

CK POWER
THAILAND / UTILITIES

CKP TB

BUY

เข้าสู่ช่วง High Season

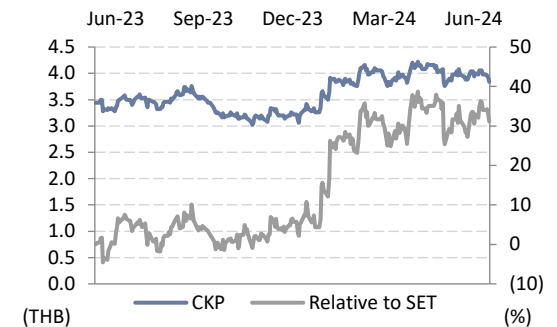
- CKP เป็นหนึ่งในหุ้นโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำที่มั่นคงและมีต้นทุนการผลิตไฟฟ้าต่ำกว่าโรงไฟฟ้าประเภทอื่น หายากและเป็นที่หมายปองของกองทุนรักโลก
- คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024 เติบโต 7.6% y-y จากปริมาณน้ำในเขื่อนที่จะมากกว่าฤดูกาลปกติจากปรากฏการณ์ลานีญา และไม่มีหยุดซ่อมบำรุงรักษา
- ราคาหุ้นยังต่ำกว่า NAV ที่ 4.40 บาท เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ “ซื้อ”

TARGET PRICE	THB4.40
CLOSE	THB3.84
UP/DOWNSIDE	+14.6%
TP vs CONSENSUS	-6.9%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	10,286	10,502	11,010	11,258
Net profit	1,457	1,573	2,141	2,320
EPS (THB)	0.18	0.19	0.26	0.29
vs Consensus (%)	-	(13.6)	(1.5)	4.3
EBITDA	3,130	2,911	2,522	2,536
Recurring net profit	1,462	1,573	2,141	2,320
Core EPS (THB)	0.18	0.19	0.26	0.29
EPS growth (%)	(39.4)	7.6	36.1	8.4

Core P/E (x)	21.4	19.8	14.6	13.5
Dividend yield (%)	2.2	2.6	2.6	2.6
EV/EBITDA (x)	14.7	15.2	16.6	15.5
Price/book (x)	1.1	1.1	1.1	1.0
Net debt/Equity (%)	8.0	2.1	(4.7)	(11.0)
ROE (%)	5.4	5.7	7.4	7.7



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(3.5)	1.1	17.8
Relative to country (%)	(0.5)	4.3	35.5
Mkt cap (USD m)	856		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.9		
Free float (%)	28		
Major shareholder	CH. Kamchang PCL (27%)		
12m high/low (THB)	4.28/2.98		
Issued shares (m)	7,370.00		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

โมเมนตัมกำลังจะฟื้นตัวขึ้น และจะฟื้น 3Q24 จาก High season ของธุรกิจ

เราคาดว่าแนวโน้มการเติบโตของกำไรสุทธิปี 2024 เติบโต 7.6% y-y เป็น 1.57 พันล้านบาท หลักๆ มาจากโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำไซยะบุรีและน้ำงึม 2 จะมีปริมาณการไหลของน้ำที่เพิ่มขึ้น โดยคาดการณ์น้ำในเขื่อนปี 2024 จะเพิ่มขึ้นจากปีก่อนจากการเปลี่ยนแปลงปรากฏการณ์จากเอลนีโญสู่ลานีญา แนวโน้มกำไรสุทธิ 2Q24 จะขาดทุนปกติ 50-100 ล้านบาทแต่ลดลงมากจากขาดทุน 461 ล้านบาทใน 1Q24 โดยคาดว่าโรงไฟฟ้าไซยะบุรีจะขาดทุนลดลงมากเนื่องจากปริมาณน้ำไหลที่เพิ่มสูงขึ้นตามฤดูกาล ทำให้สามารถผลิตกระแสไฟฟ้าได้สูงขึ้น และคาดว่าจะฟื้น 3Q24 จาก High Season ที่เติบโต ทั้ง q-q และ y-y

ริมพลังงานสะอาดกำลังกลับมาใหม่จากภาวะดอกเบี้ยที่จะกลับเป็นขาลง

ธีมลงทุนในพลังงานสะอาดเริ่มกลับมาเป็นที่สนใจมากขึ้น เนื่องจากราคาที่ปรับลงรับปัจจัยเสี่ยงด้านดอกเบี้ยที่ปรับขึ้นและต้นทุนก่อสร้างและวัตถุดิบที่ปรับสูงขึ้นไปหมดแล้ว ที่สำคัญแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยโลกที่มีโอกาสปรับลงจากภาวะเงินเฟ้อที่ชะลอตัวจะช่วยให้ต้นทุนการกู้ยืมลดลง ดังนั้นจึงเชื่อว่าหุ้นพลังงานสะอาดน่าจะกลับมาเป็นที่สนใจกับนักลงทุนอีกครั้ง โดยเฉพาะ CKP ที่เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำที่หายาก และมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกว่า 35 ปี ซึ่งเหมาะกับกองทุนระยะยาวและ Clean Energy ETF ทั้งในและต่างประเทศ

คาดการณ์ปีนี้จะหนุนกำไรโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำปีนี้มากกว่าปกติ

กรมอุตุนิยมวิทยาคาดหมายปรากฏการณ์เอลนีโญอยู่ในสภาวะอ่อนลง และเปลี่ยนเข้าสู่สภาวะเป็นกลางในช่วงเดือน พ.ค. ถึง มิ.ย. 2024 จากนั้นมีความจะเข้าสู่สภาวะลานีญาในช่วงเดือน มิ.ย. ถึง ส.ค. 2024 เนื่องจากอุณหภูมิผิวน้ำทะเลบริเวณเส้นศูนย์สูตรในมหาสมุทรแปซิฟิกกลางและตะวันออกมีค่าต่ำกว่าปกติ ซึ่งลักษณะเช่นนี้จะก่อให้เกิดพายุและมีปริมาณฝนตกมากกว่าฤดูกาลปกติ ส่งผลให้ปริมาณน้ำในเขื่อนสูงขึ้นทำให้โรงไฟฟ้าพลังงานน้ำจะสามารถผลิตไฟฟ้าได้มากและนานขึ้นกว่าปกติ อีกทั้ง EGAT จะรับซื้อไฟเกินโควตาเพราะเป็นโรงไฟฟ้าที่มีต้นทุนการผลิตที่ต่ำสุดเมื่อเทียบกับโรงไฟฟ้าชนิดอื่น ซึ่งจะส่งผลให้ CKP มีกำไรเพิ่มขึ้นมากกว่าสัญญาซื้อขายไฟฟ้าปกติเป็นอย่างมาก

เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเหมาะสม 4.40 บาท

เราเริ่มจัดทำบทวิเคราะห์ CKP ด้วยคำแนะนำ ซื้อ ราคาเหมาะสม 4.40 บาท ประเมินมูลค่าหุ้นเป็น Sum of the parts ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว (PPA) และสัดส่วนการถือหุ้นและคำนวณหามูลค่าปัจจุบัน โดยวิธี DCF ภายใต้สมมติฐาน WACC ที่ 4.9% Risk free rate 3%, และ Zero terminal growth rate โดย Catalyst ระยะสั้น คือโมเมนตัมกำลังจะเข้าสู่ช่วง High season ระยะยาวจะได้แรงหนุนจากโรงไฟฟ้าหลวงพระบางที่คาดว่าจะผลิตปี 2030



