

SELL (Unchanged)
Termination of Coverage

TP: Bt 2.50
Downside : 17.8%

(From: Bt 3.40)
6 MAY 2022

Small Cap Research

Absolute Clean Energy (ACE TB)

ยุติการทำบทวิเคราะห์

เรายุติการทำบทวิเคราะห์ ACE เนื่องจากเรามองว่าแผนนโยบายโรงไฟฟ้าชีวภาพในประเทศไทยจะดำเนินการได้ช้ากว่าที่ต้งเป้าไว้มาก และมองว่าการลดขนาดสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ยังส่งผลลบต่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่อย่าง ACE และทำให้ผลตอบแทนจากโครงการต่ำลง เราให้คำแนะนำหุ้น ACE เป็น "ขาย" ที่มูลค่าพื้นฐาน 2.5 บาทต่อหุ้น



NUTTAPOL PRASITSUKSANT
662 - 483 8296
nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

ปัญหาของนโยบายโรงไฟฟ้าชีวภาพ

นโยบายโรงไฟฟ้าพลังงานชีวภาพของไทยนั้นดำเนินไปช้ากว่าที่เราคาดไว้มาก โดยจากเป้าหมายที่จะออกสัญญา PPA รวม 1.9GW ในช่วงปี 2020-24 ปัจจุบันสามารถประมูลสัญญาไปเพียง 150MW แม้นโยบายเริ่มต้นมาตั้งแต่ปี 2019 เรายังมองว่ายังมีปัญหาต่อเนื่องไปในอนาคตจาก 1) การผลิตไฟฟ้าจากเชื้อเพลิงชีวภาพยังไม่ถึงจุดคุ้มทุนทางเศรษฐกิจหากไม่มีการอุดหนุนจากภาครัฐ ขณะที่พลังงานแสงอาทิตย์ซึ่งเป็นอีกทางเลือกของการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน มีต้นทุนที่ต่ำลงเรื่อยๆ เชื้อเพลิงฟอสซิลแล้ว 2) มีการประท้วงจากชุมชนอย่างต่อเนื่องเพื่อคัดค้านการสร้างโรงไฟฟ้าในพื้นที่ บนความกังวลด้านมลพิษและผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม 3) เราคาดผลตอบแทนจากการลงทุนในโครงการจะลดลง หลังขนาดสัญญา PPA ถูกทอนเล็กลง ทำให้เสียประโยชน์ด้านการประหยัดต่อขนาด และเพิ่มต้นทุนการขนส่ง เราจึงคาดว่าจะมีการปรับลดเป้ากำลังการผลิตใหม่จากโรงไฟฟ้าพลังงานชีวภาพลงจากปัจจุบันอยู่ที่ 2.5GW ภายในปี 2025

ขนาดโครงการเล็กลงสำหรับผู้ถือหุ้นรายใหญ่

สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ในการประมูลโรงไฟฟ้าพลังงานชีวภาพรอบล่าสุดภายใต้โครงการ 'โรงไฟฟ้าชุมชน' ถูกลดลงเหลือ 6MW ต่อโครงการ (เดิม 8MW) เนื่องจากรัฐบาลต้องการเพิ่มโอกาสให้ผู้ประกอบการรายย่อยเข้าร่วมโครงการ อย่างไรก็ตามการเปลี่ยนแปลงนี้ส่งผลให้โรงไฟฟ้าใหม่จะกระจายตัวไปหลายพื้นที่ ซึ่งอาจทำให้การขออนุญาตจากหน่วยงานด้านสิ่งแวดล้อม และการไต่ถามยอมจากชาวบ้านก่อนพัฒนาโครงการนั้นยากขึ้น นอกเหนือไปจากที่เราคาดว่าจะทำให้ผลตอบแทนของโครงการลดลงจากขนาดโครงการที่เล็กทำให้ต้นทุนโลจิสติกส์เพิ่มขึ้น ทั้งการขนส่งพืชพลังงานจากพื้นที่ปลูก และต้นทุนการขนส่งสายส่งไฟฟ้าและสถานีย่อย

