

# Fundamental Story

Absolute Clean Energy Pcl (ACE TB) - SELL, Price Bt3.64, TP Bt3.4

Results Comment

Nuttapop Prasitsuksant | Email: nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

## กำไร 3Q21 อ่อนแอกว่าคาด

- ACE รายงานกำไรปกติ 330 ลบ. (ไม่รวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนและค่าใช้จ่ายทางกฎหมายพิเศษ) ใน 3Q21 ลดลง 9% y-y แต่ทรงตัว q-q ซึ่งอ่อนแอกว่าที่คาด เนื่องจากกำไรที่ต่ำกว่าคาดจากโรงไฟฟ้าชีวมวล และโรงไฟฟ้าขยะชีวภาพในไตรมาสนี้
- กำไรขั้นต้นดีขึ้น 7% y-y และ 7% q-q เป็น 496 ลบ. ใน 3Q21 โดยได้แรงหนุนจากการขยายกำลังการผลิต และอัตรากำไรจากโรงไฟฟ้าชีวมวลที่สูงขึ้นเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน
- ค่าใช้จ่าย SG&A รวมเพิ่มขึ้นมากกว่าที่เราคาดไว้ โดยเพิ่มขึ้น 42% y-y และ 16% q-q หลังจากการเริ่มดำเนินการของโรงไฟฟ้าที่พัฒนาด้วยตนเอง และโรงไฟฟ้าที่ได้มาจากการทำ M&A
- EBITDA margin ลดลงเป็น 38.8% ใน 3Q21 จาก 33.6% ใน 2Q21 เนื่องจากต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูงขึ้น (ทั้งวัตถุดิบชีวมวลและต้นทุนก๊าซในประเทศ) แต่ปรับตัวดีขึ้นจาก 35.7% ใน 3Q20 จากผลประโยชน์จากขนาดจากการขยายกำลังการผลิต
- กำไร 9M21 ต่ำกว่าที่เราคาดไว้มาก โดยคิดเป็นเพียง 66% ของประมาณการทั้งปี 2021F ของเรา เราเห็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา และคงคำแนะนำ "ขาย" ACE

| Income Statement (consolidated) |            |            |            |            |            |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Yr-end Dec (Bt m)               | 3Q20       | 4Q20       | 1Q21       | 2Q21       | 3Q21       |
| Revenue                         | 1,501      | 1,369      | 1,314      | 1,386      | 1,468      |
| <b>Gross profit</b>             | <b>463</b> | <b>454</b> | <b>439</b> | <b>466</b> | <b>496</b> |
| SG&A                            | 67         | 90         | 85         | 82         | 95         |
| Operating profit                | 396        | 364        | 355        | 384        | 401        |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>535</b> | <b>500</b> | <b>517</b> | <b>549</b> | <b>570</b> |
| Other income                    | 3          | 2          | 2          | 5          | 2          |
| Other expense                   | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Interest expense                | 28         | 27         | 34         | 36         | 36         |
| <b>Profit before tax</b>        | <b>371</b> | <b>339</b> | <b>323</b> | <b>353</b> | <b>367</b> |
| Income tax                      | 9          | 28         | 29         | 22         | 37         |
| Equity & invest. income         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Minority interests              | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Extraordinary items             | 48         | (57)       | 66         | 35         | 81         |
| <b>Net profit</b>               | <b>410</b> | <b>254</b> | <b>360</b> | <b>366</b> | <b>411</b> |
| <b>Normalized profit</b>        | <b>362</b> | <b>311</b> | <b>294</b> | <b>331</b> | <b>330</b> |
| EPS (Bt)                        | 0.04       | 0.02       | 0.04       | 0.04       | 0.04       |
| Normalized EPS (Bt)             | 0.04       | 0.03       | 0.03       | 0.03       | 0.03       |

| Balance Sheet (consolidated) |               |               |               |               |               |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Yr-end Dec (Bt m)            | 3Q20          | 4Q20          | 1Q21          | 2Q21          | 3Q21          |
| Cash & ST investment         | 688           | 576           | 809           | 724           | 505           |
| A/C receivable               | 838           | 829           | 828           | 1,039         | 1,047         |
| Inventory                    | 390           | 402           | 564           | 537           | 535           |
| Other current assets         | 36            | 34            | 46            | 52            | 67            |
| Investment                   | 145           | 145           | 193           | 193           | 193           |
| Fixed assets                 | 8,814         | 9,095         | 9,464         | 9,764         | 10,137        |
| Other assets                 | 5,419         | 5,348         | 5,572         | 5,564         | 5,707         |
| <b>Total assets</b>          | <b>16,330</b> | <b>16,430</b> | <b>17,475</b> | <b>17,873</b> | <b>18,191</b> |
| S-T debt                     | 748           | 841           | 735           | 938           | 840           |
| A/C payable                  | 423           | 269           | 344           | 289           | 283           |
| Other current liabilities    | 43            | 103           | 89            | 77            | 97            |
| L-T debt                     | 3,198         | 3,082         | 3,791         | 3,828         | 3,781         |
| Other liabilities            | 177           | 142           | 163           | 178           | 204           |
| Minority interest            | 0             | 0             | 0             | 27            | 37            |
| <b>Shareholders' equity</b>  | <b>11,741</b> | <b>11,993</b> | <b>12,353</b> | <b>12,536</b> | <b>12,948</b> |
| Working capital              | 806           | 962           | 1,048         | 1,287         | 1,298         |
| Total debt                   | 3,946         | 3,922         | 4,526         | 4,765         | 4,621         |
| <b>Net debt</b>              | <b>3,258</b>  | <b>3,346</b>  | <b>3,717</b>  | <b>4,041</b>  | <b>4,116</b>  |

