



สาธารณูปโภค

SET ENER index Close: 5/6/2018 25,915.84 +73.43 / +0.28% Bt16,811mn
 Bloomberg ticker: SET ENER

ชอบ WHAUP มากกว่า TTW

ในกลุ่มสาธารณูปโภค TTW และ WHAUP มีโครงสร้างธุรกิจคล้ายกัน และธุรกิจน้ำและธุรกิจโรงไฟฟ้าของสองบริษัทนี้มีผลการดำเนินงานที่ดี ธุรกิจที่ช่วยกระตุ้นให้กำไรของ TTW เติบโต คือ ธุรกิจน้ำ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 91% ของ EBIT ในขณะที่ธุรกิจที่ช่วยกระตุ้นให้กำไรของ WHAUP เติบโต คือ ธุรกิจโรงไฟฟ้า ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 72% ของ EBIT ทั้งนี้เมื่ออิงกับวิธี SOTP เราประเมินมูลค่าของ TTW ได้ที่ 13.5 บาท/หุ้น และประเมินมูลค่าของ WHAUP ได้ที่ 8.75 บาท/หุ้น ณ ราคาปิดล่าสุด WHAUP ให้ผลตอบแทนรวม (TTR) ที่ 36% น่าสนใจมากกว่า TTW ที่ให้ TTR เพียง 15% ดังนั้นเราจึงชอบ WHAUP มากกว่า TTW

แกนนำธุรกิจสาธารณูปโภค TTW (แกนนำธุรกิจสาธารณูปโภคของ CK ซึ่งเป็นบริษัทรับเหมาก่อสร้างชั้นนำ) และ WHAUP (แกนนำธุรกิจสาธารณูปโภคของ WHA group ซึ่งเป็นบริษัทพัฒนานิคมอุตสาหกรรมชั้นนำ) มีโครงสร้างธุรกิจคล้ายกัน คือ ธุรกิจน้ำ และเงินลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้า ในรายงานฉบับนี้ เราวิเคราะห์โครงสร้างธุรกิจ การดำเนินงาน และ valuation ของสองบริษัทนี้

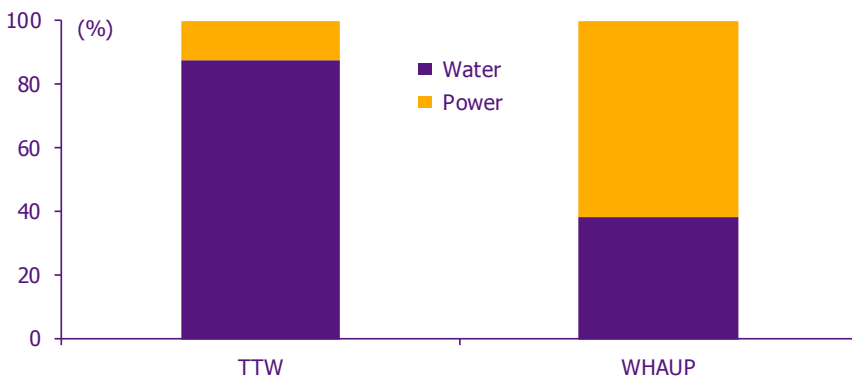
ธุรกิจที่ช่วยกระตุ้นให้กำไรของ TTW เติบโต คือ ธุรกิจน้ำ แต่ WHAUP คือธุรกิจโรงไฟฟ้า แม้มีโครงสร้างธุรกิจคล้ายกัน แต่ธุรกิจที่ช่วยกระตุ้นให้กำไรของ TTW เติบโต คือ ธุรกิจน้ำ TTW มีกำลังการผลิตน้ำประปาจำนวนมากถึง 1.076 ล้านลบ.ม./วัน และมีสัดส่วนการถือหุ้น 25.3% ใน CKP ซึ่งคิดเป็นกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 205 MW ทั้งนี้ภายในปี 2563 ธุรกิจน้ำจะคิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 91% ของ EBIT ทั้งหมด (ประกอบด้วยกำไรจากธุรกิจน้ำและส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้า) ของ TTW อย่างไรก็ตาม สำหรับ WHAUP ธุรกิจน้ำคิดเป็นสัดส่วนเพียง 28% ของ EBIT ทั้งหมด โดยอีก 72% เป็นส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้าซึ่งได้รับการสนับสนุนจากกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้นมากถึง 543 MW

แนวโน้มธุรกิจน้ำ TTW มีต้นทุนน้ำดิบเป็นศูนย์เพราะสูบมาจากแม่น้ำเจ้าพระยา ในขณะที่ต้นทุนน้ำดิบคิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 64% ของต้นทุนสินค้าขายทั้งหมดของ WHAUP ดังนั้น TTW จึงมี EBITDA margin จากธุรกิจน้ำสูงถึง 81.4% เทียบกับเพียง 49.3% สำหรับ WHAUP อย่างไรก็ตาม WHAUP มีแนวโน้มเติบโตดีกว่า TTW โดย EBITDA ในระยะ 3 ปีข้างหน้าจะเติบโตที่ CAGR 9.7% ในปี 2560-2563 เทียบกับ 3.9% สำหรับ TTW ทั้งนี้เป็นเพราะปริมาณขายของ WHAUP มีแนวโน้มเติบโต 11% โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากความต้องการใช้น้ำจากลูกค้านิคมอุตสาหกรรมรายใหญ่และรายใหม่ (โรงไฟฟ้า SPP IPP และโรงงานปิโตรเคมี) ในขณะที่ปริมาณขายของ TTW มีแนวโน้มเติบโตเพียง 5% เพราะลูกค้าส่วนใหญ่เป็นผู้ใช้น้ำภาคครัวเรือน

ช่วงเวลาเติบโตต่างกันสำหรับธุรกิจโรงไฟฟ้า ช่วงเวลาที่กำลังการผลิตไฟฟ้าของ WHAUP เพิ่มขึ้นก้าวกระโดดเพิ่งเกิดขึ้นในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา โดยการเริ่มเดินเครื่องโรงไฟฟ้า SPP 5 โรงในระหว่างเดือนพ.ค. 2560-ม.ค. 2561 ส่งผลทำให้กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมดเพิ่มขึ้น 32% บริษัทจะรับรู้กำไรจากโครงการใหม่ 5 โครงการนี้ตลอดทั้งปีตั้งแต่ปี 2561 ในทางกลับกัน ช่วงที่กำลังการผลิตของ TTW/CKP เพิ่มขึ้นจะเกิดขึ้นใน 4Q62 จากการเริ่มเดินเครื่องตามกำหนดของโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำไชยะบุรี (โครงการขนาดใหญ่สุดของบริษัท) ซึ่งจะส่งผลทำให้กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมดของ TTW เพิ่มขึ้น 90% และบริษัทจะรับรู้กำไรจากโครงการนี้ตลอดทั้งปีตั้งแต่ปี 2563

ชอบ WHAUP มากกว่า TTW เมื่ออิงกับวิธี sum-of-the-parts เราประเมินมูลค่าธุรกิจน้ำโดยอิงกับ FCFF และธุรกิจโรงไฟฟ้าโดยอิงกับ FCFE แล้วลบด้วยหนี้สินสุทธิ เราประเมินมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิของ TTW ได้ที่ 13.5 บาท/หุ้น และ WHAUP ได้ที่ 8.75 บาท/หุ้น ณ ราคาปิดล่าสุด WHAUP ให้ผลตอบแทนรวม (TTR) ที่ 36% น่าสนใจมากกว่า TTW ที่ให้ TTR เพียง 15% นอกจากนี้ WHAUP ยังมีแนวโน้ม upside ที่ชัดเจนกว่า TTW เพราะผลการดำเนินงานของ WHAUP จะเติบโตตามการขยายธุรกิจของ WHA แต่ CKP/TTW จะขึ้นอยู่กับ PPA ใหม่ บั๊จจยเหล่านี้สนับสนุนให้เราชอบ WHAUP มากกว่า TTW

Valuation breakdown (มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดก่อนลบด้วยหนี้สินสุทธิ)



Source: TTW, WHAUP and SCBS Investment Research

ดูข้อสงวนสิทธิ์ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
BCPG	Neutral	19.4	19.0	1.2	22.3	18.9	2.5
BPP	Buy	24.7	30.0	23.9	12.5	11.5	1.8
CKP	Neutral	4.0	4.0	1.8	48.1	35.5	1.6
EGCO	Buy	241.0	273.0	16.3	12.3	11.8	1.2
GLOW	Neutral	83.8	85.0	8.4	14.5	14.6	2.5
GPSC	Sell	72.5	60.0	(15.2)	27.1	23.8	2.7
RATCH	Buy	52.0	64.0	27.7	10.7	10.1	1.1
TTW	Buy	12.3	13.5	15.3	16.2	15.8	4.0
WHAUP	Buy	6.6	8.8	36.1	11.4	10.2	1.8
Average				12.8	19.5	16.9	2.1

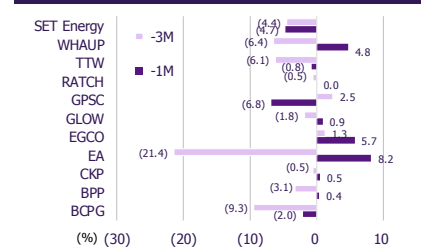
Source: SCBS Investment Research

Price performance

Company	Absolute (%)			Relative to SET (%)		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCPG	(2.5)	(9.3)	33.8	0.1	(5.9)	21.1
BPP	0.0	(3.1)	(3.1)	2.7	0.6	(12.3)
CKP	(2.5)	(0.5)	21.5	0.2	3.3	10.0
EGCO	5.2	1.3	14.8	8.1	5.1	3.9
GLOW	1.5	(1.8)	6.0	4.3	2.0	(4.0)
GPSC	(7.9)	2.5	111.7	(5.4)	6.4	91.7
RATCH	(0.5)	(0.5)	2.0	2.2	3.3	(7.7)
TTW	(2.4)	(6.1)	17.1	0.3	(2.5)	6.1
WHAUP	4.8	(6.4)	20.0	7.6	(2.8)	8.7

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

สิริกรีย์ กฤษณ์นิพัทธ์
 นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1020
 sirikarn.krisnipat@scb.co.th

ศลยา ณ สงขลา

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1006
 solaya.na_songkhla@scb.co.th

สรุปข้อมูลการลงทุน: ชอบ WHAUP มากกว่า TTW

ในรายงานฉบับนี้ เราทำการวิเคราะห์โครงสร้างธุรกิจ การดำเนินงาน และ valuation ของ TTW กับ WHAUP ซึ่งมีโครงสร้างธุรกิจคล้ายกัน คือ ธุรกิจน้ำ และเงินลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้า และมีโครงสร้างการถือหุ้นคล้ายกัน โดยสามารถสรุปได้ดังนี้:

