

Initiate Coverage

**ENERGY ABSOLUTE (EA)**

**เติบโตในธุรกิจแห่งอนาคต**

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์หุ้น EA ด้วยคำแนะนำ ซื้อ ราคาพื้นฐานที่ 49.0 บาท เรามองว่า EA กำลังเข้าสู่ธุรกิจแห่งอนาคต เช่นธุรกิจรถยนต์ไฟฟ้า EV หรือแบตเตอรี่ LIB ที่มีแนวโน้มที่จะเติบโตสูงในช่วง 10-20 ปีข้างหน้า แม้ธุรกิจใหม่ๆ เหล่านี้ของ EA จะยังคงมีความไม่แน่นอน แต่เราเชื่อว่าฐานกำไรจากธุรกิจเดิมที่คาดว่าจะยืนอยู่ได้อีก 3-4 ปี น่าจะเพียงพอให้เราสามารถประเมินศักยภาพในธุรกิจใหม่ๆ ของ EA ได้ ด้านราคาพื้นฐาน EA เรามอง Bear case ที่ 31.5 บาท (-25%) และ Bull case ที่ 65.0 บาท (+50%)

**ประเด็นการลงทุน**

ปี 2021 จะเป็นปีที่ธุรกิจใหม่ของ EA เริ่มสร้างรายได้ให้แก่บริษัท ทั้งธุรกิจรถยนต์ไฟฟ้า EV, ธุรกิจแบตเตอรี่ LIB จำนวน 1GWh, ธุรกิจ Green Biodiesel & PCM รวมถึงธุรกิจยานพาหนะไฟฟ้าอื่น (E-Bus, E-Ferry) มีกำหนดให้เริ่มมีการส่งมอบ หรือการผลิตตั้งแต่ปลายปี 2020 หรือต้นปี 2021 ซึ่งทำให้ในปี 2021 เราจะได้เห็นรายได้ที่เข้ามาจากธุรกิจใหม่ๆ ของบริษัท

**ความต้องการแบตเตอรี่ LIB คาดเติบโต 22% CAGR ถึงปี 2030** ความต้องการแบตเตอรี่ Lithium-ion (LiB) คาดจะเติบโตอย่างมากจากระดับ 230GWh ในปี 2019 มาอยู่ที่ระดับ 2,000GWh ในปี 2030 เนื่องจากความต้องการที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่มรถยนต์ไฟฟ้า EV เป็นหลัก อีกทั้งราคาแบตเตอรี่ LiB ที่มีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง จะช่วยหนุนความต้องการใช้งานยิ่งขึ้นไปอีก โดย EA ได้เตรียมพร้อมที่จะผลิตแบตเตอรี่ LiB จำนวน 1GWh ภายในสิ้นปี 2020 และทางบริษัท EA ได้ตั้งเป้าที่จะเพิ่มกำลังการผลิตให้ได้ถึง 50GWh ในอนาคต ด้วยความต้องการ LiB ที่เติบโตสูง เราเชื่อว่า EA จะได้รับประโยชน์จากการเติบโตในครั้งนี้ในระยะยาว

**ธุรกิจ Green Biodiesel & PCM จะเข้ามาหนุนกำไรในธุรกิจไบโอดีเซล** EA ได้ขยายการผลิตสินค้ากลุ่มไบโอดีเซลไปยัง Phase Change Material หรือ PCM ที่ใช้สำหรับการรักษาอุณหภูมิ โดยตลาด PCM มีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง และคาดการณ์ว่าจะเติบโตกว่า 22% ในช่วง 5 ปีข้างหน้า ปัจจุบัน EA ได้เริ่มทำการผลิตและขาย PCM ไปยังตลาดต่างประเทศแล้วด้วยกำลังการผลิต 65 ตันต่อวัน ตั้งแต่เดือน ส.ค. 20 ที่ผ่านมา ด้วยอัตราการทำกำไร NPM ที่มากกว่า 40% เราเชื่อว่าการขาย PCM จะช่วยหนุนอัตราการทำกำไรในภาพรวมของกลุ่มไบโอดีเซล และกำไรรวมของกลุ่ม

**ธุรกิจใหม่เพิ่มเริ่ม คาดกำไรโตไม่มากเพียง 5% CAGR ในช่วง 2019-2022** เราเชื่อว่ากำไรของ EA จะเติบโตจากระดับ 6,082 ล้านบาทในปี 2019 มาอยู่ที่ประมาณ 7,000 ล้านบาทในปี 2022 หรือคิดเป็นการเติบโตประมาณ 5% CAGR เนื่องจาก เรามองว่าธุรกิจใหม่ อาจจำเป็นต้องใช้เวลาในเร่งสร้างฐานและกำไร จนกว่าจะสามารถสร้างผลประกอบการให้มีนัยสำคัญกับบริษัท

**Downside risk ต่ำ Upside risk สูง ให้คำแนะนำซื้อ ราคาพื้นฐาน 49.0 บาท** เราให้คำแนะนำซื้อสำหรับ EA ที่ราคาพื้นฐาน 49.0 บาท ด้วยวิธี SoTP โดยให้สมมุติฐานโรงงานแบตเตอรี่ที่ 25GWh หรือ 50% ของแผนบริษัทที่ให้ไว้ที่ 50GWh แม้ธุรกิจแบตเตอรี่ยังมีความไม่แน่นอน แต่เราเชื่อว่าการเติบโตเร็วที่สุทธราคาระดับพื้นฐาน EA จะอยู่ที่ระดับ 31.5 บาท (-25% จากราคาหุ้นปัจจุบัน) แต่กรณีที่สุทธราคาระดับพื้นฐาน EA จะสามารถขึ้นไปอยู่ที่ระดับถึง 65.0 บาท (+56% จากราคาหุ้นปัจจุบัน) ปัจจุบัน Valuation ของ EA ถือว่าต่ำกว่ากลุ่มผู้ผลิต EV และ แบตเตอรี่ LiB ซึ่งหาก EA สามารถมีพัฒนาการในเชิงบวกในธุรกิจเหล่านี้ เราเชื่อว่าตลาดจะ Re-rating หุ้น EA ขึ้น

**KEY FINANCIALS**

Year to 31 Dec (Btm)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	11,552	14,887	17,168	22,815	26,708
EBITDA	6,956	9,774	10,602	11,580	11,807
Net profit (rep./act.)	5,148	6,082	6,422	6,837	6,997
Net profit (adj.)	4,299	5,954	6,377	6,837	6,997
EPS (Bt)	1.15	1.60	1.71	1.83	1.88
PE (x)	36.9	26.6	24.9	23.2	22.7
P/B (x)	8.7	6.8	5.4	4.5	3.8
EV/EBITDA (x)	3.6	3.4	3.6	3.2	2.7
Dividend yield (%)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7