Songklot Wongchai

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 018086
songklot.won@fssia.com, +66 2646 9970

Investment thesis

CK Power ก่อตั้งโดยกลุ่ม ช.การช่าง ซึ่งเป็น 1 ใน 3 ผู้รับเหมาหลักในประเทศไทย ในปี 2011 ในฐานะบริษัทโฮลดิ้งที่มุ่งเน้นในการลงทุนผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าที่เกิดจากพลังงานประเภทต่างๆ

แหล่งที่มาแหล่งรายได้หลักของบริษัทมาจากเงินปันผลจากบริษัทลงทุนในบริษัทย่อยและบริษัทร่วม CKP จำหน่ายไฟฟ้าให้กับการไฟฟ้าฝ่ายผลิต การแห่งประเทศไทย (กฟผ.) และผู้ใช้อุตสาหกรรม (IU) ผ่านผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระ (IPP) และรายเล็ก กลไกผู้ผลิตไฟฟ้า (SPP) ปัจจุบัน CKP ถือหุ้นสามประเภทธุรกิจหลัก: 1) ไฟฟ้าพลังน้ำ; 2) พลังงานแสงอาทิตย์ ฟาร์ม; และ 3) โรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วม

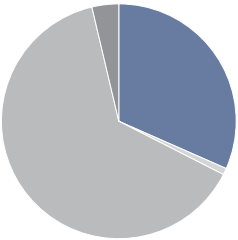
Company profile

CKP ประกอบธุรกิจหลักโดยการถือหุ้นในบริษัทอื่น ("Holding Company") ที่ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานประเภทต่างๆ ทั้งภายในและต่างประเทศ โดยรายได้หลักของบริษัทที่แสดงตามงบการเงินรวม มาจากรายได้จากการขายไฟฟ้าและไอน้ำ (รวมเงินส่วนเพิ่มราคาปรับซื้อไฟฟ้า) และรายได้ค่าบริการโครงการ ทั้งนี้ ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2024 บริษัทมีกำลังการผลิตติดตั้งรวม 3,634 เมกะวัตต์ โดยจัดประเภทการลงทุนในธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าออกเป็น 3 กลุ่มธุรกิจ ได้แก่ โครงการไฟฟ้าพลังน้ำ โครงการไฟฟ้าระบบโคเจนเนอเรชัน และ โครงการไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์

www.ckpower.co.th

Principal activities (revenue, 2023)

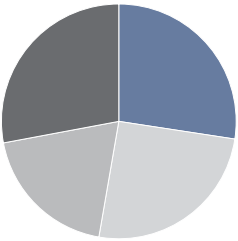
- Generation of electricity from hydroelectric power segment - 31.6 %
- Generation of electricity from solar power segment - 0.9 %
- Generation of electricity from thermal power segment - 63.8 %



Source: CK Power

Major shareholders

- CH. Karnchang PCL - 27.4 %
- TTW Plc - 25.3 %
- BEM Plc - 19.3 %
- Others - 27.9 %



Source: CK Power

Catalysts

ความต้องการใช้พลังงานไฟฟ้าที่สูงขึ้นทั้งในไทยและลาว รวมถึงกำลังผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จะสร้างการเติบโตในอนาคต

Risks to our call

ความต้องการไฟฟ้าในไทยลดลงมากกว่าคาด และปริมาณน้ำที่ใช้เพื่อการผลิตกระแสไฟฟ้าโครงการโรงไฟฟ้าหลักต่ำกว่าคาดจากภัยธรรมชาติ

Event calendar

Date	Event
August-2024	2Q24 Earnings Results

Key assumptions

Key assumptions	2024E	2025E	2026E
Tariff	3.02	3.08	3.14
Capex (THB m)	1,467	1,390	1,559
XPCL capacity factor (%)	62	66	62
NN2 capacity factor (%)	35	35	35

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 1% increase in gas price, we estimate 2020 earnings would rise by 1.1%, and vice versa, all else being equal.
- For every 1% increase in interest rate, we estimate 2020 earnings would decline by 1.3%, and vice versa, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

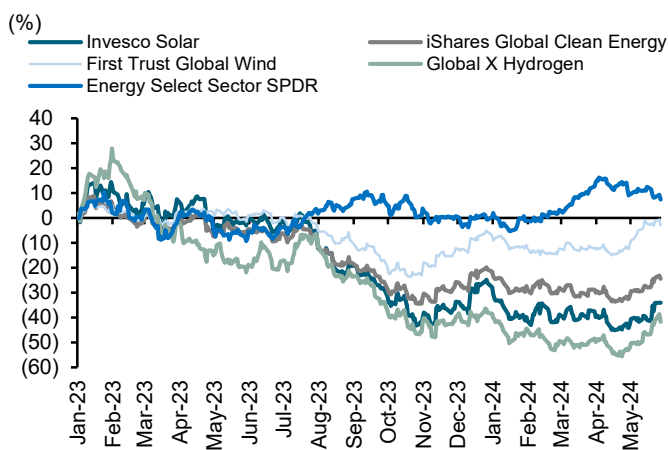
ธีมพลังงานสะอาดกำลังกลับมาเป็นเทรนด์โลกและน่าสนใจลงทุนมากขึ้น จากภาวะโลกร้อน

ตามข้อมูลของ Lipper data ที่รายงานโดย Reuters พบว่าปี 2023 มีเม็ดเงินไหลออกจาก global clean energy ETF เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยที่ปรับขึ้นอย่างรวดเร็วส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินของโรงไฟฟ้าพลังงานสะอาดเพิ่มขึ้น ประกอบกับต้นทุนการก่อสร้างและวัตถุดิบที่ปรับสูงขึ้น ส่งผลให้กองทุน Clean Energy Fund, Climate change Fund และ ESG Fund สนใจลงทุนในหุ้นพลังงานสะอาดน้อยลง อย่างไรก็ตามจากภาวะโลกร้อนที่ยังคงเป็นภัยคุกคามสำคัญต่อมนุษยชาติจนทำให้เกิดข้อตกลงระหว่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับการป้องกันการเกิดภาวะโลกร้อนเพิ่มขึ้นเป็นลำดับ ซึ่งหลายประเทศให้การสนับสนุนและหันมาใช้พลังงานสะอาดมากยิ่งขึ้น และหลายบริษัท โดยเฉพาะบริษัทที่เป็นสร้างมลภาวะสู่โลกได้หันไปใช้พลังงานสะอาดมาทดแทนมากยิ่งขึ้น

ตามรายงานของ Reuters ที่อ้างอิงจาก Lipper data เผยมีกระแสเงินทุนที่ไหลเข้าออกจากกองทุน iShares Global Clean Energy ETF มากกว่า 2 พันเหรียญสหรัฐในปี 2023 เทียบกับปี 2020 และ 2023 มีเงินทุนไหลเข้ากองทุนนี้ปีละ 2 พันลบ.

