

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 100.00

(From: Bt 110.00)

2 AUGUST 2022

Upside : 20.8%

Energy Absolute Pcl (EA TB)

ครบถ้วนการลงทุนธุรกิจรถเมล์ไฟฟ้า

EA สามารถลงทุนในสายธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับรถเมล์ไฟฟ้าได้ครบถ้วนแล้ว ซึ่งช่วยสร้างความต้องการใช้แบตเตอรี่ เพื่อเพิ่มอัตราการผลิตในช่วงต้นให้โรงงานผลิตแบตเตอรี่ Li-ion ของ EA เราคาดการณ์ส่งมอบรถเมล์ไฟฟ้าจะเริ่มขึ้นอีกครั้งใน 3Q22F ส่วนการให้บริการรถเมล์ไฟฟ้าสาธารณะจะเริ่มใน 4Q22F เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” EA



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

การลงทุนสายธุรกิจรถเมล์ไฟฟ้าแล้วเสร็จ

เมื่อเดือนที่ผ่านมา EA ได้ลงทุนธุรกิจปลายน้ำของสายธุรกิจรถเมล์ไฟฟ้า โดยถือหุ้น 23.6% ในบมจ. หลักทรัพย์ บียอนด์ (BYD) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้น 49% ของบจก. เอช อินคอร์ปอเรชั่น (ACE) ที่เป็นผู้ให้บริการรถโดยสารสาธารณะในกรุงเทพฯ ทำให้ปัจจุบัน EA มีการลงทุนในสายธุรกิจรถเมล์ไฟฟ้าตั้งแต่ต้นถึงปลายน้ำ ประกอบด้วย 1) ถือหุ้น 73% ในโรงงานผลิตรถเมล์ไฟฟ้า (Absolute Assembly, AAB) 2) ถือหุ้น 40% ในผู้จัดจำหน่ายและให้บริการหลังการขายรถเมล์ไฟฟ้า (บมจ. เน็กซ์ พอยท์; NEX, “ซื้อ”) และ 3) ถือหุ้น 11% ใน ACE ซึ่งเป็นผู้ให้บริการรถเมล์สาธารณะ โดยบริษัทในกลุ่มธุรกิจรถเมล์ไฟฟ้ายังช่วยสร้างความต้องการใช้งานแบตเตอรี่ Li-ion ซึ่งจะถูกผลิตมาจากการถลุงการผลิต 1GWh แรกของโรงงานแบตเตอรี่ Amita Technology Thailand (Amita) ซึ่ง EA ถือหุ้น 75% เราประเมินกำไรของ EA จากธุรกิจรถเมล์ไฟฟ้าเหล่านี้รวมไปถึงการผลิตแบตเตอรี่ที่เกี่ยวข้องที่ 0.8/2.4/3.5 พันลบ. ในปี 2023-25F

เริ่มส่งมอบรถเมล์ไฟฟ้าอีกครั้งใน 3Q22F

เราคาดว่า EA จะส่งมอบรถเมล์ไฟฟ้า (ผลิตโดย AAB) ได้อีกครั้งใน 3Q22F หลังจากล่าช้ามาสองไตรมาส เนื่องจาก 1) ปัจจุบัน AAB มีรถเมล์ไฟฟ้าที่พร้อมส่งมอบกว่า 100 คัน ในขณะที่โรงงานสามารถผลิตได้ตัวต่อตัว 300 คัน/เดือน 2) AAB ได้รับอนุมัติการตรวจสอบเพื่อให้ได้ประโยชน์ทางภาษีจากการผลิต EV แล้ว หลังกระบวนการด้านเอกสารเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้การส่งมอบล่าช้า และ 3) ACE มีภาระผูกพันที่ต้องให้บริการรถโดยสารสาธารณะด้วยรถเมล์ไฟฟ้าอย่างน้อย 800 คัน ภายในเดือนพ.ย.นี้ เราคาดว่ายอดขายรถเมล์ไฟฟ้าจากกลุ่ม EA ที่ 1.5/2.5/2.5 พันคันในปี 2022-24F

