

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 120.00

Upside : 26.3%

(From: Bt 95.00)

21 JANUARY 2022

Energy Absolute Pcl (EA TB)

การเริ่มต้นอย่างแข็งแกร่ง

เราปรับประมาณการกำไร EA ขึ้น 29% ในปี 2022F และราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 120 บาท จากแนวโน้มการใช้งานรถบัสไฟฟ้าที่หน้าจะเร็วกว่าที่คาดไว้เดิม และการเริ่มรวมการขายรถบรรทุกไฟฟ้าเข้าในประมาณการเราจึงคาด EA มีกำไรที่แข็งแกร่งแม้เป็นปีแรกที่เริ่มต้นธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ EV เราคงแนะนำ "ซื้อ" EA และเป็น top pick ของเราในกลุ่มฯ



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เราปรับประมาณการกำไรของ EA ขึ้น 29% ในปี 2022F เนื่องจากเรามองว่าคำสั่งซื้อรถไฟฟ้าเชิงพาณิชย์รวมถึงแบตเตอรี่ Li-ion จะเข้ามาเร็วกว่าที่คาดไว้เดิม เราจึงปรับราคาเป้าหมาย (ปี 2022F) ขึ้นเป็น 120 บาท (จาก 95 บาท) และคงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยมีปัจจัยหนุนดังนี้ 1) เราคาด EA จะมีกำไรเติบโตแข็งแกร่งแม้เป็นช่วงเริ่มต้นธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ EV โดยคาด EPS เติบโต 72/17/13% ในปี 2022-24F 2) เรามองว่า EA เป็นบริษัทที่แข็งแกร่งและได้ประโยชน์สูงสุดในตลาดหุ้นไทย จากแนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรมแบตเตอรี่ และ EV ในตลาดโลก และมีข่าวการประกาศนโยบายสนับสนุนจากภาครัฐอย่างต่อเนื่อง 3) เราคาดว่า การเริ่มการผลิตรถบรรทุกไฟฟ้าจะเป็นปัจจัยผลักดันราคาหุ้นใน 2H22 และ 4) เราจึงเห็น upside เราจากการเติบโตที่เป็นไปได้อีกสามเรื่อง เราปรับกำไรปี 2023-24F ขึ้นเพียง 3-4% เพราะแรงหนุนกำไรจากธุรกิจ EV ถูกหักล้างลงบางส่วนจากการปรับลดสมมติฐานผลผลิตพลังงานทดแทนของ EA ลง

มีมุมมองเป็นบวกมากขึ้นต่อธุรกิจ EV

EA ดำเนินธุรกิจ EV ผ่านสามบริษัท คือ 1) ถือหุ้น 75% ในโรงงานผลิตแบตเตอรี่ Li-ion (Amita Thailand) 2) ถือหุ้น 55% ในโรงงานรถไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ - แอ็บโซลูท แอสเซมบลี (AAB) และ 3) การได้ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมจากการถือหุ้น 40% ในธุรกิจจัดจำหน่ายรถบัสไฟฟ้าและให้บริการหลังการขาย; บมจ.เน็กซ์ พอยท์ (NEX, "ซื้อ") โดยในทวีเคาระห์ NEX "แนวโน้มความต้องการใช้ EV ดีขึ้น" วันที่ 20 ธ.ค. 2021 เราปรับยอดขายรถบัสไฟฟ้าของ AAB เป็น 2.5/3.0/3.0 พันคัน (จาก 1.5/2.5/2.5 พันคัน) จากการมองแนวโน้มอุปสงค์ที่แข็งแกร่งขึ้น และเริ่มรวมยอดขายรถบรรทุกไฟฟ้าจาก AAB 2.0/3.0/3.0 พันคัน ในประมาณการปี 2022-24F เราคาดกำไรธุรกิจ EV เป็น 35/36/53% ของกำไร EA ในปีดังกล่าว