Source: UOB Kay Hian

**BUY**

Share Price	Bt41.75
Target Price	Bt49.00
Upside	+17%

**COMPANY DESCRIPTION**

EA ดำเนินธุรกิจหลัก 3 กลุ่ม 1) กลุ่มธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันไบโอดีเซล (B100) กลีเซอรอลและสารเปลี่ยนสถานะ 2) กลุ่มธุรกิจผลิตและจำหน่ายกระแสไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน 3) กลุ่มธุรกิจอื่นๆ เช่น ธุรกิจพัฒนา ผลิตและจำหน่ายแบตเตอรี่, ธุรกิจบริการสถานีอัดประจุไฟฟ้า (สำหรับยานยนต์ไฟฟ้า), ธุรกิจยานพาหนะไฟฟ้า เป็นต้น

**STOCK DATA**

GICS sector	Energy & Utilities
Bloomberg ticker:	EA TB
Shares issued (m):	3,730.0
Market cap (Btm):	155,727.5
Market cap (US\$m):	4,943.7
3-mth avg daily t'over (US\$m):	16.5

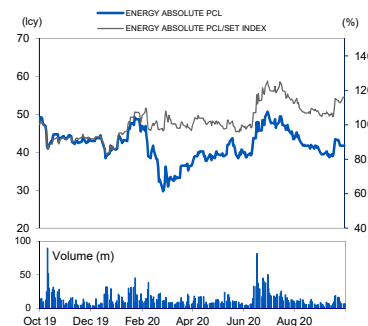
**Price Performance (%)**

52-week high/low	Bt51.50/Bt27.50
1mth	0.6
3mth	(15.2)
6mth	15.2
1yr	(13.5)
YTD	(-4.6)

**Major Shareholders**

Mr. Somphote Ahunai	23.5
UBS AG Singapore Branch	23.2
Sotus & Faith #1 Limited	5.4

**PRICE CHART**



Source: Bloomberg

**ANALYST(S)**

**Tanaporn Visaruthaphong**  
 +662 659 8305  
 tanaporn@uobkayhian.co.th

**Arsit Pamaranont**  
 +662 659 8317  
 arsit@uobkayhian.co.th

**Siwakorn Mitsantisuk, CFA**  
 +662 659 8027  
 Siwakorn@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้ลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

## ประเด็นการลงทุน

### ธุรกิจแบตเตอรี่, ธุรกิจแห่งอนาคตของ EA

EA ได้เข้าสู่ธุรกิจแบตเตอรี่ Lithium-ion (LiB) โดยการใช้เทคโนโลยีการผลิตของบริษัท Amita Technology Inc (5233 TT) ที่เป็นบริษัทผลิตแบตเตอรี่ LiB ซึ่งจดทะเบียนอยู่ที่ประเทศไต้หวัน ทางบริษัท EA ได้เล็งเห็นโอกาสในการเติบโตของการใช้ LiB จากธุรกิจรถยนต์ไฟฟ้า EV รวมถึงใช้ในธุรกิจไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ปัจจุบัน EA กำลังอยู่ในช่วงก่อสร้างโรงงานแบตเตอรี่ LiB Phase 1 ที่กำลังการผลิต 1GWh (สามารถเพิ่มได้เป็น 2-4GWh สำหรับ Phase 1) และตั้งเป้าที่จะมีกำลังการผลิตถึง 50GWh ในอนาคต โรงผลิตแบตเตอรี่ LiB ปัจจุบันคาดว่าจะสามารถดำเนินการผลิตได้ในช่วงปลายปี 2020 ถึงต้นปี 2021

สำหรับแบตเตอรี่ LiB มีหลากหลายชนิด ขึ้นกับวัตถุประสงค์การใช้งาน โดย LiB แต่ละชนิดจะมีความแตกต่างกันในสารที่ประกอบภายในแบตเตอรี่ในส่วนของแคโทด (Cathode) เป็นหลัก ปัจจุบันนี้ LiB ในอุตสาหกรรมมี 5 ชนิดหลักๆ คือ LCO, NMC, NCA, LFP, และ LMO ซึ่งปัจจุบัน EA (ผ่านบริษัทลูก Amita Technology Inc.) มีการพัฒนาและจำหน่าย LiB แบบ LFP และ NMC (532) จากข้อมูลของ McKinsey ได้ให้รายละเอียดคร่าวๆ ของ LiB ประเภทต่างๆ ดังนี้

**Lithium cobalt oxide (LCO):** เป็นประเภทที่ใช้แพร่หลายในกลุ่มสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ รวมถึงมีความปลอดภัยในระดับดี แต่อย่างไรก็ตาม เนื่องจากมีส่วนประกอบของ Cobalt ค่อนข้างสูง ทำให้การประยุกต์ใช้ในรถยนต์ EV ไม่แพร่หลาย

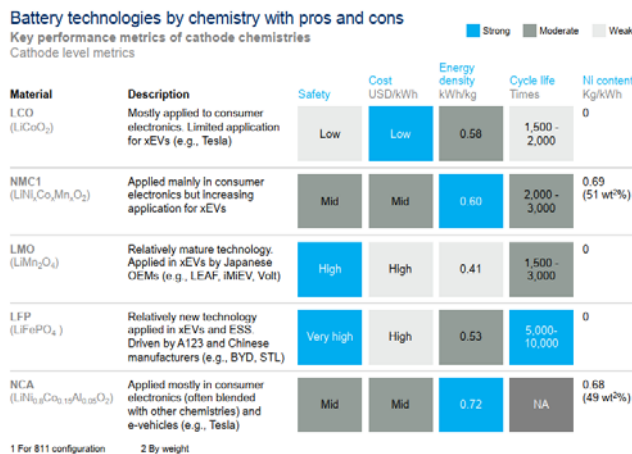
**Nickel manganese cobalt (NMC):** ปัจจุบันถือว่า LiB ประเภทนี้มีการใช้งานแพร่หลายที่สุดและยังมีองค์ประกอบปลั๊กย่อยอีก อย่างเช่น NMC111, NMC532, NMC622, หรือ NMC811 ซึ่งตัวเลขจะบ่งบอกจำนวนอะตอมของแต่ละธาตุตามลำดับ N(Nickel), M(Manganese), C(Cobalt) โดย NMC111 จะประกอบไปด้วย N, M, และ C อย่างละ 1 หน่วย โดยปัจจุบันการพัฒนาการของ LiB ประเภท NMC จะมีความพยายามลดส่วนประกอบประเภท Cobalt ที่มีราคาสูง (NMC111) ไปยัง LiB ที่มีสัดส่วนของ Cobalt ต่ำกว่าเช่น NMC532, NMC622, หรือ NMC811 ด้วยราคาที่ไม่แพงนักเทียบกับประสิทธิภาพของ LiB ทำให้มีการใช้งานในอุตสาหกรรมรถยนต์ EV อย่างมาก