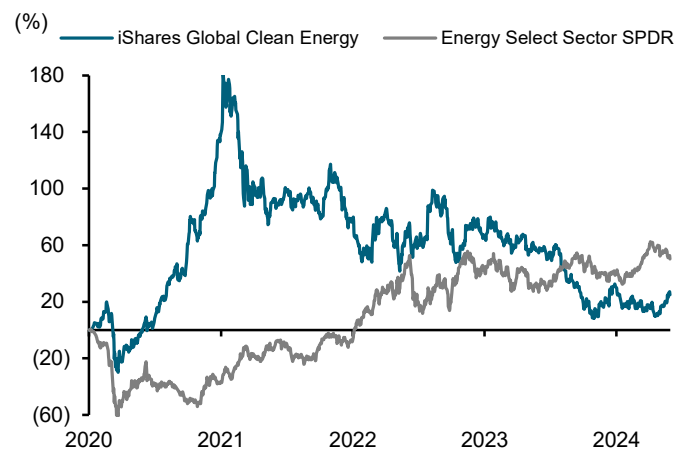
หากดูกราฟราคาของกองทุน iShare Global Clean Energy ETF ตั้งแต่ต้นปี 2024 เป็นต้นมา ปรับขึ้นอย่างต่อเนื่อง แสดงให้เห็นว่าธีมกองทุนพลังงานสะอาดเริ่มกลับมาเป็นที่สนใจมากขึ้น เนื่องจากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยโลกมีโอกาสจะกลับมาเป็นทิศทางลง จากภาวะเงินเฟ้อโลกที่ชะลอตัว ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับลงหลังสงครามรัสเซีย-ยูเครนสงบลง หรือแม้กระทั่งธนาคารกลางสหรัฐคาดการณ์การปรับลดดอกเบี้ยนโยบาย 2 ครั้งในปี 2024 ดังนั้นเราจึงเชื่อว่าหุ้นพลังงานสะอาดน่าจะกลับมาเป็นที่สนใจกับนักลงทุนอีกครั้ง โดยเฉพาะ CKP ที่เป็นบริษัทผลิตพลังงานสะอาดที่เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำที่หาได้ยากและมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกว่า 35 ปี ซึ่งเหมาะกับกองทุนระยะยาวและ Clean Energy ETF ทั้งในและต่างประเทศ

Exhibit 1: Clean Energy ETF's slide in 2023, recovering in 2024



Source: Bloomberg

Exhibit 2: Clean energy ETF is set to rebound



Source: Bloomberg

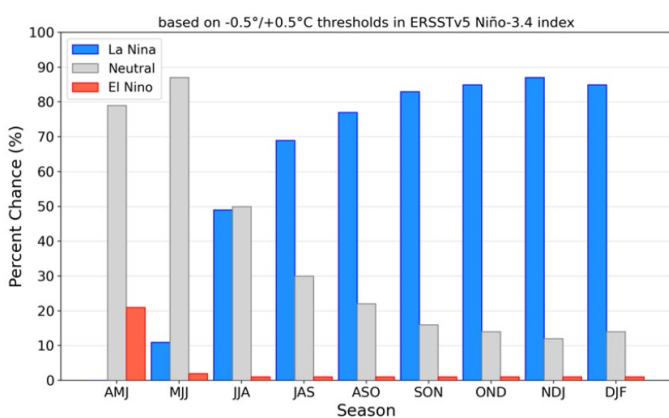
คาดหวังปรากฏการณ์ “เอลนีโญ” กลายเป็น “ลานีญา” ในปี 2024

กรมอุตุนิยมวิทยา คาดหมายปรากฏการณ์เอลนีโญที่อยู่ในสภาวะเอลนีโญกำลังอ่อนนี้จะอ่อนลงและเปลี่ยนเข้าสู่สภาวะเป็นกลางในช่วงเดือน พ.ค. ถึง มิ.ย. 2024 จากนั้นมีความน่าจะเป็น 49% ที่จะเข้าสู่สภาวะลานีญาในช่วงเดือนมิ.ย. ถึง ส.ค. 2024 ประกอบกับสถานการณ์ปัจจุบันพบว่า ปรากฏการณ์เอลนีโญอยู่ในสภาวะเอลนีโญกำลังอ่อน โดยอุณหภูมิผิวน้ำทะเลในมหาสมุทรแปซิฟิกบริเวณเขตศูนย์สูตรในเดือนพ.ค. 2024 ที่ผ่านมาริมเย็นลงแล้วแต่ยังสูงกว่าปกติ ลักษณะเช่นนี้จะก่อให้เกิดพายุหลายลูกและมีปริมาณน้ำฝนเพิ่มขึ้นมากกว่าปกติและปี 2023 ที่ปริมาณฝนน้อยและประสบภัยแล้งจากปรากฏการณ์เอลนีโญ

จากข้อมูลกรมอุตุนิยมวิทยาเผยว่าปรากฏการณ์ลานีญา คือ อุณหภูมิผิวน้ำทะเลบริเวณเส้นศูนย์สูตรในมหาสมุทรแปซิฟิกกลางและตะวันออกมีค่าต่ำกว่าปกติ ทั้งนี้เนื่องจากลมค้า (trade wind) ตะวันออกเฉียงใต้ที่พัดอยู่เป็นประจำในแปซิฟิกเขตร้อนทางซีกโลกใต้ (ละติจูด 0.03 องศาใต้) มีกำลังแรงกว่าปกติ จึงพัดพาผิวน้ำทะเลที่อุ่นจากแปซิฟิกเขตร้อนตะวันออก (บริเวณฝั่งเอกวาดอร์ เปรู และชิลีตอนเหนือ) ไปสะสมอยู่ทางแปซิฟิกเขตร้อนตะวันตก (บริเวณชายฝั่งอินโดนีเซียและออสเตรเลีย) มากยิ่งขึ้น จึงทำให้ทางแปซิฟิกเขตร้อนตะวันตกซึ่งแต่เดิมมีอุณหภูมิผิวน้ำทะเลและระดับน้ำทะเลสูงกว่าทางแปซิฟิกเขตร้อนตะวันออกอยู่แล้ว กลับยังมีอุณหภูมิผิวน้ำทะเลและระดับน้ำทะเลสูงกว่าทางแปซิฟิกเขตร้อนตะวันออกมากยิ่งขึ้นไปอีก มีผลทำให้ทางแปซิฟิกเขตร้อนตะวันตกมีปริมาณฝนมากขึ้น ขณะที่ทางแปซิฟิกเขตร้อนตะวันออกจะมีความแห้งแล้งรุนแรงมากขึ้นเช่นกัน ปรากฏการณ์ลานีญาจะเกิดโดยเฉลี่ย 5 - 6 ปี ต่อครั้ง และแต่ละครั้งกินเวลานานประมาณ 1 ปี