การขายโรงงานแบตเตอรี่

เรายังคงคาดว่าโรงงานผลิตแบตเตอรี่ของ EA จะขยายกำลังการผลิตจากปัจจุบันที่ 1GWh เป็น 2/4/6GWh ในปี 2022-24F และทยอยเพิ่มเป็น 30GWh ในปี 2030F โดยหากรัฐบาลบรรลุเป้าที่จะมีสัดส่วน EV เป็น 50% ของการผลิตยานยนต์ในประเทศในปี 2030 การผลิต EV ในไทยจะต้องใช้แบตเตอรี่ราว 60GWh ต่อปี เราคาดยอดขายแบตเตอรี่จาก Amita ที่สูงขึ้นเป็น 1.2/1.6/3.9GWh (จาก 0.6/1.4/2.7GWh) ตามความต้องการที่เพิ่มขึ้นจากบริษัทในเครือ ในระยะยาวเราคาดยอดขายแบตเตอรี่ที่ 24GWh ในปี 2030F แบ่งเป็น 2GWh จากธุรกิจ EV ในเครือ, 10GWh จากผู้ผลิต EV ภายนอก และอีก 12GWh จากการทำระบบกักเก็บพลังงาน (ESS)

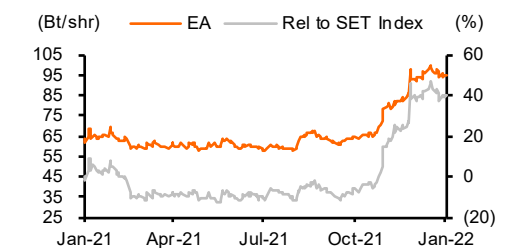
โอกาสการเติบโตเพิ่มเติมในอนาคต

เราเห็นช่องทางการเติบโตในอนาคตอีก 3 เรื่องสำหรับ EA ซึ่งเรายังไม่ได้รวมเข้าในประมาณการของเรา 1) เรามองว่ามีโอกาสสูงที่ AAB จะขยายกำลังการผลิตรถบัสไฟฟ้าและรถบรรทุกไฟฟ้าจากปัจจุบันที่ 6 พันคัน เพื่อรองรับความต้องการในประเทศที่ปีละ 1 หมื่นและ 6 หมื่นคัน ตามลำดับ 2) AAB กำลังศึกษาที่จะเพิ่มรถกระบะไฟฟ้าและรถไฟฟ้าเป็นผลิตภัณฑ์รถไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ใหม่ของบริษัทฯ 3) เรายังไม่รวมมูลค่าของการที่ EA จะเป็นผู้ให้บริการติดตั้งและออกแบบระบบ ESS เพื่อเพิ่มอัตรากำไรบนธุรกิจแบตเตอรี่ของบริษัทฯ ในประมาณการของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	17,080	19,397	45,729	53,303
Net profit	5,205	5,509	9,483	11,060
Consensus NP	—	6,352	7,510	8,579
Diff frm cons (%)	—	(13.3)	26.3	28.9
Norm profit	5,127	5,509	9,483	11,060
Prev. Norm profit	—	5,813	7,375	10,672
Chg frm prev (%)	—	(5.2)	28.6	3.6
Norm EPS (Bt)	1.4	1.5	2.5	3.0
Norm EPS grw (%)	(13.4)	7.4	72.1	16.6
Norm PE (x)	69.1	64.3	37.4	32.0
EV/EBITDA (x)	42.1	38.0	23.9	20.9
P/BV (x)	12.7	11.1	9.0	7.6
Div yield (%)	0.3	0.5	0.8	1.2
ROE (%)	20.0	18.4	26.7	25.8
Net D/E (%)	135.5	119.3	79.4	55.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 21-Jan-22 (Bt)	95.00
Market Cap (US\$ m)	10,748.3
Listed Shares (m shares)	3,730.0
Free Float (%)	40.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	41.5
12M Price H/L (Bt)	99.25/57.50
Sector	Utilities
Major Shareholder	Ahunai family 23.21%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

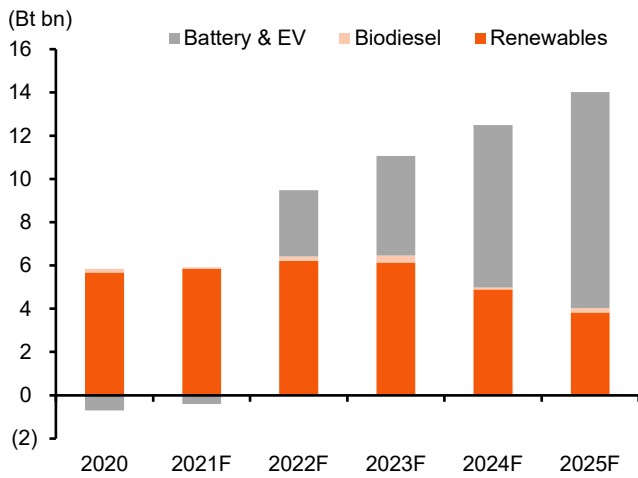
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