เริ่มให้บริการรถโดยสารสาธารณะใน 4Q22F

ACE มีใบอนุญาตให้บริการรถโดยสารสาธารณะในกรุงเทพฯ รวม 124 สาย โดยเราคาดว่าจะต้องไ้รถเมล์ไฟฟ้าเพื่อให้บริการดังกล่าวราว 4,000 คัน ซึ่งมีข้อกำหนดตามใบอนุญาตว่าต้องมีรถเมล์ไฟฟ้าขั้นต่ำ 800 คัน พร้อมให้บริการภายใน 4Q22 แม้เราคาดว่ากำไรจาก ACE เป็นเพียง 1-2% ของกำไรของ EA หรือคิดเป็นมูลค่าแค่ 1.2 บาทต่อหุ้น EA (เนื่องจาก EA ถือหุ้นอยู่เพียง 11%) แต่มองว่า ACE เป็นหนึ่งในองค์ประกอบสำคัญของการเติบโตธุรกิจแบตเตอรี่ และ EV ของ EA เช่นการใช้งานรถเมล์ไฟฟ้า 4,000 คัน ของ ACE ย่อมสร้างความต้องการใช้แบตเตอรี่ให้ Amita 1.2GWh

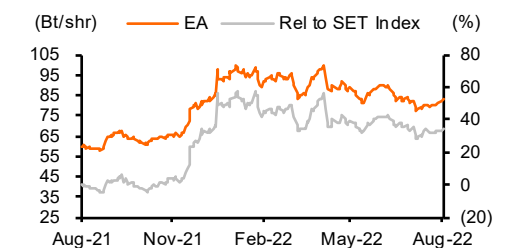
แนะนำ “ซื้อ” เพื่อเข้าสู่การเติบโตแบบ S-curve รอบใหม่

เราจึงแนะนำ “ซื้อ” EA โดยคาดหวังกำไรจากธุรกิจแบตเตอรี่และ EV ที่เรามองว่าจะเป็นตัวหนุนการเติบโตแบบก้าวกระโดด (S-curve) รอบใหม่ของ EA จะเริ่มขึ้นใน 3Q22F เราคาดว่ากำไร EA เติบโต 21/27/11% ในปี 2022-24F โดยได้แรงหนุนจากยอดขายรถเมล์ไฟฟ้า (และแบตเตอรี่) และการขายรถบรรทุกไฟฟ้าที่กำลังจะเริ่มตามมา เราปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 100 บาท (จาก 110 บาท) หลังจากปรับมาใช้ฐาน 2023F หลังปรับลดกำไรปี 2022-24F ลง 13-17% เพื่อสะท้อนสมมติฐานใหม่ของเราที่คาดการณ์โรงงานแบตเตอรี่ของ EA ในอัตราที่ช้าลง หลังภาวะเศรษฐกิจโลกปัจจุบันนั้นอ่อนแอกว่าคาด ซึ่งอาจส่งผลให้การปรับมาใช้ฐาน EV นั้นช้าลง

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	20,174	29,654	45,472	52,180
Net profit	6,100	7,272	9,207	10,188
Consensus NP	—	8,774	9,684	11,155
Diff frm cons (%)	—	(17.1)	(4.9)	(8.7)
Norm profit	6,021	7,272	9,207	10,188
Prev. Norm profit	—	8,726	10,527	11,803
Chg frm prev (%)	—	(16.7)	(12.5)	(13.7)
Norm EPS (Bt)	1.6	1.9	2.5	2.7
Norm EPS grw (%)	17.4	20.8	26.6	10.6
Norm PE (x)	51.3	42.4	33.5	30.3
EV/EBITDA (x)	35.8	29.0	22.7	21.7
P/BV (x)	9.5	8.1	6.9	6.0
Div yield (%)	0.4	0.7	0.9	1.3
ROE (%)	20.0	20.6	22.2	21.1
Net D/E (%)	114.8	87.4	67.5	55.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

