

SELL (From: BUY)

TP: Bt 3.40

(From: Bt 4.60)

Change in Recommendation

Downside : 11.5%

29 SEPTEMBER 2021

Absolute Clean Energy (ACE TB)

ได้ประโยชน์น้อยลงจากนโยบายรัฐ

เราปรับคำแนะนำ ACE ลงเป็น “ขาย” และลดราคาเป้าหมายเป็น 3.4 บาท หลังเรามองว่านโยบายส่งเสริมพลังงานชีวภาพของรัฐบาลจะส่งผลบวกต่อ ACE น้อยกว่าเราคาดไว้เดิม โครงการของ ACE ที่อยู่ระหว่างการพัฒนายังมีความล่าช้าอย่างมาก ส่วนแผนการเพิ่มผลกำไรและขยายกำลังการผลิตก็ยิ่งทำได้ต่ำกว่าที่เราคาดเช่นกัน



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ปรับคำแนะนำเป็น “ขาย”

เราปรับลดคำแนะนำ ACE เป็น “ขาย” ด้วยเหตุผล 3 ประการ 1) เรามองว่าโอกาสการเติบโตกำลังการผลิตผ่านโครงการโรงไฟฟ้าชุมชน (CPP) นั้นน้อยลง โดยเราคาดจะไม่มีประมูล PPA สำหรับโรงไฟฟ้าชีวภาพไปถึงปี 2024F ในขณะที่เงื่อนไขการประมูลที่ออกมานั้นดูเอื้อประโยชน์ต่อผู้ประกอบการขนาดใหญ่กว่าที่เราคาดไว้มาก 2) เราปรับสมมติฐานการเริ่มดำเนินการผลิตของโรงไฟฟ้า 166MW ที่อยู่ระหว่างการพัฒนา (รวม 15 โครงการ) ออกไปอีก 12-18 เดือน จากความล่าช้าด้านการอนุมัติใบอนุญาตด้านสิ่งแวดล้อมและการแก้ปัญหาด้านกฎหมายในบางโครงการ และ 3) เราปรับสมมติฐานอัตรากำลังโรงไฟฟ้าพลังงานชีวภาพลงเนื่องจากเราคาดจะมีการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นในการหาเชื้อเพลิงชีวภาพ และราคาขายไฟฟ้าจากการประมูล CPP ครั้งล่าสุดที่ออกมาต่ำกว่าคาดมากเช่นกัน ปัจจัยเหล่านี้ทำให้เราปรับกำไรลง 18-37% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2022F) ลงเหลือ 3.4 บาท (จาก 4.6 บาท)

มองประโยชน์จากโครงการโรงไฟฟ้าชุมชนน้อยลง

เรามองประโยชน์จากโครงการโรงไฟฟ้าชุมชนต่อผู้ถือหุ้นใหญ่ อย่างเช่น ACE นั้นน้อยลงมากหลังมีการเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขหลายประการตลอดทั้งปี โดย 1) สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ถูกแบ่งออกเป็นสัญญาย่อยลง ซึ่งเพิ่มโอกาสให้แก่ผู้ถือหุ้นย่อยได้ส่วนแบ่งในโครงการมากขึ้น เห็นได้จาก ACE ชนะสัญญาจากการประมูลรอบล่าสุดเพียง 50MW เทียบกับที่เราเคยคาดไว้ที่ 100MW ทำให้เราต้องปรับสมมติฐานกำลังการผลิตจากโครงการโรงไฟฟ้าชุมชนลงเหลือเพียง 100MW (จาก 200MW) 2) เราคาดอัตรากำลังจากโรงไฟฟ้าในโครงการจะน้อยลง หลังราคาซื้อขายไฟฟ้าถูกปรับเป็นการประมูล จากที่เดิมเป็น feed-in-tariff (FIT) ในขณะที่ราคาเชื้อเพลิงดูจะสูงขึ้นจากการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นในการหาเชื้อเพลิงชีวภาพ

