

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 110.00

(From: Bt 120.00)

29 MARCH 2022

Upside : 13.4%

Energy Absolute Pcl (EA TB)

บนรากฐานที่แข็งแกร่งขึ้น

EA ขยายธุรกิจโรงไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ไปสู่การให้บริการรถโดยสารสาธารณะ ซึ่งทั้งสร้างกำไรและเร่งยอดขายรถเมล์ไฟฟ้าให้ EA เรายังคงสมมติฐานยอดขายรถเมล์ไฟฟ้าของ EA ที่ 2.0/2.5/3.0 พันคัน ในปี 2022-24F แต่ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 110 บาท หลังรวมมูลค่าของธุรกิจใหม่ เพื่อสะท้อนผลกระทบจากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นต่ออัตราค่าโรงแปดเตอเรีย



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

ต่อยอดธุรกิจโรงไฟฟ้าเชิงพาณิชย์

EA ลงทุนต่อยอดธุรกิจโรงไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (CEV) โดยการเข้าซื้อกิจการบริษัทสมาร์ทบัส (SMB) ซึ่งเป็นผู้ให้บริการรถโดยสารประจำทาง 37 สาย ในกรุงเทพฯ EA วางแผนเปลี่ยนรถโดยสาร NGV ของ SMB ไปเป็นรถเมล์ไฟฟ้าและเพิ่มจำนวนรถเป็น 800 คัน ในปีนี้ และมีโอกาสขยายเพิ่มเป็น 1,250 คัน หากการเดินทางของประชาชนฟื้นตัวเต็มที่จากช่วงโควิด แม้เราประเมินกำไรจากธุรกิจใหม่เพียง 240 ลบ. ในปี 2023F และจะเพิ่มมูลค่าพื้นฐานให้ EA 0.8 บาท/หุ้น เรามองว่าการต่อยอดไปสู่การให้บริการขนส่งสาธารณะนี้จะช่วยเป็นรากฐานที่สำคัญให้การเติบโตกลุ่มธุรกิจ CEV ของ EA ซึ่งได้แก่โรงงานผลิต CEV (AAB) และโรงงานผลิตแบตเตอรี่ (Amita) เราแนะนำ “ซื้อ” EA บนรากฐานที่แข็งแกร่งขึ้นในธุรกิจแบตเตอรี่และ CEV แต่ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 110 บาท (จาก 120 บาท) เนื่องจากเราคาดว่าราคาโลหะหายาก (rare metal) ที่สูงขึ้นจะกระทบต่ออัตราค่าโรงแปดเตอเรียของ EA

ยอดขายรถโดยสารไฟฟ้าหนุนการเติบโต

เราใช้สมมติฐานว่า EA จะส่งมอบรถเมล์ไฟฟ้าได้ 2,000 คัน ในปี 2022F และทยอยเพิ่มขึ้นเป็น 3,000 คัน ในปี 2024F โดยนอกจากการผลิตเพื่อใช้เองในธุรกิจรถโดยสารสาธารณะแล้ว เรายังคาดว่าคำสั่งซื้อจากลูกค้าภายนอกจะได้แรงหนุนจากการลงทุนที่ดำเนินกักตุนในธุรกิจรถโดยสารในช่วงสองปีหลัง นอกจากนี้ EA ยังตั้งเป้าเปิดตัวผลิตภัณฑ์รถบรรทุกไฟฟ้าใน 2H22 ซึ่งเราคาดว่าจะมียอดขาย 500 คันในปี 2022F จากความต้องการของลูกค้าในกลุ่มธุรกิจขนส่งสินค้าที่กำลังเติบโต บมจ. เน็กซ์ พอยท์ (NEX, “ซื้อ”) เป็นอีกบริษัทที่ได้ประโยชน์จากยอดขาย CEV ที่เติบโต ผ่านการถือหุ้น 45% ใน AAB และได้ส่วนต่างกำไรในฐานะผู้จัดจำหน่าย CEV ของกลุ่ม EA