**Lithium nickel cobalt aluminum (NCA):** มีการพัฒนา NCA เพื่อทดแทน LiB ประเภท LCO ซึ่งจะใช้งานในพวกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ และ EV บางรุ่น

**Lithium iron phosphate (LFP):** มีความปลอดภัยสูง และเนื่องจากไม่มีส่วนประกอบของ Cobalt ทำให้ LFP มีราคาถูก และเหมาะสำหรับรถเมล์ไฟฟ้า หรือ E-Bus รวมถึง EV ในบางรุ่น

**Lithium manganese oxide (LMO):** เป็น LiB ที่ใช้ในรถยนต์ EV รุ่นแรกๆ เช่น Nissan Leaf โดยมีราคาไม่แพง แต่อย่างไรก็ตาม LiB แบบ LMO มีข้อเสียที่อายุการใช้งานของ LiB ที่ต่ำกว่าชนิดอื่นๆ

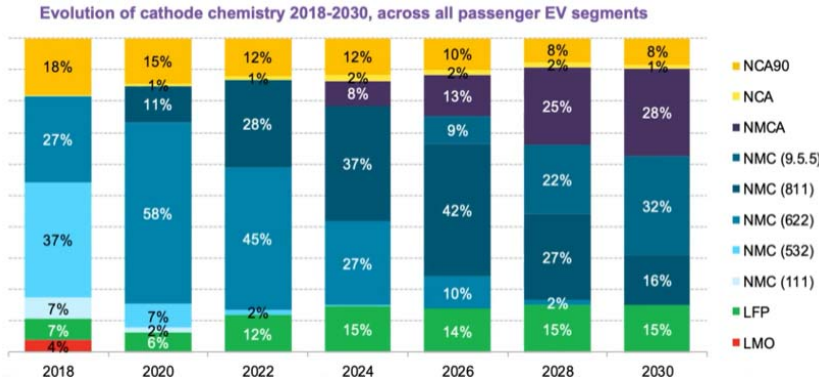
## รูปที่ 1 LiB Technologies



Source: McKinsey

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าน่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลต่างๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้ลงทุนหากซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

รูปที่ 2 Evolution of cathode chemistry for EV battery



Source: BloombergNEF, Note: NMCA is lithium nickel manganese cobalt aluminum oxide

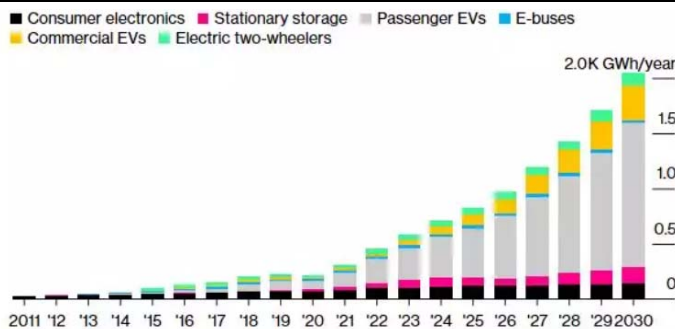
จากข้อมูล BloombergNEF ได้คาดการณ์ว่า LiB ประเภท NMC (111, 532, 622, 811, 9.5.5) ยังคงจะเป็น LiB ที่เป็นที่นิยมต่อเนื่อง ในอนาคตจนถึงปี 2030 แม้จะมีการปรับสัดส่วนภายใน NMC ให้มีการพึ่งพา Cobalt น้อยลง (811, 9.5.5) อีกทั้งความนิยมของ LiB ประเภท LFP มีแนวโน้มที่จะสูงขึ้นจากระดับ 6-7% ในปี 2020 มาเป็นประมาณ 15% ในช่วง 2030 ด้วยเทคโนโลยีปัจจุบันการผลิตแบตเตอรี่ของ EA ปัจจุบัน บริษัทกล่าวว่าจะสามารถผลิตได้ทั้ง NMC และ LFP เราเชื่อว่าสัดส่วนความต้องการ LiB ประเภท NMC และ LFP ยังคงมีความต้องการสูงต่อเนื่อง และจะหนุนยอดของ LiB ของบริษัท EA ได้ในอนาคต

แบตเตอรี่ LiB จะเห็นการเติบโตโดดเด่น หนุนจากการความต้องการจากรถยนต์ไฟฟ้า (EV)

จากข้อมูล BloombergNEF ระบุว่าความต้องการแบตเตอรี่ LiB จะอยู่ที่ระดับ 2,000 GWh ในปี 2030 เพิ่มขึ้นจาก 230 GWh ในปี 2019 หรือคิดเป็นการเติบโตสูงถึง 22% CAGR เนื่องจากการเข้ามาของการใช้งานประเภทรถยนต์ EV ทั้งส่วนบุคคลและเชิงพาณิชย์ รวมถึงความต้องการใช้งานแบตเตอรี่ LiB เพิ่มเติมจากจาก Energy Storage System (ESS) สำหรับไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน

สำหรับแนวโน้มการขายรถยนต์ไฟฟ้า EV ปัจจุบันยอดขายรถยนต์ทั่วโลกมีการขายรถยนต์ไฟฟ้าเพียงประมาณ 2 ล้านคันต่อปี ในปี 2019 หรือคิดเป็นเพียงแค่ 3% ของยอดขายรถยนต์ทั่วโลกทั้งหมด แต่อย่างไรก็ตามยอดขายรถยนต์ไฟฟ้ากำลังจะเร่งตัวขึ้นอย่างมากและคาดว่าจะมีสัดส่วนคิดเป็นประมาณ 58% ของยอดขายรถยนต์ทั้งหมดในปี 2040 หรือคิดเป็นการเติบโตของรถยนต์ EV เกือบ 20% ต่อปี ซึ่งจะได้รับแรงหนุนจากราคาแบตเตอรี่ที่ถูกลงต่อเนื่องส่งผลต่อราคารถยนต์ EV, มาตรการสนับสนุนการใช้รถยนต์ไฟฟ้าจากภาครัฐในประเทศต่างๆ, หรือแม้แต่พัฒนาการที่ดีขึ้นของรถยนต์ EV เอง เป็นต้น จากความต้องการ LiB ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างมาก จึงเป็นโอกาสของ EA ในการสร้างการเติบโตในธุรกิจแบตเตอรี่ LiB ได้ในอนาคต