อัตรากำลังของโรงไฟฟ้าเดิมต่ำกว่าคาด

เราปรับอัตรากำลังโรงไฟฟ้าชีวมวลของ ACE (95MW, 46% ของกำลังการผลิตที่ดำเนินการแล้ว) ลงเป็น 36% ในปี 2022-24F จากเดิม 45% หลังแผนการลดต้นทุนของ ACE ประสบผลสำเร็จน้อยกว่าที่เราคาดไว้มาก การเพิ่มประสิทธิภาพของโรงไฟฟ้าดูเหมือนจะถึงขีดจำกัดแล้วและยังมีแรงกดดันจากราคาเชื้อเพลิงที่สูงขึ้น ที่เราคาดเป็นเพราะการปลูกพืชพลังงานยังไม่สามารถตอบสนองการเติบโตกำลังการผลิตโรงไฟฟ้าชีวมวลและก๊าซชีวภาพในประเทศได้ เรายังมองว่า capacity factor เฉลี่ยของ ACE ลดลง หลังเปลี่ยนไปใช้เชื้อเพลิงที่มีราคาต่ำลงเพื่อบริหารต้นทุนของแต่ประสิทธิภาพการผลิตลดลงและมีการหยุดชะงักการผลิตมากขึ้น

ความเสี่ยงจากโครงการที่อยู่ภายใต้การพัฒนา

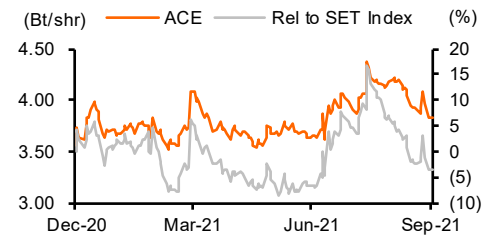
โครงการของ ACE ที่กำลังพัฒนายูนั้นล่าช้ากว่าที่เราคาดมาก โดย 4 โครงการที่ได้รับ PPA แล้ว (70MW, 16% ของกำลังการผลิตรวม) ยังไม่ได้รับการอนุมัติ EIA และมีแรงต่อต้านจากชาวบ้านในพื้นที่ ส่วนอีก 10 โครงการ (80MW, 18%) ยังอยู่ในกระบวนการทางกฎหมายเพื่อเรียกคืน PPA การปรับกำไรของเราในรอบนี้สะท้อนถึงความล่าช้าเหล่านั้นแล้ว แต่เรามองว่ามีความเสี่ยงที่โครงการเหล่านี้อาจโดนปรับหรือถูกยกเลิก สัญญาหากไม่สามารถเริ่มการผลิตได้ภายในกำหนดเวลา

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ไปซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,858	5,736	6,980	8,937
Net profit	1,508	1,457	1,843	2,405
Consensus NP	—	1,627	2,555	3,180
Diff frm cons (%)	—	(10.4)	(27.9)	(24.4)
Norm profit	1,327	1,457	1,843	2,405
Prev. Norm profit	—	1,576	2,907	3,415
Chg frm prev (%)	—	(7.5)	(36.6)	(29.6)
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	44.4	9.8	26.4	30.5
Norm PE (x)	29.5	26.8	21.2	16.2
EV/EBITDA (x)	21.1	19.8	17.1	13.7
P/BV (x)	3.3	3.0	2.8	2.5
Div yield (%)	1.3	1.5	1.9	2.5
ROE (%)	11.6	11.7	13.7	16.2
Net D/E (%)	28.0	33.6	75.4	100.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 29-Sep-21 (Bt)	3.84
Market Cap (US\$ m)	1,154.0
Listed Shares (m shares)	10,176.0
Free Float (%)	22.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	13.0
12M Price H/L (Bt)	4.38/2.38
Sector	Utilities
Major Shareholder	Songmetta Family 77.38%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: Regulations For Bioenergy Plants Much Less Favorable To Large Operators

	Subsidized contracts (2012-15)	CPP scheme (2021)
Contract size (MW)	8 - 10	Less than 6
Electricity tariff (Bt/kWh)	4.48	3.58
Adders for selected area* (Bt/kWh)	0.50	0.50
Shareholder	any	Must give 10% to local community
Source of biofuels	any	Contract farming with locals