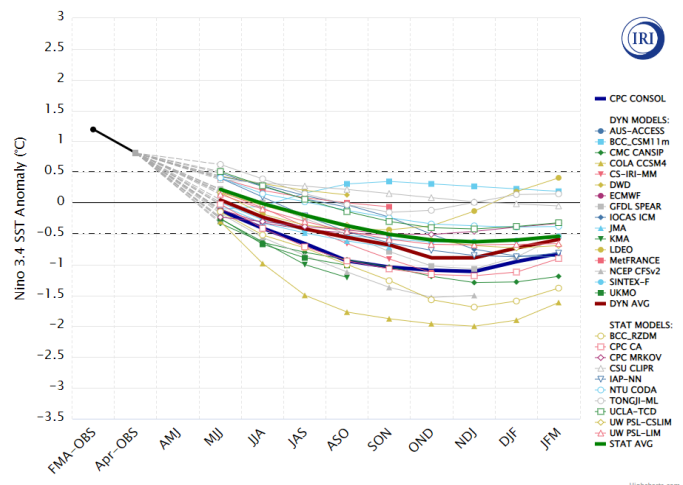
อย่างไรก็ตามหากไม่เกิดสภาวะลานีญา เราเชื่อว่าปีนี้มีปริมาณฝนตกปีนี้ก็น่าจะเข้าสู่ฤดูกาลปกติ ซึ่งน่าจะมีปริมาณฝนตกมากกว่าปี 2023 ที่ประสบกับภาวะภัยแล้งที่เกิดจากปรากฏการณ์เอลนีโญ ดังนั้นปริมาณฝนตกที่เพิ่มขึ้นกว่าปกติก็จะส่งผลให้ปริมาณน้ำในเขื่อนสูงขึ้น โรงไฟฟ้าพลังงานน้ำก็จะสามารถผลิตไฟฟ้าได้เต็มประสิทธิภาพ ที่สำคัญเนื่องจากโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำเป็นโรงไฟฟ้าที่มีต้นทุนในการผลิตกระแสไฟฟ้าต่ำกว่าโรงไฟฟ้าทุกชนิด ซึ่งจะทำให้การไฟฟ้าแห่งประเทศไทยรับซื้อไฟฟ้าเกินกว่าโควตาที่อยู่ในสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ซึ่งจะส่งผลให้โรงไฟฟ้าพลังงานน้ำมีกำไรมากกว่าปกติเป็นอย่างมาก

Exhibit 3: Official NOAA CPC ENSO Probabilities



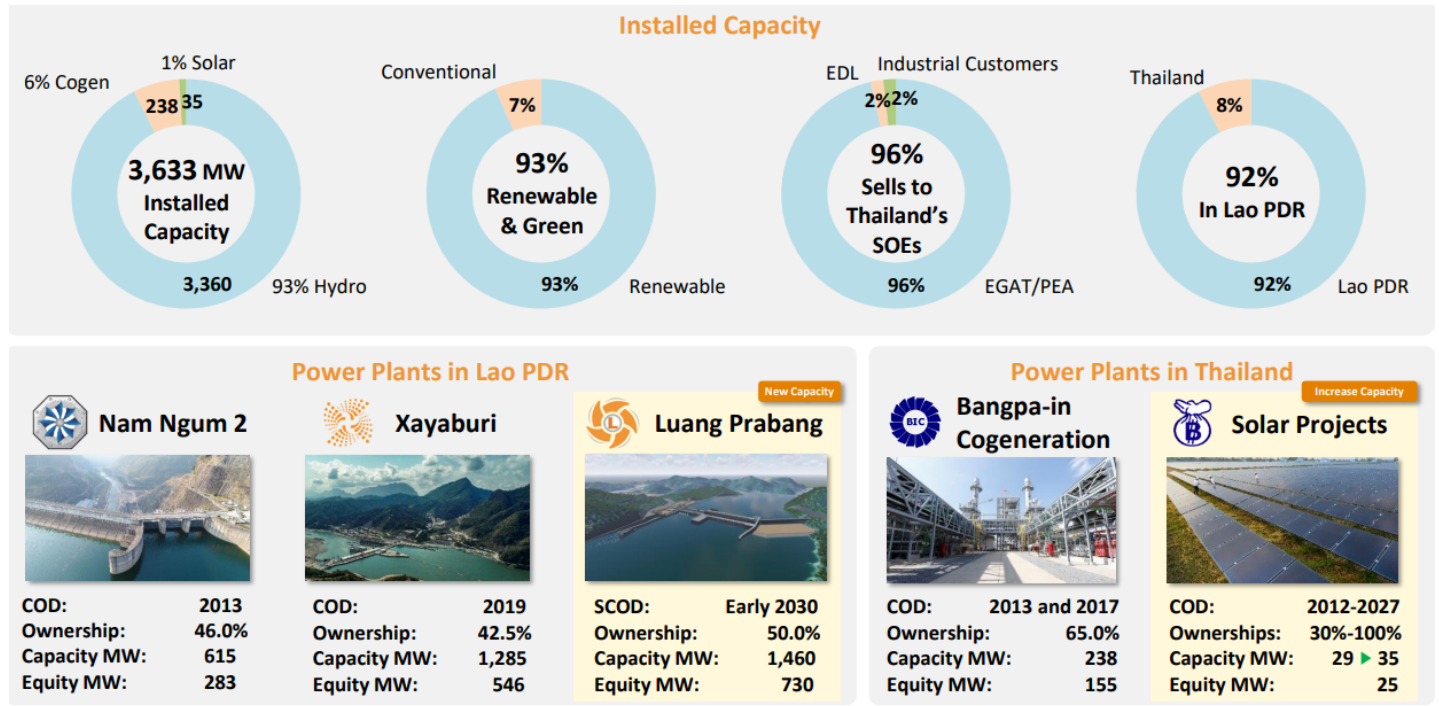
Source: [The International Research Institute for Climate and Society, Columbia University Climate School](#)

Exhibit 4: Model Predictions of ENSO from May 2024



Source: [The International Research Institute for Climate and Society, Columbia University Climate School](#)

Exhibit 5: CKP's portfolio overview as of end-2023



Source: CKP

Exhibit 6: CKP's power plants portfolio as of 1Q24

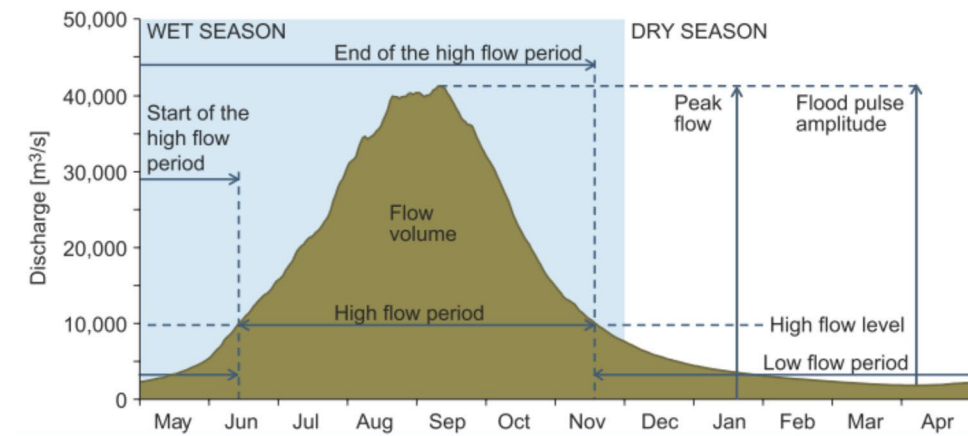
Power Plant	Location	Type	Fuel used	COD	Total (MW)	Effective Shareholding (%)	Equity (MW)	Steam (t/hr.)
In Operation								
Nakorn Rachasima Solar(NRS)	Nakorn Ratchasima	VSPP	Solar	Mar-12	6	30%	1.8	-
Bangkaenchai(BKC)	Nakorn Ratchasima	VSPP	Solar	Aug-12	6	100%	6.0	-
Chiang Rai Solar(CRS)	Chiang Rai	VSPP	Solar	Jan-13	6	30%	1.8	-
Phachi Solar	Ayuttaya	VSPP	Solar	Feb-13	6	30%	1.8	-
Mahachai Solar	Samuksakorn	VSPP	Solar	Jan-13	6	30%	1.8	-
Krathum Ban Solar	Samuksakorn	VSPP	Solar	Feb-13	6	30%	1.8	-
Nam-Ngum 2(NN2)	Lao PDR	IPP	Hydro	Jan-13	615	46%	282.9	-
Bang a-in Cogeneration Phase1(BIC1)	Ayuttaya	SPP	Natural Gas	Jun-13	118	65%	76.7	19.6
Bang a-in Cogeneration Phase2(BIC2)	Ayuttaya	SPP	Natural Gas	Jun-17	120	65%	78.0	39.6
Xayaburi(XPCL)	Lao PDR	IPP	Hydro	Oct-19	1,285	43%	546.1	-
Total current capacity					2,174		998.7	59.2
Under Construction								
Luang Prabang	Lao PDR	IPP	Hydro	Jul-30	1,460	50%	730.0	-
Total future capacity					1,460		1,728.7	
Total CKP capacity					3,634		2,727.5	59.2