รูปที่ 3 Lithium-Ion Battery demand

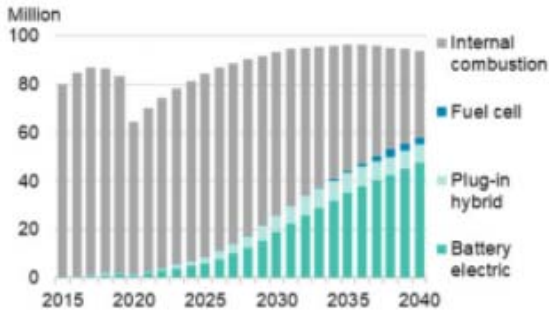


Source: BloombergNEF,

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้ลงทุนหากซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

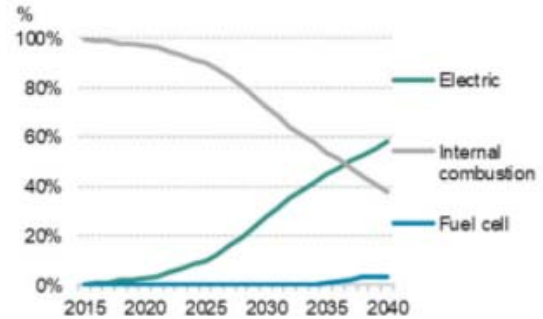
Initiate Coverage

รูปที่ 4 ยอดขายรถยนต์ ICE/ EV/ Fuel cell



Source: BloombergNEF

รูปที่ 5 สัดส่วนยอดขายรถยนต์ ICE/ EV/ Fuel cell



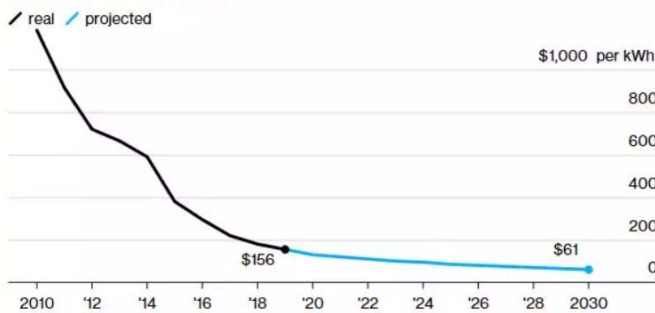
Source: BloombergNEF

ราคาแบตเตอรี่ลดลงต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2010 หนุนความต้องการใช้งานแบตเตอรี่ยิ่งขึ้น

โดยข้อมูลจาก BNEF ราคาแบตเตอรี่ได้ปรับตัวลดลงกว่า 87% นับตั้งแต่ปี 2010 ปัจจุบันราคาแบตเตอรี่อยู่ที่ระดับ 156 USD/kWh ในปี 2019 จาก 1,183 USD/kWh โดยทาง BNEF ได้คาดการณ์ว่าราคาแบตเตอรี่ยิ่งจะปรับตัวลดลงต่อเนื่องมาที่ระดับต่ำกว่า 100 USD/kWh ในปี 2024 (93 USD/kWh) ซึ่งจะเป็นระดับที่ราคารถยนต์ EV อยู่ในระดับใกล้เคียงกับ รถยนต์สันดาปภายใน (ICE)

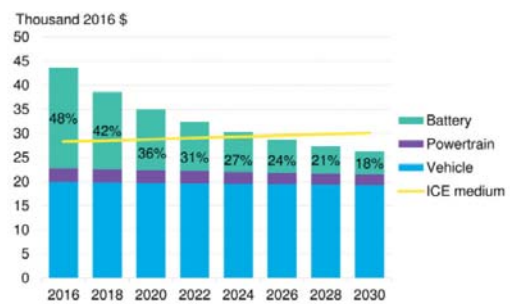
ยิ่งไปกว่านั้นราคาแบตเตอรี่คาดว่าจะลดลงต่อเนื่องไปอยู่ที่ระดับ 61 USD/kWh ในปี 2030 ทั้งการเพิ่มการผลิตของผู้ผลิตแบตเตอรี่ LiB รวมถึงการปรับสัดส่วนวัสดุที่ใช้ภายในแบตเตอรี่ให้มีราคาที่ลดลงหรือให้ประสิทธิภาพมากขึ้น ทำให้ราคาแบตเตอรี่ LiB มีแนวโน้มที่จะลดลง ส่งผลให้ความต้องการใช้ LiB ปรับตัวสูงขึ้น

รูปที่ 6 LiB price is expected to decline further



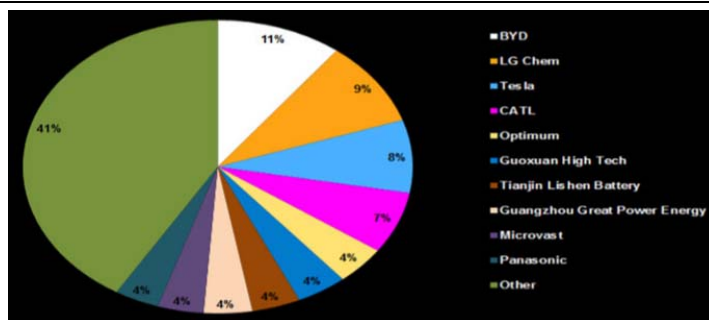
Source: BloombergNEF

รูปที่ 7 U.S. medium segment vehicle price estimates



Source: BloombergNEF

รูปที่ 8 2018 Lithium-ion battery capacity market share (249GWh)



Source: BloombergNEF

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้นำการชำนัญพิเศษในทางกฎหมายหรือการให้คำปรึกษาทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

**สารเปลี่ยนสถานะ (PCM) จะหนุนกำไรของกลุ่มธุรกิจไบโอดีเซล**

นอกเหนือจากธุรกิจ LIB ที่ EA กำลังขยายเพื่อสร้างการเติบโต บริษัท EA ยังได้ขยายผลิตภัณฑ์ในกลุ่มธุรกิจไบโอดีเซล ไปยังสารเปลี่ยนสถานะ หรือ PCM เพื่อหนุนการเติบโตในอนาคตอีกด้วย

โดยประโยชน์ของ PCM ใช้ในการกักเก็บพลังงานและรักษาอุณหภูมิให้คงที่ โดย PCM ได้ถูกนำไปใช้ในหลากหลายอุตสาหกรรม อย่างเช่น อาคารและการก่อสร้าง, การขนส่ง, ระบบทำความเย็น, หรือบรรจุภัณฑ์ สำหรับ PCM เองก็มีหลากหลายชนิด ซึ่งแต่ละชนิดมีข้อดีและข้อเสียแตกต่างกันไป โดยทางบริษัท EA ผลิต PCM จากน้ำมันปาล์มดิบ (Bio-based PCM)

