

TPI Polene Power PCL (TPIPP)

กำไร 4Q64 ไม่เด่น โกลด์การ์ด

Results Review

ผลประกอบการ 4Q64

TPIPP ประกาศผลประกอบการ 4Q64 มีกำไรสุทธิที่ไม่เด่น 999 ล้านบาท ดีขึ้นจากไตรมาสก่อนเล็กน้อย 6%QoQ ในขณะที่ลดลงจากปีก่อน 14%YoY โกลด์การ์ดกับที่เราคาดหมายจะมีกำไร 1,000 ล้านบาท (3 ธ.ค. 2564) ผลประกอบการถูกกระทบต่อเนื่องจากต้นทุนถ่านหินสูงลิ่วใหม่ที่สูงขึ้น ทำให้โรงไฟฟ้าถ่านหิน TG8 150MW ซึ่งขายไฟให้ TPIPL เลือกขายไฟเฉพาะช่วง Peak ซึ่งได้ราคาสูงกว่าช่วง Off-Peak 2 บาท ส่วนโรงไฟฟ้าที่ขายไฟให้ กฟผ. TG3 18MW, TG5 55MW และ TG4+6 90MW ยังเดินเต็มกำลังการผลิต รวมแล้วยอดขายปรับลดลงเหลือ 2,622 ล้านบาท (-9%QoQ, -6%YoY) ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นเท่ากับ 40.6% ดีขึ้นจากไตรมาสก่อน 38.5% แต่ต่ำกว่าปีก่อน 48% รวมปี 2564 มียอดขายรวม 11,074 ล้านบาท ทรงตัว แต่กำไรสุทธิลดลง 7%YoY เหลือ 4,191 ล้านบาท

แนวโน้มผลประกอบการ

แนวโน้มผลประกอบการปี 2565 โรงไฟฟ้าที่ได้ adder 3.50 บาท จะทยอยหมดอายุ คือ TG3 18MW เดือน ม.ค. และ TG5 55MW เดือน ส.ค. แต่ยังขายไฟได้ต่อที่ราคาฐานจากโรงไฟฟ้าที่ได้ adder ทั้งหมด 163MW คาด EBITDA จะหายไปประมาณ 800-900 ล้านบาท แต่จะได้รายได้เข้ามาช่วยบรรเทาผลกระทบ คือ ขาย RDF ให้ TPIPL 650 ล้านบาทต่อปี และ TPIPP ยังได้ใบอนุญาตในการเผาขยะติดเชื้อจากกรมโรงงานเริ่มรับรู้ คาดจะมีขยะติดเชื้อเข้ามาป้อนวันละประมาณ 100 ตัน ซึ่งรองรับได้ถึง 350 ตัน ค่าเผาขยะตันละ 5,000 บาท จะช่วยเพิ่มรายได้ 180-630 ล้านบาทต่อปี ปี 2565 เราคาดว่าจะกำไร 3,570 ล้านบาท ลดลง 15%

คำแนะนำการลงทุน

ระยะสั้นราคาหุ้นมีแนวโน้มจะไม่สดใส เนื่องจากยังไม่มีปัจจัยหนุนที่เด่นชัด หรือโครงการขนาดใหญ่ Southern Economic Zone ซึ่งกำลังทำการศึกษาประเมินสิ่งแวดล้อมระดับยุทธศาสตร์ หรือ SEA แต่จากราคาหุ้นซื้อขาย P/E ปี 2565 ที่ต่ำ 9.7 เท่า และปันผลดี จ่ายปันผลกำไรปี 2564 อีก 0.13 บาท รวมเป็น 0.25 บาท เราคงแนะนำ ซื้อลงทุนราคาเป้าหมาย ด้วยวิธี DCF (8.4% WACC, 2.3% LTG) ได้เท่ากับ 4.6 บาท

ความเสี่ยง

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

FYE Dec (THB m)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenue	11,119	11,074	11,014	10,436	10,614
EBITDA	5,693	5,441	5,035	4,295	4,345
Core net profit	4,410	4,206	3,570	2,937	3,017
Net profit	4,506	4,191	3,570	2,937	3,017
Core EPS (THB)	0.52	0.50	0.43	0.35	0.36
Core EPS growth (%)	(1.4)	(4.6)	(15.1)	(17.7)	2.7
Net DPS (THB)	0.27	0.25	0.21	0.17	0.18
Core P/E (x)	8.2	8.3	9.7	11.8	11.5
P/BV (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
Net dividend yield (%)	6.3	6.0	5.1	4.2	4.3
ROAE (%)	16.1	14.0	11.3	8.9	8.8
ROAA (%)	10.8	9.1	7.8	6.8	7.0
EV/EBITDA (x)	8.0	8.5	8.6	9.7	9.1
Net gearing (%) (incl perps)	33.4	36.7	26.2	20.4	13.8
Consensus net profit	-	-	3,571	2,937	na
MKE vs. Consensus (%)	-	-	(0.0)	(0.0)	na

