

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 95.00

(Unchanged)

28 OCTOBER 2021

Upside : 44.5%

Energy Absolute Pcl (EA TB)

ได้ประโยชน์สูงสุดจากแผน PDP ใหม่

เรามองว่า EA เป็นหุ้นที่ได้ประโยชน์สูงสุดจากแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าใหม่ (PDP-2022) เราคาดการณ์การใช้งานแบตเตอรี่ Li-ion จะเพิ่มขึ้นมากเพื่อเพิ่มความเสถียรให้การผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน และการผลิต EV ที่มากขึ้น นโยบายส่งเสริม EV จากภาครัฐยังเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตให้โรงงานผลิต EV อีกด้วย เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" EA เป็น Top Pick ของเรา



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

สามเสาหลักใน PDP-2022

เรามองว่าแผนธุรกิจของ EA สอดคล้องอย่างมากกับสามเสาหลักของแผน PDP-2022 1) เนื่องด้วย EA มีประสบการณ์ในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์และพลังงานลม เราจึงคาด EA จะได้ส่วนแบ่งกำลังการผลิตพลังงานทดแทนใหม่จากเป้าหมายของ PDP ที่ต้องการเพิ่มพลังงานทดแทนเป็น 50% ของการผลิตไฟฟ้าในไทยภายในปี 2050 2) EA มีความได้เปรียบต้นทุนอย่างมากจากการมีโรงงานผลิตแบตเตอรี่ของตัวเอง ในการพัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนพร้อมแบตเตอรี่ก็ักเก็บพลังงานภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับเอกชน (private-PPA) จากการเปิดเสรีการซื้อขายไฟฟ้าจากภาครัฐ 3) เราคาดโรงงานแบตเตอรี่และรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ของ EA ได้แรงหนุนจากนโยบายรัฐเพื่อส่งเสริมการใช้ EV ในประเทศไทย และมาตรการจูงใจทางภาษีที่เพิ่มมากขึ้น

เริ่มดำเนินงานโรงงานแบตเตอรี่ 1GWh

เราเชื่อว่าเราเริ่มดำเนินงานเชิงพาณิชย์ของโรงงานแบตเตอรี่ Li-ion เฟสแรก (1GWh) ใน 4Q21 จะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นจากนักลงทุนและลูกค้าต่อธุรกิจแบตเตอรี่ของ EA และเนื่องจากกำลังการผลิต 1GWh แรกจะถูกใช้สำหรับการผลิตรถเมล์ไฟฟ้า 3,000 คันต่อปีของ EA เอง เราคาด EA จะขยายกำลังการผลิตเป็น 2GWh ในปี 2022F เพื่อการผลิตผลิตภัณฑ์ยานยนต์ไฟฟ้าเพิ่มเติม (รถกระบะและรถบรรทุกไฟฟ้า) และ 4GWh ในปี 2023F เพื่อรองรับความต้องการแบตเตอรี่จากผู้ผลิตรายอื่นที่ไฟฟ้าที่จะมาตั้งโรงงานในไทย เรายังใช้สมมติฐานว่า EA จะขยายกำลังการผลิตเป็น 30GWh ในปี 2030 และจะมีผลกำไร 4%/10%/45% มาจากการผลิตแบตเตอรี่ Li-ion ในปี 2022F/23F/30F ตามลำดับ เราไม่คิดว่าเงินลงทุนในโรงงานแบตเตอรี่ที่ราว 2 พันลบ./GWh จะเป็นภาระทางการเงินต่อ EA จากการคาดการณ์ EBITDA ของเราที่ 1.3-1.9 หมื่นลบ. ในปี 2022-24F