ขยายกำลังการผลิตแบตเตอรี่

EA กำลังขยายกำลังการผลิตของโรงงานผลิตแบตเตอรี่เป็น 2GWh ในปีนี้ (จากปัจจุบัน 1GWh) และเราคาดว่าจะเพิ่มต่อเนื่องเป็น 4GWh ในปี 2023F และ 30GWh ในปี 2030F อย่างไรก็ตาม เราปรับลดมูลค่าพื้นฐานจากธุรกิจการผลิตแบตเตอรี่ลง 15% มาเหลือ 56 บาท/หุ้น เนื่องจากเรามองว่าราคาโลหะ Lithium และ Nickel ซึ่งสองส่วนประกอบหลักของแบตเตอรี่ Li-ion จะเพิ่มขึ้นต่อ และจะกระทบต่ออัตราค่าโรงแปดเตอเรียของ EA ในระยะยาว เราคาดว่า EA จะยังผลิตแบตเตอรี่ Li-ion ในแบบ NMC-532 สำหรับโรงงานเฟสแรก 4GWh แม้บริษัทจะมีต้นแบบการผลิตแบตเตอรี่แบบ NMC-622 และ Solid state ไว้พร้อมสำหรับการเปลี่ยนแปลงแนวโน้มทางเทคโนโลยีที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต

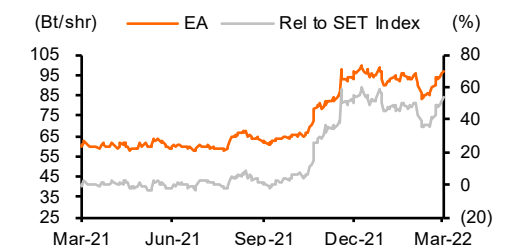
ได้ประโยชน์จากการขึ้นราคาค่าไฟ

การเพิ่มขึ้นของค่าไฟฟ้าในประเทศช่วงปี 2022-23 เป็นบวกต่อโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนของ EA (พลังงานแสงอาทิตย์ 278MW และพลังงานลม 386MW) เนื่องจากสูตรราคาขายเกี่ยวเนื่องกับค่า Ft โดยจากสมมติฐานของเราที่คาดว่า Ft จะถูกปรับขึ้นเฉลี่ย 0.55/kWh ในปี 2022F เราคาดว่าราคาขายไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมของ EA จะสูงขึ้น 3% และ 5% ตามลำดับและทำให้กำไรของ EA เพิ่มขึ้น 5% ในปีนี้

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	20,174	35,398	48,310	61,493
Net profit	6,100	8,726	10,527	11,803
Consensus NP	—	8,622	10,036	12,848
Diff frm cons (%)	—	1.2	4.9	(8.1)
Norm profit	6,021	8,726	10,527	11,803
Prev. Norm profit	—	9,483	11,060	12,492
Chg frm prev (%)	—	(8.0)	(4.8)	(5.5)
Norm EPS (Bt)	1.6	2.3	2.8	3.2
Norm EPS grw (%)	17.4	44.9	20.6	12.1
Norm PE (x)	60.1	41.5	34.4	30.7
EV/EBITDA (x)	41.3	29.1	24.8	21.8
P/BV (x)	11.1	9.2	7.7	6.6
Div yield (%)	0.3	0.7	0.9	1.3
ROE (%)	20.0	24.3	24.4	23.2
Net D/E (%)	114.8	82.4	63.0	52.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 29-Mar-22 (Bt)	97.00
Market Cap (US\$ m)	10,754.7
Listed Shares (m shares)	3,730.0
Free Float (%)	40.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	48.9
12M Price H/L (Bt)	99.25/57.50
Sector	Utilities
Major Shareholder	Ahunai family 43.49%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

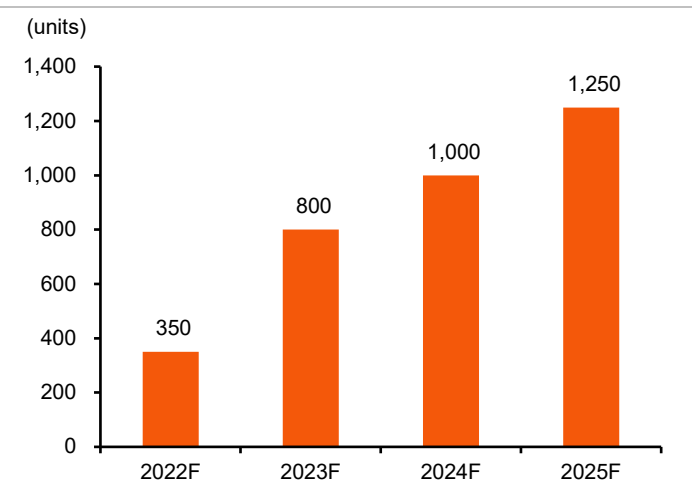
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