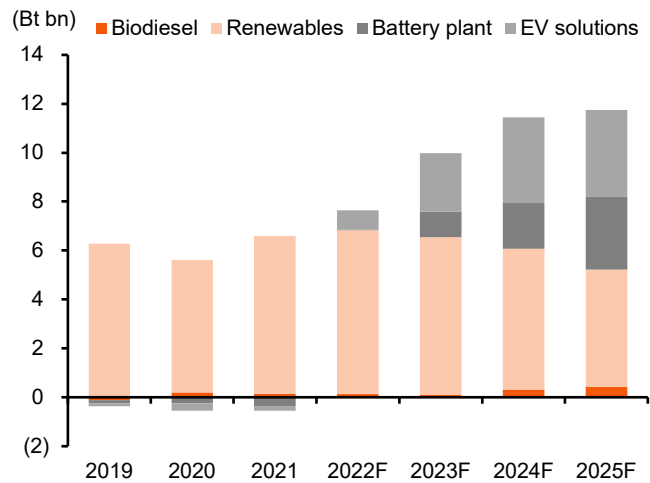
Price as of 02-Aug-22 (Bt)	82.75
Market Cap (US\$ m)	8,543.2
Listed Shares (m shares)	3,730.0
Free Float (%)	39.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	38.6
12M Price H/L (Bt)	100.00/58.00
Sector	Utilities
Major Shareholder	Ahunai family 43.49%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

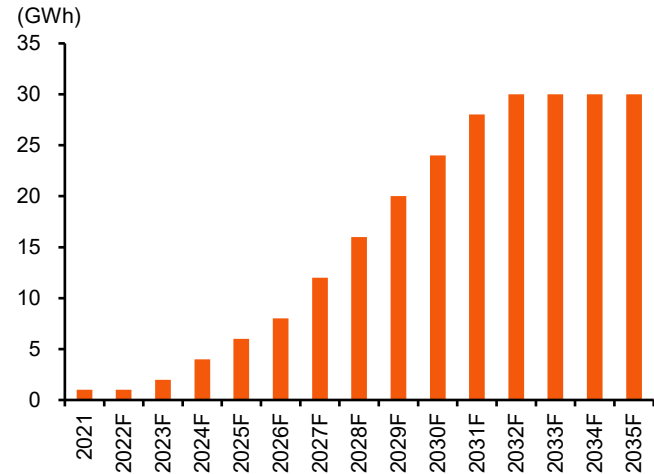
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด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

Ex 1: Entering A New S-Curve Of Earnings Growth



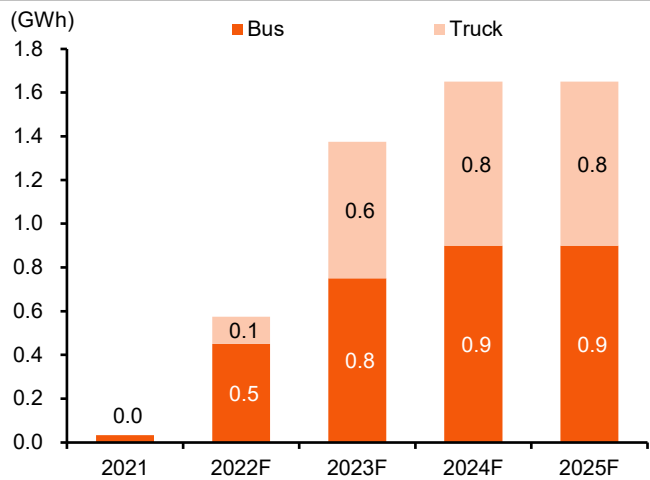
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: We Project 30GWh Battery Plant Capacity In 2032F



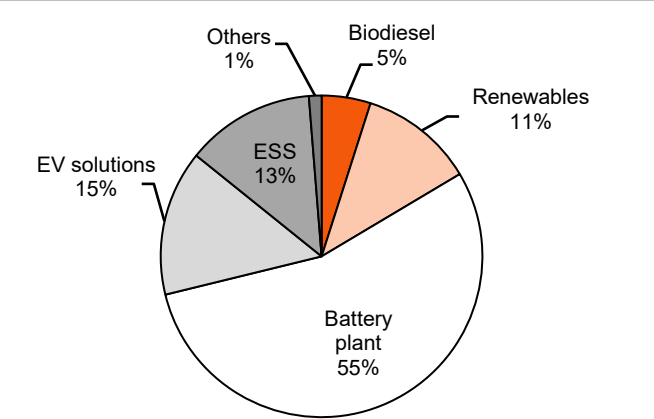
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Captive Battery Demand From AAB’s CEV Plant