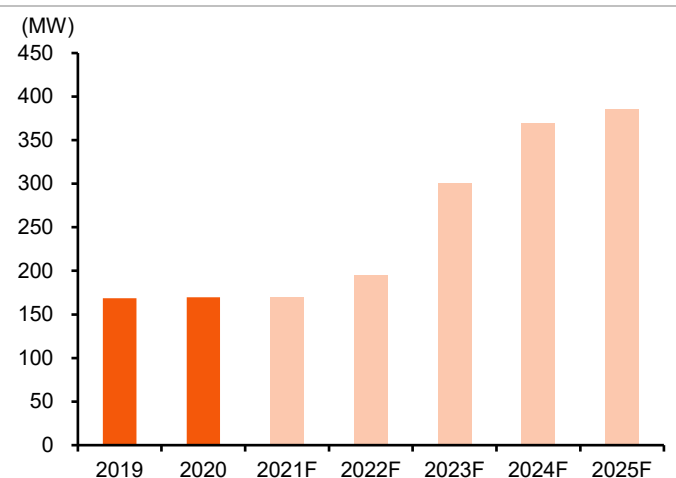
Sources: Energy Regulatory Commission (ERC), Thanachart's compilation

Note: *Adders are granted to power plants located in the four southernmost provinces (Yala, Pattani, Narathiwat, and Songkhla)

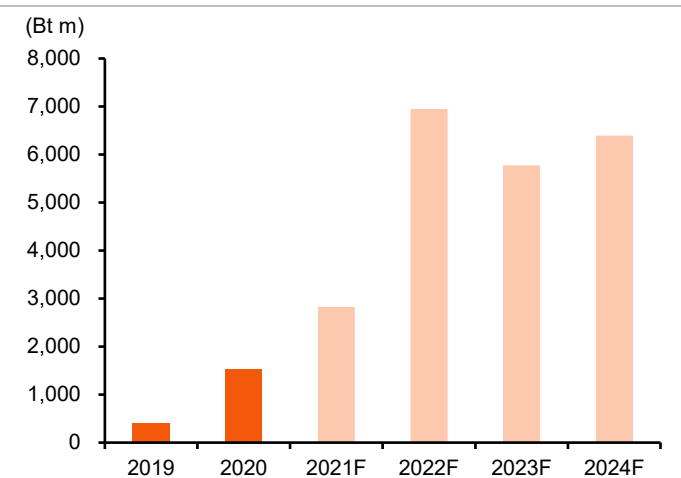
Ex 2: Changes To Our Key Assumptions

	2022F	2023F	2024F
Operating capacity (MW)			
New	195	301	369
Old	220	444	613
Change (%)	(11.2)	(32.3)	(39.8)
Gross margin (%)			
New	37.2	38.2	36.5
Old	38.1	40.6	40.2
Change (pp)	(0.9)	(2.4)	(3.7)
Normalized profit (Bt m)			
New	1,843	2,405	2,815
Old	2,907	3,415	3,431
Change (%)	(36.6)	(29.6)	(17.9)

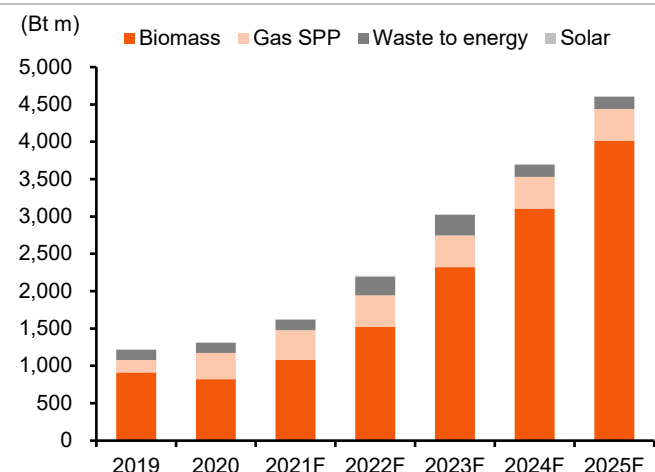
Sources: Thanachart estimates

Ex 3: Our Projected Pro Rata Capacity For ACE

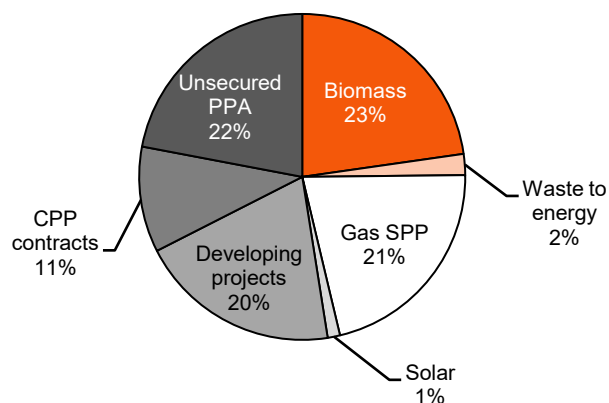
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Into A Heavy Capex Period