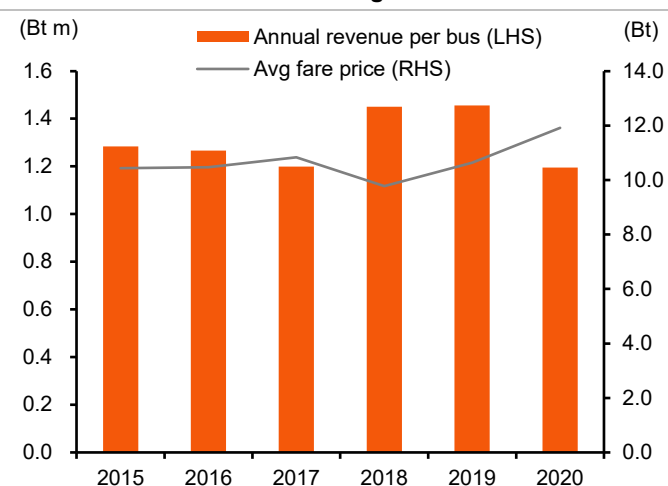
Ex 1: Projected Performance From Bus Service Business

(Bt m)	2023F	2024F	2025F
Fare revenue	1,382	1,718	2,140
Fuel costs	268	335	419
Staff costs	288	360	450
Maintenance costs	229	286	358
Depreciation	360	450	563
Total expenses	1,145	1,431	1,789
Profit	237	287	351
EBITDA	597	737	913

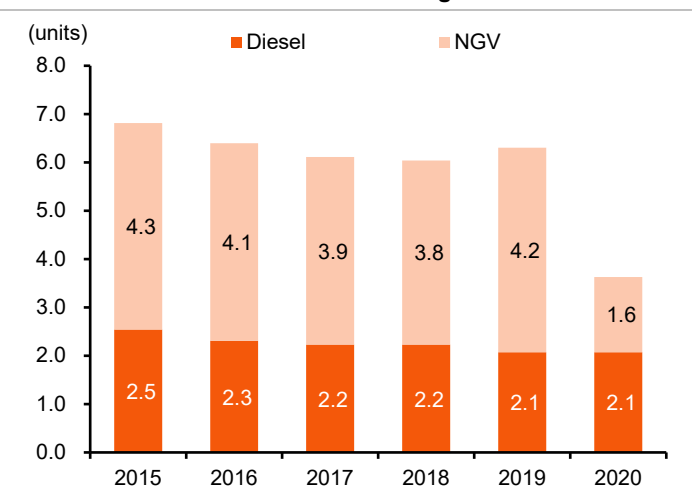
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Fleet Expansion Assumptions