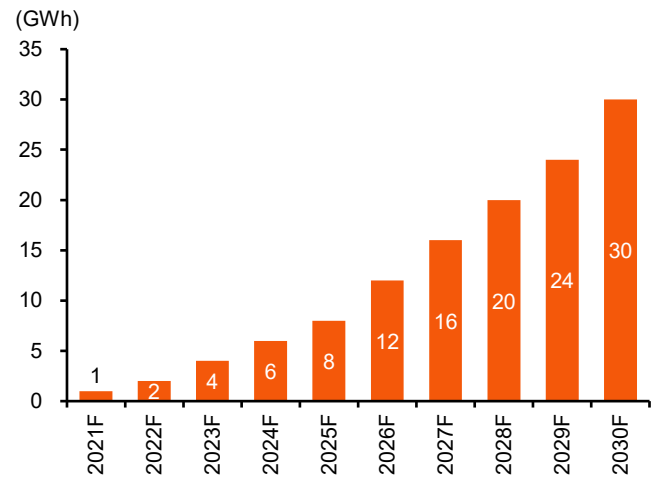
Ex 1: Key Assumption Changes

	2022F	2023F	2024F	2025F
Commercial EV sales from AAB (units)				
New	4,500	6,000	6,000	6,000
Old	1,500	2,500	2,500	2,500
Change (%)	200.0	140.0	140.0	140.0
Li-ion battery sales from Amita (GWh)				
New	1.2	1.6	3.9	5.6
Old	0.6	1.4	2.7	4.0
Change (%)	100.0	14.3	44.4	40.0
Total renewable output (GWh)				
New	1,485	1,547	1,547	1,547
Old	1,555	1,575	1,575	1,575
Change (%)	(4.5)	(1.8)	(1.8)	(1.8)

Source: Thanachart estimates

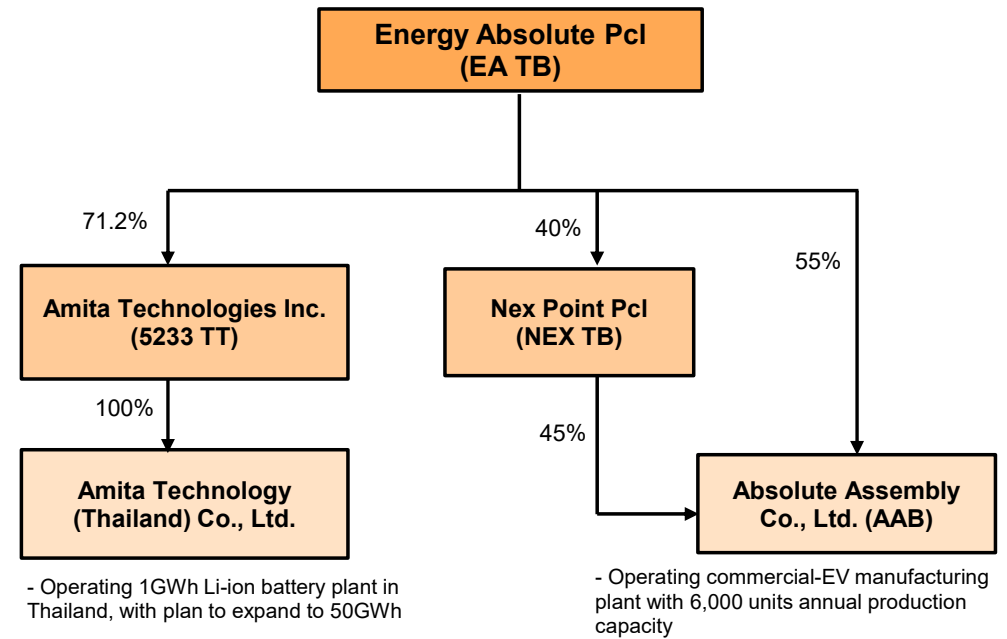
Ex 2: New Businesses Drive Earnings Growth