Source: Company; Maybank

Surachai Pramualcharoenkit
surachai.p@maybank.com
(66) 2658 6300 ext 1470

BUY

Share Price	THB 4.14
12m Price Target	THB 4.60 (+11%)
Previous Price Target	THB 4.60

Company description

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

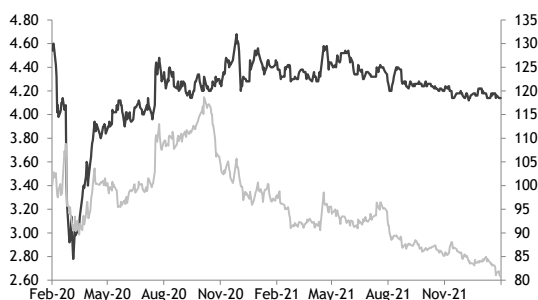
Statistics

Bloomberg code	TPIPP TB
Corporate Governance Rating	
Anti Corruption	Not Available
52w high/low (THB)	4.58/4.12
3m avg turnover (USDm)	0.5
Free float (%)	28.5
Issued shares (m)	8,400
Market capitalisation	THB34.8B
	USD1.1B

Major shareholders:

บมจ. ทีพีโอ โพลีน	70.2%
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	2.0%
นายไพโรจน์ ชาดิพิทักษ์	1.3%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(2)	(1)	(7)
Relative to index (%)	(3)	(5)	(17)

Source: FactSet

ESG@MAYBANK IBG
Tear Sheet Insert



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) รวมถึงการดำเนินการธุรกิจโดยคำนึงถึงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี และความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม
- บริษัทฯ ได้รับผลการประเมิน ESG ระดับ Gold จากสถาบันไทยพัฒน์

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม

- โรงงานแต่ละแห่งของบริษัทฯ ปฏิบัติตามกฎหมายและมาตรฐานด้านสิ่งแวดล้อม ปัจจุบันกลุ่มบริษัทไม่ได้เป็นคู่ความในการฟ้องร้องคดี การอุทธรณ์ศาล การคัดค้าน และ กระบวนการพิจารณาเกี่ยวกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมหรือการปฏิบัติตามกฎระเบียบด้านสิ่งแวดล้อมใดๆ
- บริษัทฯ มุ่งมั่นที่จะดำเนินการตามแนวทาง “ขยะเป็นศูนย์ (Zero Waste)” และได้ดำเนินการตามนโยบายดังกล่าวอย่างต่อเนื่อง
- ปริมาณระดับการปล่อยมลพิษ ซัลเฟอร์ไดออกไซด์ (SO2) และ ไนโตรเจนออกไซด์ (NOx) ของบริษัทต่ำเพียง 30 มิลลิกรัม./ลูกบาศก์เมตร และ 120 มิลลิกรัม./ลูกบาศก์เมตร เทียบกับ มาตรฐานการปล่อยมลพิษของธนาคารโลก 230 มิลลิกรัม./ลูกบาศก์เมตร และ 510 มิลลิกรัม./ลูกบาศก์เมตร และ เทียบกับข้อกำหนดของกฎหมายไทย 320 มิลลิกรัม./ลูกบาศก์เมตร และ 350 มิลลิกรัม./ลูกบาศก์เมตร ตามลำดับ
- บริษัทฯ ได้กำหนดนโยบาย ชี้นตอน และ กลไกในการควบคุม เพื่อลดความเสี่ยงจากการรั่วไหลของสารเคมี และลดความเสี่ยงที่พนักงานอาจได้รับสารอันตราย
- บริษัทฯ ได้จัดให้มีโครงการฝึกอบรมพนักงานด้านสิ่งแวดล้อม สุขภาพ และความปลอดภัย เพื่อให้ตระหนักถึงปัญหาด้านสิ่งแวดล้อม สุขภาพ และความปลอดภัยมากขึ้น
- บริษัทฯ จัดทำรายงานการกำกับดูแลการดำเนินงานและชี้แจงให้หน่วยงานของรัฐอย่างสม่ำเสมอ