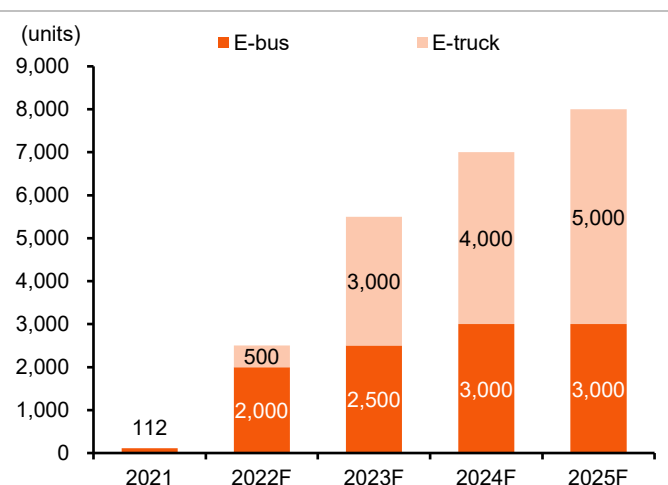
Source: Thanachart estimates

Ex 3: Public Bus Service In Bangkok

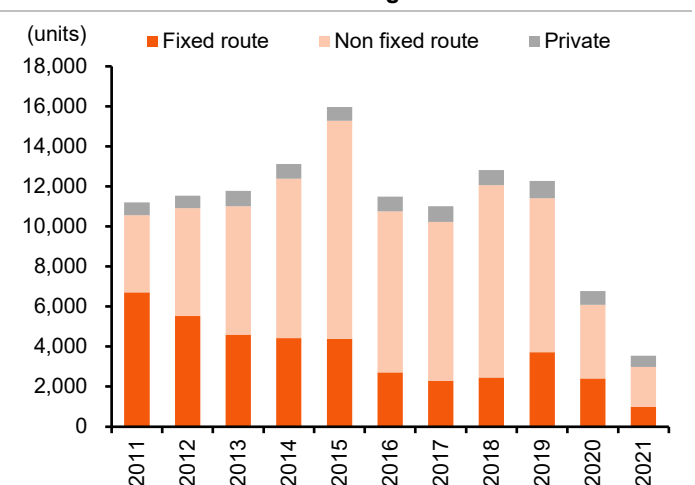
Sources: Bangkok Mass Transit Authority (BMTA)

Ex 4: Number Of Public Buses In Bangkok

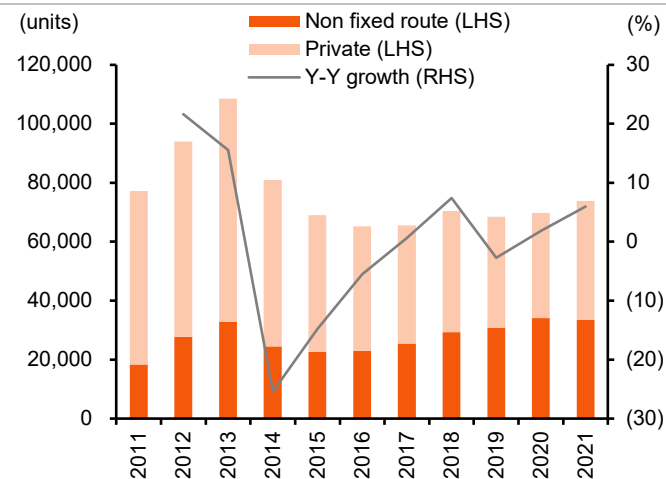
Sources: Department of Land Transport

Ex 5: Our Forecasts For EA's Commercial EV Sales

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Weak New Bus Sales During COVID Years