Source: Thanachart estimates

Ex 3: Our Projections For EA's Battery Plant Capacity

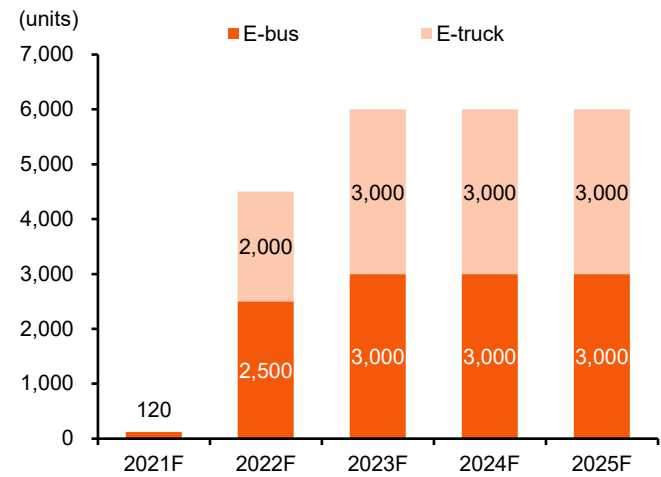
Source: Thanachart estimates

Ex 4: EA's Battery And EV Business Structure



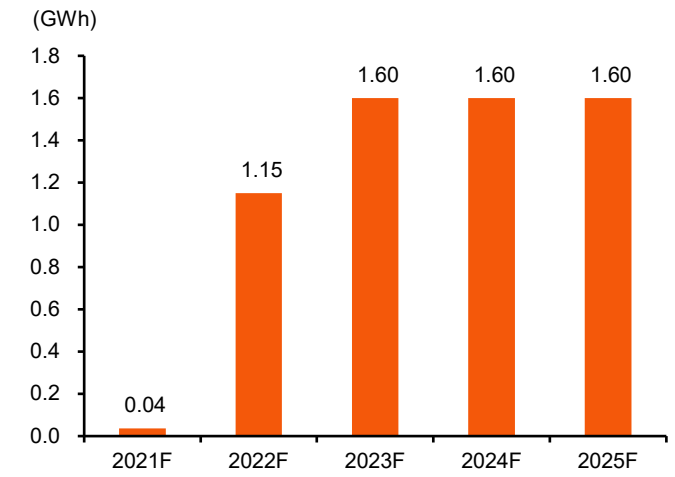
Source: Company data

Ex 5: E-Buses, E-Trucks Are AAB's First Two Products



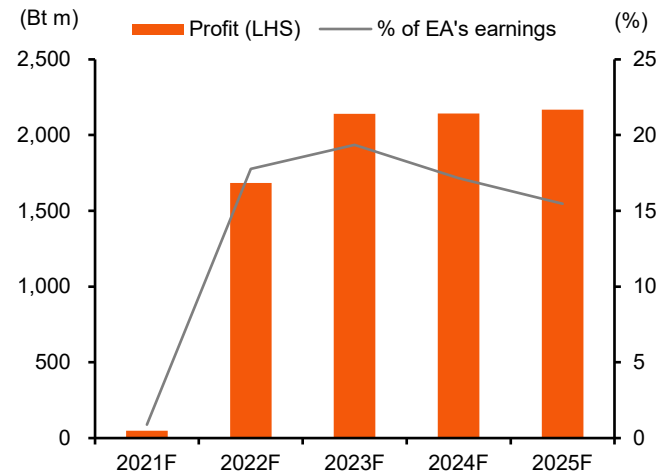
Source: Thanachart estimates

Ex 6: Estimated Li-ion Battery Demand From AAB Plant



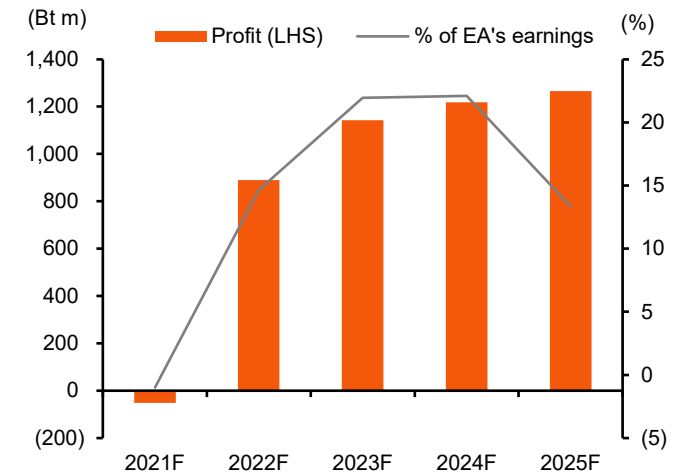
Source: Thanachart estimates

Ex 7: Earnings Contribution From AAB



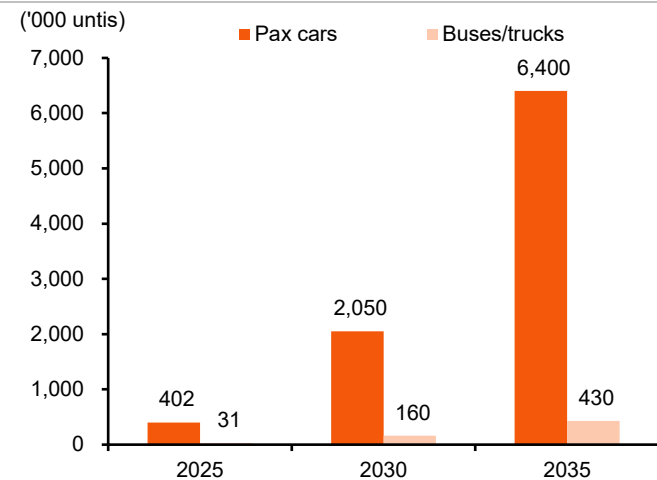
Sources: Thanachart estimates

Ex 8: Earnings Contribution From NEX



Sources: Thanachart estimates

Ex 9: Thai Government's EV Targets (Accumulated)