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Gross Profit Breakdown

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Capacity Breakdown By Segment As Of 3Q21F

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Our 12-month DCF-derived Valuation Plus Potential Capacity

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	2,912	4,007	5,042	6,073	6,099	5,958	5,645	4,961	4,653	4,526	4,213	
Free cash flow	(4,377)	(2,252)	(1,913)	5,319	5,626	5,524	5,269	4,729	4,338	4,159	3,897	33,439
PV of free cash flow	(4,096)	(1,972)	(1,566)	4,075	3,942	3,604	3,201	2,676	2,286	2,041	1,694	14,537
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	6.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	30,423											
Net debt	4,333											
Minority interest	0											
Equity value	26,090											
# of shares (m)	10,176											
Target price/share (Bt)	2.56											

	Valuation method	WACC (%)	Value per ACE's share (Baht)
Plus: Potential capacity			
A 50MW net-owned capacity biomass power plant	DCF	10.0%	0.45
A 20MW net-owned capacity waste-to-energy (WTE) plant	DCF	10.0%	0.39
Total			3.40

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 8: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Datang International Power	991 HK	China	6.4	10.5	11.0	9.9	0.6	0.6	9.3	9.0	6.8	7.9
Huadian Power	1071 HK	China	8.4	2.4	7.5	7.3	0.5	0.5	8.5	7.8	7.0	7.4
Huaneng Power	600011 CH	China	(34.0)	31.1	24.8	18.9	1.2	1.1	8.7	7.7	2.0	2.5
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	2.0	11.9	13.2	11.8	1.0	0.9	41.4	40.0	5.7	5.9
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	4.5	19.8	19.7	16.4	1.2	1.2	10.9	9.4	2.9	3.3
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	9.6	19.1	11.9	10.0	1.2	1.1	7.9	7.0	3.3	4.1
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	0.1	7.5	16.8	15.6	1.6	1.6	10.7	10.1	4.2	4.3
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	2.9	7.1	15.3	14.3	1.2	1.1	74.0	71.8	6.2	6.2
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(28.6)	23.8	12.8	10.3	0.5	0.5	8.5	7.6	4.2	5.2
Tata Power	TPWR IN	India	17.6	20.7	31.5	26.1	2.2	2.2	11.7	11.2	1.0	1.2
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	8.1	3.3	11.8	11.4	1.0	1.0	6.7	6.5	5.3	5.5
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(68.4)	183.3	101.7	35.9	0.5	0.5	12.1	11.1	4.3	4.4
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	47.4	(7.1)	11.8	12.7	0.4	0.4	10.3	10.5	5.8	6.7
Manila Electric	MER PM	Philippines	10.9	1.3	14.5	14.3	3.9	3.5	10.3	9.7	5.0	5.4
Absolute Clean Energy *	ACE TB	Thailand	9.8	26.4	26.8	21.2	3.0	2.8	19.8	17.1	1.5	1.9
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(13.2)	3.3	19.8	19.2	1.7	1.6	17.1	17.5	2.3	2.3
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	8.0	25.3	37.3	29.8	3.7	3.5	13.7	13.1	1.3	1.7
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	10.2	12.4	14.5	12.9	1.3	1.2	208.9	157.3	4.1	4.6
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	418.6	8.2	21.3	19.7	1.7	1.6	19.1	18.5	1.9	2.5
EA Pcl*	EA TB	Thailand	15.3	32.6	39.3	29.6	7.2	6.1	23.3	17.9	0.8	1.0
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	17.9	11.1	8.6	7.7	0.8	0.8	18.0	15.9	4.0	4.3
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	20.3	16.7	23.8	20.4	2.0	1.9	15.2	14.1	2.5	2.9
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	88.0	37.4	54.7	39.8	7.1	6.7	40.4	31.9	1.1	1.5
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	66.7	26.8	18.3	14.4	3.2	2.9	18.8	15.8	3.0	4.2
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	25.2	2.8	9.6	9.3	1.0	1.0	17.4	16.1	5.8	6.5
TPC Power Holding *	TPCH TB	Thailand	52.4	23.3	11.4	9.3	1.3	1.2	8.8	7.5	2.6	3.2
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	47.9	24.5	13.5	10.8	1.3	1.2	30.5	26.0	4.5	5.6
Average			27.9	21.7	22.3	17.0	1.9	1.8	25.3	21.8	3.7	4.1