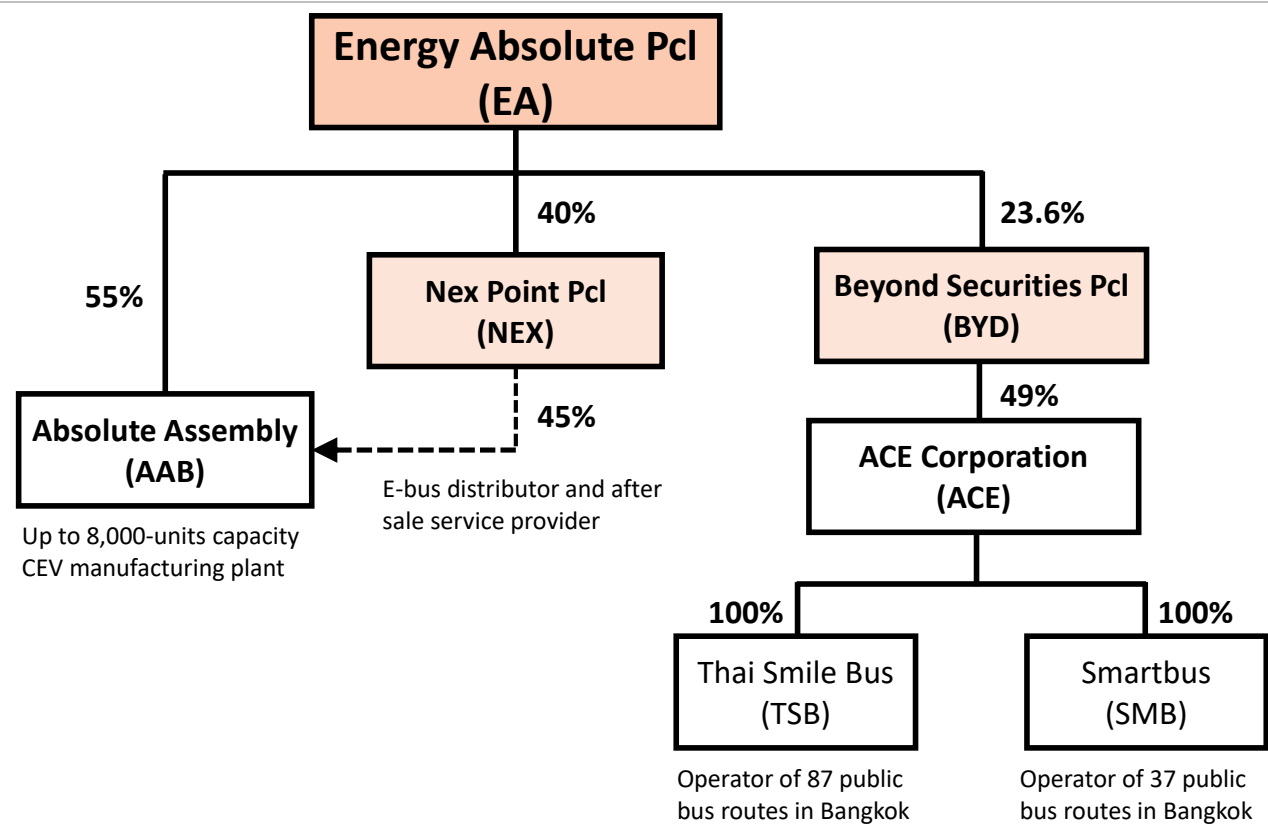
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Our Valuation Breakdown On EA