Sources: Company data, Thanachart estimates

| Income Statement 9M as   |            |            |           |              |              |
|--------------------------|------------|------------|-----------|--------------|--------------|
| (Bt m)                   | q-q%       | y-y%       | % 2021F   | 2021F        | 2022F        |
| Revenue                  | 6          | (2)        | 73        | 5,736        | 6,980        |
| <b>Gross profit</b>      | <b>7</b>   | <b>7</b>   | <b>69</b> | <b>2,024</b> | <b>2,594</b> |
| SG&A                     | 16         | 42         | 72        | 365          | 423          |
| Operating profit         | 5          | 1          | 69        | 1,659        | 2,171        |
| <b>EBITDA</b>            | <b>4</b>   | <b>7</b>   | <b>75</b> | <b>2,196</b> | <b>2,912</b> |
| Other income             | (59)       | (31)       | 140       | 7            | 8            |
| Other expense            | na         | na         | na        | 0            | 0            |
| Interest expense         | 1          | 30         | 80        | 132          | 239          |
| <b>Profit before tax</b> | <b>4</b>   | <b>(1)</b> | <b>68</b> | <b>1,534</b> | <b>1,940</b> |
| Income tax               | 69         | 311        | 114       | 77           | 97           |
| Equity & invest. income  | na         | na         | na        | 0            | 0            |
| Minority interests       | na         | na         | na        | 0            | 0            |
| Extraordinary items      | 129        | 68         | na        | 0            | 0            |
| <b>Net profit</b>        | <b>12</b>  | <b>0</b>   | <b>78</b> | <b>1,457</b> | <b>1,843</b> |
| <b>Normalized profit</b> | <b>(0)</b> | <b>(9)</b> | <b>66</b> | <b>1,457</b> | <b>1,843</b> |
| EPS (Bt)                 | 12         | 0          | 78        | 0.14         | 0.18         |
| Normalized EPS (Bt)      | (0)        | (9)        | 66        | 0.14         | 0.18         |

| Financial Ratios (%)     |      |      |       |        |       |
|--------------------------|------|------|-------|--------|-------|
|                          | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21  | 2Q21   | 3Q21  |
| Sales grow th            | 18.5 | 8.8  | (2.5) | (15.5) | (2.2) |
| Operating profit grow th | 15.8 | 3.1  | 4.4   | 4.0    | 1.3   |
| EBITDA grow th           | 12.9 | 3.1  | 9.1   | 9.5    | 6.5   |
| Norm profit grow th      | 53.8 | 17.2 | (0.1) | (7.9)  | (8.8) |
| Norm EPS grow th         | 38.4 | 17.2 | (0.1) | (7.9)  | (8.8) |
| Gross margin             | 30.9 | 33.2 | 33.4  | 33.6   | 33.8  |
| Operating margin         | 26.4 | 26.6 | 27.0  | 27.7   | 27.3  |
| EBITDA margin            | 35.7 | 36.5 | 39.3  | 39.6   | 38.8  |
| Norm net margin          | 24.1 | 22.7 | 22.4  | 23.9   | 22.5  |
| D/E (x)                  | 0.3  | 0.3  | 0.4   | 0.4    | 0.4   |
| Net D/E (x)              | 0.3  | 0.3  | 0.3   | 0.3    | 0.3   |
| Interest coverage (x)    | 19.2 | 18.4 | 15.2  | 15.4   | 15.8  |
| Interest rate            | 3.2  | 2.8  | 3.2   | 3.1    | 3.1   |
| Effective tax rate       | 2.4  | 8.2  | 8.9   | 6.2    | 10.1  |
| ROA                      | 9.3  | 7.6  | 6.9   | 7.5    | 7.3   |
| ROE                      | 12.6 | 10.5 | 9.7   | 10.6   | 10.4  |

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 149 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, S5016C2112D, S5016P2112D, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, 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, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ 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)

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอศวิณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: \*\* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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)