ประเด็นด้านสังคม

- บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจ ควบคู่ไปกับการดูแล และ รับผิดชอบต่อสังคม และ สิ่งแวดล้อม โดยให้ความสำคัญกับการสนับสนุนพัฒนาการศึกษา การส่งเสริมสุขภาพและความปลอดภัย การสืบสานศิลปและวัฒนธรรม รวมถึงการพัฒนาสังคม
- บริษัทฯ ได้ประกาศใช้แนวทางการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียแต่ละกลุ่มอย่างเป็นลายลักษณ์อักษร โดยยึดหลักการสร้างความร่วมมือกันระหว่างบริษัท 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
- มีการจัดให้มีกองทุนประกันสุขภาพที่จะรักษาในกรณีที่เกิดอุบัติเหตุในชุมชน รัศมี 5 กิโลเมตร มีอาคารป่วย เนื่องจากการดำเนินงานของโรงงาน โดยปีแรกมีการนำเงินเข้ากองทุน 1 ล้านบาท และ 500,000 บาทต่อปีในปีต่อไป
- จัดให้มีกองทุนเพื่อส่งเสริมการสาธารณสุขชุมชน โดยสนับสนุนเงินประมาณ 300,000 บาทต่อปี ในพื้นที่ชุมชนรัศมี 5 กิโลเมตร
- การร่วมพัฒนาชุมชน หรือ สังคม ส่งเสริมคุณภาพชีวิต เช่น โครงการติดตั้งผู้ผลิตน้ำดื่มให้ 14 หมู่บ้านที่อยู่ในรัศมี 5 กิโลเมตร
- การส่งเสริมพัฒนาขีดความสามารถในการประกอบอาชีพ และการพัฒนาอาชีพของชุมชนใกล้เคียง ด้วยงบประมาณ 400,000 บาทต่อปี

ประเด็นด้านธรรมาภิบาล

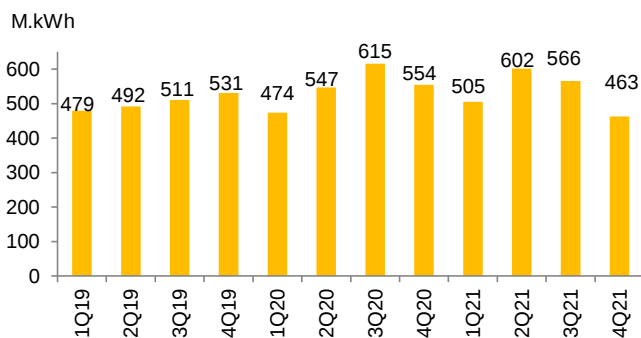
- ในบรรดาคณะกรรมการบริษัท 15 คนของ TPIPP มีกรรมการอิสระ 5 คน คิดเป็น 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท มีกรรมการหญิง 4 คน ค่าตอบแทนรวมในปี 2562 อยู่ที่ 18 ล้านบาทหรือ 0.39% ของกำไรสุทธิ มีผู้สอบบัญชีของบริษัท คือ บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิไชย ซึ่งเป็นผู้สอบบัญชี
- ปัจจุบัน ผู้บริหารระดับสูง 8 คนเป็นผู้ชาย 5 คน เป็น หญิง 3 คน
- บริษัทฯ มีเจตนาธรรมในการดำเนินธุรกิจตามนโยบายกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) และ จรรยาบรรณธุรกิจ (Code of Conduct) ของบริษัท และ มีความมุ่งมั่นที่จะส่งเสริมให้บริษัทเป็นองค์กรที่มีประสิทธิภาพ โดยยึดมั่นการดำเนินงานด้วยความโปร่งใส มีคุณธรรม มีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น และ ผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้อง
- หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 (CG Code) ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งบริษัทได้นำหลักปฏิบัติส่วนใหญ่มาปรับใช้แล้ว 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 มีนโยบายในการรักษาสิทธิขั้นพื้นฐานที่ผู้ถือหุ้นได้รับอย่างเป็นธรรมตามกฎหมาย คือ จัดให้มีการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นภายในเวลาไม่เกิน 4 เดือน นับแต่วันสิ้นสุดรอบปีบัญชี และ ในกรณีที่มีความจำเป็นเร่งด่วนต้องเสนอวาระเป็นกรณีพิเศษ
- การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส บริษัทฯ จะจัดให้มีการเผยแพร่ข้อมูลต่างๆ ของบริษัทฯ ซึ่งรวมถึงข้อมูลทางการเงิน เพื่อให้มีความถูกต้องในสาระสำคัญครบถ้วน โปร่งใส ทั้งถึงและทันเวลา และ เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรองโดยทั่วไป

Figure 1: Quarterly earnings (THBm)