Source: CKP

แรงขับเคลื่อนหลักระยะสั้นมาจากโครงการโรงไฟฟ้าเขื่อนไซยะบุรี ขณะที่หลวงพระบางจะหนุนการเติบโตระยะยาว

เรคาดแนวโน้มการเติบโตของกำไรสุทธิปี 2024 จะเติบโต 7.6% y-y เป็น 1.57 พันล้านบาท หลักๆ มาจากโรงไฟฟ้าเขื่อนมีปริมาณการไหลของน้ำเพิ่มขึ้น โดยคาดว่าปริมาณในเขื่อนปี 2024 จะเพิ่มขึ้นจากปีก่อน ซึ่งเป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงปรากฏการณ์จากเอลนีโญเป็นลานีญา โดยองค์กรอุตุนิยมวิทยาโลกเปิดเผยข้อมูลปี 2023 เป็นปีที่ร้อนที่สุดที่ผ่านมา แต่มีการคาดการณ์ว่าจะมีปรากฏการณ์ลานีญาเกิดขึ้น และมีโอกาสเกิด 49% ในช่วงเดือน ก.ย. - พ.ย. 2024

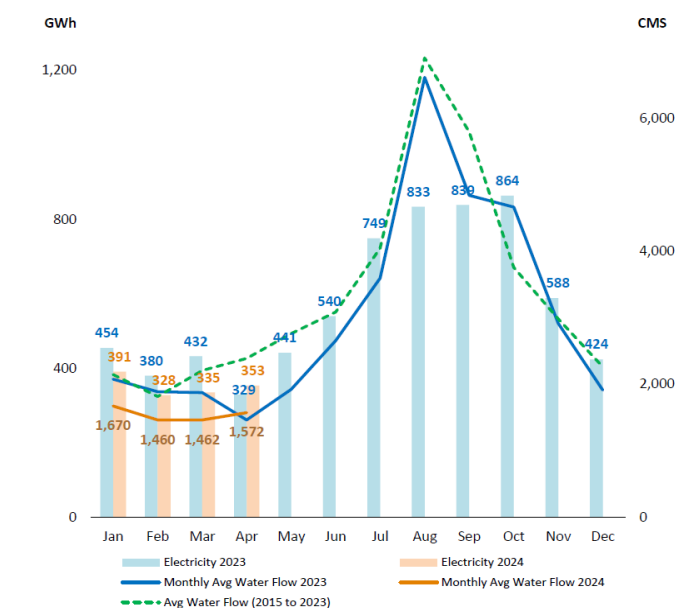
Exhibit 7: ฤดูกาลของปริมาณกระแสน้ำของโครงการโรงไฟฟ้าเขื่อนในประเทศลาว



Source: Mekong River Commission (MRC)

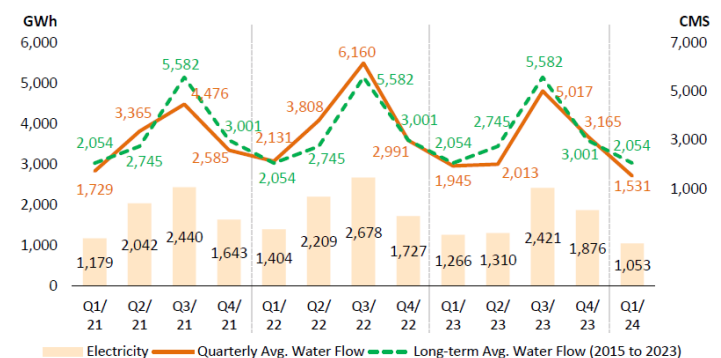
- โครงการโรงไฟฟ้าไซยะบุรี (XPCL) ประเทศลาว - เราคาดว่าจะมีกำไรจากการดำเนินงานปี 2024 ที่ 3 พันลบ. คิดเป็นส่วนแบ่งกำไรจากการถือหุ้น 42.5% เท่ากับ 1.1 พันลบ. เพิ่มขึ้นจาก 38% y-y โดยเราคาดว่าปริมาณน้ำในเขื่อนที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล ส่งผลให้ปริมาณการไหลของน้ำเพิ่มขึ้น

Exhibit 8: XPCL's Electricity sale Volume and Water Inflow



Source: CKP

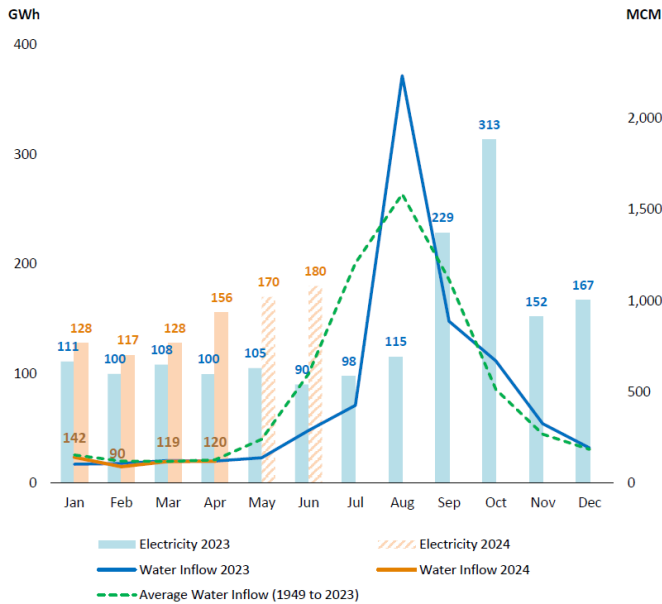
Exhibit 9: XPCL's Quarterly Electricity Sale Volume and Water inflow



Source: CKP

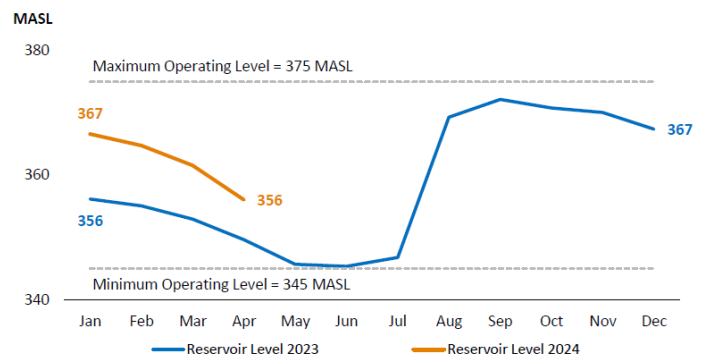
- โครงการน้ำจิม 2 (NN2) ประเทศลาว – เราคาดการณ์ปี 2024 ที่ 1.1 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 4% y-y เชื่อว่าระดับน้ำในเขื่อนจะมากกว่าปีก่อนค่อนข้างมากที่แสดงไว้ในกราฟตารางด้านล่าง และยังเกิดปรากฏการณ์ลานีญาก็ยังทำให้ปริมาณน้ำไหลเพิ่มขึ้นตามไปด้วย และการหยุดซ่อมบำรุงปีนี้ค่อนข้างน้อยทำให้สามารถผลิตไฟฟ้าได้เต็มที่