คาดยอดขายรถเมล์ไฟฟ้าแข็งแกร่งในปี 2022F

เราคาดว่าปี 2022F จะเป็นปีที่ดีสำหรับธุรกิจรถเมล์ไฟฟ้าของ EA ที่ถือหุ้น 55% ในโรงงานผลิตยานยนต์ไฟฟ้า (Absolute Assembly, AAB) และ 40% ใน บมจ. เน็กซ์ พอยท์ (NEX, "ซื้อ") ที่เป็นผู้จัดจำหน่ายและผู้ให้บริการซ่อมบำรุง เนื่องจากจะได้แรงหนุนจากเป้าหมายของรัฐบาลที่จะให้สัดส่วนยานยนต์ไฟฟ้าเพิ่มขึ้นเป็น 30% ของการผลิตรถยนต์ในประเทศ และการผลักดันเปลี่ยนรถสาธารณะ รถในหน่วยงานรัฐและบริษัทเอกชนให้เป็นรถยนต์ไฟฟ้า ผ่านมาตรการจูงใจเพิ่มเติมสำหรับผู้ซื้อรถยนต์ไฟฟ้าหลังมีสิทธิพิเศษทางภาษีให้ผู้ขายไปแล้ว เราปรับเพิ่มสมมติฐานยอดขายรถเมล์ไฟฟ้าของ EA ขึ้นเป็น 2,000 คัน ในปี 2022F (จาก 1,500 คัน) เพื่อสะท้อนนโยบายภาครัฐที่เข้มข้น และคาดการณ์การเติบโตของรายได้จากธุรกิจท่องเที่ยวจะสูงขึ้นหลังการเปิดประเทศเพื่อการท่องเที่ยวอีกครั้ง

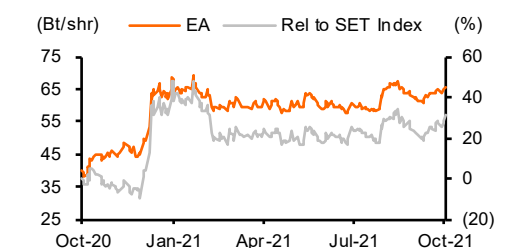
แนะนำ "ซื้อ" และเป็น Top Pick ของเรา

เราแนะนำ "ซื้อ" EA ซึ่งยังเป็น Top Pick กลุ่มสาธารณูปโภคของเรา โดยเราชอบที่บริษัท ก้าวเข้าสู่ธุรกิจแบตเตอรี่และยานยนต์ไฟฟ้าเป็นรายแรก ทำให้มีการพัฒนาก้าวหน้ากว่าคู่แข่ง แม้ปรับกำไรลงเล็กน้อยเพื่อสะท้อนแผนการเริ่มโรงงานแบตเตอรี่และยานยนต์ไฟฟ้าใหม่ และสมมติฐานการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน เราคงราคาเป้าหมาย (2022F) ที่ 95 บาท

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	17,080	22,878	32,080	41,044
Net profit	5,205	5,813	7,375	10,672
Consensus NP	—	6,443	7,871	9,591
Diff frm cons (%)	—	(9.8)	(6.3)	11.3
Norm profit	5,127	5,813	7,375	10,672
Prev. Norm profit	—	5,911	7,839	10,941
Chg frm prev (%)	—	(1.7)	(5.9)	(2.5)
Norm EPS (Bt)	1.4	1.6	2.0	2.9
Norm EPS grw (%)	(13.4)	13.4	26.9	44.7
Norm PE (x)	47.8	42.2	33.3	23.0
EV/EBITDA (x)	30.4	26.4	21.6	16.4
P/BV (x)	8.8	7.6	6.5	5.4
Div yield (%)	0.5	0.7	0.9	1.7
ROE (%)	20.0	19.4	21.1	25.8
Net D/E (%)	135.5	116.1	87.0	55.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 28-Oct-21 (Bt)	65.75
Market Cap (US\$ m)	7,368.6
Listed Shares (m shares)	3,730.0
Free Float (%)	40.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	23.7
12M Price H/L (Bt)	69.00/38.00
Sector	Utilities
Major Shareholder	Ahunai family 23.21%

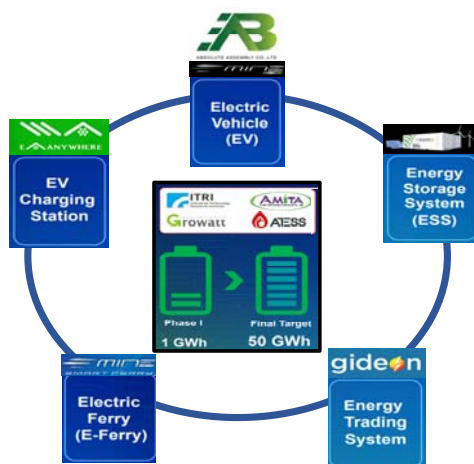
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