	4Q21	3Q21	%QoQ	4Q20	%YoY	2021	2020	%YoY
Sales	2,622	2,878	-9%	2,779	-6%	11,074	11,119	0%
Other income	88	65	35%	51	71%	284	225	27%
COGS	1,307	1,542	-15%	1,224	7%	5,270	5,152	2%
Depreciation & amortisation	250	228	10%	222	13%	917	876	5%
Gross profit	1,065	1,108	-4%	1,333	-20%	4,887	5,092	-4%
Gross margin (%)	40.6%	38.5%	-	48.0%	-	44.1%	45.8%	-
SG&A	132	151	-12%	152	-13%	647	499	30%
SG&A/sales (%)	5%	5%	-	5%	-	6%	4%	-
EBITDA	1,270	1,250	2%	1,454	-13%	5,441	5,693	-4%
EBITDA margin (%)	48%	43%	-	52%	-	49%	51%	-
Interest expenses	1	47	-97%	90	-98%	208	285	-27%
Core profit	995	947	5%	1,120	-11%	4,206	4,410	-5%
Extra item	5	(4)	nm.	41	-89%	(15)	96	nm.
- Forex gain (loss)	5	(4)	nm.	29	-84%	(15)	(4)	nm.
- Other gain (loss)	-	-	nm.	12	nm.	-	100	nm.
Net profit	999	943	6%	1,161	-14%	4,191	4,506	-7%
Core EPS (THB)	0.12	0.11	5%	0.13	-11%	0.50	0.52	-5%
EPS (THB)	0.12	0.11	6%	0.14	-14%	0.50	0.54	-7%