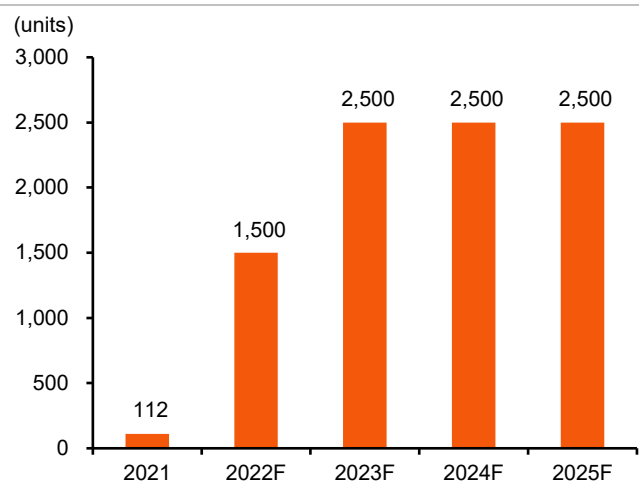
Source: Thanachart estimates

Ex 5: EA’s E-Bus Business Holding Structure



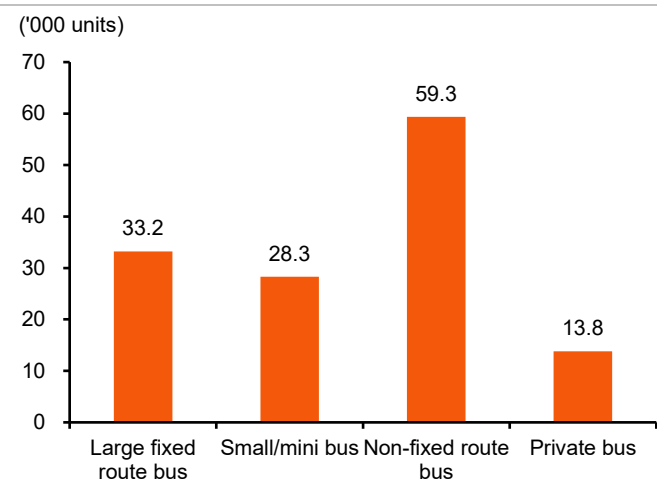
Source: Company data

Ex 6: Resumption Of E-Bus Deliveries From 3Q22F

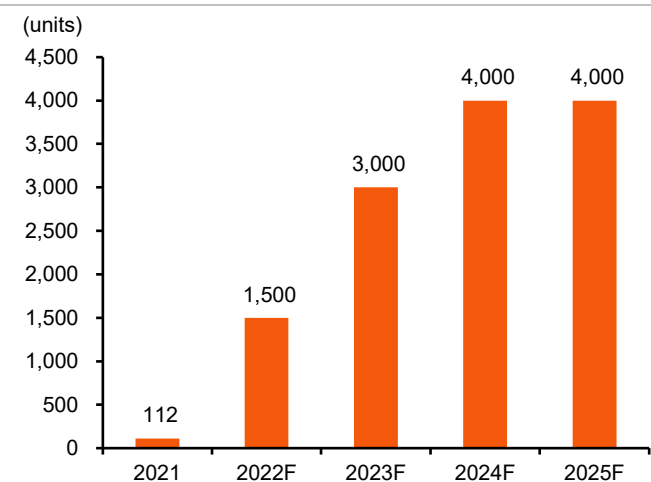


Sources: Company data, Thanachart estimates

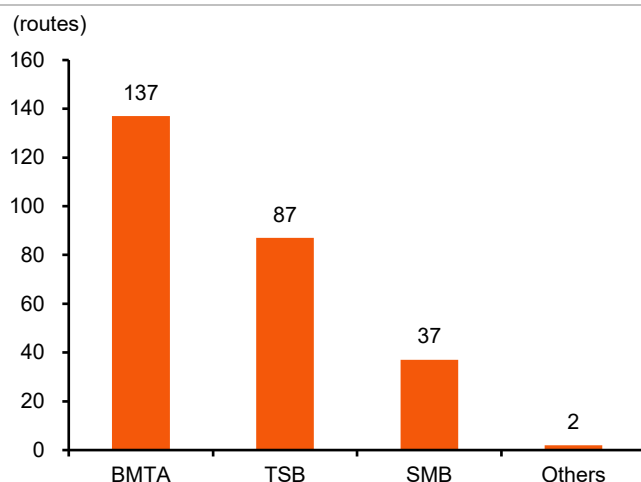
Ex 7: Number Of Buses Registered In Thailand (2Q22)



Sources: Department of Land Transport

Ex 8: Our Projections For ACE's Operating Bus Fleet

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Operators Of Public Bus Services In Bangkok

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: TSB (Thai Smile Bus) and SMB (Smartbus) are subsidiaries of ACE