- 1) **ธุรกิจที่ช่วยกระตุ้นให้กำไรของ TTW เติบโต คือ ธุรกิจน้ำ แต่ WHAUP คือธุรกิจโรงไฟฟ้า** TTW มีกำลังการผลิตน้ำประปาจำนวนมาก (1.076 ล้านลบ.ม./วัน) และมีสัดส่วนการถือหุ้นเพียง 25.3% ใน CKP ซึ่งคิดเป็นกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 205 MW ทั้งนี้เมื่อโรงไฟฟ้าและโรงผลิตน้ำประปาทุกโรงเดินเครื่องเต็มศักยภาพภายในปี 2563 ธุรกิจน้ำจะคิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 91% ของ EBIT ทั้งหมด (รวมธุรกิจน้ำและส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้า) และ EBIT ที่เหลืออีก 9% จะมาจากธุรกิจโรงไฟฟ้า ในทางกลับกัน ธุรกิจน้ำคิดเป็นสัดส่วนเพียง 28% ของ EBIT ทั้งหมดของ WHAUP และ EBIT ที่เหลืออีก 72% เป็นส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้า เนื่องจากบริษัทมีกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้นมากถึง 543 MW
- 2) **WHAUP มีแนวโน้ม upside ที่ชัดเจนกว่า** ผลการดำเนินงานของ WHAUP จะเติบโตตามการขยายธุรกิจของ WHA ทั้งในประเทศ (ให้บริการน้ำและสาธารณูปโภคสำหรับนิคมอุตสาหกรรมใหม่ในอำเภอบ้านค่าย จังหวัดระยอง, อำเภอท้ายเหมือง และต่างประเทศ (ให้บริการสาธารณูปโภคสำหรับเขตประกอบการอุตสาหกรรม Nghe An ในเวียดนาม) TTW มีแนวโน้มลงทุนในโครงการผลิตน้ำประปาเพียง 1 โครงการในเมียนมาร์ กำลังการผลิตเพียง 40,000 ลบ.ม./วัน สำหรับธุรกิจโรงไฟฟ้า แม้โครงการไชยบุรีซึ่งเป็นโครงการใหม่ของ TTW จะช่วยสนับสนุนให้กำลังการผลิตไฟฟ้าของบริษัทปรับตัวเพิ่มขึ้น 90% ในปี 2562 แต่เรารวมเอาโครงการนี้เข้ามาไว้ในประมาณการของเราเรียบร้อยแล้ว แนวโน้ม upside สำหรับธุรกิจโรงไฟฟ้าของ TTW น่าจะขึ้นอยู่กับความเห็นชอบให้ทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ฉบับใหม่ของคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) ในขณะที่แนวโน้ม upside ของ WHAUP เห็นได้ชัดกว่า เพราะบริษัทมีแผนที่จะลงทุนในโครงการผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคา (โซลาร์ฟลอป) เพื่อขายไฟฟ้าให้กับลูกค้าในนิคมอุตสาหกรรม บนพื้นที่หลังคาคลังสินค้าและโรงงานให้เช่าของบริษัทเองหรือควบคุมโดย WHA ที่มีอยู่ 2 ล้านตร.ม. (ซึ่งสามารถผลิตไฟฟ้าได้มากถึง 200 MW)
- 3) **เราชอบ WHAUP มากกว่า TTW** เมื่ออิงกับวิธี sum-of-the-parts เราประเมินมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิสำหรับธุรกิจน้ำโดยอิงกับกระแสเงินสดอิสระของกิจการ (FCFF) และธุรกิจโรงไฟฟ้าโดยอิงกับกระแสเงินสดอิสระส่วนของผู้ถือหุ้น (FCFE) แล้วลบด้วยหนี้สินสุทธิ เราประเมินมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิของ TTW ได้ที่ 5.25 หมื่นลบ. (13.5 บาท/หุ้น) และ WHAUP ได้ที่ 3.33 หมื่นลบ. (8.75 บาท/หุ้น) มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดของ TTW (ก่อนลบด้วยหนี้สินสุทธิ) ส่วนใหญ่มาจากธุรกิจน้ำ (88%) แต่ WHAUP ส่วนใหญ่มาจากธุรกิจโรงไฟฟ้า (62%) ณ ราคาปิดล่าสุด WHAUP ให้ผลตอบแทนรวม (TTR) ที่ 36% น่าสนใจมากกว่า TTW ที่ให้ TTR เพียง 15% ดังนั้นเราจึงชอบ WHAUP มากกว่า TTW

Figure 1: Sum-of-the-parts valuation

	Method	Value (Btmn)		Value (Bt/Sh)	
		TTW	WHAUP	TTW	WHAUP
Water business	PV of FCFF	53,000	15,129	13.28	3.96
Power business	PV of FCFE	7,461	24,411	1.87	6.38
Total equity value		60,461	39,540	15.15	10.34
Less: Net debt		(7,981)	(6,235)	(2.00)	(1.63)
Net equity value		52,480	33,304	13.50*	8.75*
Market cap.		49,077	25,245	12.30	6.60
Capital gain (%)				9.8	32.6
Dividend yield (%)				5.5	3.5
Expected total return (%)				15.3	36.1

Source: SCBS Investment Research

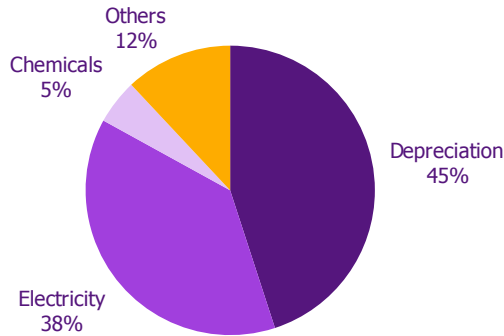
Note: * Rounded number to comply with stock price's trading spread

เปรียบเทียบธุรกิจน้ำ

TTW มีขนาดใหญ่กว่าและมีความสามารถในการทำกำไรสูงกว่า...

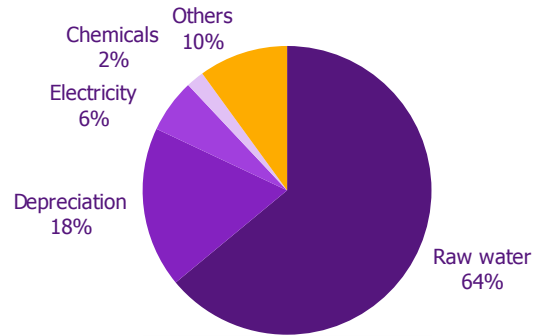
กำลังการผลิตน้ำประปา (1.076 ล้านลบ.ม./วัน) ของ TTW คิดเป็น 4 เท่าของกำลังการผลิตน้ำประปาของ WHAUP (281,376 ลบ.ม./วัน) แต่ EBITDA จากธุรกิจน้ำของ TTW (4.8 พันลบ.) จะคิดเป็น 5 เท่าของ EBITDA จากธุรกิจน้ำของ WHAUP (956 ลบ.) ในปี 2561 ทั้งนี้เป็นเพราะ TTW มีต้นทุนน้ำดิบเป็นศูนย์เพราะสูบน้ำจากแม่น้ำเจ้าพระยา แต่ต้นทุนน้ำดิบคิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 64% ของต้นทุนทั้งหมดของ WHAUP เนื่องจากบริษัทซื้อน้ำดิบจาก บมจ. จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก (EASTW) ดังนั้น TTW จะมี EBITDA margin จากธุรกิจน้ำสูงถึง 81.4% เทียบกับ 49.3% สำหรับ WHAUP ในปี 2561

Figure 2: Cost structure of TTW in 2016



Source: TTW, SCBS Investment Research

Figure 3: Cost structure of WHAUP in 2016

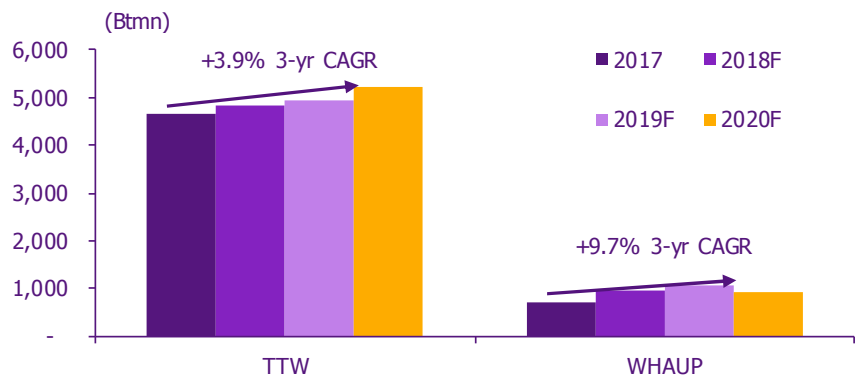


Source: WHAUP, SCBS Investment Research

แต่ WHAUP มีแนวโน้มเติบโตดีกว่า

เราคาดว่า TTW จะมี EBITDA เติบโตเฉลี่ย 3.9% ต่อปีในระหว่างปี 2560-2563 เทียบกับ WHAUP ที่ 9.7% ทั้งนี้เป็นเพราะปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นให้ปริมาณขายของ TTW เติบโต คือ ความต้องการใช้น้ำภาคครัวเรือนที่มีแนวโน้มเติบโตเฉลี่ยเพียง 5% ต่อปี เทียบกับปริมาณขายของ WHAUP ที่คาดว่าจะเติบโต 11% โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากความต้องการใช้น้ำจากลูกค้าอุตสาหกรรมรายใหม่ (ผู้ใช้น้ำรายใหญ่) ที่ประกอบด้วย โรงไฟฟ้า SPP IPP และโรงงานปิโตรเคมี

Figure 4: EBITDA 3-yrs CAGR of 3.9% for TTW and 9.7% for WHAUP



Source: TTW, WHAUP, SCBS Investment Research

มูลค่าธุรกิจน้ำ

เราประเมินมูลค่าธุรกิจน้ำโดยอิงกับ FCFF เราประมาณการกระแสเงินสดสำหรับสัญญาซื้อขายน้ำที่เหลือของ TTW และสิทธิดำเนินงานที่เหลือของ WHAUP โดยใช้สมมติฐานว่าไม่มีการต่อสัญญา และไม่มี terminal value สำหรับทั้งสองบริษัท เรา discount ด้วย WACC ที่ 5.4% สำหรับ TTW และ 5.7% สำหรับ WHAUP เราได้ FCFF ที่ 5.3 หมื่นลบ. (13.3 บาท/หุ้น) สำหรับ TTW และ 1.5 หมื่นลบ. (4.0 บาท/หุ้น) สำหรับ WHAUP

Figure 5: การวิเคราะห์ SWOT (ธุรกิจน้ำ)