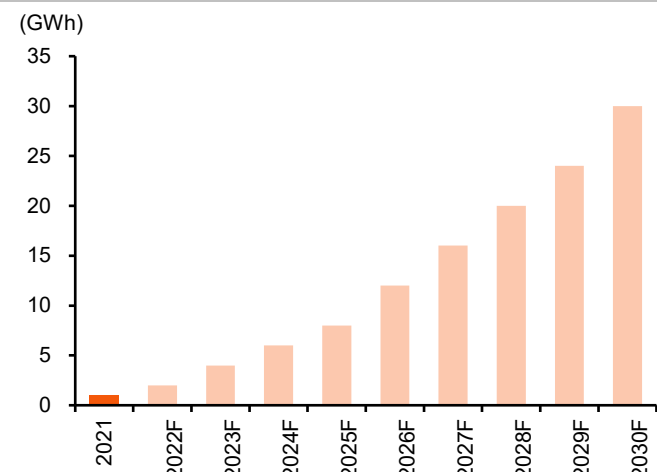
Sources: Department of Land Transport

Ex 7: Growing Truck Demand In Thailand

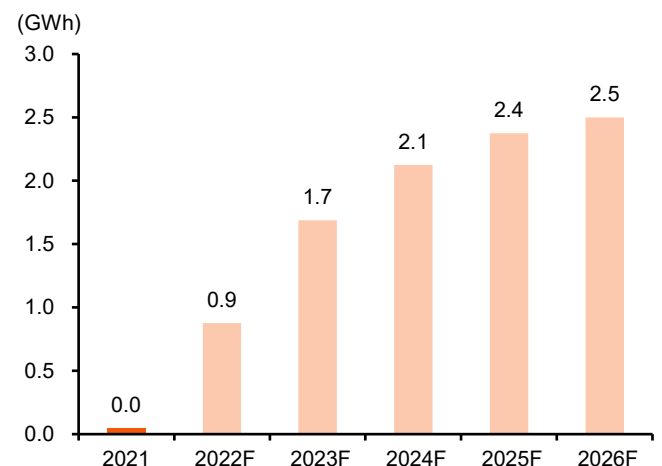
Sources: Department of Land Transport

Ex 8: EA's E-Truck Product

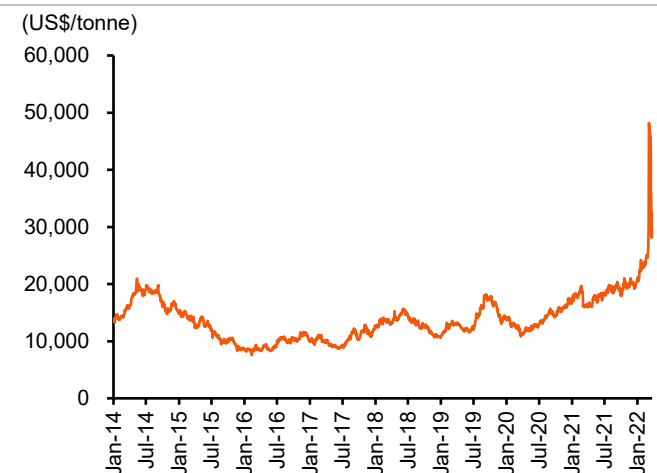
Sources: Company data

Ex 9: Expanding Battery Plant For Growing EV Demand

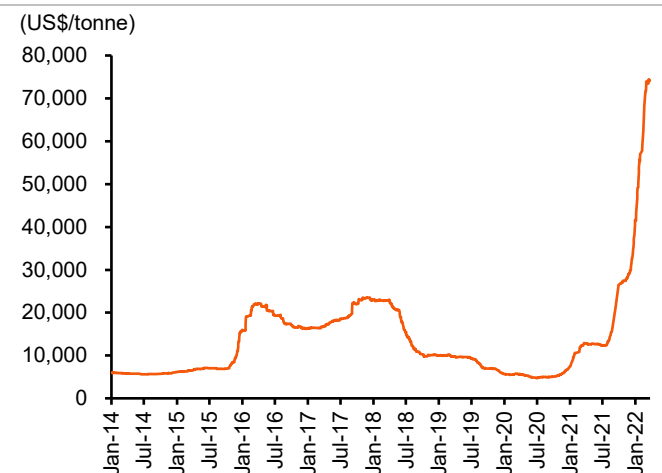
Sources: Thanachart estimates

Ex 10: Captive Battery Demand From CEV Business

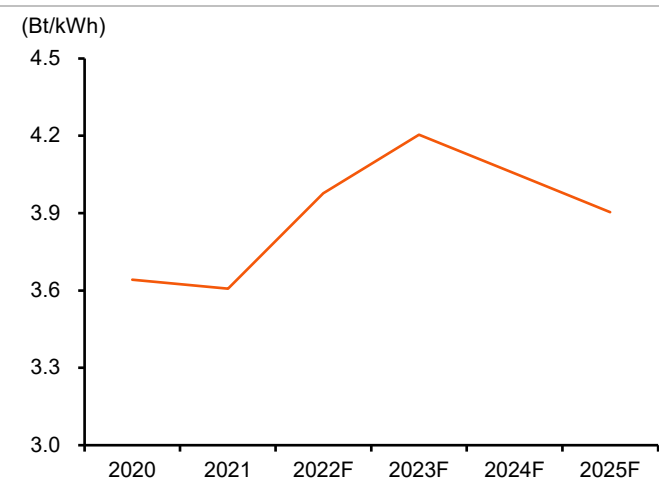
Sources: Thanachart estimates

Ex 11: LME Nickel Price

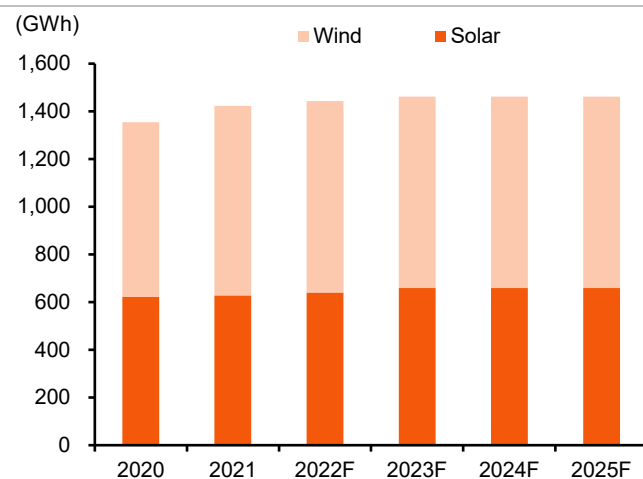
Sources: Bloomberg

Ex 12: China 99% Lithium Carbonate Price Index

Sources: Bloomberg

Ex 13: Higher National Electricity Tariff In Next Few Years

Sources: Energy Regulatory Commission (ERC), Thanachart estimates

Ex 14: Electricity Output From EA's Renewable Plants

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: Sum-Of-The-Parts Valuation