ในปัจจุบัน EA มองตลาดเป้าหมายของ PCM ปัจจุบันจะเป็นตลาดการก่อสร้างในต่างประเทศ เช่น ญี่ปุ่น ปัจจุบันบริษัทได้เปิดดำเนินการผลิต PCM แล้วตั้งแต่เดือน ส.ค. 2020 ที่ผ่านมา ด้วยกำลังผลิต 65 ตันต่อวัน

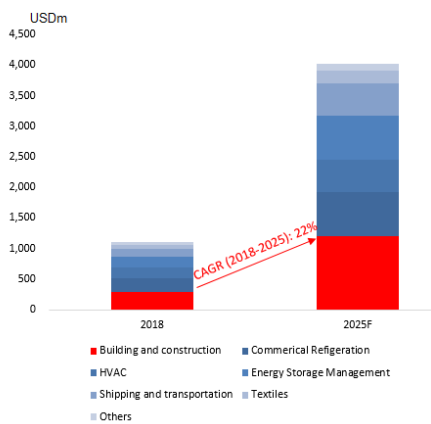
สำหรับตลาด PCM ที่ใช้ในการก่อสร้าง มีการคาดการณ์ว่าจะสามารถเติบโตได้ถึง 22% ต่อปี ในช่วง 2018-2025 จากมูลค่าตลาดที่ประมาณ 9,000 ล้านบาทในปี 2018 มาอยู่ที่ 37,500 ล้านบาทในปี 2025 นอกเหนือจากอัตราการเติบโตที่สูงแล้ว อัตราการทำกำไรที่บริษัททำได้จาก PCM ก็อยู่ในระดับที่สูงเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราการทำกำไรจากธุรกิจไบโอดีเซลในอดีตที่ผ่านมา โดยปัจจุบัน PCM มีอัตรากำไรขั้นต้นที่ระดับ 40%-50% (6% โดยเฉลี่ยของธุรกิจไบโอดีเซลเดิม) และ อัตรากำไรสุทธิที่ระดับสูงถึง 40% ในภาพรวมการเข้ามาของ PCM เราคาดว่าจะช่วยให้การทำกำไรในกลุ่มไบโอดีเซลดีขึ้นจากในอดีต

**รูปที่ 9 Comparison on PCMs**

Main type of PCM	Pros	Cons	Suppliers
Organic	High latent heat capacity / Freeze without supercooling	High cost/ flammable	Honeywell, Rubitherm GmbH
Inorganic	Cheap	Vulnerable to supercooling	Insolcorp, Pluss, mitsubishi Chemicals
Bio-based PCM	Cheap, non-toxic	Poor thermal conductivity	EA, Croda

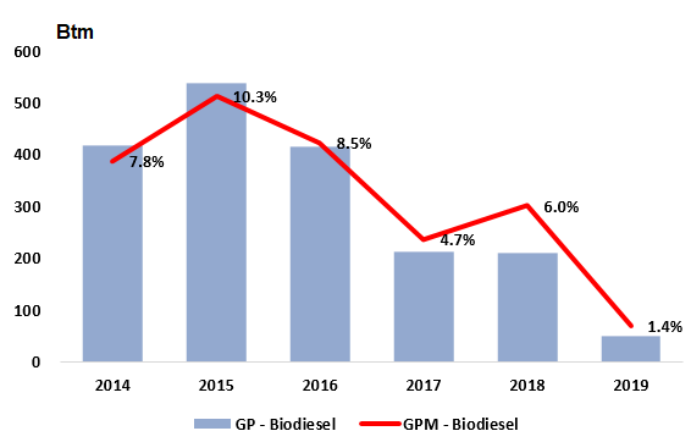
Source: thenbs.com, UOB Kay Hian

**รูปที่ 10 ตลาด PCM คาดจะสามารถเติบโตได้ดี**



Source: EA

**รูปที่ 11 GPM/ NPM ของธุรกิจ Biodiesel**



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน



Initiate Coverage

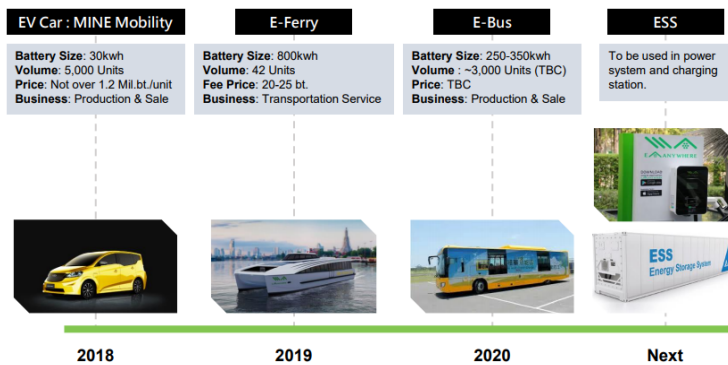
ยังมี Upside เพิ่มอีกจากธุรกิจ EV-car/ E-Bus/ E-Ferry/ Charging Stations

นอกเหนือจากธุรกิจแบตเตอรี่ LiB และ ธุรกิจ Green Biodiesel & PCM ที่กล่าวไปแล้ว ทาง EA ยังมีการขยายธุรกิจไปยังรถยนต์ไฟฟ้า (EV) รวมถึงยานพาหนะไฟฟ้าอื่นอีก อย่างเช่น เรือโดยสารไฟฟ้า (E-Ferry) หรือ รถเมล์ไฟฟ้า (E-Bus, ด้วยความร่วมมือกับ NEX TB) นอกเหนือจากนี้แล้ว บริษัทยังเป็นผู้ให้บริการสถานีชาร์จรถไฟฟ้า (Charging Station) รายใหญ่ในไทยอีกด้วย

ปัจจุบันโรงงานผลิต EV ของ EA เริ่มมีการผลิตแล้วและคาดว่าจะสามารถส่งมอบรถยนต์ EV จำนวน 5,000 คัน ภายในปี 2021 ในขณะเดียวกัน EA ได้เริ่มทดลองเดินเรือไฟฟ้าแล้วในช่วงที่ผ่านมา โดย EA คาดจะสามารถเปิดการเดินเรืออย่างเต็มรูปแบบในปี 2021 ส่วนรถเมล์ไฟฟ้านั้นทางบริษัทคาดว่าจะสามารถส่งมอบถึง 3,000 คันในปี 2021 เช่นกัน โดยในปี 2021 เราน่าจะเห็นพัฒนาการของธุรกิจยานพาหนะไฟฟ้าของ EA ที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้น และเราเชื่อว่าการส่งมอบยานพาหนะไฟฟ้าจะช่วยหนุนผลประกอบการในปี 2021