	TTW	WHAUP
จุดแข็ง	มีสัญญาซื้อขายน้ำระยะยาวกับการประปาส่วนภูมิภาค หรือ กปภ. (สัญญาของ TTW มีอายุเหลือ 16 ปี และสัญญาของ PTW มีอายุเหลือ 5 ปี มีสิทธิต่อสัญญาได้ 2 ครั้ง ครั้งละ 10 ปี) และสิทธิในการผลิตน้ำประปาและบำบัดน้ำเสียที่นิคมอุตสาหกรรมบางปะอิน หรือ BIE (มีอายุเหลืออีก 21 ปี)	สัญญาระยะยาวในการจัดหาน้ำเพื่ออุตสาหกรรมแก่ผู้เช่าทั้งหมดของบมจ. ดับบลิวเอชเอ อินดัสเตรียล ดีเวลลอปเม้นท์ หรือ WHAID (มีอายุเหลืออีก 48 ปี)
	สัญญา take-or-pay ครอบคลุม 66% ของกำลังการผลิตในปัจจุบันที่ 1.076 ล้านลบ.ม./วัน	ผูกขาดกับฐานลูกค้าขนาดใหญ่ซึ่งเป็นผู้ผลิตมากกว่า 1,000 ราย
	มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราเงินเฟ้อ (ขึ้นค่าน้ำตาม CPI)	กำหนดราคาแบบบวกเพิ่มจากต้นทุน
	ส่งผ่านต้นทุนทั้งหมดถ้ามีการปรับขึ้นของต้นทุนเกี่ยวกับ 1) คุณภาพน้ำดิบแยก; 2) ต้นทุนน้ำดิบสูงขึ้น; และ 3) ความเพียงพอของน้ำดิบ	การรีไซเคิลน้ำช่วยหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวดีขึ้น
จุดอ่อน	ผลการดำเนินงานไม่ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจโลก/ในประเทศ และสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง	เติบโตตามวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ที่แข็งแกร่งในประเทศไทย ซึ่งได้รับปัจจัยกระตุ้นจากพ.ร.บ. EEC
	อัตราการเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของที่อยู่อาศัยในทุมธานี สมุทรสาคร และนครปฐม และการส่งออกอาหารทะเลจากโรงงานในสมุทรสาคร	อัตราการเติบโตของยอดขายได้รับปัจจัยกระตุ้นจากผู้ใช้น้ำรายใหญ่ (SPP IPP และโรงงานปิโตรเคมี) เริ่มดำเนินงาน บวกกับค่าธรรมเนียมจากการขอใช้น้ำเกินกว่าที่จัดสรร (excessive charge) จากผู้ใช้น้ำเหล่านี้
	PTW ทำสัญญาเป็นแบบ Build-Own-Operate-Transfer (BOOT) ซึ่งมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับต้นทุนในการต่อสัญญาและอัตราค่าน้ำประปา	ขึ้นค่าน้ำตามต้นทุน แต่อาจจะทำได้ล่าช้าเนื่องจากต้องได้รับความเห็นชอบจากการนิคมอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (กนอ.)
	TTW ทำสัญญาแบบ Build-Own-Operate (BOO) ถ้าไม่มีสัญญาซื้อน้ำกับ กปภ. สิทธิประโยชน์จะค่อนข้างน้อยลง	กำไรจะลดลงเมื่อ PPA ของลูกค้า SPP และ IPP หมดยุติลง
	เนื่องจากโรงงานตั้งอยู่ใกล้กับอ่าวไทย ค่าความเค็มของน้ำจึงเป็นสิ่งที่น่ากังวล ค่าความเค็มสูงส่งผลทำให้ต้นทุนสารเคมีสูงขึ้น และในกรณีเลวร้ายอาจจะทำให้ต้องหยุดผลิต	
โอกาส	มีแนวโน้มได้โครงการผลิตน้ำประปาในเมืองเกาะสาบาย ประเทศเมียนมาร์	โอกาสลงทุนในธุรกิจน้ำเป็นไปตามการขยายธุรกิจของ WHA ทั้งในประเทศ (ขยาย IE ใหม่) และต่างประเทศ (IE ใหม่ในเวียดนาม)
	ให้บริการน้ำและบริหารจัดการน้ำเสียแก่นิคมอุตสาหกรรม	สามารถรับบริหารจัดการน้ำและน้ำเสียสำหรับนิคมอุตสาหกรรมอื่นๆ
	ความต้องการใช้น้ำปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการเปลี่ยนมาใช้น้ำประปาแทนน้ำบาดาลในพื้นที่บริการ	
อุปสรรค	แข่งขันกับ กปภ. ซึ่งเป็นลูกค้าเพียงรายเดียว เป็นบางครั้ง	ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจโลก/ในประเทศ
	อัตราค่าน้ำประปาสำหรับการขยายกำลังการผลิต 100,000 ลบ.ม./วันที่ TTW เมื่อไม่นานนี้ ยังไม่แน่นอน กรณีฐานของเราใช้สมมติฐานราคา 12.20 บาท/ลบ.ม. (ราคาสำหรับปริมาณรับซื้อน้ำที่สูงกว่า MOQ) ในปี 2561	น้ำดิบส่วนใหญ่ซื้อมาจาก EASTW และมีความเสี่ยงที่จะเกิดสถานการณ์ขาดแคลนนํ้าดิบถ้าเกิดภัยแล้ง
	ราคาขายของ TTW สูงกว่าราคาขายต่อของ กปภ. ที่ 10.2 บาท/ลบ.ม. สำหรับผู้ใช้น้ำภาคครัวเรือน ซึ่งหมายความว่า กปภ. รับภาระขาดทุนจากปริมาณน้ำที่รับซื้อมาจาก TTW ดังนั้นอาจจะมีการกดดันให้บริษัทลดอัตราค่าน้ำประปาลงในอนาคต	ต้นทุนน้ำดิบอาจจะปรับขึ้น และความสามารถในการรักษาความสามารถในการทำกำไรขึ้นอยู่กับความสามารถในการส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้น

Source: SCBS Investment Research

เปรียบเทียบธุรกิจโรงไฟฟ้า

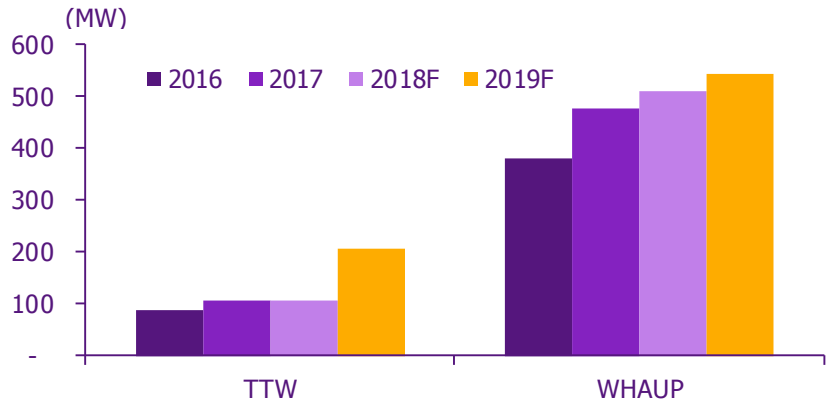
พอร์ตโรงไฟฟ้าของ TTW เล็กกว่า WHAUP ทั้งในแง่ MW และสัดส่วน EBIT

การเปรียบเทียบกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้นอ้างอิงโครงการที่ดำเนินงานแล้วและโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาของ TTW และ WHAUP พบว่า TTW มีกำลังการผลิตไฟฟ้า 205 MW (อ้างอิงโครงสร้างการถือหุ้นปัจจุบัน และสัดส่วนการถือหุ้น 30% ในโครงการไชยะบุรีของ CKP) ในขณะที่ WHAUP มีกำลังการผลิตไฟฟ้า 543 MW ทั้งนี้เมื่ออิงกับประมาณการกำไรในปี 2563 เมื่อโครงการทุกโครงการเดินเครื่องผลิต สัดส่วนกำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้าคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ของ adjusted EBIT (รวมส่วนแบ่งกำไร) จะอยู่ที่เพียง 9% สำหรับ TTW เทียบกับ 72% สำหรับ WHAUP

ช่วงเวลาเติบโตต่างกัน: ปี 60-61 สำหรับ WHAUP เทียบกับปี 62-63 สำหรับ TTW/CKP

ช่วงเวลาที่กำลังการผลิตของ WHAUP เพิ่มขึ้นก้าวกระโดดเพิ่งเกิดขึ้นในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา โดยการเริ่มเดินเครื่องโรงไฟฟ้า SPP 5 โรงในระหว่างเดือนพ.ค. 2560-ม.ค. 2561 ส่งผลทำให้กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมดปรับเพิ่มขึ้น 32% บริษัทจะรับรู้อำนาจจากโครงการใหม่ 5 โครงการนี้ตลอดทั้งปีตั้งแต่ปี 2561 ในทางกลับกัน ช่วงที่กำลังการผลิตของ TTW/CKP เพิ่มขึ้นจะเกิดขึ้นใน 4Q62 จากการเริ่มเดินเครื่องตามกำหนดของโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำไชยะบุรี (โครงการขนาดใหญ่สุดของบริษัท) ซึ่งจะส่งผลทำให้กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมดของ TTW ปรับเพิ่มขึ้น 90% และบริษัทจะรับรู้อำนาจจากโครงการนี้ตลอดทั้งปีตั้งแต่ปี 2563

Figure 6: Attributed capacity



Source: TTW, WHAUP, SCBS Investment Research

ทั้งสองบริษัทมี PPA อายุเฉลี่ยนานกว่าจะหมดอายุ

กำลังการผลิตประมาณ 57% ของ TTW และ 41% ของ WHAUP เป็นกำลังการผลิตใหม่ที่มีกำหนดวันจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบเชิงพาณิชย์ในระหว่างปี 2559-2562 โดยทั้งสองบริษัทมี PPA อายุเฉลี่ยค่อนข้างนานกว่าจะหมดอายุ: 26 ปี สำหรับ TTW และ 20 ปี สำหรับ WHAUP

โอกาสเพิ่มเติม

เมื่ออิงกับแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้า (PDP 2015) เราพบว่าการประมูลสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ฉบับใหม่ในประเทศไทยในระยะ 2-3 ปีข้างหน้ามีจำกัด ดังนั้นผู้ผลิตไฟฟ้าทุกรายจึงมุ่งเน้นขยายการลงทุนในต่างประเทศ และเจรจาขายไฟฟ้าโดยตรงให้กับลูกค้าในลักษณะ Private PPA ภายใต้สถานการณ์เช่นนี้ ทั้ง CKP และ WHAUP ต่างมีจุดแข็งของตนในการขยายการลงทุนในอนาคตดังต่อไปนี้:

CKP: เมื่ออิงกับแผน PDP 2015 บริษัทวางแผนเริ่มเดินเครื่องกำลังการผลิตใหม่ 700 MW/ปี จากโรงไฟฟ้าพลังน้ำในประเทศเพื่อนบ้านในระหว่างปี 2569-2579 คิดเป็นกำลังการผลิตรวม 7.7 GW ทั้งนี้ CKP จัดเป็นผู้นำในธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังน้ำในลาว ด้วยโครงการโรงไฟฟ้า IPP อยู่ 2 โครงการ โดยโครงการไชยะบุรี กำลังการผลิต 1,285 MW จะเป็นโรงไฟฟ้าพลังน้ำแห่งแรก บนแม่น้ำแม่โขง ที่จะเริ่มดำเนินงาน ทั้งนี้ในฐานะผู้นำ CKP จึงมีโอกาสสูงที่จะได้เข้าลงทุนในโครงการใหม่ (ถ้ามี) ในอนาคต นอกจากนี้ CKP ก็จะขยายบริการโซลาร์ฟลท้อปให้แก่กลุ่มดังกล่าวด้วย โดยบริษัทสามารถติดตั้งกำลังการผลิตโซลาร์ฟลท้อปได้ถึง 20 MW (หรือคิดเป็นกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 5 MW ของ TTW) ในอนาคต (คิดเป็นสัดส่วนเพียง 0.6% ของพอร์ตกำลังการผลิตไฟฟ้าของ TTW)