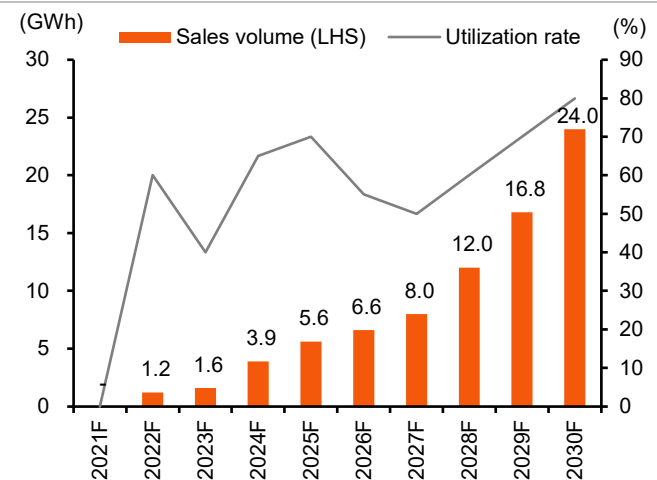
Source: National EV Policy Committee

Ex 10: Battery Energy Storage (B-ESS) Applications



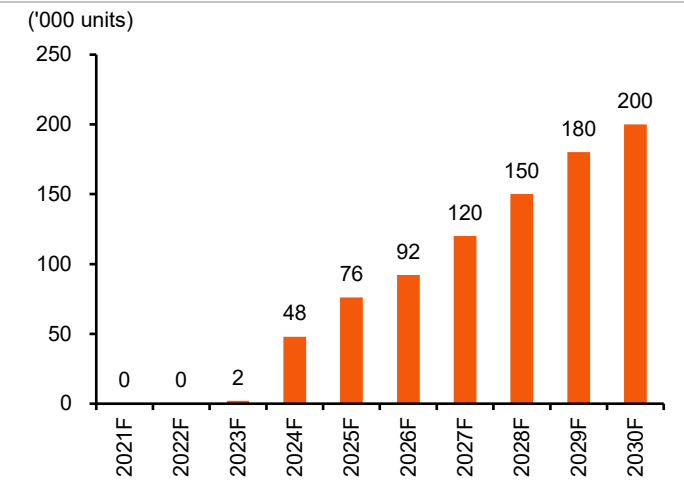
Source: Tesla

Ex 11: Our Forecasts For EA's Battery Sales Volume

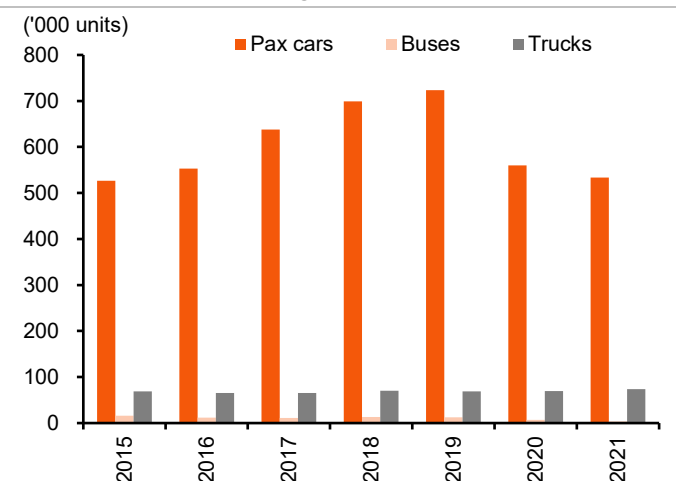


Source: Thanachart estimates

Ex 12: Implied External Demand To Produce Pax-EV Cars



Source: Thanachart estimates

Ex 13: Historical Auto Registrations In Thailand

Source: Department of Land Transport

Ex 14: Developing E-Pickups And E-Loocomotives

Source: Alstom, Company data

Ex 15: Sum-Of-The-Parts Valuation

	Value (Bt/Share)
Renewables & Green energy	
Biodiesel	5.9
Solar farms	6.0
Wind farms	6.7
Subtotal	18.6
E-Vehicle solutions	
AAB	7.1
NEX	4.6
EA Anywhere	3.6
Subtotal	15.3
Battery and Energy Storage	
Battery plant	65.6
Energy storage system (ESS)	18.0
Subtotal	83.5
Potential projects	
3,000MW Hydropower	1.5
Subtotal	1.5
+ Cash and parent company	1.1
Grand total	120.0

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 16: 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 (%)
Sungrow	300274 CH	China	40.0	48.0	67.4	45.5	13.8	10.6	56.0	37.4	0.2	0.2
China Longyuan	916 HK	Hong Kong	29.0	16.0	21.8	18.8	2.2	2.0	10.0	8.9	0.9	1.1
China Suntien Green energy	956 HK	Hong Kong	57.8	7.9	9.2	8.6	1.2	1.0	13.9	11.6	3.8	4.2
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	(7.7)	45.6	13.5	9.3	1.1	1.1	8.6	6.7	2.9	4.3
CATL	300750 CH	China	117.3	75.2	116.9	66.7	17.7	13.5	66.4	37.0	0.1	0.2