Exhibit 10: NN2's Electricity Sales Volume and Water Inflow



Source: CKP

Exhibit 11: NN2's Reservoir (End of Month)



Source: CKP

คาคผลประกอบการ 2Q24 ฟิ้นตัว และจะฟิด 3Q24

ผลประกอบการ 1Q24 มีขาดทุนสุทธิ 461 ล้านบาท ลดลง 185% q-q, 35% y-y ส่วนใหญ่เป็นผลมาจากส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วม 570 ล้านบาท เนื่องจากโรงไฟฟ้าไชยะบุรีมี (CKP ถือหุ้น 42.5%) ผลการดำเนินงานขาดทุน 201 ล้านบาท เนื่องจากปริมาณการขายไฟฟ้าลดลงจากปริมาณน้ำไหลที่ลดลงและมีภาระดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้นตามทิศทางดอกเบี้ยขาขึ้น รวมถึงโครงการโรงไฟฟ้าหลวงพระบาง (LPCL) ที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างมีผลขาดทุนจาก FX เท่ากับ 194 ล้านบาท

นอกจากนี้รายได้จากการขายไฟฟ้าและไอน้ำปรับลง y-y จากโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วม (BIC) มีต้นทุนก๊าซที่ลดลง แต่ถูกชดเชยได้บางส่วนจากโรงไฟฟ้าน้ำร้อน 2 (NN2) มีปริมาณการขายไฟฟ้าเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูงส่งผลให้บริษัทมีต้นทุนทางการเงินของ CKP เพิ่มขึ้น

แนวโน้มผลประกอบการใน 2Q24 น่าจะขาดทุนปกติ 50-100 ล้านบาท แต่ลดลงมาจาก 1Q24 ที่ขาดทุนกว่า 461 ล้านบาท โดยคาดว่าโรงไฟฟ้าไชยะบุรีจะขาดทุนลดลงมากเนื่องจากปริมาณน้ำที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาลจะทำให้สามารถผลิตกระแสไฟฟ้าได้เพิ่มขึ้น และอาจมีผลขาดทุนจาก FX ของ LPCL เล็กน้อยจากค่าเงินบาทอ่อนค่าจากสิ้น 1Q24 ที่ 36.31 บาท/ดอลลาร์ เทียบกับปัจจุบันที่ 36.48 บาท/ดอลลาร์

ขณะที่โรงไฟฟ้าน้ำร้อน 2 น่าจะมีกำไรดีขึ้นต่อเนื่อง q-q ตามระดับน้ำในอ่างเก็บน้ำที่สูงกว่าปีก่อน ส่วนโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วม BIC margin น่าจะดีขึ้นหลังราคาก๊าซทรงตัวหลังปรับลงมาใน 1Q24 และโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์คาดผลิตไฟฟ้าน่าจะชะลอตัวเพราะเข้าสู่ฝนที่เป็นช่วง Low season สำหรับภาวะดอกเบี้ยจ่ายน่าจะใกล้เคียงกับ 1Q24 เพราะเชื่อว่ากนง. จะคงดอกเบี้ยนโยบายที่ 2.5% ในปีนี้

Exhibit 12: 1Q24 Earnings results

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	----- 1Q24 -----		
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q%)	(y-y%)
Revenue	2,555	2,365	2,478	2,889	2,348	(18.7)	(8.4)
Operating costs	(2,198)	(2,062)	(1,869)	(2,031)	(1,931)	(5.0)	(14.3)
EBITDA	617	560	881	1,073	703	(34.4)	9.9
EBITDA margin (%)	24.1	23.7	35.5	37.1	30.0	(19.3)	16.4
EBIT	230	169	485	678	313	(53.8)	17.1
Interest expense	(263)	(264)	(268)	(269)	(263)	(2.4)	(0.2)
Interest & invt inc	126	138	142	140	134	(4.2)	5.6
Other income	5	63	29	12	9	(25.1)	13.3
Associates' contrib	(162)	(99)	816	304	(375)	n/a	n/a
Exceptionals	-	(7)	(9)	11	(210)	n/a	n/a
Pre-tax profit	(64)	22	1,214	845	(361)	n/a	n/a
Tax	(15)	(11)	(31)	(31)	(15)	(53.0)	(2.2)
Minority interests	(25)	(9)	(161)	(271)	(85)	(68.7)	37.2
Net profit	(104)	2	1,022	543	(461)	n/a	n/a
Core net profit	(104)	(5)	1,013	554	(283)	n/a	n/a

Source: CKP

ประเมินมูลค่าหุ้น

เราประเมินมูลค่าหุ้น CKP ด้วยวิธี Sum of The parts ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว (PPA) และ
สัดส่วนการถือหุ้น และคำนวณหามูลค่าปัจจุบัน โดยวิธี DCF ภายใต้สมมติฐาน WACC ที่ 4.9% Risk
free rate 3%, Risk premium 8% และ Zero terminal growth rate ได้ราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน
4.40 บาท ดังตารางด้านล่างนี้

Exhibit 13: Sum of the parts target price

Cost of equity assumptions (%)			Cost of debt assumptions (%)	
Risk free rate	3.0		Pretax cost of debt	2.9
Market risk premium	8.0		Marginal tax rate	20.0
Stock beta	0.7			
Cost of equity, Ke	8.7		Net cost of debt, Kd	3.6
Weight applied	25.0		Weight applied	75.0
WACC (%)				
	4.9			

DCF valuation estimate	(THB m)	(THB/share)	Comments
NN2 (Hydro, Mar-11)	6,298	0.8	WACC 4.9%, Risk free rate 3%, Risk premium 8.0%, zero terminal growth rate
Solar farm (42MW, 12-13)	779	0.3	WACC 4.9%, Risk free rate 3%, Risk premium 8.0%, zero terminal growth rate
BIC-1 (Gas, Jun-13)	4,702	0.6	WACC 4.9%, Risk free rate 3%, Risk premium 8.0%, zero terminal growth rate
BIC-2 (Gas, Jun-17)	6,190	0.8	WACC 4.9%, Risk free rate 3%, Risk premium 8.0%, zero terminal growth rate
XPCL(Hydro, Oct-19)	16,693	2.1	WACC 4.9%, Risk free rate 3%, Risk premium 8.0%, zero terminal growth rate
LPB (Hydro, Early 2030E)	12,302	1.5	WACC 4.9%, Risk free rate 3%, Risk premium 8.0%, zero terminal growth rate
Cash	8,764	1.1	At end-2024E
Debt	(9,603)	(1.2)	At end-2024E
Minorities	(12,100)	(1.5)	At end-2024E
Residual ordinary equity	34,026	4.4	