WHAUP: มีความต้องการใช้ไฟฟ้าจำนวนมากในนิคมอุตสาหกรรมของ WHA ซึ่งเปิดโอกาสให้ WHAUP เสนอขายไฟฟ้าให้แก่ลูกค้าอุตสาหกรรม โดยเฉพาะอย่างยิ่งผ่านโครงการโซลาร์ฟาร์มที่อุปเมื่ออิงกับพื้นที่หลังคาคลังสินค้าและโรงงานให้เช่าของบริษัทเองหรือควบคุมโดย WHA และตั้งอยู่ในพื้นที่ของ WHA ที่มีอยู่ 2 ล้านตร.ม. จะสามารถผลิตไฟฟ้าได้มากถึง 200 MW ซึ่งเท่ากับ 37% ของพอร์ตกำลังผลิตไฟฟ้าของ WHAUP ผู้บริหารตั้งเป้าเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้า 10-20 MW ในปีนี้ และมากกว่านั้นในปีถัดๆ ไป

Figure 7: Attributed capacity

	TTW	WHAUP
Gross capacity (MW)		
Operating	874	2,143
Under development	1,285	127
Total	2,159	2,270
Attributed capacity (MW)		
Operating	115	511
Under development	90	32
Total	205	543
CAGR over 2017-2019	38%	7%
Capacity breakdown (%)		
IPP/SPP/VSPP	79/19/2	53/46/1
Conventional/renewable*	19/81	95/5
Gas/coal/hydro/solar&waste	18/0/79/2	53/43/4/1
Thailand/Laos	21/79	96/4
Weighted average years to PPA expiry	26	20
Solar rooftop opportunity in the group (MW)*	5	200
Strengths	Leader in Laos	Chance to capture demand in the WHA group
% contribution to adjusted EBIT in 2018/2020***	4/9	76/72

Note ** Based on demand and rooftop opportunities in the group, according to managements, ** including hydropower, *** Adjusted EBIT includes equity income from power portfolio, 2020 is the first full-year that all committed projects come online
Source: Company reports and SCBS Investment Research

มูลค่าธุรกิจโรงไฟฟ้า

เราประเมินมูลค่าธุรกิจโรงไฟฟ้าอ้างอิงวิธีคิดลดกระแสเงินสด โดยอิงกับประมาณการกระแสเงินสดอิสระของผู้ถือหุ้นจากโครงการแต่ละโครงการจนกระทั่ง PPA หมดอายุ และใช้ cost of equity ที่ 7.4% เราประเมิน FCFE ของธุรกิจโรงไฟฟ้าของ TTW ได้ที่ 7.5 พันลบ. หรือ 1.9 บาท/หุ้น และธุรกิจโรงไฟฟ้าของ WHAUP ได้ที่ 2.44 หมื่นลบ. หรือ 6.4 บาท/หุ้น

ประวัติความเป็นมา - TTW

TTW เป็นผู้ประกอบกิจการประปาเอกชนรายใหญ่ที่สุดของประเทศไทย

บมจ. ทีทีดับบลิว (TTW) เป็นบริษัทร่วมทุนเพื่อประกอบธุรกิจสาธารณูปโภคของ บมจ. ข. การช่าง (CK) มีกำลังการผลิตน้ำประปาประมาณ 1.076 ล้านลบ.ม./วัน จากโรงผลิตน้ำประปา 3 แห่ง โดยกำลังการผลิต 66% (712,000 ลบ.ม./วัน) ได้รับความคุ้มครองปริมาณน้ำขั้นต่ำ (MOQ) ที่การประปาส่วนภูมิภาค (กปภ.) ต้องรับซื้อ ปัจจุบัน TTW มีกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้น 205 MW (อ้างอิงทั้งโครงการที่ดำเนินงานแล้วและโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนา) ผ่านการถือหุ้น 25.3% ใน CKP ซึ่งจะปรับขึ้นสู่ 229 MW ถ้า CKP เข้าซื้อหุ้น 7.5% ในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานไฮดรอปower จาก BEM ได้สำเร็จ

โรงผลิตน้ำประปา TTW TTW ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 11 ก.ย. 2543 เพื่อผลิตและจำหน่ายน้ำประปาให้กับ กปภ. ในพื้นที่ อ.นครชัยศรี อ.สามพราน อ.พุทธมณฑล ในจังหวัดนครปฐม และ อ.กระทุ่มแบน อ.เมืองสมุทรสาคร ในจังหวัดสมุทรสาคร บริษัทได้เข้าทำสัญญาซื้อขายน้ำประปากับ กปภ. เป็นระยะเวลา 30 ปี (21 ก.ค. 2547 – 20 ก.ค. 2577) โดยมีลักษณะสัญญาแบบ Build-Own-Operate (BOO)

TTW ใช้น้ำดิบจากแม่น้ำท่าจีน (นครชัยศรี) ตอนกลางเพื่อผลิตน้ำประปา หลังจากนั้นบริษัทก็จะส่งน้ำประปาที่ผลิตได้จากโรงผลิตน้ำในอำเภอบางเลน และอำเภอกระทุ่มแบน จังหวัดนครปฐม ด้วยท่อส่งน้ำประปา (BTM) ไปยังสถานีจ่ายน้ำของบริษัท คือสถานีจ่ายน้ำพุทธมณฑล และสถานีจ่ายน้ำมหาชัย และส่งจ่ายน้ำต่อไปตามท่อจ่ายน้ำ (LDN) ของ กปภ. ให้แก่ผู้ใช้น้ำประปา

อัตราค่าน้ำประปาในปัจจุบันอยู่ที่ 28.92 บาท/ลบ.ม. สำหรับปริมาณรับซื้อ 300,000 ลบ.ม./วัน (จากกำลังการผลิตทั้งหมด 540,000 ลบ.ม./วัน) และจะปรับราคาทุกปีตามดัชนีราคาผู้บริโภคเดือนธ.ค. สำหรับภาคกลาง และ 12.20 บาท/ลบ.ม. สำหรับส่วนที่เหลือ และจะปรับราคาทุกปีตามดัชนีราคาผู้บริโภคเดือนพ.ย. สำหรับภาคกลาง ทั้งนี้บริษัทกำลังเจรจากับ กปภ. สำหรับอัตราค่าน้ำประปาและ MOQ สำหรับกำลังการผลิตที่เพิ่งสร้างเสร็จเมื่อไม่นานนี้จำนวน 100,000 ลบ.ม./วัน

โรงผลิตน้ำประปาพุมธานี (PTW) TTW ถือหุ้น 98% ในบริษัท ประปาพุมธานี จำกัด ซึ่งก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 29 พ.ค. 2538 เพื่อประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำประปาในอำเภอเมืองและเขตรังสิต จังหวัดพุมธานี ให้แก่ กปภ. โดย กปภ. ได้ให้สิทธิดำเนินการผลิตและจำหน่ายน้ำประปาแก่ PTW เป็นระยะเวลา 25 ปี (15 ต.ค. 2541 ถึง 14 ต.ค. 2566) ลักษณะสัญญาเป็นแบบ Build-Own-Operate-Transfer (BOOT) ทั้งนี้ PTW สามารถขอต่อสัญญากับ กปภ. ได้อีก 2 ครั้ง ครั้งละ 10 ปี

PTW สูบน้ำจากแม่น้ำเจ้าพระยาเพื่อใช้เป็นแหล่งน้ำดิบในการผลิตเป็นน้ำประปาที่โรงผลิตน้ำประปาของบริษัทซึ่งตั้งอยู่ในอำเภอสามโคก จังหวัดพุมธานี น้ำประปาที่ผลิตได้จะถูกส่งไปตามท่อส่งน้ำประปา (BTM) ซึ่งเป็นทรัพย์สินของ PTW เพื่อส่งไปยังสถานีจ่ายน้ำ 3 แห่งของบริษัท คือสถานีจ่ายน้ำรังสิต สถานีจ่ายน้ำธรรมศาสตร์ และสถานีจ่ายน้ำพุมธานี และส่งจ่ายน้ำต่อไปตามท่อจ่ายน้ำ (LDN)

อัตราค่าน้ำประปาเป็นอัตราเดียวที่ 12.56 บาท/ลบ.ม. และจะปรับราคาทุกปีตามดัชนีราคาผู้บริโภคของประเทศไทยเดือนก.ค. PTW มี MOQ ที่ 358,000 ลบ.ม./วัน จากกำลังการผลิตทั้งหมด 488,000 ลบ.ม./วัน

โรงผลิตน้ำประปานิคมอุตสาหกรรมบางปะอิน (BIE) TTW ได้รับสิทธิในการผลิตน้ำประปาและบำบัดน้ำเสียในนิคมอุตสาหกรรมบางปะอินในอำเภอบางปะอิน จังหวัดอยุธยา ให้แก่ผู้ผลิตภาคอุตสาหกรรม เป็นระยะเวลา 30 ปี (5 สิงหาคม 2552 ถึง 6 สิงหาคม 2582) อัตราค่าน้ำประปาเป็นอัตราเดียวที่ 24.75 บาท/ลบ.ม. BIE มีกำลังการผลิตทั้งหมด 48,000 ลบ.ม./วัน สำหรับผลิตน้ำเพื่ออุตสาหกรรม และ 18,000 ลบ.ม./วัน สำหรับบำบัดน้ำเสีย

TTW (ผ่านบริษัทย่อย คือ บริษัท ไทยวอเตอร์ โอเปอเรชั่นส์ จำกัด) ผลิตและจำหน่ายน้ำประปาและบริหารจัดการน้ำเสียให้แก่อมตะซิตี้ ชลบุรี และอมตะซิตี้ ระยอง

Figure 8: Service areas of TTW and PTW



Source: Wikipedia, SCBS Investment Research

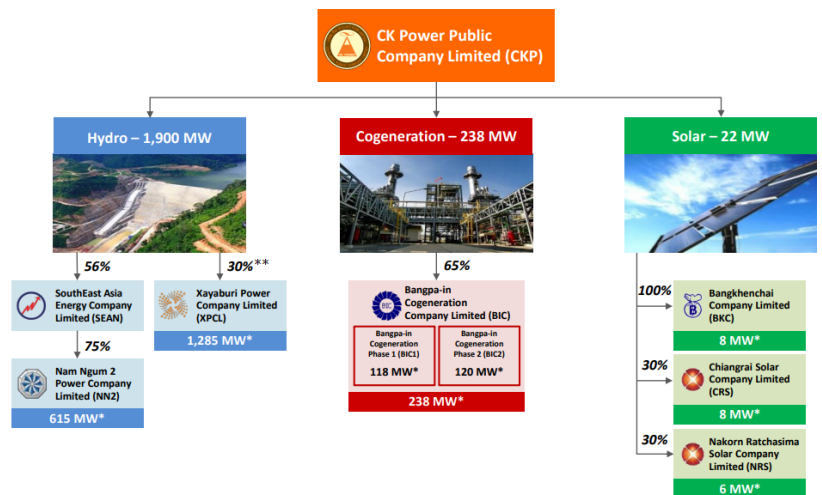
Figure 9: Source of raw water



Source: Wikipedia, SCBS Investment Research

มีกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้น **205 MW** จากการลงทุนในโรงไฟฟ้าผ่าน **CKP** นอกจากนี้ TTW ยังถือหุ้น 25.3% ในบมจ. ซีเค พาวเวอร์ (CKP) ซึ่งเป็นบริษัทโฮลดิ้งธุรกิจโรงไฟฟ้าของกลุ่ม CK กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นในปัจจุบันของ CKP/TTW อยู่ที่ 425/108 MW และจะเพิ่มขึ้นสู่ 810/205 MW ในปี 2562 หลังจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำไชยะบุรี เริ่มเดินเครื่องในเดือนต.ค. 2562 อ้างอิงกำหนดวันจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบเชิงพาณิชย์ นอกจากนี้ CKP ก็กำลังอยู่ระหว่างการดำเนินการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นในโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำไชยะบุรีจาก 30% สู่ 37.5% (โดยซื้อหุ้นจาก BEM) ซึ่งจะส่งผลทำให้กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมดของ CKP/TTW เพิ่มขึ้นสู่ 902/229 MW ทั้งนี้เมื่ออิงกับพอร์ตกำลังการผลิตไฟฟ้าในปัจจุบัน 79% มาจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำของผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระ 19% มาจากโครงการผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (SPP) ในนิคมอุตสาหกรรมบางปะอิน และ 2% มาจากโครงการโซลาร์ของผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็กมาก (VSPP)