รูปที่ 12 ความคืบหน้าของยานพาหนะไฟฟ้า

Our Product Development

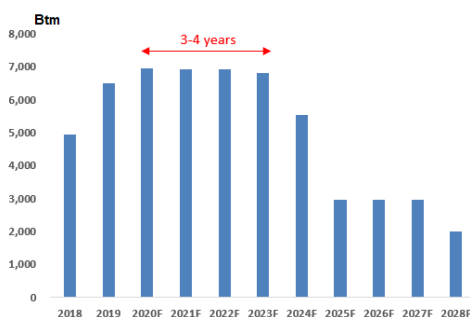


Source: EA

ธุรกิจเดิมจะเป็นฐานกำไรที่ดีของ EA อย่างน้อยจนถึงปี 2023

ทั้งธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนและธุรกิจไบโอดีเซล ที่เป็นธุรกิจเดิมของบริษัทจะสามารถเป็นฐานกำไรให้แก่บริษัทได้อย่างน้อยจนถึงปี 2023 ก่อนที่รายได้อุดหนุนจากการรับซื้อไฟฟ้า (Adder) ในธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนจะเริ่มหมดลง และส่งผลกระทบต่อผลประกอบการ เราเชื่อว่าระยะเวลาประมาณ 3-4 ปี จากปัจจุบันจนถึงปี 2023 น่าจะเพียงพอให้เราสามารถประเมินศักยภาพของธุรกิจใหม่ไม่ว่าจะเป็นธุรกิจ แบตเตอรี่ LiB, ธุรกิจ EV, หรือธุรกิจอื่นๆของ EA ได้ ในขณะเดียวกันความเสี่ยงในเชิงของผลประกอบการในช่วงสั้นจะไม่ถูกระทบมากนัก เนื่องจาก EA ยังคงได้รับ Adder อย่างเต็มเม็ดเต็มหน่วยจนถึงปี 2023

รูปที่ 13 รายได้จาก Adder



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่านี่เป็นสิ่งที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณใด ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

Initiate Coverage

คาดการณ์เติบโตเพียง 5% CAGR ในช่วง 2019-2022 จากการเติบโตของธุรกิจใหม่

ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา EA มีการเติบโตของกำไรที่โดดเด่นกว่า 30% CAGR (2014-2019) หลักๆมาจากการเปิดดำเนินการของโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน (COD) เป็นหลัก ซึ่งตลอด 5 ปีที่ผ่านมาการเพิ่มขึ้นของกำลังการผลิตถึง 47% ต่อปี โดยเฉลี่ย ปัจจุบัน EA ไม่ได้มีโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่เข้ามาเหมือนเช่นในอดีต ทำให้การเติบโตของกำไรในอนาคตมีแนวโน้มที่จะชะลอลง แต่อย่างไรก็ตามทาง EA เองก็เห็นถึงประเด็นความกังวลตรงนี้ โดยทาง EA ได้พยายามที่จะหาธุรกิจใหม่ๆ เพื่อให้มาสร้างการเติบโตให้โดดเด่นอีกครั้ง อย่างเช่น ธุรกิจแบตเตอรี่ ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับรถยนต์ไฟฟ้า EV รวมถึงธุรกิจ Green Biodiesel & PCM

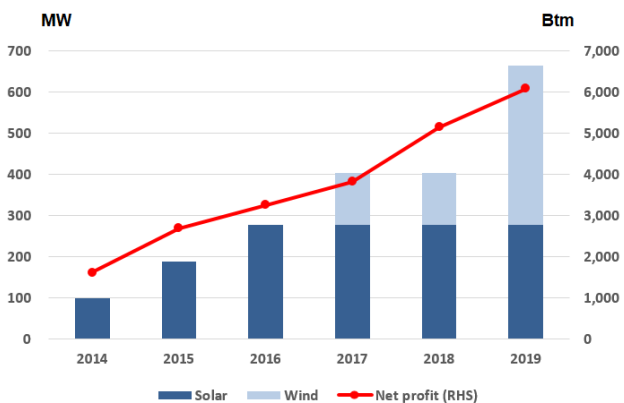
แต่อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าธุรกิจใหม่ๆที่ทาง EA กำลังพัฒนาอยู่อาจจะยังไม่สามารถสร้างรายได้และกำไรอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 1-2 ปีแรกของการดำเนินการ เนื่องจากเราเชื่อว่าธุรกิจใหม่ที่ EA กำลังพัฒนามีการแข่งขันค่อนข้างสูงจากผู้ระดับโลก ยกตัวอย่างเช่น ธุรกิจผลิตแบตเตอรี่ LiB เช่น CATL, LG Chem, SK Innovation, เป็นต้น หรือแม้แต่ในธุรกิจรถยนต์ไฟฟ้า EV เช่น Tesla, BYD, NIO เป็นต้น เราจึงมองว่าแม้ตลาดจะมีโอกาสในการเติบโตสูง แต่ EA อาจจำเป็นต้องใช้เวลาในการสร้างชื่อเสียงและเป็นที่รู้จักในอุตสาหกรรมดังกล่าว

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ EA จะอยู่ที่ระดับ 7,000 ล้านบาท ในปี 2022 เพิ่มขึ้นจาก 6,082 ล้านบาทในปี 2019 หรือคิดเป็นการเติบโตเล็กน้อยประมาณ 5% ต่อปี โดยเฉลี่ย

แนวโน้มกำไร 3Q20 คาดจะเติบโตเล็กน้อย qoq

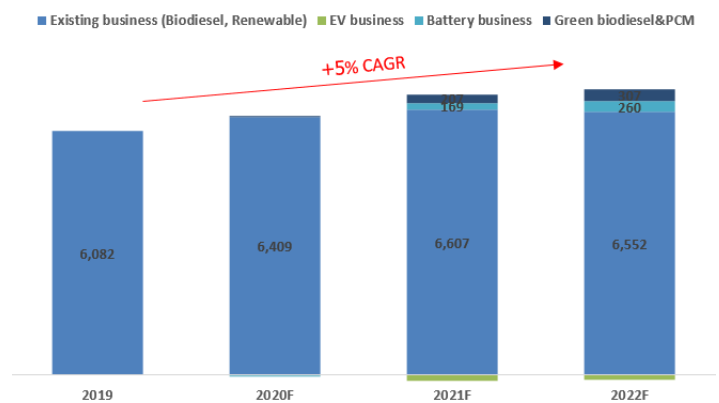
ด้านกำไรไตรมาสที่ 3Q20 เราคาดว่า EA น่าจะรายงานกำไรที่ 1,208 ล้านบาท หรือ เติบโตเล็กน้อย +5% qoq จากไตรมาสที่ 2Q20 แต่น่าจะปรับตัวลดลง -28% yoy จากช่วงเดียวกันของปีก่อน (1,679 ล้านบาท) โดยเราคาดว่าปริมาณการผลิตไฟฟ้าจะขยายตัวเล็กน้อยเป็น 340 ล้านหน่วย (+6% qoq) จากการเพิ่มขึ้นของปริมาณไฟฟ้าจากพลังงานลมเป็นหลัก ในขณะที่ยอวกั้นค่าใช้จ่าย SG&A มีแนวโน้มที่จะคงตัวอยู่ในระดับสูง (flat qoq) จากการขยายธุรกิจใหม่