Ex 10: Our Financial Projections For ACE's Public Bus Service

(annually per bus)	('000 Baht)
Revenue	1,850
- Ticket fares	1,750
- Advertising income	100
Operating costs	1,450
- Fuel (electricity)	350
- Bus crews	300
- Depreciation	500
- Maintenance	300
Selling & Admin	20
Interests & Taxes	180
Net profit	200

Source: Thanachart estimates

Ex 11: Sum-Of-The-Parts Valuation

	Value (Bt/Share)
Renewables & Green energy	
Biodiesel	4.9
Solar farms	6.9
Wind farms	4.7
Subtotal	16.5
E-Vehicle solutions	
E-bus (AAB, NEX, BYD)	10.9
EA Anywhere	3.8
Subtotal	14.6
Battery and energy storage	
Battery plant	54.7
Energy storage system (ESS)	13.0
Subtotal	67.7
Potential projects	
3,000MW hydropower	1.6
Subtotal	1.6
+ Cash and parent company	(0.30)
Grand total	100.0

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: 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	15.7	44.5	62.5	43.3	10.5	8.5	50.4	35.3	0.1	0.2
China Longyuan	916 HK	Hong Kong	18.8	19.2	13.1	11.0	1.4	1.3	10.4	9.0	1.3	1.5
China Suntien Green Energy	956 HK	Hong Kong	(1.9)	17.4	6.3	5.4	0.7	0.6	10.6	9.4	5.7	5.2
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	48.4	37.0	7.7	5.6	0.7	0.7	6.4	5.4	3.7	6.3
CATL	300750 CH	China	68.2	50.8	53.9	35.7	11.1	8.5	36.1	23.6	0.1	0.1
GEM - A	002340 CH	China	56.2	44.2	27.7	19.2	2.9	2.5	17.0	12.3	0.4	0.4
Gotion High-Tech - A	002074 CH	China	78.2	73.8	96.4	55.5	3.4	3.2	37.3	23.6	0.0	0.1
BYD	1211 HK	Hong Kong	83.4	55.8	101.1	64.9	8.1	7.0	30.2	23.2	0.1	0.1
LG Chem	051910 KS	S. Korea	(33.9)	26.5	18.0	14.2	1.5	1.4	6.6	5.4	1.8	1.6
SK Innovation	096770 KS	S. Korea	na	(35.9)	4.9	7.7	0.8	0.7	4.0	5.4	1.0	1.9
Panasonic	6752 JP	Japan	53.7	(0.6)	10.6	10.6	0.9	0.8	5.3	5.0	2.1	2.7
Tesla	TSLA US	USA	90.3	38.4	71.7	51.8	20.6	15.3	45.7	31.6	0.0	0.0
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(2.4)	(24.7)	13.8	18.3	1.1	1.0	9.0	10.6	3.0	3.0
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	13.7	(4.5)	19.2	20.1	1.7	1.6	20.6	15.3	2.1	2.5
Energy Absolute Pcl *	EA TB	Thailand	20.8	26.6	42.4	33.5	8.1	6.9	29.0	22.7	0.7	0.9
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	3.9	1.7	9.2	9.1	0.8	0.8	19.9	19.0	3.5	3.7
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	(63.4)	132.2	78.6	33.8	1.8	1.7	24.0	18.6	0.7	1.6
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	22.2	37.4	51.8	37.7	4.4	3.5	38.3	30.2	1.2	1.6
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	41.7	23.7	16.3	13.2	3.1	2.7	17.5	13.4	2.5	3.0
RATCH Group Pcl *	RATCH TB	Thailand	49.7	(19.9)	6.0	7.5	0.8	0.8	19.0	17.9	9.1	5.0
Average			29.7	27.2	35.6	24.9	4.2	3.5	21.9	16.8	2.0	2.1

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 2 August 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

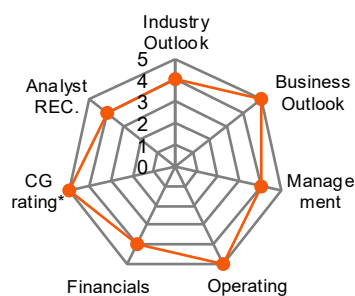
S — Strength

- ผู้บริหารมีประวัติทางการเงินที่แข็งแกร่ง และมีแนวคิดที่ดีสำหรับการเติบโตในอนาคต