น่าจะไม่มี PPA ใหม่ไปถึงปี 2025

คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) ได้เลื่อนการลงนามสัญญา PPA สำหรับโครงการโรงไฟฟ้าชีวภาพและก๊าซชีวภาพ 150MW กับผู้ชนะการประมูลภายใต้โครงการโรงไฟฟ้าชุมชนที่ผ่านมา เป็นเดือนกรกฎาคม 2022 และขยายการเริ่มดำเนินงานโรงไฟฟ้าไปเป็นไม่เกินปลายปี 2025 เนื่องจากการร้องเรียนต่อศาลเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การประมูล และยังมี การประท้วงจากชุมชนต่อปัญหาสิ่งแวดล้อมที่อาจเกิดขึ้น เราจึงมองว่าจะไม่มีการประมูลสัญญา PPA สำหรับโรงไฟฟ้าชีวภาพไปจนกว่าโครงการที่ได้รับอนุมัติ PPA เหล่านี้จะเริ่มดำเนินการแล้วในปี 2025 การที่ประเทศไทยนั้นปริมาณการผลิตไฟฟ้าสำรองอีกกว่า 40% เราจึงเชื่อว่าโรงไฟฟ้าประเภทที่ยังต้องการเงินอุดหนุนนั้นไม่น่าจะได้รับการส่งเสริมจากภาครัฐ

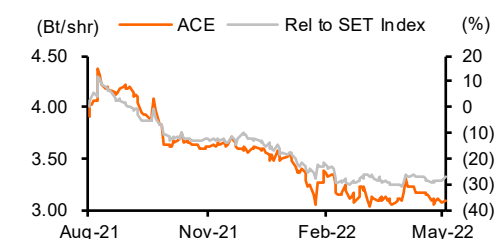
ยุติการทำบทวิเคราะห์ ACE

เรายุติการทำบทวิเคราะห์ ACE ซึ่งเป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าชีวภาพรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย เนื่องจากความน่าสนใจเดิมของหุ้น ACE นั้นมาจากศักยภาพการเติบโตกำลังการผลิต จากนโยบายโรงไฟฟ้าพลังงานชีวภาพ แนวโน้มที่เปลี่ยนไปในทางลบของนโยบายจึงส่งผลเสียต่อมูลค่าพื้นฐานของหุ้น ACE ยังมีภาระหนี้ที่ต้องพัฒนาโรงไฟฟ้า 34 โครงการรวม 250MW ให้แล้วเสร็จภายใน 3 ปีข้างหน้าอีกด้วย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	5,727	6,583	7,484	10,024
Net profit	1,506	1,480	1,832	3,037
Consensus NP	—	2,049	2,989	2,935
Diff frm cons (%)	—	(27.8)	(38.7)	3.5
Norm profit	1,346	1,480	1,832	3,037
Prev. Norm profit	—	1,843	2,405	2,815
Chg frm prev (%)	—	(19.7)	(23.8)	7.9
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.3
Norm EPS grw (%)	1.5	9.9	23.8	65.8
Norm PE (x)	23.0	20.9	16.9	10.2
EV/EBITDA (x)	15.4	15.9	14.5	10.1
P/BV (x)	2.3	2.2	2.0	1.8
Div yield (%)	2.0	1.9	2.4	3.9
ROE (%)	10.6	10.8	12.4	18.5
Net D/E (%)	28.1	38.3	74.8	96.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 06-May-22 (Bt)	3.04
Market Cap (US\$ m)	900.8
Listed Shares (m shares)	10,176.0
Free Float (%)	22.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.6
12M Price H/L (Bt)	4.38/3.04
Sector	Utilities
Major Shareholder	Songmetta Family 77.38%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Our 12-month DCF-derived Valuation Using A 2022F Base Year

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	2,282	2,921	4,735	5,712	6,695	6,705	6,552	6,184	5,426	5,057	4,899	4,569	
Free cash flow	(393)	(4,318)	(1,647)	(1,297)	5,898	6,207	6,093	5,793	5,187	4,734	4,520	4,242	29,116
PV of free cash flow	(392)	(3,779)	(1,348)	(993)	4,224	4,047	3,698	3,274	2,730	2,320	2,062	1,707	11,715
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	6.9												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	29,265												
Net debt	3,753												
Minority interest	53												
Equity value	25,459												
# of shares (m)	10,176												
Target price/share (Bt)	2.50												