GEM - A	002340 CH	China	111.9	73.6	39.8	22.9	3.1	2.8	20.3	13.8	0.4	0.7
Gotion High-Tech - A	002074 CH	China	25.1	118.5	167.6	76.7	3.9	3.9	67.4	41.8	0.0	0.1
BYD	1211 HK	Hong Kong	(2.2)	66.0	161.6	97.3	9.1	8.3	35.2	26.5	0.1	0.1
LG Chem	051910 KS	S. Korea	175.0	(20.5)	13.4	16.9	2.4	2.1	7.4	7.6	1.6	1.5
SK Innovation	096770 KS	S. Korea	na	101.8	32.7	16.2	1.4	1.3	9.3	8.4	0.7	1.3
Panasonic	6752 JP	Japan	(18.6)	55.9	19.2	12.3	1.4	1.1	7.8	6.0	1.8	2.3
Tesla	TSLA US	USA	180.8	46.0	153.5	105.1	34.7	26.0	86.2	59.1	0.0	0.0
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(8.6)	20.6	16.4	13.6	1.4	1.3	13.7	10.8	2.7	2.7
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	418.6	8.2	19.9	18.4	1.6	1.5	18.2	17.6	2.0	2.7
Energy Absolute Pcl *	EA TB	Thailand	7.4	72.1	64.3	37.4	11.1	9.0	38.0	23.9	0.5	0.8
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	7.2	4.7	8.9	8.5	0.8	0.8	17.3	15.7	4.1	4.4
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	23.5	15.1	24.8	21.5	2.1	2.1	15.9	14.7	2.4	2.8
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	88.0	37.4	66.8	48.6	8.7	8.1	46.7	36.6	0.9	1.2
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	66.7	26.8	26.3	20.7	4.6	4.2	24.6	20.6	2.1	2.9
RATCH Group Pcl *	RATCH TB	Thailand	25.2	2.8	9.3	9.1	1.0	1.0	17.1	15.8	5.9	6.6
Average			70.3	41.1	52.7	33.7	6.2	5.1	29.0	21.0	1.7	2.0

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 21 January 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