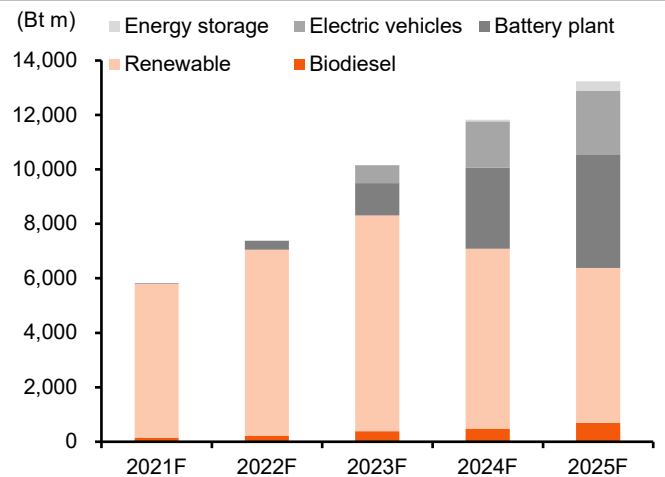


Ex 1: Integrated Business Plan Around Battery Plant



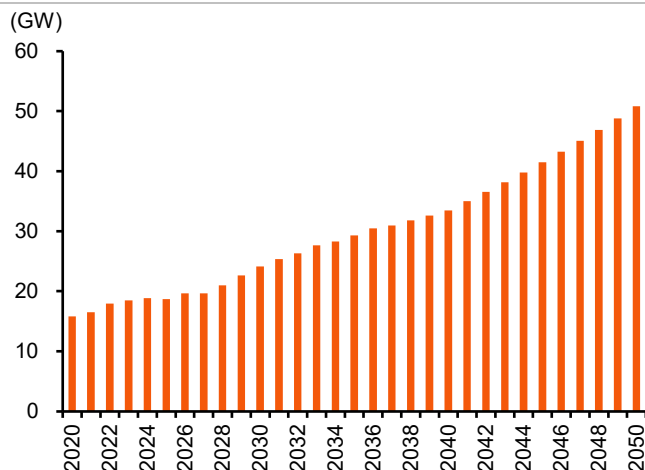
Source: Company data

Ex 2: New S-Curve Growth Starting



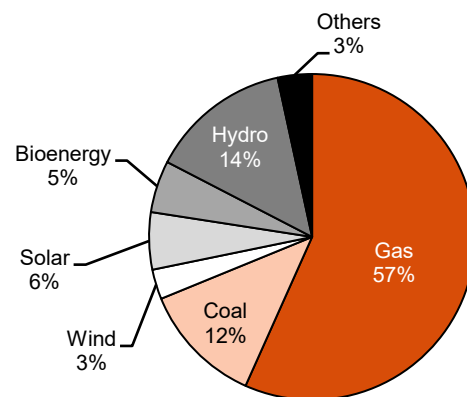
Source: Thanachart estimates

Ex 3: Renewable Capacity Required For 50%/2050 Target



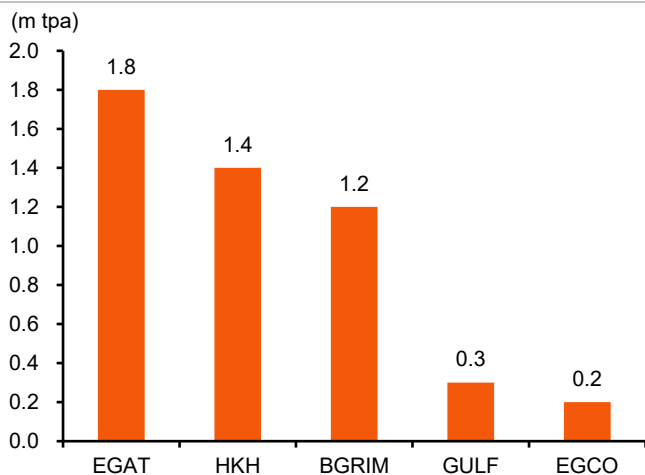
Sources: Energy Policy and Planning Office (EPPO), Thanachart estimates