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 2: 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 (%)
Huadian Power	1071 HK	China	na	55.3	10.6	6.8	0.5	0.5	12.0	10.3	5.1	7.5
Huaneng Power	600011 CH	China	na	30.7	14.8	11.3	1.0	0.9	9.9	8.8	0.7	3.0
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	8.4	(5.1)	14.3	15.0	1.1	1.1	52.8	52.4	4.8	4.8
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	na	40.2	13.9	9.9	1.0	1.0	9.5	7.5	1.1	3.7
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	86.3	18.2	6.0	5.0	0.7	0.6	5.5	4.7	3.8	6.6
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	(1.5)	4.8	17.5	16.7	1.6	1.6	10.6	10.1	4.1	4.1
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	7.3	(1.9)	16.8	17.1	1.3	1.3	84.6	86.2	5.2	5.2
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	na	95.4	14.1	7.2	0.5	0.5	9.9	8.7	1.7	4.8
Tata Power	TPWR IN	India	28.2	36.3	39.7	29.1	3.5	3.2	17.0	14.5	0.6	0.7
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	(2.7)	6.9	10.7	10.0	0.8	0.8	6.6	6.6	6.2	5.3
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	183.3	(11.8)	34.7	39.3	0.5	0.5	14.3	14.3	4.4	3.4
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	(50.0)	71.4	27.0	15.7	0.4	0.4	11.7	10.6	5.0	4.6
Manila Electric	MER PM	Philippines	11.2	4.1	14.9	14.3	3.9	3.7	9.6	8.9	4.1	4.5
Absolute Clean Energy Pcl *	ACE TB	Thailand	9.9	23.8	20.9	16.9	2.2	2.0	15.9	14.5	1.9	2.4
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	16.6	(19.7)	13.4	16.7	1.3	1.2	10.6	13.4	2.7	2.7
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(33.7)	82.7	50.2	27.5	2.7	2.5	16.1	13.4	1.0	1.8
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	69.7	6.5	11.9	11.2	1.1	1.1	146.6	105.0	5.0	5.4
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	13.7	(4.5)	18.8	19.7	1.6	1.6	20.3	15.1	2.1	2.5
EA Pcl*	EA TB	Thailand	44.9	20.6	36.4	30.2	8.1	6.8	25.9	22.1	0.8	1.0
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	3.9	1.7	8.1	8.0	0.7	0.7	18.6	17.7	4.0	4.3
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	(4.1)	18.6	27.4	23.1	1.6	1.5	16.4	15.7	2.0	2.4
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	22.2	37.4	51.2	37.3	4.4	3.5	38.0	30.0	1.2	1.6
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	46.3	34.1	15.5	11.5	3.1	2.8	16.6	11.6	3.9	5.2
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	49.7	(19.9)	6.5	8.1	0.8	0.8	19.7	18.9	8.4	4.6
TPC Power Holding *	TPCH TB	Thailand	47.5	59.2	19.9	12.5	1.3	1.3	8.1	6.2	2.5	4.0
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	101.1	5.2	10.4	9.9	1.2	1.1	25.5	23.6	5.8	6.1
Average			29.9	22.7	20.2	16.5	1.8	1.7	24.3	21.2	3.5	3.9

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 6 May 2022 closing prices

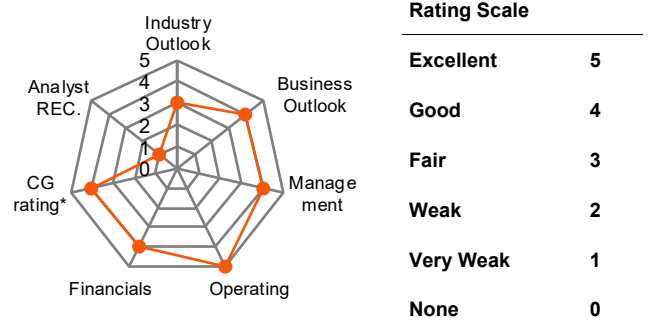
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีประสบการณ์ในการดำเนินงานและออกแบบโรงไฟฟ้าชีวมวล
- มีเครือข่ายการจัดซื้อเชื้อเพลิงที่แข็งแกร่ง ทำให้จัดการต้นทุนเชื้อเพลิงได้ดี และมีปริมาณเชื้อเพลิงเพียงพอต่อการผลิตไฟฟ้าตลอดทั้งปี

O — Opportunity

- ประโยชน์จากขนาดและความเชี่ยวชาญที่แข็งแกร่งเมื่อเทียบกับคู่แข่ง ทำให้มีโอกาสแข่งขันเพื่อให้ได้ใบอนุญาตการดำเนินงานโรงไฟฟ้าในประเทศและเพิ่มโอกาสการลงทุนในต่างประเทศ
- โรงไฟฟ้าพลังงานชีวภาพเป็นส่วนหนึ่งของโครงการพลังงานทดแทนซึ่งเป็นแนวโน้มหลักด้านการพัฒนาโรงไฟฟ้าของโลก