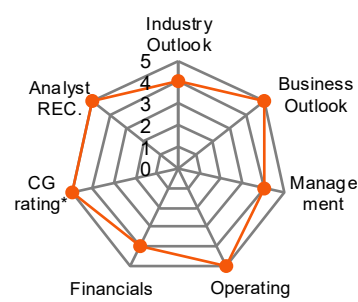
S — Strength

- ผู้บริหารมีประวัติทางการเงินที่แข็งแกร่ง และมีแนวคิดที่ดีสำหรับการเติบโตในอนาคต

O — Opportunity

- อุตสาหกรรมผลิตไฟฟ้าเริ่มหันไปเน้นพลังงานทดแทน
- มีแผนขยายกำลังการผลิตจำนวนมาก
- ธุรกิจกักเก็บพลังงานสามารถเป็นที่ต้องการเพิ่มเติมได้

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- อยู่ในช่วงการลงทุนหนัก เนื่องจากแผนการขยายกำลังการผลิตใหม่ แต่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนยังคงต่ำกว่าระดับที่กำหนดไว้ (threshold)

T — Threat

- กำลังการผลิตใหม่ซึ่งจะเปิดให้ประมูลโดยรัฐบาลจะมีผลตอบแทนที่ต่ำกว่า
- กฎระเบียบจากทั้งตลาดพลังงานในประเทศและต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	81.43	120.00	47%
Net profit 21F (Bt m)	6,352	5,509	-13%
Net profit 22F (Bt m)	7,510	9,483	26%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022F ของเราสูงกว่าตลาด 26% เนื่องจากเราเชื่อว่าเราให้สมมติฐานยอดขาย EV เชิงพาณิชย์ และแบตเตอรี่ Li-Ion ที่สูงกว่า
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 47% 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	19,397	45,729	53,303
Cost of sales	6,752	9,271	11,135	31,254	36,895
Gross profit	8,134	7,808	8,261	14,476	16,408
% gross margin	54.6%	45.7%	42.6%	31.7%	30.8%
Selling & administration expenses	946	1,278	1,485	2,844	3,265
Operating profit	7,189	6,530	6,777	11,631	13,143
% operating margin	48.3%	38.2%	34.9%	25.4%	24.7%
Depreciation & amortization	2,517	2,844	3,592	4,633	5,151
EBITDA	9,706	9,373	10,368	16,265	18,294
% EBITDA margin	65.2%	54.9%	53.5%	35.6%	34.3%
Non-operating income	68	120	194	91	107
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,386)	(1,637)	(1,431)	(1,367)	(1,168)
Pre-tax profit	5,870	5,013	5,539	10,356	12,082
Income tax	(11)	(18)	55	104	121
After-tax profit	5,881	5,031	5,484	10,252	11,961
% net margin	39.5%	29.5%	28.3%	22.4%	22.4%
Shares in affiliates' Earnings	(14)	(61)	(51)	890	1,142
Minority interests	55	157	76	(1,660)	(2,043)
Extraordinary items	160	78	0	0	0
NET PROFIT	6,082	5,205	5,509	9,483	11,060
Normalized profit	5,922	5,127	5,509	9,483	11,060
EPS (Bt)	1.6	1.4	1.5	2.5	3.0
Normalized EPS (Bt)	1.6	1.4	1.5	2.5	3.0

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	8,377	16,200	18,434
Cash & cash equivalent	10,040	2,962	3,012	3,012	3,012
Account receivables	2,666	2,750	3,188	7,517	8,762
Inventories	758	833	1,220	3,425	4,043
Others	569	843	957	2,246	2,617
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	51,371	55,857	60,152	59,655	62,228
Other assets	4,816	15,238	15,640	16,911	18,127
Total assets	70,220	78,484	84,169	92,766	98,789
LIABILITIES:					
Current liabilities:	6,070	13,564	12,190	13,217	12,728
Account payables	285	373	458	1,284	1,516
Bank overdraft & ST loans	660	2,674	2,159	1,840	1,589
Current LT debt	4,307	9,342	8,202	6,993	6,039
Others current liabilities	818	1,176	1,372	3,100	3,584
Total LT debt	36,977	31,090	32,809	27,972	24,155
Others LT liabilities	2,306	4,203	5,496	9,010	9,870
Total liabilities	45,353	48,857	50,496	50,199	46,753
Minority interest	1,502	1,815	1,739	3,399	5,442
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	28,309	35,543	42,969
Shareholders' equity	23,365	27,812	31,934	39,168	46,594
Liabilities & equity	70,220	78,484	84,169	92,766	98,789