Ex 4: Current Mix Of Thai Electricity Generating Capacity



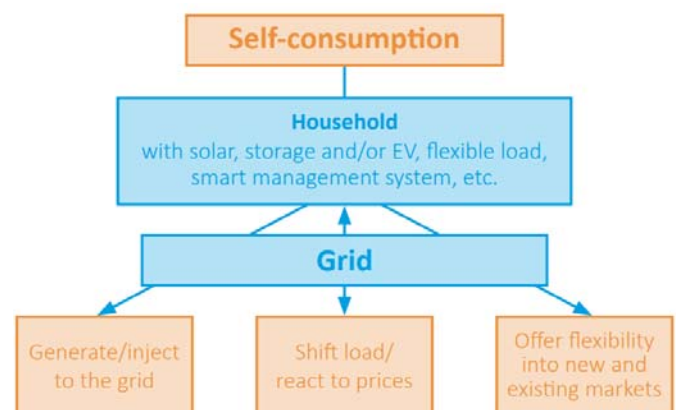
Sources: Electricity Generating Authority Of Thailand (EGAT)

Ex 5: LNG Import Quota Granted To Private Firms



Source: Energy Regulatory Commission (ERC)

Ex 6: Introducing The 'Prosumer' Concept



Source: smartEn

Ex 7: Thailand's EV Production Targets

	2025		2030	
	% total production	# units	% total production	# units
2 - wheelers	20%	360,000	30%	675,000
4 - wheelers	10%	225,000	30%	725,000
Buses / Trucks	33%	18,000	50%	34,000

Source: National EV Policy Commission

Ex 8: Estimated Battery Consumption Per Unit EVs

	Battery used per unit (kWh)	Units per 1GWh plant	Range (km)	Estimated price (Bt m)
Passenger car	30-50	20,000 - 30,000	200-300	0.9 - 1.1
Bus / Micro-bus	250-350	3,000 - 4,000	200-250	5.0 - 8.0
Pickup	45	22,000	300	0.5 - 1.0
Truck	280	3,500	200	3.0 - 5.0
Ferry	800	1,200	80	30 - 50

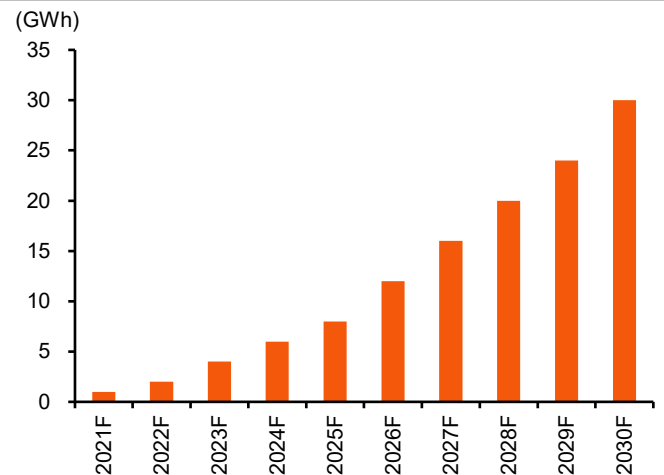
Source: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: The First Giga-Battery Plant In Thailand