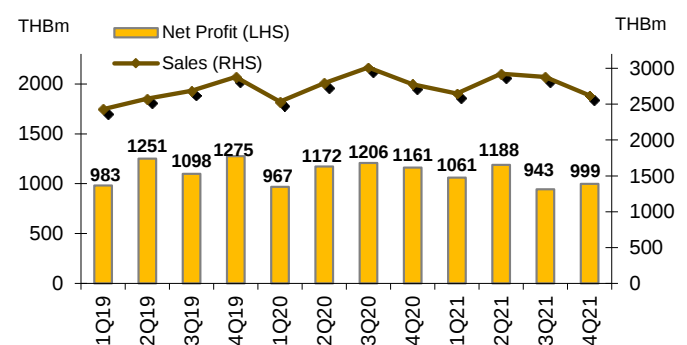
Source: Company reports and MST

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



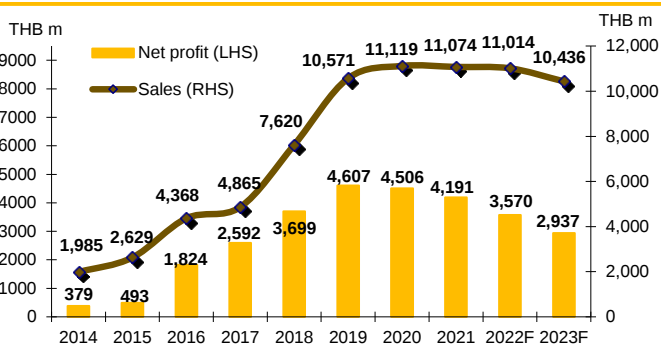
Source: Company Reports and MST

Figure 3: Quarterly earnings performance



Source: Company reports and MST

Figure 4: Yearly earnings performance



Source: Company reports and MST

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

FYE 31 Dec	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	7.6	8.7	9.7	11.8	11.5
Core P/E (x)	8.2	8.3	9.7	11.8	11.5
P/BV (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
P/NTA (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
Net dividend yield (%)	6.3	6.0	5.1	4.2	4.3
FCF yield (%)	nm	5.8	2.8	9.4	9.7
EV/EBITDA (x)	8.0	8.5	8.6	9.7	9.1
EV/EBIT (x)	9.5	10.2	10.5	12.2	11.4
INCOME STATEMENT (THB m)					
Revenue	11,119.4	11,073.8	11,013.8	10,436.2	10,613.9
EBITDA	5,693.1	5,441.3	5,034.9	4,295.2	4,344.5
EBIT	4,817.2	4,524.3	4,133.7	3,405.4	3,465.1
Net interest income / (exp)	(285.2)	(207.8)	(284.2)	(230.3)	(186.0)
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	4,532.0	4,316.5	3,849.5	3,175.1	3,279.1
Income tax	(122.2)	(110.1)	(279.1)	(238.1)	(262.3)
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Discontinued operations	96.0	(15.0)	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	4,505.8	4,191.3	3,570.4	2,937.0	3,016.8
Core net profit	4,409.8	4,206.4	3,570.4	2,937.0	3,016.8
BALANCE SHEET (THB m)					
Cash & Short Term Investments	3,286.8	4,909.9	1,200.0	1,300.0	1,400.0
Accounts receivable	2,425.7	2,561.0	2,057.5	1,998.1	1,960.8
Inventory	1,248.9	1,590.8	1,166.6	1,214.6	1,241.7
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	35,605.6	37,808.8	37,357.6	36,917.7	36,488.3
Intangible assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment in Associates & JVs	188.0	185.5	185.5	185.5	185.5
Other assets	1,020.1	1,429.3	1,429.3	1,429.3	1,429.3
Total assets	43,775.2	48,485.4	43,396.5	43,045.2	42,705.7
ST interest bearing debt	4,307.7	4,086.4	2,429.2	2,046.3	1,568.7
Accounts payable	432.5	430.4	452.7	471.3	481.9
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	8,645.2	12,153.8	7,225.1	6,086.3	4,665.6
Other liabilities	1,462.0	963.0	963.0	963.0	963.0
Total Liabilities	14,847.0	17,633.5	11,070.0	9,566.9	7,679.1
Shareholders Equity	28,928.1	30,851.8	32,326.5	33,478.3	35,026.7
Minority Interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total shareholder equity	28,928.1	30,851.8	32,326.5	33,478.3	35,026.7
Total liabilities and equity	43,775.2	48,485.4	43,396.5	43,045.2	42,705.7
CASH FLOW (THB m)					
Pretax profit	4,532.0	4,316.5	3,849.5	3,175.1	3,279.1
Depreciation & amortisation	875.9	917.1	901.2	889.8	879.4
Adj net interest (income)/exp	285.2	207.8	284.2	230.3	186.0
Change in working capital	(1,367.3)	(1,313.8)	950.0	30.0	20.7
Cash taxes paid	(122.2)	(110.1)	(279.1)	(238.1)	(262.3)
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	3,579.8	5,224.9	1,427.5	3,726.6	3,830.9
Capex	(6,306.0)	(3,197.2)	(450.0)	(450.0)	(450.0)
Free cash flow	(2,726.2)	2,027.7	977.5	3,276.6	3,380.9
Dividends paid	(2,688.0)	(2,268.0)	(2,095.7)	(1,785.2)	(1,468.5)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	4,918.0	3,287.3	(6,585.9)	(1,521.7)	(1,898.4)
Other invest/financing cash flow	444.3	(1,426.4)	3,994.1	130.3	86.0
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	(51.9)	1,620.6	(3,709.9)	100.0	100.0

FYE 31 Dec	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	5.2	(0.4)	(0.5)	(5.2)	1.7
EBITDA growth	2.8	(4.4)	(7.5)	(14.7)	1.1
EBIT growth	1.8	(6.1)	(8.6)	(17.6)	1.8
Pretax growth	(0.9)	(4.8)	(10.8)	(17.5)	3.3
Reported net profit growth	(2.2)	(7.0)	(14.8)	(17.7)	2.7
Core net profit growth	(1.4)	(4.6)	(15.1)	(17.7)	2.7
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	51.2	49.1	45.7	41.2	40.9
EBIT margin	43.3	40.9	37.5	32.6	32.6
Pretax profit margin	40.8	39.0	35.0	30.4	30.9
Payout ratio	50.3	50.0	50.0	50.0	50.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	40.5	37.8	32.4	28.1	28.4
Revenue/Assets (x)	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
Assets/Equity (x)	1.5	1.6	1.3	1.3	1.2
ROAE (%)	16.1	14.0	11.3	8.9	8.8
ROAA (%)	10.8	9.1	7.8	6.8	7.0
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	116.7	138.6	127.2	109.0	106.8
Days receivable outstanding	74.0	81.1	75.5	69.9	67.1
Days inventory outstanding	68.7	82.6	76.1	63.9	64.8
Days payables outstanding	26.1	25.1	24.4	24.8	25.2
Dividend cover (x)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Current ratio (x)	1.2	1.9	1.4	1.6	2.0
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	2.9	2.7	3.9	4.5	5.6
Net gearing (%) (incl perps)	33.4	36.7	26.2	20.4	13.8
Net gearing (%) (excl. perps)	33.4	36.7	26.2	20.4	13.8
Net interest cover (x)	16.9	21.8	14.5	14.8	18.6
Debt/EBITDA (x)	2.3	3.0	1.9	1.9	1.4
Capex/revenue (%)	56.7	28.9	4.1	4.3	4.2
Net debt/ (net cash)	9,666.1	11,330.3	8,454.3	6,832.6	4,834.2

Source: Company; Maybank

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