Healthy balance sheet despite a swift business expansion plan

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	5,539	10,356	12,082
Tax paid	11	18	(55)	(104)	(121)
Depreciation & amortization	2,517	2,844	3,592	4,633	5,151
Chg In working capital	(1,308)	(73)	(740)	(5,707)	(1,631)
Chg In other CA & CL / minorities	(8,236)	501	31	1,328	1,256
Cash flow from operations	(1,145)	8,302	8,367	10,507	16,736
Capex	(6,301)	(7,216)	(7,762)	(3,952)	(7,479)
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)	1,966	3,258	600
Cash flow from investments	(6,366)	(15,794)	(6,996)	(1,894)	(8,080)
Debt financing	12,884	1,171	64	(6,365)	(5,022)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(932)	(1,119)	(1,386)	(2,249)	(3,634)
Warrants & other surplus	77	361	0	0	0
Cash flow from financing	12,029	414	(1,322)	(8,614)	(8,656)
Free cash flow	(7,446)	1,086	605	6,556	9,257

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)	59.8	69.1	64.3	37.4	32.0
Normalized PE - at target price (x)	75.6	87.3	81.3	47.2	40.5
PE (x)	58.3	68.1	64.3	37.4	32.0
PE - at target price (x)	73.6	86.0	81.3	47.2	40.5
EV/EBITDA (x)	39.8	42.1	38.0	23.9	20.9
EV/EBITDA - at target price (x)	49.4	52.0	47.0	29.6	26.0
P/BV (x)	15.2	12.7	11.1	9.0	7.6
P/BV - at target price (x)	19.2	16.1	14.0	11.4	9.6
P/CFO (x)	(309.5)	42.7	42.4	33.7	21.2
Price/sales (x)	23.8	20.7	18.3	7.7	6.6
Dividend yield (%)	0.3	0.3	0.5	0.8	1.2
FCF Yield (%)	(2.1)	0.3	0.2	1.9	2.6
(Bt)					
Normalized EPS	1.6	1.4	1.5	2.5	3.0
EPS	1.6	1.4	1.5	2.5	3.0
DPS	0.3	0.3	0.4	0.8	1.2
BV/share	6.3	7.5	8.6	10.5	12.5
CFO/share	(0.3)	2.2	2.2	2.8	4.5
FCF/share	(2.0)	0.3	0.2	1.8	2.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	28.9	14.7	13.6	135.8	16.6
Net profit (%)	18.1	(14.4)	5.8	72.1	16.6
EPS (%)	18.1	(14.4)	5.8	72.1	16.6
Normalized profit (%)	45.0	(13.4)	7.4	72.1	16.6
Normalized EPS (%)	45.0	(13.4)	7.4	72.1	16.6
Dividend payout ratio (%)	18.4	21.5	30.0	30.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	54.6	45.7	42.6	31.7	30.8
Operating margin (%)	48.3	38.2	34.9	25.4	24.7
EBITDA margin (%)	65.2	54.9	53.5	35.6	34.3
Net margin (%)	39.5	29.5	28.3	22.4	22.4
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	0.8	0.6
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	6.8	10.7	11.5
ROE - using norm profit (%)	28.5	20.0	18.4	26.7	25.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	28.3	19.7	18.4	28.8	27.9
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.5	0.6
- operating margin (%)	48.7	38.9	35.9	25.6	24.9
- leverage (x)	3.1	2.9	2.7	2.5	2.2
- interest burden (%)	80.9	75.4	79.5	88.3	91.2
- 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	9.9	16.0	17.8
NOPAT (Bt m)	7,202	6,553	6,709	11,515	13,012
invested capital (Bt m)	55,268	67,955	72,093	72,962	75,366

Sources: Company data, Thanachart estimates

Profitability trending up as new businesses achieve scale

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 116 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2205A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2205A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2205A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2205A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2205A, KCE16C2201A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RS16C2205A, RS16C2201A, S5016P2203B, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2202A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2201A, STEC16C2204A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, 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, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TESCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัท ทูธนชาติ 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)

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชอาณาจักรไทย จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล 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 หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ 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 นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธาณูปโภค, สือสาร

ณัฐภ ประสิทธิ์สุสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิลักทอรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เเดนเรื่อ

พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิมสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รัมเบมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณอภัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปีโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล

ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวลลิ่ง หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@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
sunset.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

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