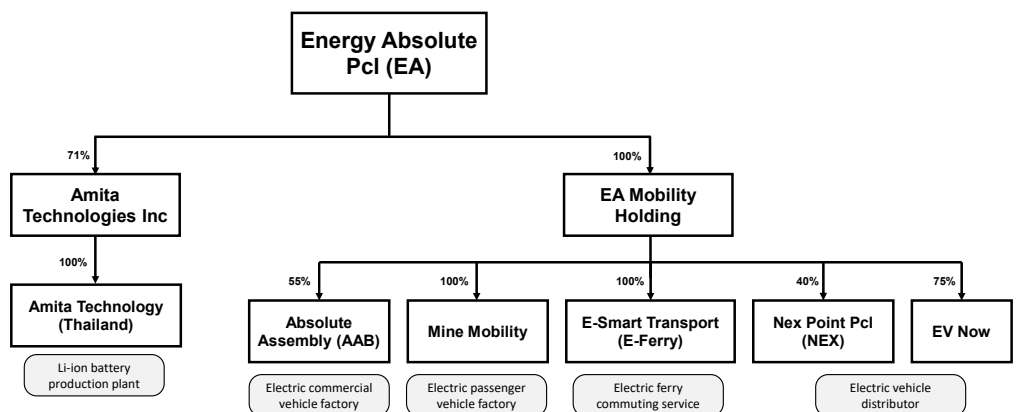
Source: Company data

Ex 10: We Assume 30GWh Battery Plant In Our Numbers



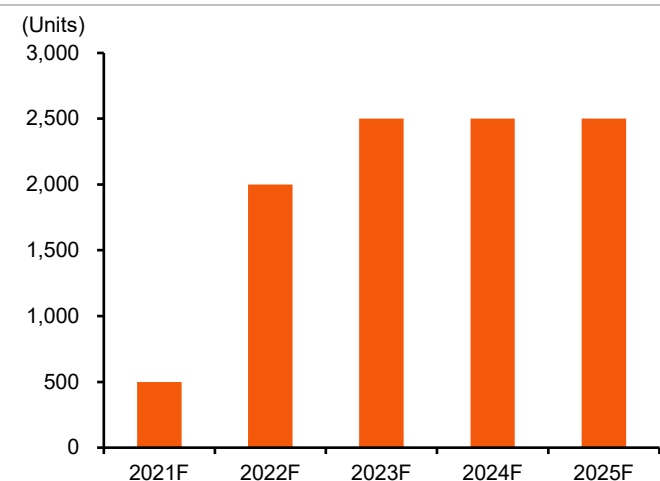
Source: Thanachart estimates

Ex 11: Shareholding Structure For The Battery And E-Bus Business



Source: Company data

Ex 12: Our Assumptions For EA's E-Bus Sales



Source: Thanachart estimates

Ex 13: Developing More EV Product Lines



Source: Company data

Ex 14: Sum-Of-The-Parts Valuation

	Value (Bt/Share)
Renewables & Green energy	
Biodiesel	8.1
Solar farms	6.0
Wind farms	7.3
Subtotal	21.4
E-Vehicle Solutions	
E-Ferry	0.2
AAB	4.0
NEX	3.2
EA Anywhere	3.6
Mine SPA	2.2
Subtotal	13.2
Battery and Energy Storage	
Battery plant	40.8
ESS solutions	16.2
Subtotal	56.9
Potential projects	
3,000MW Hydropower	1.3
Subtotal	1.3
+ Cash and parent company	2.2
Grand total	95.0

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 15: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Datang International Power	991 HK	China	(39.2)	123.7	18.3	8.2	0.6	0.6	9.5	8.1	5.0	10.8
Huadian Power	1071 HK	China	(27.3)	41.2	10.6	7.5	0.5	0.5	11.1	9.2	5.5	7.4
Huaneng Power	600011 CH	China	(45.0)	64.9	29.2	17.7	1.1	1.1	10.2	8.8	1.5	2.6
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	2.0	11.9	13.8	12.3	1.0	1.0	42.9	41.5	5.5	5.6
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	4.0	8.7	18.9	17.4	1.2	1.1	11.8	9.5	2.5	3.2
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	(5.1)	34.5	12.5	9.3	1.1	1.0	7.9	6.6	3.2	4.4
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	0.6	7.1	16.8	15.7	1.6	1.6	10.7	10.2	4.2	4.3
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	2.9	6.5	15.6	14.6	1.2	1.2	76.3	73.5	6.0	6.1
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(53.1)	71.9	19.3	11.2	0.5	0.5	11.4	8.9	3.3	5.0
Tata Power	TPWR IN	India	17.6	22.2	45.2	37.0	3.1	3.1	14.4	14.0	0.7	0.8
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	7.6	4.6	11.7	11.2	1.0	1.0	6.5	6.5	5.6	5.8
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(68.4)	116.7	105.0	48.5	0.6	0.5	12.2	11.8	4.1	4.4
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	47.4	(5.4)	12.4	13.1	0.5	0.4	10.5	10.4	5.5	6.3
Manila Electric	MER PM	Philippines	12.0	1.2	14.2	14.0	3.7	3.4	9.1	8.5	4.9	5.1
Absolute Clean Energy *	ACE TB	Thailand	9.8	26.4	25.1	19.9	2.8	2.6	18.7	16.2	1.6	2.0
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(13.2)	3.3	19.1	18.5	1.6	1.5	16.7	17.1	2.4	2.4
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	8.0	25.3	38.7	30.8	3.8	3.6	14.0	13.3	1.3	1.6
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	20.3	18.8	1.6	1.6	18.5	17.9	2.0	2.7
EA Pcl*	EA TB	Thailand	13.4	26.9	42.2	33.3	7.6	6.5	26.4	21.6	0.7	0.9
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	7.2	4.7	9.4	8.9	0.9	0.8	17.9	16.2	3.9	4.2
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	20.3	16.7	24.4	20.9	2.1	2.0	15.5	14.4	2.5	2.9
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	88.0	37.4	58.7	42.7	7.6	7.1	42.5	33.5	1.0	1.4
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	66.7	26.8	20.8	16.4	3.7	3.3	20.6	17.3	2.6	3.7
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	25.2	2.8	9.8	9.5	1.0	1.0	17.7	16.3	5.6	6.3
TPC Power Holding *	TPCH TB	Thailand	52.4	23.3	11.5	9.4	1.4	1.2	8.9	7.6	2.6	3.2
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	47.9	24.5	13.5	10.9	1.3	1.2	30.5	26.1	4.4	5.5
Average			22.6	27.7	24.1	18.2	2.0	1.9	26.0	22.3	3.4	4.2