Figure 10: CKP's business structure



Source: CKP, SCBS Investment Research
 Note * Total installed capacity, ** in the process of raising stake to 37.5%

Financial statement - TTW

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total revenue	(Btmn)	5,182	5,383	5,430	5,379	5,595	5,933	6,179	6,546
Cost of goods sold	(Btmn)	1,550	1,535	1,510	1,497	1,564	1,706	1,787	1,902
Gross profit	(Btmn)	3,632	3,848	3,920	3,881	4,031	4,226	4,391	4,644
SG&A	(Btmn)	574	487	543	483	503	513	524	541
Other income	(Btmn)	143	239	145	120	152	124	85	88
Interest expense	(Btmn)	615	566	550	433	407	337	295	275
Pre-tax profit	(Btmn)	2,587	3,034	2,972	3,085	3,273	3,501	3,657	3,916
Corporate tax	(Btmn)	317	156	378	607	632	610	731	761
Equity a/c profits	(Btmn)	63	111	103	14	40	154	208	393
Minority interests	(Btmn)	(23)	(16)	(17)	(17)	(18)	(19)	(21)	(23)
Core profit	(Btmn)	2,310	2,972	2,681	2,476	2,663	3,025	3,113	3,524
Extra-ordinary items	(Btmn)	264	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	2,574	2,972	2,681	2,476	2,663	3,025	3,113	3,524
EBITDA	(Btmn)	4,086	4,490	4,411	4,415	4,660	4,829	4,945	5,222
Core EPS (Bt)	(Bt)	0.58	0.74	0.67	0.62	0.67	0.76	0.78	0.88
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.65	0.74	0.67	0.62	0.67	0.76	0.78	0.88
DPS (Bt)	(Bt)	0.60	0.65	0.60	0.60	0.60	0.68	0.78	0.88

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total current assets	(Btmn)	6,417	7,081	7,299	5,284	3,280	1,744	2,003	1,890
Total fixed assets	(Btmn)	18,108	17,546	19,345	20,481	19,997	20,257	19,021	17,746
Total assets	(Btmn)	24,525	24,627	26,644	25,765	23,277	22,001	21,023	19,635
Total loans	(Btmn)	12,933	12,259	14,407	13,338	10,670	9,089	8,111	6,723
Total current liabilities	(Btmn)	2,707	1,641	3,265	1,854	2,046	3,544	4,454	3,589
Total long-term liabilities	(Btmn)	10,807	11,597	11,949	12,375	9,353	6,273	4,385	3,862
Total liabilities	(Btmn)	13,514	13,238	15,214	14,229	11,399	9,818	8,840	7,452
Paid-up capital	(Btmn)	3,990	3,990	3,990	3,990	3,990	3,990	3,990	3,990
Total equity	(Btmn)	11,012	11,390	11,430	11,535	11,878	12,184	12,184	12,184
BVPS (Bt)	(Bt)	2.75	2.85	2.85	2.88	2.97	3.04	3.04	3.04

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Core Profit	(Btmn)	2,310	2,972	2,681	2,476	2,663	3,025	3,113	3,524
Depreciation and amortization	(Btmn)	884	890	889	897	980	992	993	1,031
Operating cash flow	(Btmn)	3,279	3,639	3,727	3,272	3,417	4,277	4,375	4,813
Investing cash flow	(Btmn)	(1,101)	(1,306)	(3,678)	(332)	1,734	(1,545)	(50)	(50)
Financing cash flow	(Btmn)	(2,707)	(3,283)	(463)	(3,479)	(5,081)	(4,301)	(4,090)	(4,912)
Net cash flow	(Btmn)	(529)	(950)	(413)	(538)	71	(1,569)	234	(149)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Gross margin	(%)	70.1	71.5	72.2	72.2	72.0	71.2	71.1	70.9
Operating margin	(%)	59.0	62.4	62.2	63.2	63.0	62.6	62.6	62.7
EBITDA margin	(%)	78.8	83.4	81.2	82.1	83.3	81.4	80.0	79.8
EBIT margin	(%)	61.8	66.9	64.9	65.4	65.8	64.7	64.0	64.0
Net profit margin	(%)	49.7	55.2	49.4	46.0	47.6	51.0	50.4	53.8
ROE	(%)	21.3	26.5	23.5	21.6	22.7	25.1	25.5	28.9
ROA	(%)	9.4	12.1	10.5	9.4	10.9	13.4	14.5	17.3
Net D/E	(x)	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5
Interest coverage	(x)	6.6	7.9	8.0	10.2	11.4	14.3	16.8	19.0
Debt service coverage	(x)	1.4	3.4	1.4	2.9	2.5	1.5	1.2	1.6
Payout Ratio	(x)	93.0	87.3	89.3	96.7	89.9	89.9	100.0	100.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
TTW - Vol sales	('000 Cum/day)	372.8	379.7	377.2	375.1	395.5	419.7	440.7	462.7
TTW - Minimum offtake quantity	('000 Cum/day)	330.0	339.0	348.0	354.0	354.0	354.0	354.0	354.0
PTW - Vol sales	('000 Cum/day)	375.9	366.1	364.5	356.1	369.1	390.7	410.2	430.7
PTW - Minimum offtake quantity	('000 Cum/day)	330.0	330.0	330.0	330.0	330.0	330.0	330.0	330.0
BIE - Vol sales	('000 Cum/day)	18.9	21.2	21.2	21.0	22.7	24.9	26.2	27.5
Tariff - TTW (300K Cum)	(Bt/Cum)	26.9	28.3	28.6	28.3	28.6	28.9	29.5	30.1
Tariff - TTW (>300K Cum)	(Bt/Cum)	11.7	11.9	12.1	12.0	12.0	12.2	12.4	12.7
Tariff - PTW	(Bt/Cum)	12.2	12.4	12.7	12.5	12.5	12.6	12.8	13.1
Tariff - BIE	(Bt/Cum)	22.5	22.5	22.5	23.6	24.5	24.8	24.8	24.8

Financial statement - TTW

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
Total revenue	(Btmn)	1,364	1,356	1,329	1,330	1,394	1,433	1,438	1,441
Cost of goods sold	(Btmn)	386	389	351	362	393	401	409	414
Gross profit	(Btmn)	978	967	978	968	1,001	1,032	1,030	1,027
SG&A	(Btmn)	117	121	121	124	118	122	139	124
Other income	(Btmn)	26	27	20	24	33	50	45	9
Interest expense	(Btmn)	107	105	95	93	92	112	110	95
Pre-tax profit	(Btmn)	780	768	782	775	824	848	826	818
Corporate tax	(Btmn)	147	151	164	167	164	150	152	148
Equity a/c profits	(Btmn)	16	30	(45)	(11)	2	41	8	3
Minority interests	(Btmn)	(7)	(4)	(1)	(4)	(4)	(5)	(5)	(5)
Core profit	(Btmn)	641	643	571	593	658	735	677	668
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	641	643	571	593	658	735	677	668
EBITDA	(Btmn)	1,123	1,110	1,079	1,099	1,160	1,211	1,189	1,173
Core EPS	(Bt)	0.16	0.16	0.14	0.15	0.16	0.18	0.17	0.17
Net EPS	(Bt)	0.16	0.16	0.14	0.15	0.16	0.18	0.17	0.17

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
Total current assets	(Btmn)	5,328	4,064	5,284	5,480	4,828	4,153	3,280	4,196
Total fixed assets	(Btmn)	19,701	20,083	20,481	20,625	20,373	20,195	19,997	19,792
Total assets	(Btmn)	25,029	24,147	25,765	26,105	25,201	24,348	23,277	23,988
Total loans	(Btmn)	12,828	12,635	13,338	13,067	12,795	12,522	10,670	10,550
Total current liabilities	(Btmn)	1,488	1,384	1,854	2,811	2,742	2,613	2,046	2,671
Total long-term liabilities	(Btmn)	12,067	11,823	12,375	11,139	10,837	10,563	9,353	8,736
Total liabilities	(Btmn)	13,554	13,207	14,229	13,950	13,579	13,175	11,399	11,408
Paid-up capital	(Btmn)	3,990	3,990	3,990	3,990	3,990	3,990	3,990	3,990
Total equity	(Btmn)	11,474	10,941	11,535	12,155	11,622	11,173	11,878	12,581
BVPS	(Bt)	2.87	2.73	2.88	3.04	2.90	2.79	2.97	3.14

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
Core Profit	(Btmn)	641	643	571	593	658	735	677	668
Depreciation and amortization	(Btmn)	236	238	203	231	244	251	253	260
Operating cash flow	(Btmn)	759	695	975	754	803	808	1,052	1,022
Investing cash flow	(Btmn)	(950)	743	(1,805)	(459)	691	611	891	(1,119)
Financing cash flow	(Btmn)	(1,389)	(1,397)	702	(282)	(1,469)	(1,478)	(1,853)	(130)
Net cash flow	(Btmn)	(1,580)	41	(127)	13	24	(58)	91	(227)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
Gross margin	(%)	71.7	71.3	73.6	72.8	71.8	72.0	71.6	71.3
Operating margin	(%)	63.1	62.4	64.5	63.5	63.4	63.5	61.9	62.7
EBITDA margin	(%)	82.3	81.9	81.2	82.7	83.2	84.5	82.7	81.4
EBIT margin	(%)	65.0	64.3	66.0	65.3	65.7	67.0	65.1	63.3
Net profit margin	(%)	47.0	47.5	43.0	44.6	47.2	51.3	47.1	46.4
ROE	(%)	21.8	23.0	20.3	20.0	22.1	25.8	23.5	21.9
ROA	(%)	10.1	10.5	9.2	9.1	10.3	11.9	11.4	11.3
Net D/E	(x)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
Interest coverage	(x)	10.5	10.6	11.4	11.8	12.6	10.8	10.8	12.4
Debt service coverage	(x)	3.4	3.3	2.9	1.8	1.9	1.9	2.5	2.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
TTW - Vol sales	('000 Cum/day)	386.2	377.0	358.4	363.0	396.0	413.4	409.4	421.7
PTW - Vol sales	('000 Cum/day)	359.8	359.2	347.3	348.4	375.1	374.8	378.1	395.8
BIE - Vol sales	('000 Cum/day)	21.1	21.9	21.9	20.1	22.7	24.5	23.6	22.2
Gross margin - TTW & BIE	(%)	75.5	75.0	74.3	75.6	75.5	75.9	74.9	74.8
Gross margin - PTW	(%)	61.5	61.1	70.1	64.4	61.9	61.3	62.4	61.8

