	3,181	3,170
Net Profit	2,179	2,436	1,231	1,388	1,665
Depreciation & Amortization	1,571	1,572	1,667	1,671	1,675
Change in Working Capital	168	(917)	1,557	1,058	1,033
Others	(250)	229	(1,015)	(937)	(1,202)
Investment Cash Flow	(4,081)	(1,454)	(2,071)	(2,837)	(2,665)
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	967	743	969
Free Cash Flow	(413)	1,866	1,368	343	505
Financing Cash Flow	(1,404)	(3,016)	214	(1,917)	(1,933)
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)
Net Cash Flow	(1,817)	(1,152)	1,582	(1,573)	(1,428)

Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- Revenue	- 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%	21.3%	16.0%		19.5%
2025F	58.5%	20.8%	15.7%		5.0%
Year	1/ Revenue	+ 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	19.5%	0.1	4.6%	0.1%	
2025F	5.0%	0.1	8.7%	0.0%	

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	SMPK	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	THAICOM
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	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	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERWAN 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	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
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 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

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.