รูปที่ 14 กำไรสุทธิ และ กำลังการผลิตไฟฟ้า



Source: EA, UOB kay Hian

รูปที่ 15 Net profit projection



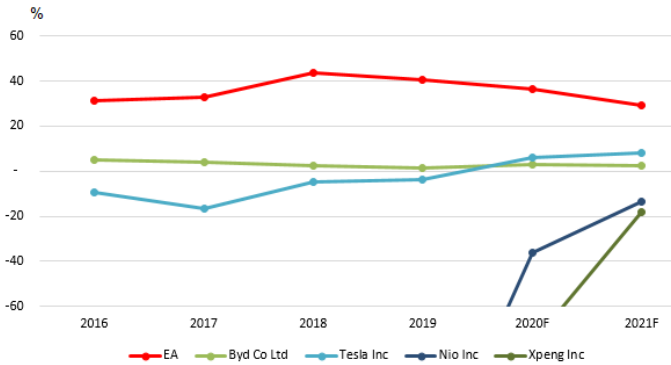
Source: UOB Kay Hian

การเข้าสู่ธุรกิจใหม่ ทำให้อัตรากำไรมีแนวโน้มปรับตัวลดลง

ในอนาคตต่อจากนี้ เราเชื่อว่าอัตรากำไรของ EA มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลง เนื่องจากการขยายเข้าสู่ธุรกิจใหม่ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ธุรกิจรถยนต์ไฟฟ้า EA และธุรกิจแบตเตอรี่ LiB ซึ่งหากไปดูอัตรากำไรทำกำไรสุทธิ หรือ NPM สำหรับผู้ผลิต EV และผู้ผลิตแบตเตอรี่ LiB รายใหญ่ จะเห็นว่า อัตรากำไร NPM อยู่ในระดับประมาณ 3-8% สำหรับผู้ผลิต EV และ 5-10% สำหรับผู้ผลิตแบตเตอรี่ LiB ซึ่งค่อนข้างต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับอัตรากำไรทำกำไร NPM ปัจจุบันของ EA ที่ระดับมากกว่า 30% ดังนั้นแนวทางการขยายไปยังธุรกิจแบตเตอรี่ LiB และ EV มีแนวโน้มกดดันอัตรากำไรทำกำไรของ EA ในอนาคต เราคาดว่า NPM จะลดต่ำลงมาอยู่ที่ 36% และ 29% ในปี 2020 และ 2021

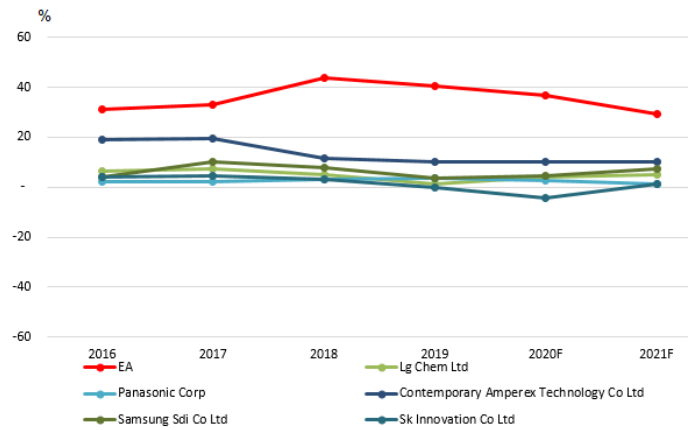
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลต่างๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้ลงทุนหากมีการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

รูปที่ 16 NPM ของผู้ผลิตรถยนต์ EV



Source: UOB Kay Hian, Bloomberg

รูปที่ 17 NPM ของผู้ผลิตแบตเตอรี่ LiB



Source: UOB Kay Hian, Bloomberg

การประเมินมูลค่า

ราคาเป้าหมายปี 21F ที่ 49 บาทแนะนำซื้อ

เราประเมินมูลค่าพื้นฐานของหุ้น EA ไว้ที่ 49 บาทต่อหุ้น ด้วยวิธี SoTP ซึ่งประกอบไปด้วย 1) ธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน 20.1 บาท 2) ธุรกิจไบโอดีเซล 0.8 บาท และ 3) มูลค่าจากธุรกิจใหม่ ๆ จำนวน 27.9 บาทต่อหุ้น

มูลค่าธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนที่ 20.1 บาทต่อหุ้น เราใช้วิธี DCF ด้วยสมมติฐาน WACC ที่ระดับ 3.4%-4% ในขณะที่มูลค่าจากธุรกิจไบโอดีเซล เราใช้วิธี PE multiple ด้วยสมมติฐานที่ 20x ส่วนมูลค่าจากธุรกิจใหม่ ๆ ที่ 27.9 บาทต่อหุ้น ปัจจุบันเราให้มูลค่าเฉพาะ ธุรกิจ EV (3.2 บาท), ธุรกิจ Green Biodiesel & PCM (1.1 บาท), และธุรกิจแบตเตอรี่ LiB ที่ 25GWh (23.6 บาท) หรือคิดเป็น 50% ของกำลังการผลิตในอนาคตตามแผนของบริษัทที่ 50GWh