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 28 October 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ก่อตั้งขึ้นในปี 2006 โดยดำเนินธุรกิจไบโอดีเซล EA กลายเป็นผู้ผลิตกระแสไฟฟ้าพลังงานทดแทนรายใหญ่ที่สุดของประเทศไทย ด้วยมีกำลังการผลิตพลังงานทดแทนจากพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมรวม 784MW ในปี 2019 EA เริ่มลงทุนในธุรกิจผลิตแบตเตอรี่ลิเทียมไอออน โดยเข้าถือหุ้นในบริษัท Amita Technologies ในไต้หวันระหว่างปี 2016-18 โดยมีแผนจะสร้างโรงงานผลิตแบตเตอรี่ลิเทียมไอออนขนาด 50GWh ในประเทศไทยเพื่อรองรับตลาดรถยนต์ไฟฟ้า (EV) และระบบกักเก็บพลังงาน (ESS)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

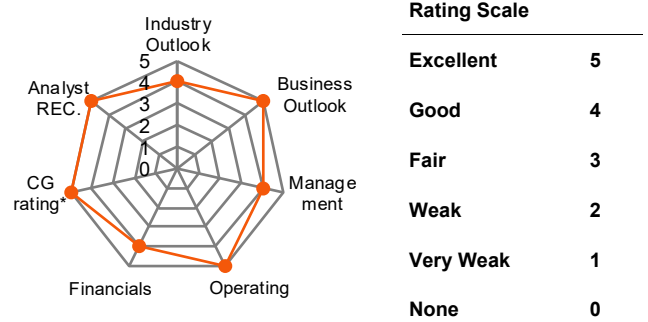
S — Strength

- ผู้บริหารมีประวัติทางการเงินที่แข็งแกร่ง และมีแนวคิดที่ดีสำหรับการเติบโตในอนาคต

O — Opportunity

- อุตสาหกรรมผลิตไฟฟ้าเริ่มหันไปเน้นพลังงานทดแทน
- มีแผนขยายกำลังการผลิตจำนวนมาก
- ธุรกิจกักเก็บพลังงานสามารถเป็นที่ต้องการเพิ่มเติมได้

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- อยู่ในช่วงการลงทุนหนัก เนื่องจากแผนการขยายกำลังการผลิตใหม่ แต่อัตรส่วนหนี้สินต่อทุนยังคงต่ำกว่าระดับที่กำหนดไว้ (threshold)