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 29 September 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท แอ็บโซลูท คลีน เอ็นเนอร์จี้ จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งขึ้นในปี 2015 เป็นผู้ดำเนินการโรงไฟฟ้าภายใต้บริษัทย่อยเพื่อส่งไฟฟ้าให้แก่การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) ภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว บริษัทฯ ให้ความสำคัญแก่พลังงานสะอาดจากชีวมวล ใช้ประโยชน์จากประสบการณ์มายาวนานในการทำสวนไม้เนื้ออ่อนของครอบครัวผู้ก่อตั้งเพื่อจัดหาเศษไม้ซึ่งเป็นวัตถุดิบหลักของบริษัทฯ ACE มีศูนย์วิจัยและพัฒนาของตนเองเพื่อปรับปรุงการออกแบบโรงไฟฟ้าและส่วนผสมของวัตถุดิบทางการเกษตรเพื่อให้ได้ประสิทธิภาพในการดำเนินงานสูงสุด

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีประสบการณ์ในการดำเนินงานและออกแบบโรงไฟฟ้าชีวมวล
- มีเครือข่ายการจัดซื้อเชื้อเพลิงที่แข็งแกร่ง ทำให้จัดการต้นทุนเชื้อเพลิงได้ดี และมีปริมาณเชื้อเพลิงเพียงพอต่อการผลิตไฟฟ้าตลอดทั้งปี

O — Opportunity

- ประโยชน์จากขนาดและความเชี่ยวชาญที่แข็งแกร่งเมื่อเทียบกับคู่แข่ง ทำให้มีโอกาสแข่งขันเพื่อให้ได้ใบอนุญาตการดำเนินงานโรงไฟฟ้าในประเทศและเพิ่มโอกาสการลงทุนในต่างประเทศ
- โรงไฟฟ้าพลังงานชีวภาพเป็นส่วนหนึ่งของโครงการพลังงานทดแทนซึ่งเป็นแนวโน้มหลักด้านการพัฒนาโรงไฟฟ้าของโลก

CONSENSUS COMPARISON

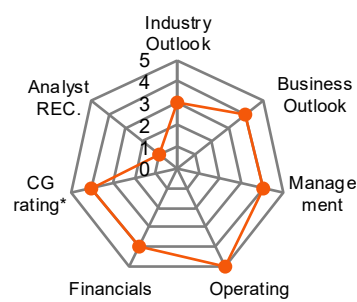
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.63	3.40	-27%
Net profit 21F (Bt m)	1,627	1,457	-10%
Net profit 22F (Bt m)	2,555	1,843	-28%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022F ของเรต่ำกว่าของตลาด 28% ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นเพราะเรามองโอกาสการเพิ่มกำลังการผลิต และความสามารถในการทำกำไรในโรงไฟฟ้าของ ACE น้อยกว่าที่ตลาดคาด
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตลาดอยู่ 27%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * CG rating

W — Weakness

- ฟังพานโยบายของรัฐบาลอย่างมากในการเพิ่มกำลังการผลิต
- ราคาขายไฟฟ้าในประเทศไทยได้รับการควบคุมโดยรัฐบาล

T — Threat

- ฟังพาต่อปริมาณผลผลิตการเกษตรในประเทศอย่างมาก ทำให้มีความเสี่ยงต่อสภาพแวดล้อมและสภาพธรรมชาติที่ไม่เอื้ออำนวยสูง