ประวัติความเป็นมา - WHAUP

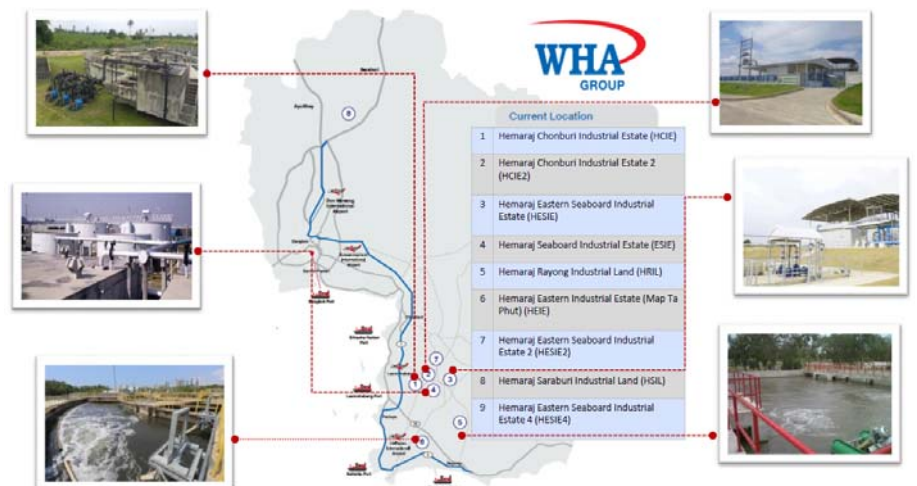
WHAUP เป็นผู้ประกอบธุรกิจน้ำเพื่ออุตสาหกรรมและโรงไฟฟ้าชั้นนำ

ปัจจุบัน WHAUP มีกำลังผลิตน้ำเพื่ออุตสาหกรรมรวม 281,376 ลบ.ม./วัน มีความสามารถในการบริหารจัดการน้ำเสียรวม 117,456 ลบ.ม./วัน ปัจจุบันบริษัทมีกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้น 510 MWe ผ่านการลงทุนในหลายโครงการร่วมกับพันธมิตร ซึ่งจะส่งผลทำให้กำลังการผลิตไฟฟ้าปรับเพิ่มขึ้นสู่ 542 MWe ภายใน 4Q62

บมจ. ดับบลิวเอชเอ ยูทิลิตี้ส์ แอนด์ พาวเวอร์ หรือ WHAUP เป็นบริษัทย่อยของ บมจ. ดับบลิวเอชเอ อินดัสเตรียล ดีเวลลอปเม้นท์ (WHAID, เดิมชื่อ บมจ. เหมราชพัฒนาที่ดิน) ถูกจัดตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 30 มิถุนายน 2551 เพื่อประกอบธุรกิจให้บริการสาธารณูปโภคแก่ WHA และบริษัทในเครือ ทั้งนี้ WHA เป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรมและศูนย์โลจิสติกส์ครบวงจรในประเทศไทย กลุ่ม WHA มีธุรกิจหลัก 4 กลุ่ม: 1) พัฒนาระบบโลจิสติกส์ 2) พัฒนาคอมมูนิเคชัน อุตสาหกรรม 3) บริการสาธารณูปโภคและไฟฟ้า และ 4) บริการ data center ปัจจุบันกลุ่ม WHA ถือหุ้น 70.8% ใน WHAUP

ในเดือนมีนาคม 2559 WHAUP ได้ดำเนินการปรับโครงสร้างธุรกิจด้วยการรับโอนธุรกิจน้ำทั้งหมดของ WHAID เข้ามาไว้ภายใต้บริษัท และได้รับสิทธิแต่เพียงผู้เดียวในการให้บริการน้ำแก่ผู้ประกอบการอุตสาหกรรมที่ตั้งอยู่ในนิคมอุตสาหกรรมทุกแห่งของ WHAID ซึ่งตั้งอยู่ในจังหวัดชลบุรี ระยอง และสระบุรี เป็นระยะเวลา 50 ปี บริการของ WHAUP ประกอบด้วย: น้ำดิบ น้ำเพื่ออุตสาหกรรม และการบริหารจัดการน้ำเสีย WHAUP มีกำลังการผลิตน้ำเพื่ออุตสาหกรรม 281,376 ลบ.ม./วัน มีความสามารถในการบริหารจัดการน้ำเสียรวม 117,456 ลบ.ม./วัน และให้บริการลูกค้าอุตสาหกรรม 1,000 ราย ในนิคมอุตสาหกรรม 9 แห่ง อัตราค่าบริการจะปรับขึ้นตามต้นทุนที่สูงขึ้น โดยอาจจะมีความล่าช้าบ้าง

Figure 11: WHAUP service areas



Source: WHAUP

ปัจจุบัน WHAUP มีโครงการที่เปิดดำเนินการแล้ว 13 โครงการ กำลังผลิตไฟฟ้าติดตั้งรวม 2,413 MW หรือกำลังผลิตตามสัดส่วนการลงทุน 511 MW นอกจากนี้ยังมีโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนา 2 โครงการ กำลังการผลิตติดตั้งรวม 127 MW และกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 32 MW โดยมีกำหนดเริ่มดำเนินงานเชิงพาณิชย์ในปี 2561 เมื่อรวมกันแล้ว พอร์ตโรงไฟฟ้าของบริษัท (ทั้งโครงการที่ดำเนินงานแล้วและโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนา) มีกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 543 MW โดย 53% เกิดจากโครงการโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ (IPP) 3 โครงการ 46% เกิดจากโครงการโรงไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) และ 1% เกิดจากโครงการของผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็กมาก (VSPP) ทั้งนี้โรงไฟฟ้าทั้งหมด (ยกเว้นโรงไฟฟ้าห้วยเหาะในลาว) ตั้งอยู่ในนิคมอุตสาหกรรมของกลุ่ม WHA

Figure 12: WHAUP's power portfolio

Project	Fuel	Holding	Contracted capacity (MW)	Attributed capacity (MW)	Steam (t/h)	Equity t/h	COD/SCOD
Operating assets							
Gheco-One	Coal	35%	660.0	231.0			2012
Glow IPP	Gas	5%	713.0	35.7			2003
Houay Ho	Hydro	13%	152.0	19.4			1999
BGWHA-1	Gas-cogen	25%	121.0	30.3			2016
GJP NLL	Gas-cogen	25%	122.5	30.6	3.0	0.8	2013
WHA Gunkul (4 projects)	Solar	75%	3.3	2.5			2014
Gulf Solar (4 projects)	Solar	25%	0.6	0.1			2014
Gulf VTP	Gas-cogen	25%	130.0	32.5	20.0	5.0	May-17
Gulf TS 1	Gas-cogen	25%	130.0	32.5	42.0	10.5	Jul-17
Gulf TS 2	Gas-cogen	25%	130.0	32.5	36.0	9.0	Sep-17
Gulf TS 3	Gas-cogen	25%	125.0	31.3	25.0	6.3	Nov-17
Gulf TS 4	Gas-cogen	25%	125.0	31.3	25.0	6.3	Jan-18
WHA KM.3 Solar	Solar	100%	0.9	0.9			May-18
<i>Total operating assets</i>			<i>2,413.3</i>	<i>510.5</i>	<i>151.0</i>	<i>37.8</i>	
Under-development projects							
Gulf NLL 2	Gas-cogen	25%	120.0	30.0	10.0	2.5	Jan-19
Waste to Energy	Waste	33%	6.9	2.3			2019
<i>Total under-development projects</i>			<i>126.9</i>	<i>32.3</i>	<i>10.0</i>	<i>2.5</i>	
Total			2,540.2	542.8	161.0	40.3	

Source: WHAUP

Financial statement - WHAUP

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total revenue	(Btmn)	739	811	853	1,468	1,634	1,938	2,186	2,331
Cost of goods sold	(Btmn)	529	588	601	950	1,092	1,292	1,443	1,611
Gross profit	(Btmn)	211	223	252	518	541	646	744	720
SG&A	(Btmn)	35	36	46	69	153	165	177	191
Other income	(Btmn)	1	0	0	92	134	121	141	167
Interest expense	(Btmn)	28	41	47	404	460	270	250	238
Pre-tax profit	(Btmn)	148	146	160	137	63	333	458	458
Corporate tax	(Btmn)	16	19	20	45	18	56	76	76
Equity a/c profits	(Btmn)	(12)	43	18	277	1,218	1,944	2,096	1,807
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Core profit	(Btmn)	120	170	157	369	1,263	2,221	2,477	2,189
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	718	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	120	170	157	369	1,981	2,221	2,477	2,189
EBITDA	(Btmn)	0	0	305	715	709	956	1,071	935
Core EPS (Bt)	(Bt)	0.19	0.26	0.24	0.12	0.33	0.58	0.65	0.57
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.19	0.26	0.24	0.12	0.52	0.58	0.65	0.57
DPS (Bt)	(Bt)	0.15	-	-	0.05	0.20	0.23	0.26	0.23

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total current assets	(Btmn)	197	196	246	2,136	2,082	3,234	4,733	5,882
Total fixed assets	(Btmn)	1,451	1,707	11,347	16,517	19,296	19,649	19,785	19,887
Total assets	(Btmn)	1,648	1,904	11,593	18,652	21,378	22,883	24,518	25,768
Total loans	(Btmn)	643	782	1,273	10,421	7,930	7,930	7,930	3,937
Total current liabilities	(Btmn)	860	1,085	1,449	2,825	386	447	4,487	546
Total long-term liabilities	(Btmn)	8	10	43	8,408	8,415	8,415	4,422	8,415
Total liabilities	(Btmn)	868	1,095	1,492	11,233	8,801	8,863	8,909	8,961
Paid-up capital	(Btmn)	645	645	645	3,200	3,825	3,825	3,825	3,825
Equity to shareholders	(Btmn)	781	809	934	7,419	12,577	14,020	15,609	16,808
Portion of other shareholders' equity	(Btmn)	0	0	9,166	0	0	0	0	0
Total equity	(Btmn)	781	809	10,100	7,419	12,577	14,020	15,609	16,808
BVPS	(Bt)	1.21	1.25	(12.76)	2.32	3.29	3.67	4.08	4.39

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Core Profit	(Btmn)	n.a.	170	157	369	1,263	2,221	2,477	2,189
Depreciation and amortization	(Btmn)	n.a.	72	98	174	187	353	364	240
Operating cash flow	(Btmn)	n.a.	255	165	58	870	643	752	651
Investing cash flow	(Btmn)	n.a.	(285)	(507)	(11,740)	(1,102)	(511)	(290)	(160)
Financing cash flow	(Btmn)	n.a.	45	367	11,677	675	972	998	636
Net cash flow	(Btmn)	n.a.	15	25	(5)	444	1,103	1,460	1,126