W — Weakness

- ฟังพยานโยบายของรัฐบาลอย่างมากในการเพิ่มกำลังการผลิต
- ราคาขายไฟฟ้าในประเทศไทยได้รับการควบคุมโดยรัฐบาล

T — Threat

- ฟังพาดำเนินการโครงการที่ต่ำกว่าคาดในโรงไฟฟ้าของ ACE ทำให้มีความเสี่ยงต่อสภาพแวดล้อมและสภาพธรรมชาติที่ไม่เอื้ออำนวยสูง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.12	2.50	-39%
Net profit 22F (Bt m)	2,049	1,480	-28%
Net profit 23F (Bt m)	2,989	1,832	-39%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 1	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าของตลาดอย่างมาก ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นเพราะเรามองลบมากขึ้นต่อความสามารถในการเพิ่มกำลังการผลิต และความสามารถในการทำกำไรในโรงไฟฟ้าของ ACE
- ราคาเป้าหมายของเรต่ำกว่าตลาดอยู่ 39% เนื่องจากเราคาดว่าโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงชีวภาพจะได้รับสัญญา PPAs น้อยลง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเริ่มดำเนินการโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาได้เร็วกว่าที่คาดไว้ จะเป็น upside risk ต่อการประมาณการของเรา
- นโยบายของรัฐบาลเกี่ยวกับการสนับสนุนโรงไฟฟ้าชีวภาพ (ทั้งชีวมวลและก๊าซชีวภาพ) ที่เป็นไปในเชิงรุกมากขึ้นเป็นอีก upside risk ต่อศักยภาพในการเติบโตของ ACE
- ความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำกว่าคาดในโรงไฟฟ้าของ ACE ทั้งจากราคาวัตถุดิบที่ต่ำกว่าคาด หรือการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตได้มากกว่าคาดเป็นอีก upside risk ต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	5,858	5,727	6,583	7,484	10,024
Cost of sales	4,067	3,808	4,488	4,815	5,849
Gross profit	1,791	1,919	2,094	2,669	4,175
% gross margin	30.6%	33.5%	31.8%	35.7%	41.6%
Selling & administration expenses	322	340	390	487	557
Operating profit	1,469	1,579	1,704	2,182	3,618
% operating margin	25.1%	27.6%	25.9%	29.2%	36.1%
Depreciation & amortization	541	667	579	738	1,117
EBITDA	2,010	2,247	2,282	2,921	4,735
% EBITDA margin	34.3%	39.2%	34.7%	39.0%	47.2%
Non-operating income	7	13	15	17	22
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(106)	(141)	(161)	(271)	(443)
Pre-tax profit	1,369	1,451	1,557	1,928	3,197
Income tax	43	105	78	96	160
After-tax profit	1,327	1,346	1,479	1,832	3,037
% net margin	22.6%	23.5%	22.5%	24.5%	30.3%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	181	159	0	0	0
NET PROFIT	1,508	1,506	1,480	1,832	3,037
Normalized profit	1,327	1,346	1,480	1,832	3,037
EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3

We cut our earnings to reflect delays in plants under development

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	1,841	2,672	1,540	1,675	2,064
Cash & cash equivalent	576	1,001	410	410	410
Account receivables	829	1,069	992	1,128	1,510
Inventories	402	532	307	330	401
Others	34	70	(169)	(192)	(257)
Investments & loans	145	211	211	211	211
Net fixed assets	9,095	10,261	12,593	18,888	23,628
Other assets	5,348	5,596	6,477	7,403	9,918
Total assets	16,430	18,740	20,821	28,176	35,821
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,213	1,327	1,913	3,314	4,708
Account payables	269	328	307	330	401
Bank overdraft & ST loans	277	215	411	597	864
Current LT debt	575	702	1,092	2,270	3,285
Others current liabilities	91	83	102	117	158
Total LT debt	3,082	3,837	4,370	9,079	13,139
Others LT liabilities	142	207	291	367	494
Total liabilities	4,437	5,372	6,574	12,760	18,341
Minority interest	0	53	53	53	53
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,088	5,088	5,088	5,088	5,088
Share premium	3,896	3,896	3,896	3,896	3,896
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)
Retained earnings	3,032	4,354	5,233	6,402	8,466
Shareholders' equity	11,993	13,315	14,194	15,364	17,427
Liabilities & equity	16,430	18,740	20,821	28,176	35,821