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเริ่มดำเนินการโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาได้เร็วกว่าที่คาดไว้ จะเป็น upside risk ต่อการประมาณการณ์ของเรา
- นโยบายของรัฐบาลเกี่ยวกับการสนับสนุนโรงไฟฟ้าชีวภาพ (ทั้งชีวมวลและก๊าซชีวภาพ) ที่เป็นไปในเชิงรุกมากขึ้นเป็นอีก upside risk ต่อศักยภาพในการเติบโตของ ACE
- ความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำกว่าคาดในโรงไฟฟ้าของ ACE ทั้งจากราคาวัตถุดิบที่ต่ำกว่าคาด หรือการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตได้มากกว่าคาดเป็นอีก upside risk ต่อประมาณการณ์ของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,055	5,858	5,736	6,980	8,937
Cost of sales	3,429	4,067	3,711	4,385	5,521
Gross profit	1,626	1,791	2,024	2,594	3,416
% gross margin	32.2%	30.6%	35.3%	37.2%	38.2%
Selling & administration expenses	330	322	365	423	483
Operating profit	1,296	1,469	1,659	2,171	2,933
% operating margin	25.6%	25.1%	28.9%	31.1%	32.8%
Depreciation & amortization	527	541	536	741	1,074
EBITDA	1,823	2,010	2,196	2,912	4,007
% EBITDA margin	36.1%	34.3%	38.3%	41.7%	44.8%
Non-operating income	33	7	7	8	10
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(413)	(106)	(132)	(239)	(412)
Pre-tax profit	916	1,369	1,534	1,940	2,531
Income tax	(3)	43	77	97	127
After-tax profit	919	1,327	1,457	1,843	2,405
% net margin	18.2%	22.6%	25.4%	26.4%	26.9%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(104)	181	0	0	0
NET PROFIT	815	1,508	1,457	1,843	2,405
Normalized profit	919	1,327	1,457	1,843	2,405
EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2

We cut our earnings to reflect delays in plants under development

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	1,435	1,841	1,295	1,482	1,780
Cash & cash equivalent	418	576	393	393	393
Account receivables	820	829	864	1,052	1,347
Inventories	185	402	254	300	378
Others	11	34	(217)	(264)	(338)
Investments & loans	124	145	145	145	145
Net fixed assets	8,059	9,095	11,427	17,676	22,417
Other assets	4,527	5,348	5,287	6,465	8,289
Total assets	14,145	16,430	18,154	25,768	32,632
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,373	1,213	1,535	3,043	4,371
Account payables	249	269	254	300	378
Bank overdraft & ST loans	227	277	331	550	807
Current LT debt	856	575	879	2,092	3,065
Others current liabilities	40	91	71	101	122
Total LT debt	1,911	3,082	3,517	8,367	12,260
Others LT liabilities	68	142	198	271	357
Total liabilities	3,352	4,437	5,250	11,681	16,989
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,088	5,088	5,088	5,088	5,088
Share premium	3,896	3,896	3,896	3,896	3,896
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)
Retained earnings	1,832	3,032	3,943	5,126	6,681
Shareholders' equity	10,793	11,993	12,904	14,087	15,642
Liabilities & equity	14,145	16,430	18,154	25,768	32,632

Debt piling up to support upcoming capex cycle

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	916	1,369	1,534	1,940	2,531
Tax paid	4	(33)	(82)	(93)	(126)
Depreciation & amortization	527	541	536	741	1,074
Chg In working capital	(243)	(206)	98	(187)	(295)
Chg In other CA & CL / minorities	192	20	236	73	94
Cash flow from operations	1,396	1,692	2,322	2,474	3,279
Capex	(399)	(1,530)	(2,822)	(6,944)	(5,768)
Right of use	0	(37)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(24)	(21)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(160)	(596)	120	(1,102)	(1,734)
Cash flow from investments	(582)	(2,185)	(2,751)	(8,096)	(7,552)
Debt financing	(4,906)	958	792	6,282	5,123
Capital increase	4,405	0	0	0	0
Dividends paid	(834)	(305)	(546)	(660)	(850)
Warrants & other surplus	836	(3)	0	0	0
Cash flow from financing	(499)	651	246	5,622	4,274
Free cash flow	996	162	(499)	(4,470)	(2,489)