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Gross margin	(%)	n.a.	27.4	29.5	35.3	33.1	33.3	34.0	30.9
Operating margin	(%)	n.a.	23.0	24.2	30.6	23.8	24.9	25.9	22.7
EBITDA margin	(%)	n.a.	0.0	35.7	48.7	43.4	49.3	49.0	40.1
EBIT margin	(%)	n.a.	18.0	18.7	9.3	3.9	17.2	20.9	19.6
Net profit margin	(%)	n.a.	21.0	18.4	25.1	121.3	114.6	113.3	93.9
ROE	(%)	n.a.	21.0	16.8	5.0	15.7	15.8	15.9	13.0
ROA	(%)	n.a.	8.9	1.4	2.0	9.3	9.7	10.1	8.5
Net D/E	(x)	n.a.	0.9	1.3	1.4	0.6	0.4	0.3	(0.0)
Interest coverage	(x)	n.a.	0.0	6.5	1.8	1.5	3.5	4.3	3.9
Debt service coverage	(x)	n.a.	0.0	0.4	0.4	0.2	3.5	4.3	0.2
Payout Ratio	(x)	n.a.	n.a.	0.0	40.0	39.3	40.0	40.0	40.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Sale volume - Raw & industrial water	(Cum, mn)	61.0	63.0	62.0	56.5	65.5	74.3	82.0	88.5
- Waste water treatment	(Cum, mn)	29.0	31.0	32.0	25.2	34.1	38.7	42.7	46.1
Tariff hike - Raw water	(%)	5.0	5.6	0.0	0.0	5.8	2.0	2.0	2.0
- Industrial water	(%)	4.9	4.2	1.7	1.0	5.2	2.0	2.0	2.0
- Waste water treatment	(%)	4.6	0.0	0.7	0.0	3.7	2.0	2.0	2.0
SG&A/Revenue	(%)	4.8	4.4	5.4	4.7	9.4	8.5	8.1	8.2
Attributed capacity	(MW)	317	319	319	350	478	510	540	540
IPP	(MW)	286	286	286	286	286	286	286	286
SPP and VSPP	(MW)	31	33	33	64	192	224	254	254

Financial statement - WHAUP

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
Total revenue	(Btmn)	406	371	482	388	405	406	434	422
Cost of goods sold	(Btmn)	242	262	289	258	272	276	285	273
Gross profit	(Btmn)	163	109	194	130	133	130	149	149
SG&A	(Btmn)	11	16	32	25	31	29	68	8
Other income	(Btmn)	10	32	50	46	29	22	38	17
Interest expense	(Btmn)	88	148	143	146	112	104	98	94
Pre-tax profit	(Btmn)	74	(23)	68	4	20	19	20	64
Corporate tax	(Btmn)	17	0	24	(18)	5	3	28	7
Equity a/c profits	(Btmn)	203	208	(181)	(27)	471	434	339	409
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Core profit	(Btmn)	260	185	(138)	(5)	486	450	332	466
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	278	215	120	106	251
Net Profit	(Btmn)	260	185	(138)	273	701	570	438	716
EBITDA	(Btmn)	198	173	267	235	273	158	187	205
Core EPS	(Bt)	0.08	0.06	(0.04)	(0.00)	0.13	0.12	0.09	0.12
Net EPS	(Bt)	0.08	0.06	(0.04)	0.09	0.18	0.15	0.11	0.19

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
Total current assets	(Btmn)	2,569	1,991	2,136	1,792	2,160	1,802	2,082	1,764
Total fixed assets	(Btmn)	15,912	16,638	16,517	17,101	18,169	19,030	19,296	20,231
Total assets	(Btmn)	18,481	18,629	18,652	18,892	20,329	20,832	21,378	21,995
Total loans	(Btmn)	10,473	10,406	10,421	10,419	7,926	7,925	7,930	7,935
Total current liabilities	(Btmn)	10,634	2,662	2,825	4,791	2,338	296	386	287
Total long-term liabilities	(Btmn)	460	8,394	8,408	6,405	6,413	8,393	8,415	8,424
Total liabilities	(Btmn)	11,093	11,056	11,233	11,196	8,751	8,688	8,801	8,711
Paid-up capital	(Btmn)	3,200	3,200	3,200	3,200	3,825	3,825	3,825	3,825
Total equity	(Btmn)	7,388	7,573	7,419	7,696	11,578	12,144	12,577	13,284
BVPS (Bt)	(Bt)	2.31	2.37	2.32	2.41	3.03	3.17	3.29	3.47

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
Core Profit	(Btmn)	260	185	(138)	(5)	486	450	332	466
Depreciation and amortization	(Btmn)	35	48	56	49	35	35	68	48
Operating cash flow	(Btmn)	546	42	(529)	(74)	207	(13)	750	49
Investing cash flow	(Btmn)	(9,120)	(576)	507	217	(461)	(364)	(494)	(315)
Financing cash flow	(Btmn)	9,179	(71)	(0)	0	683	(7)	(0)	(0)
Net cash flow	(Btmn)	606	(606)	(23)	143	429	(384)	256	(266)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
Gross margin	(%)	40.3	29.4	40.1	33.4	32.9	32.0	34.2	35.3
Operating margin	(%)	37.6	25.1	33.4	26.8	25.3	24.9	18.6	33.3
EBITDA margin	(%)	48.8	46.6	55.3	60.7	67.4	38.9	43.0	48.6
EBIT margin	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit margin	(%)	64.1	49.9	(28.7)	70.2	172.8	140.3	100.8	169.7
ROE	(%)	14.1	9.8	(7.5)	(0.3)	16.8	14.8	10.5	14.0
ROA	(%)	5.6	4.0	(3.0)	(0.1)	9.6	8.6	6.2	8.5
Net gearing	(x)	1.3	1.4	1.4	1.3	0.6	0.6	0.6	0.6
Interest coverage	(x)	2.2	1.2	1.9	1.6	2.4	1.5	1.9	2.2
Debt service cover	(x)	0.1	0.2	0.3	0.2	0.5	1.5	1.9	2.2

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
Gross profit - Sales (raw and industrial water)	(%)	43.7	36.0	30.2	34.5	32.8	33.6	33.4	36.8
- Services (waste water treatment)	(%)	2.2	(28.6)	82.4	24.7	33.1	16.7	40.5	22.0
SG&A/Revenue	(%)	2.7	4.2	6.7	6.6	7.6	7.1	15.7	2.0
Attributed capacity	(MW)	319	319	350	382	415	447	478	510
IPP	(MW)	286	286	286	286	286	286	286	286
SPP and VSPP	(MW)	33	33	64	96	129	161	192	224

Figure 13: Valuation summary (price as of Jun 5, 2018)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
BCPG	Neutral	19.40	19.0	1.2	27.5	22.3	18.9	0	23	18	2.7	2.5	2.4	10	12	13	3.1	3.3	3.5	21.8	22.2	18.7
BPP	Buy	24.70	30.0	23.9	13.5	12.5	11.5	36	8	8	1.9	1.8	1.6	15	15	15	2.4	2.4	2.6	48.8	44.5	37.3
CKP	Neutral	3.96	4.0	1.8	104.9	48.1	35.5	(27)	118	35	1.6	1.6	1.6	2	3	4	0.6	0.8	0.8	16.8	13.7	13.6
EGCO	Buy	241.00	273.0	16.3	12.5	12.3	11.8	16	1	4	1.5	1.2	1.1	12	11	10	2.9	3.0	3.1	19.0	13.6	12.8
GLOW	Neutral	83.75	85.0	8.4	15.7	14.5	14.6	(11)	8	(0)	2.5	2.5	2.5	16	17	17	6.9	6.9	6.9	9.1	8.8	8.7
GPSC	Sell	72.50	60.0	(15.2)	34.2	27.1	23.8	18	26	14	2.8	2.7	2.5	8	10	11	1.7	2.1	2.3	25.3	19.8	19.1
RATCH	Buy	52.00	64.0	27.7	11.6	10.7	10.1	11	8	7	1.2	1.1	1.1	10	11	11	4.6	4.6	4.6	15.3	14.4	14.1
TTW	Buy	12.30	13.5	15.3	18.4	16.2	15.8	8	14	3	4.1	4.0	4.0	23	25	26	4.9	5.5	6.3	12.2	11.8	11.3
WHAUP	Buy	6.60	8.8	36.1	20.0	11.4	10.2	186	76	12	2.0	1.8	1.6	13	17	17	3.1	3.5	3.9	45.9	32.9	28.0
Average					28.7	19.5	16.9	26	31	11	2.3	2.1	2.0	12	13	14	3.4	3.6	3.8	23.8	20.2	18.2

Source: SCBS Investment Research

Disclaimer

The information in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, its accuracy or completeness is not guaranteed. Any opinions expressed herein reflect our judgment at this date and are subject to change without notice. This report is for information only. It is not to be construed as an offer, or solicitation of an offer to sell or buy any securities. We accept no liability for any loss arising from the use of this document. We or our associates may have an interest in the companies mentioned therein.

SCB Securities Company Limited ("SCBS") is a wholly-owned subsidiary of The Siam Commercial Bank Public Company Limited ("SCB"). Any information related to SCB is for sector comparison purposes.

SCB Securities Company Limited ("SCBS") acts as market maker and issuer of Derivative Warrants on the ordinary shares AAV, ADVANC, AMATA, ANAN, AOT, AP, BA, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BH, BIG, BJC, BLA, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EA, EGCO, EPG, GFPT, GLOBAL, GLOW, GPSC, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, ITD, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, LPN, MAJOR, MALEE, MEGA, MINT, MTC, PLANB, PSH, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, S, SAWAD, SCC, SCCS, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STEC, STPI, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, THCOM, TKN, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, TU, TVO, UNIQ, VGI, WHA, WORK.

Before making an investment decision over a derivative warrant, an investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrants. Any opinion, news, research, analyse, price, statement, forecast, projection and/or other information contained in this document (the "Information") is provided as general purpose information only, and shall not be construed as a recommendation to any person of an offer to buy or sell, or the solicitation of an offer to buy or sell, any securities. SCBS and/or its directors, officers, employees, and agents shall not be liable for any direct, indirect, incidental, special or consequential loss or damage, resulting from the use of, or reliance on, the Information, including without limitation, damages for loss of profits. The investor should use the Information in association with other information and opinion, including his/her own judgment in making investment decision. The Information is obtained from sources believed to be reliable, and SCBS cannot guarantee the accuracy, completeness and/or correctness of the Information.

SCBS reserves the right to modify the Information from time to time at its sole discretion without giving any notice. This document is delivered to intended recipient(s) only and is not permitted to reproduce, retransmit, disseminate, sell, distribute, republish, circulate or commercially exploit the Information in any manner without the prior written consent of SCBS.

This document is prepared by SCB Securities Company Limited ("SCBS") which is wholly-owned by The Siam Commercial Bank Public Company Limited ("SCB"). SCB has acted as financial advisor of Siam Makro Public Company Limited. SCBS has acted as Joint-Lead Underwriter of Siam Makro Public Company Limited. Any opinions, news, research, analyses, prices, statements, forecasts, projections and/or other information contained in this document (the "Information") is provided as general information purposes only, and shall not be construed as individualized recommendation of an offer to buy or sell or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. SCBS and/or its directors, officers and employees shall not be liable for any direct, indirect, incidental, special or consequential loss or damage, resulting from the use of or reliance on the Information, including without limitation to, damages for loss of profits. The investors shall use the Information in association with other information and opinion, including their own judgment in making investment decision. The Information is obtained from sources believed to be reliable, and SCBS cannot guarantee the accuracy, completeness and/or correctness of the Information.