O — Opportunity

- อุตสาหกรรมผลิตไฟฟ้าเริ่มหันไปเน้นพลังงานทดแทน
- มีแผนขยายกำลังการผลิตจำนวนมาก
- ธุรกิจกักเก็บพลังงานสามารถเป็นที่ต้องการเพิ่มเติมได้

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- อยู่ในช่วงการลงทุนหนัก เนื่องจากแผนการขยายกำลังการผลิตใหม่ แต่อัตรส่วนหนี้สินต่อทุนยังคงต่ำกว่าระดับที่กำหนดไว้ (threshold)

T — Threat

- กำลังการผลิตใหม่ซึ่งจะเปิดให้ประมูลโดยรัฐบาลจะมีผลตอบแทนที่ต่ำลง
- กฎระเบียบจากทั้งตลาดพลังงานในประเทศและต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	86.42	100.00	16%
Net profit 22F (Bt m)	8,774	7,272	-17%
Net profit 23F (Bt m)	9,684	9,207	-5%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 2	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าไปปี 2022F ของเรต่ำกว่าของตลาด 17% ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นเพราะเราได้รวมผลผลิตที่อ่อนแอจากโครงการพลังงานลมในปีนี้ ในขณะที่ประมาณการปี 2023F ของเรานั้นใกล้เคียงกับของตลาด
- อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเรานั้นสูงกว่า 16% ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเราคาดศักยภาพการเติบโตของธุรกิจแบตเตอรี่และ EV ที่สูงกว่าตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	17,080	20,174	29,654	45,472	52,180
Cost of sales	9,271	11,893	19,004	31,189	37,436
Gross profit	7,808	8,280	10,651	14,283	14,743
% gross margin	45.7%	41.0%	35.9%	31.4%	28.3%
Selling & administration expenses	1,278	1,437	1,961	2,553	2,774
Operating profit	6,530	6,843	8,690	11,731	11,969
% operating margin	38.2%	33.9%	29.3%	25.8%	22.9%
Depreciation & amortization	2,844	2,896	3,186	3,358	3,783
EBITDA	9,373	9,739	11,876	15,089	15,752
% EBITDA margin	54.9%	48.3%	40.0%	33.2%	30.2%
Non-operating income	120	384	148	227	261
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,637)	(1,388)	(1,353)	(1,276)	(1,244)
Pre-tax profit	5,013	5,840	7,485	10,682	10,986
Income tax	(18)	3	37	53	55
After-tax profit	5,031	5,837	7,448	10,629	10,931
% net margin	29.5%	28.9%	25.1%	23.4%	20.9%
Shares in affiliates' Earnings	(61)	14	368	773	1,261
Minority interests	157	171	(543)	(2,195)	(2,004)
Extraordinary items	78	79	0	0	0
NET PROFIT	5,205	6,100	7,272	9,207	10,188
Normalized profit	5,127	6,021	7,272	9,207	10,188
EPS (Bt)	1.4	1.6	1.9	2.5	2.7
Normalized EPS (Bt)	1.4	1.6	1.9	2.5	2.7

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	15,166	21,871	24,833
Cash & cash equivalent	2,962	2,944	3,017	3,017	3,017
Account receivables	2,750	3,690	4,875	7,475	8,577
Inventories	833	1,483	2,083	3,418	4,103
Others	843	3,532	5,192	7,962	9,136
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	55,857	58,421	59,278	62,765	67,377
Other assets	15,238	15,406	14,649	14,834	15,023
Total assets	78,484	85,476	89,093	99,470	107,234
LIABILITIES:					
Current liabilities:	13,564	12,676	13,244	15,667	15,886
Account payables	373	358	781	1,282	1,538
Bank overdraft & ST loans	2,674	1,877	1,955	1,844	1,772
Current LT debt	9,342	7,580	7,429	7,007	6,734
Others current liabilities	1,176	2,860	3,078	5,535	5,841
Total LT debt	31,090	33,777	29,717	28,026	26,936
Others LT liabilities	4,203	3,921	4,865	5,579	5,440
Total liabilities	48,857	50,375	47,826	49,273	48,263
Minority interest	1,815	2,601	3,144	5,339	7,343
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	34,789	41,525	48,294
Shareholders' equity	27,812	32,501	38,123	44,858	51,627
Liabilities & equity	78,484	85,476	89,093	99,470	107,234