Debt piling up to support upcoming capex cycle

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,369	1,451	1,557	1,928	3,197
Tax paid	(33)	(109)	(74)	(96)	(155)
Depreciation & amortization	541	667	579	738	1,117
Chg In working capital	(206)	(311)	281	(136)	(383)
Chg In other CA & CL / minorities	(101)	24	256	38	102
Cash flow from operations	1,571	1,722	2,598	2,472	3,877
Capex	(1,529)	(1,741)	(2,822)	(6,944)	(5,768)
Right of use	(39)	(2)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(21)	(66)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(475)	(280)	(836)	(889)	(2,427)
Cash flow from investments	(2,064)	(2,089)	(3,708)	(7,883)	(8,245)
Debt financing	958	975	1,120	6,073	5,341
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(305)	(183)	(601)	(662)	(974)
Warrants & other surplus	(3)	0	0	0	0
Cash flow from financing	651	792	519	5,411	4,367
Free cash flow	42	(19)	(223)	(4,472)	(1,891)

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

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	23.3	23.0	20.9	16.9	10.2
Normalized PE - at target price (x)	19.2	18.9	17.2	13.9	8.4
PE (x)	20.5	20.5	20.9	16.9	10.2
PE - at target price (x)	16.9	16.9	17.2	13.9	8.4
EV/EBITDA (x)	17.1	15.4	15.9	14.5	10.1
EV/EBITDA - at target price (x)	14.3	13.0	13.5	12.7	8.9
P/BV (x)	2.6	2.3	2.2	2.0	1.8
P/BV - at target price (x)	2.1	1.9	1.8	1.7	1.5
P/CFO (x)	19.7	18.0	11.9	12.5	8.0
Price/sales (x)	5.3	5.4	4.7	4.1	3.1
Dividend yield (%)	1.6	2.0	1.9	2.4	3.9
FCF Yield (%)	0.1	(0.1)	(0.7)	(14.5)	(6.1)
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
EPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7
CFO/share	0.2	0.2	0.3	0.2	0.4
FCF/share	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.4)	(0.2)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Muted growth outlook from bio-power policy should de-rate valuations

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	15.9	(2.2)	14.9	13.7	33.9
Net profit (%)	84.9	(0.1)	(1.7)	23.8	65.8
EPS (%)	84.9	(0.1)	(1.7)	23.8	65.8
Normalized profit (%)	44.4	1.5	9.9	23.8	65.8
Normalized EPS (%)	44.4	1.5	9.9	23.8	65.8
Dividend payout ratio (%)	33.7	40.6	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	30.6	33.5	31.8	35.7	41.6
Operating margin (%)	25.1	27.6	25.9	29.2	36.1
EBITDA margin (%)	34.3	39.2	34.7	39.0	47.2
Net margin (%)	22.6	23.5	22.5	24.5	30.3
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.4	0.4	0.8	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.4	0.7	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	13.8	11.2	10.6	8.1	8.2
Interest coverage - EBITDA (x)	18.9	15.9	14.2	10.8	10.7
ROA - using norm profit (%)	8.7	7.7	7.5	7.5	9.5
ROE - using norm profit (%)	11.6	10.6	10.8	12.4	18.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.6	10.6	10.8	12.4	18.5
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	25.2	27.8	26.1	29.4	36.3
- leverage (x)	1.3	1.4	1.4	1.7	2.0
- interest burden (%)	92.8	91.1	90.6	87.7	87.8
- tax burden (%)	96.9	92.8	95.0	95.0	95.0
WACC (%)	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
ROIC (%)	10.6	9.5	9.5	10.5	12.8
NOPAT (Bt m)	1,423	1,465	1,619	2,073	3,437
invested capital (Bt m)	15,351	17,068	19,657	26,900	34,305

Sources: Company data, Thanachart estimates

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 65 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BCH16C2207A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2208A , COM716C2205A , CPF16C2205A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMART16C2205A , JMART16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2206A , KCE16C2209A , KCE16C2208A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2207A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTE16C2209A , PTTG16C2207A , RCL16C2208A , RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2205A , SCB16C2208A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2208A , TTA16C2207A , (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPF , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , OR , PTT , PTTEP , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCB , SET50 , TOP , TRUE , TTA). 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 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล 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 ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวัน ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบโต
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 ผู้พัฒนทรัพย์กุล, 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
ภัทรวลลีย์ 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, บ้าน
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 ธรรมบำรุง
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