Futures and Options trading carry a high level of risk with the potential for substantial losses, and are not suitable for all persons. Before deciding to trade Futures and Options, you should carefully consider your financial position, investment objectives, level of experience, and risk appetite if Futures and Options trading are appropriate. The possibility exists that you could sustain a loss of some or all of your initial investment. You should be aware of all the risks associated with Futures and Options trading, and you are advised to rely on your own judgment while making investment decision and/or should seek advice from professional investment advisor if you have any doubts.

This document is delivered to intended recipient(s) only and is not permitted to reproduce, retransmit, disseminate, sell, distribute, republish, circulate or commercially exploit the Information in any manner without the prior written consent of SCBS.

Copyright©2012 SCB Securities Company Limited. All rights reserved.

CG Rating 2017 Companies with CG Rating

▲▲▲▲▲

ADVANC, AKP, ANAN, AOT, AP, BAFS, BANPU, BAY, BCP, BIGC, BTS, BWG, CFRESH, CHO, CK, CNT, CPF, CPN, CSL, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, EASTW, EGCO, GC, GCAP, GFPT, GOLD, GPSC, GRAMMY, GUNKUL, HANA, HMPRO, ICC, ICHI, INTUCH, IRPC, IVL, JSP, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LHFC, LPN, MBK, MCOT, MINT, MONO, NCH, NKI, NYT, OTO, PHOL, PLANB, PPS, PDJ, PRG, PSH, PSL, PTG, PTT*, PTTEP*, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, ROBINS, SMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SE-ED, SIM, SIS, SITHAI, SNC, SPALI, SPRC, SSSC, STEC, SVI, SYNTEC, TCAP, THANA, THCOM, THREL, TISCO, TKT, TMB, TNDT, TOP, TRC, TRUE, TSC, TTCL, TU, TVD, UV, VGI, WACOAL, WAVE

▲▲▲▲

2S, AAV, ACAP, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, ALT, AMANAH, AMATA, AMATAV, APCO, ARIP, ASIA, ASIMAR, ASK, ASP, AUCTION, AYUD, BBL, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BFIT, BJC, BJCHI, BLA, BOL, BROOK, BRR, BTW, CEN, CENTEL, CGH, CHARAN, CHEWA, CHG, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CKP, CM, CNS, COL, COM7, CPI, CSC, CSP, CSS, DCC, EA, EASON, ECF, ECL, EE, EPG, ERW, FN, FNS, FORTH, FPI, FSMART, FVC, GBX, GEL, GLOBAL, GLOW, HARN, JCKH, HYDRO, ILINK, INET, IRC, IT, ITD, JWD, K, KGI, KKC, KOOL, KSL, KTIS, L&E, LALIN, LANNA, LH, LHK, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MACO, MAJOR, MAKRO, MALEE, MBKET, MC, MEGA, MFC, MFEC, MOONG, MSC, MTI, MTC, NOBLE, NOK, NSI, NTV, NWR, OCC, OGC, OISHI, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDI, PE, PG, PJW, PLANET, PLAT, PM, PPP, PR, PREB, PRINC, PT, RICHY, RML, RS, RWI, S, S & J, SABINA, SALEE, SAMCO, SAWAD, SCG, SCI, SCN, SEAFSCO, SEAOL, SENA, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SMK, SMP, SMT, SNP, SORKON, SPC, SPI, SPPT, SR, SSF, SST, STA, STPI, SUC, SUSCO, SUTHA, SWC, SYMC, SYNEX, TAE, TAKUNI, TASC, TBSP, TCC, TEAM, TF, TFG, TGCI, THAI*, THANI, THIP, THRE, TICON, TIPCO, TIW, TK, TKN, TKS, TMC, TMI, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TOG, TPAC, TPCORP, TRT, TRU, TSE, TSR, TSTE, TSTH, TTA, TTW, TVI, TVO, TWP, TWPC, U, UAC, UMI, UP, UPF, UPOIC, UWC, VIH, VNT, WICE, WINNER, XO, YUASA, ZMICO

▲▲▲

AEC, AEONTS, AF, AJ, AKR, ALLA, ALUCON, AMA, AMARIN, AMC, APURE, AQUA, ARROW, AS, ASEFA, ASIAN, ASN, ATP30, AU, BA, BCH, BEAUTY, BH, BIG, BIZ, BLAND, BPP, BR, BROCK, B, BTNC, CBG, CCET, CCP, CGD, CITY, CMR, COLOR, COMAN, CPL, CSR, CTW, CWT, DCON, DIGI, DNA, EFORL, EKH, EPCO, ESSO, ETE, FE, 7UP, FOCUS, FSS, GENCO, GIFT, GJS, GLAND, GSTEL, GTB, GYT, HPT, HTC, HTECH, IFS, IHL, INSURE, IRCP, J, JMART, JMT, JUBILE, KASET, KBS, KCAR, KIAT, KYE, LDC, LEE, LPH, MATCH, MATI, M-CHAI, MDX, METCO, MGT, MILL, MJD, MK, MODERN, MPG, NC, NCL, NDR, NEP, NETBAY, NPK, NPP, NUSA, OCEAN, PDG, PF, PICO, PIMO, PK, PL, PLE, PMTA, PRECHA, PRIN, PSTC, QLT, RCI, RCL, RJH, ROJNA, RPC, S11, SANKO, SAPPE, SCP, SE, SGP, SKR, SKY, SLP, SMIT, SOLAR, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SRICHA, SSC, STANLY, SUPER, SVOA, T, TACC, TCCC, TCMC, JCK, TIC, TLUXE, TM, TMD, TNP, TNR, TOPP, TPA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPOLY, TPP, TRITN, TTI, TVT, TYCN, UOBKH, UPA, UREKA, UT, VIBHA, VPO, META, WIJK, WIN

Corporate Governance Report

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 evaluation 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. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

BIGC was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on September 28, 2017

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการศึกษาเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวัง ขาดดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับการรับรอง)

ADVANC, AKP, AMANAH, AP, ASK, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BKI, BLA, BROOK, BTS, BWG, CENTEL, CFRESH, CIMBT, CM, CNS, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, CSL, DCC, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, FE, FNS, FSS, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GLOW, GOLD, GUNKUL, HANA, HMPRO, HTC, ICC, IFEC, IFS, INTUCH, IRPC, IVL, K, KASET, KBANK, KBS, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, LANNA, LHFG, LHK, LPN, M, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTI, NBC, NINE, NKI, NMG, NSI, OCC, OCEAN, OGC, PB, PCSGH, PDI, PDJ, PE, PG, PHOL, PLAT, PM, PPP, PPS, PREB, PRG, PSH, PSL, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QLT, RATCH, RML, ROBINS, S & J, SABINA, SAT, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SE-ED, SENA, SGP, SINGER, SIS, SITHAI, SMIT, SMP, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPC, SPI, SPRC, SSF, SSI, SSSC, SUSCO, SVI, SYNTEC, TAE, TASC, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGCI, THANI, THCOM, THRE, THREL, TICON, TIP, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TMT, TNITY, TNL, TOG, TOP, TPA, TPCORP, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TVD, TVI, U, UOBKH, VGI, VNT, WACOAL, WHA, WICE

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

A, AIE, AJ, AMATAV, AOT, APCO, ARROW, ASIAN, B, BJC, BJCHI, BLAND, BLISS, BR, BRR, BUI, CEN, CGH, CHEWA, CHG, CHO, CHOTI, CI, CIG, COM7, CPR, EKH, EPCO, FN, FSMART, FTE, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEL, HARN, ILINK, INET, ITEL, JAS, JTS, JUBILE, KTECH, KWC, KWG, L&E, LDC, LEE, LIT, LRH, MAKRO, MALEE, MATCH, MATI, MFEC, MILL, MTC, NCL, NEP, NNCL, NUSA, NWR, PACE, PAP, PATO, PDG, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, POST, PRINC, PRM, PRO, PSTC, PYLON, QTC, ROJNA, RWI, SAUCE, SC, SCI, SELIC, SIRI, SMK, SPPT, SRICHA, SST, STA, SUPER, SWC, SYMC, TAKUNI, THE, THIP, TKN, TLUXE, TMC, TMILL, TNP, TNR, TOPP, TRITN, TTI, TU, TVT, TWPC, UBIS, UPA, UWC, VIBHA, VIH, WAVE

N/A

2S, AAV, ABICO, ABM, ACAP, ACC, ADAM, ADB, AEC, AEONTS, AF, AFC, AGE, AH, AHC, AI, AIRA, AIT, AJA, AKR, ALLA, ALT, ALUCON, AMA, AMARIN, AMATA, AMC, ANAN, APC, APEX, APURE, AQ, AQUA, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, BA, BAT-3K, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGRIM, BGT, BH, BIG, BIZ, BKD, BM, BOL, BPP, BROCK, BSBM, BSM, BTNC, BTW, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHOW, CHUO, CITY, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COL, COLOR, COMAN, CPH, CPL, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DCORP, DDD, DELTA, DIGI, DNA, DTCI, EA, EARTH, EASON, ECF, EE, EFORL, EIC, EMC, EPG, ERW, ESSO, ESTAR, ETE, EVER, F&D, FANCY, FC, 7UP, FLOYD, FMT, FOCUS, FORTH, FPI, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GRAMMY, GRAND, GREEN, GTB, GULF, GYT, HFT, JCKH, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICHI, ICN, IEC, IHL, III, INGRS, INOX, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD, J, JCT, JKN, JMART, JMT, JSP, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCAR, KCM, KDH, KIAT, KKC, KOOL, KTIS, KYE, LALIN, LH, LOXLEY, LPH, LST, LTX, LVT, MACO, MAJOR, MANRIN, MAX, MBAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MIDA, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MPG, MPIC, NC, NCH, NDR, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NOBLE, NOK, NPK, NPP, NTV, NVD, NYT, OHTL, OISHI, ORI, OTO, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PJW, PLE, PMTA, POLAR, POMPUI, PORT, PPM, PRAKTI, PRECHA, PRIN, PTL, RAM, RCI, RCL, RICH, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RPC, RPH, RS, RSP, S, S11, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAPPE, SAWAD, SAWANG, SCP, SDC, SE, SEAFSCO, SEAOL, SF, SFP, SGF, SHANG, SIAM, SIMAT, SKE, SKN, SKR, SKY, SLP, SMART, SMM, SMT, SOLAR, SPA, SPALI, SPCG, SPG, SPORT, SPVI, SQ, SR, SSC, SSP, STANLY, STAR, STEC, STHAI, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, SYNEX, T, TACC, TAPAC, TBSP, TC, TCB, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, JCK, TGPRO, TH, THAI, THANA, THG, THL, THMUI, TIC, TITLE, TIW, TK, TKS, TM, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPOLY, TPP, TR, TRC, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTA, TTL, TTTM, TTW, TUCC, TVO, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UEC, UKEM, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UV, UVAN, VARO, VCOM, VI, VNG, VPO, META, WG, WHAUP, WIJK, WIN, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, WR, XO, YCI, YNP, YUASA, ZIGA, ZMICO

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of February 1, 2018) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.