T — Threat

- กำลังการผลิตใหม่ซึ่งจะเปิดให้ประมูลโดยรัฐบาลจะมีผลตอบแทนที่ต่ำลง
- กฎระเบียบจากทั้งตลาดพลังงานในประเทศและต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	68.11	95.00	39%
Net profit 21F (Bt m)	6,443	5,813	-10%
Net profit 22F (Bt m)	7,871	7,375	-6%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 2	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเรต่ำกว่าตลาด 10% และ 6% เนื่องจากเราให้สมมติฐานที่อัตรากำไรจากธุรกิจ EV ต่ำลงในปีแรกๆ
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 39% เนื่องจากเรารวมศักยภาพในการเติบโตของโรงงานแบตเตอรี่และธุรกิจที่เกี่ยวข้อง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากต้นทุนการลงทุนที่จำเป็นสำหรับธุรกิจ S-curve ใหม่สูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะเป็นความเสี่ยงที่สำคัญในการประเมินมูลค่าของเรา
- หาก EA มีคำสั่งซื้อแบตเตอรี่หรือรถยนต์ไฟฟ้าไม่ตรงกับคาดการณ์ของเรา อาจเป็นความเสี่ยงที่สำคัญอีกประการหนึ่งสำหรับประมาณการของเรา
- สภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวยสำหรับโรงไฟฟ้าพลังงานลมและพลังงานแสงอาทิตย์จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อคาดการณ์ผลประกอบการของเรา
- การเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของเทคโนโลยีแบตเตอรี่ลิเทียมไอออนหรือ e-vehicle ยังเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการการเติบโตของกำไรสำหรับ EA

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	14,887	17,080	22,878	32,080	41,044
Cost of sales	6,752	9,271	13,947	20,184	24,978
Gross profit	8,134	7,808	8,931	11,896	16,066
% gross margin	54.6%	45.7%	39.0%	37.1%	39.1%
Selling & administration expenses	946	1,278	1,735	3,504	4,246
Operating profit	7,189	6,530	7,197	8,392	11,821
% operating margin	48.3%	38.2%	31.5%	26.2%	28.8%
Depreciation & amortization	2,517	2,844	3,599	4,541	4,761
EBITDA	9,706	9,373	10,796	12,933	16,582
% EBITDA margin	65.2%	54.9%	47.2%	40.3%	40.4%
Non-operating income	68	120	46	64	82
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,386)	(1,637)	(1,590)	(1,439)	(1,181)
Pre-tax profit	5,870	5,013	5,653	7,017	10,721
Income tax	(11)	(18)	57	70	107
After-tax profit	5,881	5,031	5,596	6,947	10,614
% net margin	39.5%	29.5%	24.5%	21.7%	25.9%
Shares in affiliates' Earnings	(14)	(61)	(23)	467	799
Minority interests	55	157	240	(38)	(741)
Extraordinary items	160	78	0	0	0
NET PROFIT	6,082	5,205	5,813	7,375	10,672
Normalized profit	5,922	5,127	5,813	7,375	10,672
EPS (Bt)	1.6	1.4	1.6	2.0	2.9
Normalized EPS (Bt)	1.6	1.4	1.6	2.0	2.9

New S-curve growth is backed by battery and related business

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	14,033	7,389	9,428	12,075	14,513
Cash & cash equivalent	10,040	2,962	3,012	3,012	3,012
Account receivables	2,666	2,750	3,761	5,273	6,747
Inventories	758	833	1,528	2,212	2,737
Others	569	843	1,127	1,578	2,017
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	51,371	55,857	59,095	57,835	56,284
Other assets	4,816	15,238	15,640	16,911	18,127
Total assets	70,220	78,484	84,163	86,821	88,924
LIABILITIES:					
Current liabilities:	6,070	13,564	12,286	12,009	10,847
Account payables	285	373	573	829	1,026
Bank overdraft & ST loans	660	2,674	2,112	1,857	1,453
Current LT debt	4,307	9,342	8,024	7,056	5,520
Others current liabilities	818	1,176	1,577	2,267	2,848
Total LT debt	36,977	31,090	32,097	28,225	22,080
Others LT liabilities	2,306	4,203	6,011	7,383	8,621
Total liabilities	45,353	48,857	50,394	47,617	41,548
Minority interest	1,502	1,815	1,576	1,614	2,355
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	373	373	373	373	373
Share premium	3,681	3,681	3,681	3,681	3,681
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(874)	(428)	(428)	(428)	(428)
Retained earnings	20,185	24,186	28,568	33,965	41,396
Shareholders' equity	23,365	27,812	32,193	37,590	45,021
Liabilities & equity	70,220	78,484	84,163	86,821	88,924