Big capex jump in 2022-23F to meet deadlines for projects' COD

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	42.5	29.5	26.8	21.2	16.2
Normalized PE - at target price (x)	37.7	26.1	23.7	18.8	14.4
PE (x)	47.9	25.9	26.8	21.2	16.2
PE - at target price (x)	42.4	22.9	23.7	18.8	14.4
EV/EBITDA (x)	22.9	21.1	19.8	17.1	13.7
EV/EBITDA - at target price (x)	20.4	18.9	17.7	15.5	12.6
P/BV (x)	3.6	3.3	3.0	2.8	2.5
P/BV - at target price (x)	3.2	2.9	2.7	2.5	2.2
P/CFO (x)	28.0	23.1	16.8	15.8	11.9
Price/sales (x)	7.7	6.7	6.8	5.6	4.4
Dividend yield (%)	0.0	1.3	1.5	1.9	2.5
FCF Yield (%)	2.6	0.4	(1.3)	(11.4)	(6.4)
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
EPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
DPS	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
CFO/share	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
FCF/share	0.1	0.0	(0.0)	(0.4)	(0.2)

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	4.6	15.9	(2.1)	21.7	28.0
Net profit (%)	49.2	84.9	(3.3)	26.4	30.5
EPS (%)	49.2	84.9	(3.3)	26.4	30.5
Normalized profit (%)	65.1	44.4	9.8	26.4	30.5
Normalized EPS (%)	65.1	44.4	9.8	26.4	30.5
Dividend payout ratio (%)	0.0	33.7	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	32.2	30.6	35.3	37.2	38.2
Operating margin (%)	25.6	25.1	28.9	31.1	32.8
EBITDA margin (%)	36.1	34.3	38.3	41.7	44.8
Net margin (%)	18.2	22.6	25.4	26.4	26.9
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.4	0.8	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.3	0.3	0.8	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	3.1	13.8	12.6	9.1	7.1
Interest coverage - EBITDA (x)	4.4	18.9	16.7	12.2	9.7
ROA - using norm profit (%)	6.6	8.7	8.4	8.4	8.2
ROE - using norm profit (%)	11.2	11.6	11.7	13.7	16.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.2	11.6	11.7	13.7	16.2
- asset turnover (x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	26.3	25.2	29.0	31.2	32.9
- leverage (x)	1.7	1.3	1.4	1.6	2.0
- interest burden (%)	68.9	92.8	92.1	89.0	86.0
- tax burden (%)	100.3	96.9	95.0	95.0	95.0
WACC (%)	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
ROIC (%)	9.8	10.6	10.3	12.0	11.3
NOPAT (Bt m)	1,300	1,423	1,576	2,063	2,786
invested capital (Bt m)	13,370	15,351	17,238	24,703	31,381

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. 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 the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 96 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2201A, ADVA16C2201A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2201A, AOT16C2201A, BAM16C2201A, BAM16C2201A, BANP16C2201A, BANP16C2201A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2201A, BCH16C2201B, BCH16C2201A, BCPG16C2201A, BGRI16C2201A, BGRI16C2201A, CBG16C2201A, CHG16C2201A, CHG16C2201A, COM716C2201A, COM716C2201A, CPAL16C2201A, CPAL16C2201A, CPF16C2201A, DELT16C2201A, DOHO16C2201A, DOHO16C2201A, DTAC16C2201A, EA16C2201A, EA16C2201A, EGCO16C2201A, GLOB16C2201A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201A, GULF16C2201A, GUNK16C2201A, GUNK16C2201A, GUNK16C2201A, HANA16C2201A, INTU16C2201A, IRPC16C2201A, IRPC16C2201A, IVL16C2201A, IVL16C2201A, JMAR16C2201A, JMAR16C2201A, JMT16C2201A, KBAN16C2201A, KBAN16C2201A, KBAN16C2201A, KCE16C2201A, KCE16C2201A, KTC16C2201A, KTC16C2201A, MAJO16C2201A, MEGA16C2201A, MINT16C2201A, MTC16C2201A, OR16C2201A, PTG16C2201A, PTL16C2201A, PTT16C2201A, PTT16C2201A, PTTG16C2201A, PTTG16C2201A, RBF16C2201A, RBF16C2201A, RS16C2201A, S5016C2201A, S5016C2201A, S5016C2201B, S5016C2201C, S5016P2201A, S5016P2201A, S5016P2201B, SAWA16C2201A, SCB16C2201A, SCB16C2201A, SCB16C2201A, SCC16C2201A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2201A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2201A, TASC16C2201A, TOP16C2201A, TU16C2201A, TU16C2201A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BGRI, CBG, CHG, COM7, CPAL, CPF, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชวนชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวีณี ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีทวีปเมเนจ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีทวีปเมเนจ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุญนา

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา สรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพ

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th