	Value (Bt/Share)
Renewables & Green energy	
Biodiesel	8.0
Solar farms	7.0
Wind farms	4.6
Subtotal	19.6
E-Vehicle Solutions	
EA Anywhere	3.5
AAB	6.2
NEX	4.6
E-transport	0.8
Subtotal	15.2
Battery and Energy Storage	
Battery plant business	55.8
Energy storage system (ESS) business	17.9
Subtotal	73.7
Potential projects	
3,000MW hydropower	1.6
Subtotal	1.6
+ Cash and parent company	(0.1)
Grand total	110.0

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 16: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Sungrow	300274 CH	China	51.5	34.0	40.3	30.1	9.3	7.3	33.2	24.9	0.2	0.3
China Longyuan	916 HK	Hong Kong	18.3	17.9	18.9	16.0	2.0	1.8	11.5	9.8	0.9	1.1
China Suntien Green energy	956 HK	Hong Kong	0.0	11.1	7.9	7.1	0.9	0.8	10.7	9.2	4.5	4.2
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	87.8	21.6	6.2	5.1	0.7	0.7	5.6	4.8	3.6	6.3
CATL	300750 CH	China	72.5	42.8	49.2	34.5	11.1	8.4	28.9	20.5	0.1	0.2
GEM - A	002340 CH	China	68.8	34.4	22.2	16.5	2.5	2.3	13.3	10.7	0.4	0.7
Gotion High-Tech - A	002074 CH	China	137.8	38.5	64.4	46.5	3.1	2.9	36.7	23.1	0.0	0.1
BYD	1211 HK	Hong Kong	72.5	48.6	79.9	53.8	7.1	6.2	22.7	18.4	0.1	0.1
LG Chem	051910 KS	S. Korea	(33.6)	29.1	15.3	11.9	1.5	1.4	6.8	5.6	2.1	2.1
SK Innovation	096770 KS	S. Korea	82.4	11.3	15.0	13.5	1.0	1.0	7.8	6.9	0.9	1.5
Panasonic	6752 JP	Japan	54.7	4.7	11.6	11.1	1.0	1.0	5.9	5.4	1.9	2.5
Tesla	TSLA US	USA	62.5	30.6	102.8	78.7	27.6	19.7	58.3	42.7	0.0	0.0
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	16.6	(19.7)	13.9	17.3	1.3	1.3	10.9	13.7	2.6	2.6
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	10.7	(0.1)	18.3	18.3	1.5	1.5	17.6	17.5	2.7	3.3
Energy Absolute Pcl *	EA TB	Thailand	44.9	20.6	41.5	34.4	9.2	7.7	29.1	24.8	0.7	0.9
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	3.9	1.7	8.4	8.3	0.7	0.7	19.0	18.1	3.8	4.1
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	(4.1)	18.6	30.5	25.7	1.8	1.7	17.6	16.7	1.8	2.1
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	22.2	37.4	54.2	39.5	4.6	3.7	39.6	31.3	1.1	1.5
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	46.3	34.1	18.2	13.5	3.7	3.2	18.7	13.0	3.3	4.4
RATCH Group Pcl *	RATCH TB	Thailand	49.7	(19.9)	6.9	8.6	0.9	0.9	20.2	19.7	8.0	4.4
Average			43.3	19.9	31.3	24.5	4.6	3.7	20.7	16.8	1.9	2.1

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 29 March 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