Sources: CKP, FSSIA estimates

Financial Statements

CK Power

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	10,904	10,286	10,502	11,010	11,258
Cost of goods sold	(9,100)	(8,161)	(8,625)	(9,549)	(9,735)
Gross profit	1,805	2,125	1,876	1,461	1,523
Other operating income	-	-	-	-	-
Operating costs	(526)	(563)	(525)	(551)	(563)
Operating EBITDA	2,851	3,130	2,911	2,522	2,536
Depreciation	(1,572)	(1,567)	(1,559)	(1,611)	(1,576)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	1,279	1,562	1,351	911	960
Net financing costs	(561)	(513)	(652)	(416)	(159)
Associates	2,129	859	1,264	2,104	2,002
Recurring non-operating income	2,152	968	1,384	2,154	2,052
Non-recurring items	23	(5)	0	0	0
Profit before tax	2,893	2,012	2,083	2,649	2,854
Tax	(47)	(89)	(63)	(42)	(65)
Profit after tax	2,846	1,923	2,020	2,607	2,788
Minority interests	(410)	(466)	(447)	(466)	(469)
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	2,436	1,457	1,573	2,141	2,320
Non-recurring items & goodwill (net)	(23)	5	0	0	0
Recurring net profit	2,413	1,462	1,573	2,141	2,320
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.30	0.18	0.19	0.26	0.29
Reported EPS	0.30	0.18	0.19	0.26	0.29
DPS	0.09	0.09	0.10	0.10	0.10
Diluted shares (used to calculate per share data)	8,129	8,129	8,129	8,129	8,129
Growth					
Revenue (%)	23.9	(5.7)	2.1	4.8	2.2
Operating EBITDA (%)	(15.9)	9.8	(7.0)	(13.4)	0.6
Operating EBIT (%)	(29.6)	22.2	(13.5)	(32.6)	5.4
Recurring EPS (%)	9.0	(39.4)	7.6	36.1	8.4
Reported EPS (%)	11.8	(40.2)	8.0	36.1	8.4
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	16.6	20.7	17.9	13.3	13.5
Gross margin exc. depreciation (%)	31.0	35.9	32.7	27.9	27.5
Operating EBITDA margin (%)	26.1	30.4	27.7	22.9	22.5
Operating EBIT margin (%)	11.7	15.2	12.9	8.3	8.5
Net margin (%)	22.1	14.2	15.0	19.4	20.6
Effective tax rate (%)	6.2	7.7	7.7	7.7	7.7
Dividend payout on recurring profit (%)	28.6	47.3	51.7	38.0	35.0
Interest cover (X)	6.1	4.9	4.2	7.4	19.0
Inventory days	3.3	3.8	3.8	3.8	3.9
Debtor days	57.7	69.5	72.9	74.3	77.5
Creditor days	40.4	54.6	66.0	64.5	67.3
Operating ROIC (%)	3.8	4.7	4.3	3.1	3.4
ROIC (%)	4.5	3.3	3.6	4.1	4.0
ROE (%)	9.4	5.4	5.7	7.4	7.7
ROA (%)	4.7	3.4	3.6	4.1	3.9

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Generation of electricity from hydroelectric power segment	3,274	3,250	3,343	3,213	2,915
Generation of electricity from solar power segment	153	93	153	154	155
Generation of electricity from thermal power segment	7,169	6,564	6,804	7,440	7,984
Other operating segment	310	379	202	203	204

Sources: CK Power; FSSIA estimates

Financial Statements

CK Power

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	2,413	1,462	1,573	2,141	2,320
Depreciation	1,572	1,567	1,559	1,611	1,576
Associates & minorities	2,129	859	1,264	2,104	2,002
Other non-cash items	-	-	-	-	-
Change in working capital	(2,488)	114	(104)	(105)	(166)
Cash flow from operations	3,626	4,002	4,292	5,752	5,733
Capex - maintenance	(1,572)	(1,567)	(1,559)	(1,611)	(1,576)
Capex - new investment	(1,467)	(1,390)	(1,559)	(1,611)	(1,576)
Net acquisitions & disposals	(3,030)	(615)	(500)	(500)	(500)
Other investments (net)	4,449	510	1,264	2,104	2,002
Cash flow from investing	(1,619)	(3,062)	(2,355)	(1,618)	(1,650)
Dividends paid	(3,251)	(3,251)	(691)	(813)	(813)
Equity finance	0	0	0	0	0
Debt finance	1,369	692	900	0	0
Other financing cash flows	(1,278)	1,269	1,037	(520)	(383)
Cash flow from financing	(3,159)	(1,290)	1,247	(1,333)	(1,196)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	(1,152)	(350)	3,184	2,801	2,887
Free cash flow to firm (FCFF)	3,081.47	2,004.73	3,103.50	5,357.14	5,306.39
Free cash flow to equity (FCFE)	2,098.54	2,900.62	3,874.67	3,613.65	3,699.60

Per share (THB)

FCFF per share	0.42	0.27	0.42	0.73	0.72
FCFE per share	0.28	0.39	0.53	0.49	0.50
Recurring cash flow per share	0.75	0.48	0.54	0.72	0.73

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	39,725	39,858	39,858	39,858	39,858
Less: Accumulated depreciation	(15,645)	(17,167)	(18,727)	(20,338)	(21,914)
Tangible fixed assets (net)	24,081	22,691	21,131	19,520	17,943
Intangible fixed assets (net)	3,013	3,673	3,673	3,673	3,673
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	20,605	21,220	21,720	22,220	22,720
Cash & equivalents	5,931	5,580	8,764	11,565	14,452
A/C receivable	1,889	2,026	2,167	2,314	2,465
Inventories	66	72	77	86	89
Other current assets	2,538	2,423	2,474	2,594	2,652
Current assets	10,423	10,102	13,482	16,560	19,658
Other assets	11,724	11,080	11,080	11,080	11,080
Total assets	69,846	68,765	71,086	73,052	75,074
Common equity	26,550	27,264	28,147	29,474	30,981
Minorities etc.	11,390	11,653	12,100	12,566	13,035
Total shareholders' equity	37,939	38,918	40,247	42,041	44,016
Long term debt	4,648	4,100	5,000	5,000	5,001
Other long-term liabilities	22,626	19,732	19,732	19,732	19,732
Long-term liabilities	27,275	23,832	24,732	24,732	24,733
A/C payable	741	1,233	1,321	1,484	1,525
Short term debt	3,362	4,603	4,603	4,603	4,603
Other current liabilities	529	179	183	192	196
Current liabilities	4,632	6,015	6,107	6,279	6,325
Total liabilities and shareholders' equity	69,846	68,765	71,086	73,052	75,074
Net working capital	3,223	3,109	3,214	3,319	3,484
Invested capital	62,646	61,773	60,818	59,811	58,900

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	3.27	3.35	3.46	3.63	3.81
Tangible book value per share	2.90	2.90	3.01	3.17	3.36

Financial strength

Net debt/equity (%)	5.5	8.0	2.1	(4.7)	(11.0)
Net debt/total assets (%)	3.0	4.5	1.2	(2.7)	(6.5)
Current ratio (x)	2.3	1.7	2.2	2.6	3.1
CF interest cover (x)	7.4	9.4	9.3	13.5	34.3

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	12.9	21.4	19.8	14.6	13.5
Recurring P/E @ target price (x) *	14.8	24.5	22.7	16.7	15.4
Reported P/E (x)	12.8	21.4	19.8	14.6	13.5
Dividend yield (%)	2.2	2.2	2.6	2.6	2.6
Price/book (x)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
Price/tangible book (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x) **	15.7	14.7	15.2	16.6	15.5
EV/EBITDA @ target price (x) **	17.3	16.1	16.7	18.4	17.3
EV/invested capital (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: CK Power; FSSIA estimates