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	5,870	5,013	5,653	7,017	10,721
Tax paid	11	18	(57)	(70)	(107)
Depreciation & amortization	2,517	2,844	3,599	4,541	4,761
Chg In working capital	(1,308)	(73)	(1,505)	(1,940)	(1,802)
Chg In other CA & CL / minorities	(8,236)	501	95	706	941
Cash flow from operations	(1,145)	8,302	7,785	10,254	14,514
Capex	(6,301)	(7,216)	(6,712)	(3,097)	(2,966)
Right of use	0	(1,892)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
ST loans & investments	(1)	(4)	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(64)	(6,683)	2,482	1,116	977
Cash flow from investments	(6,366)	(15,794)	(5,430)	(3,181)	(3,189)
Debt financing	12,884	1,171	(873)	(5,095)	(8,085)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(932)	(1,119)	(1,431)	(1,978)	(3,241)
Warrants & other surplus	77	361	0	0	0
Cash flow from financing	12,029	414	(2,305)	(7,073)	(11,326)
Free cash flow	(7,446)	1,086	1,073	7,157	11,549

Huge cash flow streams from subsidized power plant comfortably support its capex plan

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	41.4	47.8	42.2	33.3	23.0
Normalized PE - at target price (x)	59.8	69.1	61.0	48.0	33.2
PE (x)	40.3	47.1	42.2	33.3	23.0
PE - at target price (x)	58.3	68.1	61.0	48.0	33.2
EV/EBITDA (x)	28.6	30.4	26.4	21.6	16.4
EV/EBITDA - at target price (x)	39.8	42.1	36.5	30.0	22.9
P/BV (x)	10.5	8.8	7.6	6.5	5.4
P/BV - at target price (x)	15.2	12.7	11.0	9.4	7.9
P/CFO (x)	(214.2)	29.5	31.5	23.9	16.9
Price/sales (x)	16.5	14.4	10.7	7.6	6.0
Dividend yield (%)	0.5	0.5	0.7	0.9	1.7
FCF Yield (%)	(3.0)	0.4	0.4	2.9	4.7
(Bt)					
Normalized EPS	1.6	1.4	1.6	2.0	2.9
EPS	1.6	1.4	1.6	2.0	2.9
DPS	0.3	0.3	0.5	0.6	1.1
BV/share	6.3	7.5	8.6	10.1	12.1
CFO/share	(0.3)	2.2	2.1	2.7	3.9
FCF/share	(2.0)	0.3	0.3	1.9	3.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	28.9	14.7	33.9	40.2	27.9
Net profit (%)	18.1	(14.4)	11.7	26.9	44.7
EPS (%)	18.1	(14.4)	11.7	26.9	44.7
Normalized profit (%)	45.0	(13.4)	13.4	26.9	44.7
Normalized EPS (%)	45.0	(13.4)	13.4	26.9	44.7
Dividend payout ratio (%)	18.4	21.5	30.0	30.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	54.6	45.7	39.0	37.1	39.1
Operating margin (%)	48.3	38.2	31.5	26.2	28.8
EBITDA margin (%)	65.2	54.9	47.2	40.3	40.4
Net margin (%)	39.5	29.5	24.5	21.7	25.9
D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.5	1.3	0.9	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.4	1.2	0.9	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	9.2	6.9	7.1	8.6	12.1
ROE - using norm profit (%)	28.5	20.0	19.4	21.1	25.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	28.3	19.7	18.7	19.9	25.7
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
- operating margin (%)	48.7	38.9	31.7	26.4	29.0
- leverage (x)	3.1	2.9	2.7	2.5	2.1
- interest burden (%)	80.9	75.4	78.0	83.0	90.1
- tax burden (%)	100.2	100.4	99.0	99.0	99.0
WACC (%)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
ROIC (%)	17.2	11.9	10.5	11.6	16.3
NOPAT (Bt m)	7,202	6,553	7,125	8,308	11,702
invested capital (Bt m)	55,268	67,955	71,414	71,716	71,062

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Profitability trending up as
new businesses achieve
scale*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิหรือ WARRANT (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 130 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRI, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, 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, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิหรือ WARRANT ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัทธนชาติ 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)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิวิไล ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 นิजारุน, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง 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 ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุลชล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพร 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