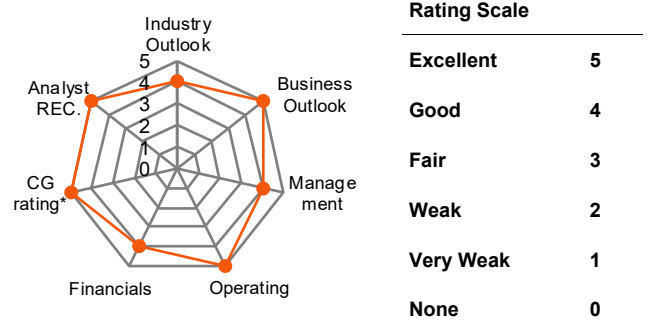
S — Strength

- 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)	96.07	110.00	14%
Net profit 22F (Bt m)	8,622	8,726	1%
Net profit 23F (Bt m)	10,036	10,527	5%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 2	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเราใกล้เคียงกับตลาด
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 14% 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)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	17,080	20,174	35,398	48,310	61,493
Cost of sales	9,271	11,893	22,998	33,436	44,508
Gross profit	7,808	8,280	12,400	14,874	16,985
% gross margin	45.7%	41.0%	35.0%	30.8%	27.6%
Selling & administration expenses	1,278	1,437	2,091	2,639	2,970
Operating profit	6,530	6,843	10,308	12,235	14,016
% operating margin	38.2%	33.9%	29.1%	25.3%	22.8%
Depreciation & amortization	2,844	2,896	3,351	3,669	4,087
EBITDA	9,373	9,739	13,659	15,904	18,103
% EBITDA margin	54.9%	48.3%	38.6%	32.9%	29.4%
Non-operating income	120	384	177	242	307
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,637)	(1,388)	(1,342)	(1,250)	(1,236)
Pre-tax profit	5,013	5,840	9,143	11,227	13,087
Income tax	(18)	3	46	56	65
After-tax profit	5,031	5,837	9,098	11,170	13,022
% net margin	29.5%	28.9%	25.7%	23.1%	21.2%
Shares in affiliates' Earnings	(61)	14	654	969	1,220
Minority interests	157	171	(1,025)	(1,612)	(2,439)
Extraordinary items	78	79	0	0	0
NET PROFIT	5,205	6,100	8,726	10,527	11,803
Normalized profit	5,127	6,021	8,726	10,527	11,803
EPS (Bt)	1.4	1.6	2.3	2.8	3.2
Normalized EPS (Bt)	1.4	1.6	2.3	2.8	3.2

Emerging CEV business
likely the key earnings
driver over 2022-24F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	7,389	11,650	17,554	23,081	28,770
Cash & cash equivalent	2,962	2,944	3,017	3,017	3,017
Account receivables	2,750	3,690	5,819	7,941	10,109
Inventories	833	1,483	2,520	3,664	4,878
Others	843	3,532	6,198	8,459	10,767
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	55,857	58,421	59,320	63,340	69,519
Other assets	15,238	15,406	14,649	14,834	15,023
Total assets	78,484	85,476	91,523	101,255	113,313
LIABILITIES:					
Current liabilities:	13,564	12,676	13,828	15,875	17,320
Account payables	373	358	945	1,374	1,829
Bank overdraft & ST loans	2,674	1,877	1,922	1,797	1,796
Current LT debt	9,342	7,580	7,302	6,828	6,825
Others current liabilities	1,176	2,860	3,659	5,876	6,870
Total LT debt	31,090	33,777	29,209	27,312	27,299
Others LT liabilities	4,203	3,921	5,502	5,833	6,155
Total liabilities	48,857	50,375	48,538	49,019	50,775
Minority interest	1,815	2,601	3,626	5,238	7,676
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	(428)	(720)	(720)	(720)	(720)
Retained earnings	24,186	29,167	36,025	43,664	51,528
Shareholders' equity	27,812	32,501	39,359	46,998	54,861
Liabilities & equity	78,484	85,476	91,523	101,255	113,313

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	5,013	5,840	9,143	11,227	13,087
Tax paid	18	(3)	(46)	(56)	(65)
Depreciation & amortization	2,844	2,896	3,351	3,669	4,087
Chg In working capital	(73)	(1,604)	(2,579)	(2,837)	(2,926)
Chg In other CA & CL / minorities	449	(326)	(1,214)	925	(94)
Cash flow from operations	8,251	6,802	8,656	12,927	14,090
Capex	(7,216)	(5,332)	(4,157)	(7,594)	(10,172)
Right of use	(1,892)	(83)	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	(4)	7	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	(6,631)	(196)	2,264	71	57
Cash flow from investments	(15,743)	(5,604)	(1,912)	(7,543)	(10,134)
Debt financing	1,171	194	(4,802)	(2,496)	(16)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,119)	(1,119)	(1,868)	(2,888)	(3,940)
Warrants & other surplus	361	(292)	0	0	0
Cash flow from financing	414	(1,216)	(6,670)	(5,384)	(3,956)
Free cash flow	1,035	1,470	4,499	5,333	3,918