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	7,485	10,682	10,986
Tax paid	18	(3)	(37)	(53)	(55)
Depreciation & amortization	2,844	2,896	3,186	3,358	3,783
Chg In working capital	(73)	(1,604)	(1,361)	(3,435)	(1,531)
Chg In other CA & CL / minorities	449	(326)	(1,074)	461	392
Cash flow from operations	8,251	6,802	8,199	11,013	13,576
Capex	(7,216)	(5,332)	(3,950)	(6,750)	(8,299)
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)	1,627	454	(404)
Cash flow from investments	(15,743)	(5,604)	(2,343)	(6,316)	(8,723)
Debt financing	1,171	194	(4,133)	(2,225)	(1,434)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,119)	(1,119)	(1,650)	(2,472)	(3,419)
Warrants & other surplus	361	(292)	0	0	0
Cash flow from financing	414	(1,216)	(5,783)	(4,697)	(4,853)
Free cash flow	1,035	1,470	4,249	4,263	5,276

Capex plan is supported
mainly by hefty cash from
renewable plants

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	60.2	51.3	42.4	33.5	30.3
Normalized PE - at target price (x)	72.8	62.0	51.3	40.5	36.6
PE (x)	59.3	50.6	42.4	33.5	30.3
PE - at target price (x)	71.7	61.1	51.3	40.5	36.6
EV/EBITDA (x)	37.2	35.8	29.0	22.7	21.7
EV/EBITDA - at target price (x)	44.1	42.4	34.4	27.0	25.7
P/BV (x)	11.1	9.5	8.1	6.9	6.0
P/BV - at target price (x)	13.4	11.5	9.8	8.3	7.2
P/CFO (x)	37.4	45.4	37.6	28.0	22.7
Price/sales (x)	18.1	15.3	10.4	6.8	5.9
Dividend yield (%)	0.4	0.4	0.7	0.9	1.3
FCF Yield (%)	0.3	0.5	1.4	1.4	1.7
(Bt)					
Normalized EPS	1.4	1.6	1.9	2.5	2.7
EPS	1.4	1.6	1.9	2.5	2.7
DPS	0.3	0.3	0.6	0.7	1.1
BV/share	7.5	8.7	10.2	12.0	13.8
CFO/share	2.2	1.8	2.2	3.0	3.6
FCF/share	0.3	0.4	1.1	1.1	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	14.7	18.1	47.0	53.3	14.8
Net profit (%)	(14.4)	17.2	19.2	26.6	10.6
EPS (%)	(14.4)	17.2	19.2	26.6	10.6
Normalized profit (%)	(13.4)	17.4	20.8	26.6	10.6
Normalized EPS (%)	(13.4)	17.4	20.8	26.6	10.6
Dividend payout ratio (%)	21.5	18.3	30.0	30.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	45.7	41.0	35.9	31.4	28.3
Operating margin (%)	38.2	33.9	29.3	25.8	22.9
EBITDA margin (%)	54.9	48.3	40.0	33.2	30.2
Net margin (%)	29.5	28.9	25.1	23.4	20.9
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	0.9	0.7	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	8.3	9.8	9.9
ROE - using norm profit (%)	20.0	20.0	20.6	22.2	21.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	19.7	19.4	21.1	25.6	22.7
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.3	0.5	0.5
- operating margin (%)	38.9	35.8	29.8	26.3	23.4
- leverage (x)	2.9	2.7	2.5	2.3	2.1
- interest burden (%)	75.4	80.8	84.7	89.3	89.8
- 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	11.9	15.7	15.1
NOPAT (Bt m)	6,553	6,839	8,646	11,672	11,909
invested capital (Bt m)	67,955	72,792	74,208	78,718	84,053

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Profitability trending up as
new businesses achieve
scale*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 63 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BGRI16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GUNK16C2209A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2211A, SCB16C2208A, SET5016C2209B, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BCH, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, PTG, PTTEP, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TIDLOR, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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 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 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 นางอศวีณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมเนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมเนท์ 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลี้ 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 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	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพ Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.
Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th