CK Power PCL (CKP TB)

FSSIA ESG rating


58.18 / 100

Exhibit 14: FSSIA ESG score implication

Rating	Score	Implication
★★★★★	>79-100	Leading its industry peers in managing the most significant ESG risks which not only better cost efficiency but also lead to higher profitability.
★★★★☆	>59-79	A mixed track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers.
★★★☆☆	>39-59	Relevant ESG materiality matrix has been constructively addressed, well-managed and incorporated into day-to-day operations, in which targets and achievements are evaluated annually.
★★☆☆☆	>19-39	Relevant ESG materiality matrix has been identified with key management in charge for progress to be followed up on and to provide intensive disclosure. Most targets are conventional and achievable.
★☆☆☆☆	1-19	The company has adopted the United Nations Sustainable Development Goals (UN SDGs), established sustainability management guidelines and fully complies with regulations or ESG suggested guidance from related organizations such as the SET and SEC.

Sources: FSSIA estimates

Exhibit 15: ESG – peer comparison

	FSSIA ESG score	Domestic ratings						Global ratings					Bloomberg		
		DJSI	SET THSI	THSI	CG score	AGM level	Thai CAC	Morningstar ESG risk	ESG Book	MSCI	Moody's	Refinitiv	S&P Global	ESG score	Disclosure score
SET100	69.20	5.34	4.40	4.40	4.76	4.65	3.84	Medium	51.76	BBB	20.87	58.72	63.91	3.72	28.17
Coverage	67.12	5.11	4.15	4.17	4.83	4.71	3.53	Medium	52.04	BB	16.97	56.85	62.09	3.40	31.94
BCPG	60.77	--	Y	Y	5.00	4.00	Certified	Medium	53.04	A	--	57.81	38.00	--	54.74
BGRIM	66.87	--	Y	Y	5.00	5.00	Certified	High	47.55	BBB	--	63.32	84.00	3.58	68.21
CKP	58.18	--	Y	Y	5.00	5.00	--	High	66.30	--	--	75.69	41.00	4.37	63.61
GULF	61.25	--	Y	Y	5.00	5.00	Certified	High	57.10	B	--	53.85	74.00	2.92	53.27
GPSC	69.86	--	Y	Y	5.00	5.00	Certified	Medium	63.22	B	--	60.43	88.00	4.77	--

Sources: [SETTRADE.com](https://www.settrade.com); FSSIA's compilation

Exhibit 16: ESG score by Bloomberg

FY ending Dec 31	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
ESG financial materiality scores - ESG score	—	—	4.42	4.39
BESG environmental pillar score	—	—	4.32	4.49
BESG social pillar score	—	—	4.35	4.05
BESG governance pillar score	—	—	4.68	4.58
ESG disclosure score	51.56	61.37	64.21	63.61
Environmental disclosure score	36.54	59.17	59.17	59.17
Social disclosure score	41.96	43.77	46.01	44.20
Governance disclosure score	76.10	81.10	87.36	87.36
Environmental				
Emissions reduction initiatives	Yes	Yes	Yes	Yes
Climate change policy	No	Yes	Yes	Yes
Climate change opportunities discussed	No	No	No	No
Risks of climate change discussed	Yes	Yes	Yes	Yes
GHG scope 1	723	713	716	716
GHG scope 2 location-based	8	4	5	2
GHG Scope 3	—	—	—	—
Carbon per unit of production	—	—	—	—
Biodiversity policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Energy efficiency policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Total energy consumption	3,581	3,532	3,643	3,706
Renewable energy use	—	50	88	165
Electricity used	17	9	11	4
Fuel used - natural gas	—	354,182	355,362	354,351

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

Exhibit 17: ESG score by Bloomberg (cont.)

FY ending Dec 31	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
Fuel used - crude oil/diesel	No	No	No	No
Waste reduction policy	No	Yes	Yes	Yes
Hazardous waste	0	0	0	0
Total waste	0	0	0	0
Waste recycled	0	0	0	0
Waste sent to landfills	0	0	0	0
Environmental supply chain management	No	Yes	Yes	Yes
Water policy	No	Yes	Yes	Yes
Water consumption	1,625	1,529	1,378	1,579
Social				
Human rights policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Policy against child labor	Yes	Yes	Yes	Yes
Quality assurance and recall policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Consumer data protection policy	No	Yes	Yes	Yes
Equal opportunity policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Gender pay gap breakout	No	No	Yes	Yes
Pct women in workforce	62	33	33	33
Pct disabled in workforce	0	0	—	—
Business ethics policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Anti-bribery ethics policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Health and safety policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Lost time incident rate - employees	1	0	0	0
Total recordable incident rate - employees	1	0	0	0
Training policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Fair remuneration policy	No	No	No	No
Number of employees – CSR	457	509	505	517
Employee turnover pct	6	6	—	—
Total hours spent by firm - employee training	10,136	18,833	16,737	17,173
Social supply chain management	No	Yes	Yes	Yes
Governance				
Board size	12	12	12	11
No. of independent directors (ID)	4	4	4	4
No. of women on board	1	1	1	1
No. of non-executive directors on board	7	11	11	10
Company conducts board evaluations	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of board meetings for the year	6	8	7	7
Board meeting attendance pct	92	96	100	99
Board duration (years)	3	3	3	3
Director share ownership guidelines	No	No	No	No
Age of the youngest director	—	37	38	39
Age of the oldest director	—	76	77	77
No. of executives / company managers	8	9	11	10
No. of female executives	3	4	6	5
Executive share ownership guidelines	No	No	No	No
Size of audit committee	3	3	3	3
No. of ID on audit committee	3	3	3	3
Audit committee meetings	4	4	5	6
Audit meeting attendance %	92	100	100	100
Size of compensation committee	3	3	3	3
No. of ID on compensation committee	2	2	2	2
No. of compensation committee meetings	2	3	3	2
Compensation meeting attendance %	93	100	100	100
Size of nomination committee	3	3	3	3
No. of nomination committee meetings	2	3	3	2
Nomination meeting attendance %	93	100	100	100
Sustainability governance				
Verification type	No	No	Yes	Yes

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																				
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																				
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																				
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																				
Morningstar Sustainabilitys	The Sustainabilitys' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
NEGL	Low	Medium	High	Severe																		
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																		
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																				
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="3">Average:</td><td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td><td>Laggard:</td><td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr></table>		AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142																					
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856																					
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																					
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																					
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																					
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																				
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																				

[Rating](#) regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "**CG Score**"; 2) "**AGM Level**"; 3) "**Thai CAC**"; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Songklod Wongchai FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

History of change in investment rating and/or target price

CK Power (CKP TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
15-Jun-2021	BUY	6.60	11-Nov-2022	BUY	6.50	-	-	-

Songklod Wongchai started covering this stock from 7-Jun-2024

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
CK Power	CKP TB	THB 3.84	BUY	ความต้องการไฟฟ้าในไทยลดลงมากกว่าคาด และปริมาณน้ำที่ใช้เพื่อการผลิตกระแสไฟฟ้าโครงการโรงไฟฟ้าหลักต่ำกว่าคาดจากภัยธรรมชาติ

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 6-Jun-2024 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.