Capex plan is supported
mainly by hefty cash from
renewable plants

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	70.6	60.1	41.5	34.4	30.7
Normalized PE - at target price (x)	80.0	68.1	47.0	39.0	34.8
PE (x)	69.5	59.3	41.5	34.4	30.7
PE - at target price (x)	78.8	67.3	47.0	39.0	34.8
EV/EBITDA (x)	42.9	41.3	29.1	24.8	21.8
EV/EBITDA - at target price (x)	48.1	46.3	32.6	27.9	24.5
P/BV (x)	13.0	11.1	9.2	7.7	6.6
P/BV - at target price (x)	14.8	12.6	10.4	8.7	7.5
P/CFO (x)	43.9	53.2	41.8	28.0	25.7
Price/sales (x)	21.2	17.9	10.2	7.5	5.9
Dividend yield (%)	0.3	0.3	0.7	0.9	1.3
FCF Yield (%)	0.3	0.4	1.2	1.5	1.1
(Bt)					
Normalized EPS	1.4	1.6	2.3	2.8	3.2
EPS	1.4	1.6	2.3	2.8	3.2
DPS	0.3	0.3	0.7	0.8	1.3
BV/share	7.5	8.7	10.6	12.6	14.7
CFO/share	2.2	1.8	2.3	3.5	3.8
FCF/share	0.3	0.4	1.2	1.4	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	14.7	18.1	75.5	36.5	27.3
Net profit (%)	(14.4)	17.2	43.1	20.6	12.1
EPS (%)	(14.4)	17.2	43.1	20.6	12.1
Normalized profit (%)	(13.4)	17.4	44.9	20.6	12.1
Normalized EPS (%)	(13.4)	17.4	44.9	20.6	12.1
Dividend payout ratio (%)	21.5	18.3	30.0	30.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	45.7	41.0	35.0	30.8	27.6
Operating margin (%)	38.2	33.9	29.1	25.3	22.8
EBITDA margin (%)	54.9	48.3	38.6	32.9	29.4
Net margin (%)	29.5	28.9	25.7	23.1	21.2
D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.2	0.9	0.7	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	1.4	1.1	0.8	0.6	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	6.9	7.3	9.9	10.9	11.0
ROE - using norm profit (%)	20.0	20.0	24.3	24.4	23.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	19.7	19.4	25.3	25.9	25.6
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6
- operating margin (%)	38.9	35.8	29.6	25.8	23.3
- leverage (x)	2.9	2.7	2.5	2.2	2.1
- interest burden (%)	75.4	80.8	87.2	90.0	91.4
- tax burden (%)	100.4	99.9	99.5	99.5	99.5
WACC (%)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
ROIC (%)	11.9	10.1	14.1	16.3	17.5
NOPAT (Bt m)	6,553	6,839	10,257	12,173	13,946
invested capital (Bt m)	67,955	72,792	74,774	79,917	87,765

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Profitability trending up as
new businesses achieve
scale*

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 104 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A , AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BANP16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2203A , BBL16C2204A , BCH16C2203A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2203A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2203A , COM716C2205A , CPAL16C2203A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DELT16C2203A , DOHO16C2207A , DTAC16C2203A , EA16C2203A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GLOB16C2203A , GPSC16C2203A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2203A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2203A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2203A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2203A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2204A , KCE16C2208A , KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2203A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2203A , OR16C2205A , PTG16C2203A , PTT16C2203A , PTT16C2205A , PTTE16C2203A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2203A , S5016C2203B , S5016C2206A , S5016P2203A , S5016P2203B , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STA16C2203A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2203A , TRUE16C2203B , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC , AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DELTA , DOHOME , DTAC , EA , GLOBAL , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTG , PTT , PTTEP , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STA , STEC , SYNEX , TOP , TTA , TU , WHA , TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 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 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล 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 มีการรวมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโคปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโคปเมนท์ 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)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

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

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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