รูปที่ 18 Valuation table

Business	Value (Btm)	Value per share (Bt)	Key assumptions
<b>Power business</b>	<b>75,072</b>	<b>20.1</b>	
Solar	29,666	8.0	
Lopburi	700	0.2	DCF (WACC: 4%)
Nakornsawan	8,712	2.3	DCF (WACC: 4%)
Lampang	10,062	2.7	DCF (WACC: 4%)
Phisanulok	10,192	2.7	DCF (WACC: 4%)
Wind	45,406	12.2	
HKN1	3,872	1.0	DCF (WACC: 4%)
HKN2	4,911	1.3	DCF (WACC: 4%)
HKN3	4,911	1.3	DCF (WACC: 4%)
HNM1	5,488	1.5	DCF (WACC: 3.4%)
HNM5	5,854	1.6	DCF (WACC: 3.4%)
HNM8	5,488	1.5	DCF (WACC: 3.4%)
HNM9	5,122	1.4	DCF (WACC: 3.4%)
HNM10	9,757	2.6	DCF (WACC: 3.4%)
<b>Biodiesel</b>	<b>2,887</b>	<b>1.0</b>	<b>21F PE @ 20x</b>
<b>New Businesses</b>	<b>104,106</b>	<b>27.9</b>	
EV	12,000	3.2	21F P/S @ 2x
Green biodiesel/ PCM	4,146	1.1	21F PE @ 20x
Battery (4GWh)	23,378	6.3	DCF (WACC: 7%)
Battery (21GWh)	64,582	17.3	DCF (WACC: 7%)
<b>Total</b>	<b>182,065</b>	<b>49.0</b>	

Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการแนะนำหรือชักชวนให้ลงทุนหากซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน



Initiate Coverage

**คาดการณ์ที่เลวร้าย ราคาพื้นฐานจะอยู่ที่ 31.5 บาท**

จากความไม่แน่นอนในธุรกิจแบตเตอรี่ LiB ทั้งความสามารถในการทำกำไร รวมถึงความสามารถในการสร้างรายได้ เรามองว่าในกรณีที่เลวร้ายธุรกิจแบตเตอรี่ อาจไม่สามารถสร้างการเติบโตได้อย่างที่บริษัทคาดไว้ ในกรณีนี้ เราอาจให้มูลค่าธุรกิจแบตเตอรี่ LiB ของ EA แบบอนุรักษ์นิยม (Conservative) จำนวน 4GWh เท่านั้น (8% ของ 50GWh) ซึ่งเป็นกำลังการผลิตของโรงงานที่กำลังจะเริ่มดำเนินการผลิตช่วงต้นปี 2021 กรณีนี้ราคาพื้นฐานของบริษัทจะอยู่ที่ประมาณ 31.5 บาท หากเปรียบเทียบกับราคาหุ้นปัจจุบันจะมี Downside อยู่ที่ประมาณ 25%

**คาดการณ์ที่สดใส ราคาพื้นฐานจะอยู่ที่ 65.0 บาท**

อย่างไรก็ตามหากความต้องการ LiB เติบโตได้อย่างแข็งแกร่ง รวมถึง EA สามารถที่จะสร้างการเติบโตของธุรกิจแบตเตอรี่ได้ตามแผนที่วางไว้จำนวน 50GWh ในกรณีนี้ เราเชื่อว่ามูลค่าพื้นฐานของ EA ขึ้นไปอยู่ในระดับ 65.0 บาท หรือยังมี Upside เพิ่มกว่า 50% จากราคาปัจจุบัน

**รูปที่ 19 Bear, base, bull cases price expectation**

	Bear case	Base case	Bull case
<b>Target price (Bt)</b>	<b>31.5</b>	<b>49.0</b>	<b>65.0</b>
Breakdown			
Power business	20.1	20.1	20.1
Biodiesel	1.0	1.0	1.0
EV	3.2	3.2	3.2
Green biodiesel/ PCM	1.1	1.1	1.1
Battery (4GWh)	6.3	6.3	6.3
Battery (21GWh)		17.3	17.3
Battery (25GWh)			16.4

Source: UOB Kay Hian

**รูปที่ 20 Bear, base, bull cases price expectation**



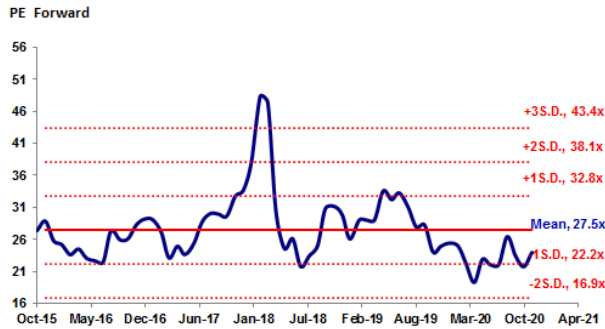
Source: UOB Kay Hian

**คาดหวัง การ Re-rating ของหุ้น EA เนื่องจากการเข้าสู่ธุรกิจใหม่**

ปัจจุบันหุ้นผู้ผลิต EV รวมถึงผู้ผลิตแบตเตอรี่ LiB ระดับโลก ได้รับความนิยมจากนักลงทุนค่อนข้างมาก เนื่องจากเป็นธุรกิจที่มีแนวโน้มการเติบโตสูงและเป็นเทรนของโลก ทำให้หุ้นในกลุ่มนี้ซึ่งวัดโดย P/E (49x-120x), P/B (5.2x-17.6x), หรือ EV/EBITDA (16x-49x) มีค่าค่อนข้างสูง โดยปัจจุบัน EA มี P/E, P/B หรือ EV/EBITDA ที่ระดับ 23.6x, 4.6x, และ 17.6x ตามลำดับ ซึ่งมีค่าต่ำกว่ากลุ่ม EV และ LiB เราเชื่อว่าปัจจุบันตลาดยังไม่ได้ให้มูลค่าธุรกิจในอนาคตของ EA มากนัก หากตลาดเริ่มเห็นพัฒนาการในเชิงบวกจากธุรกิจใหม่ๆของ EA อาจทำให้ตลาด Re-rate หุ้น EA ขึ้นจากระดับปัจจุบัน

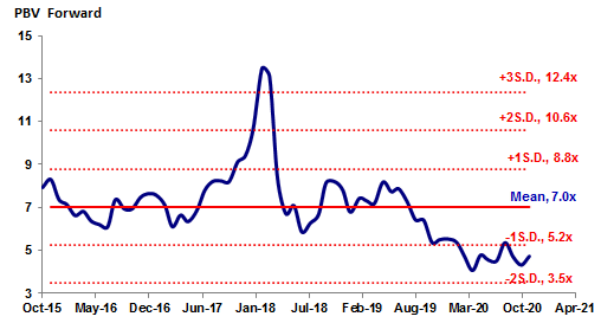
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าน่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณวันที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

รูปที่ 21 EA's price to earnings forward band



Source: UOB Kay Hian

รูปที่ 22 EA's price to book band



Source: UOB Kay Hian

รูปที่ 23 Valuation Table

Sector	Company	Ticker	Market Cap US\$m	PE 2019 (x)	PE 2020F (x)	PE 2021F (x)	EPS		P/B 2021F (x)	Yield 2021F (%)	ROE 2021F (%)	EV/EBITDA 2021F (x)
							CAGR 2019-21F (%)	PEG 2021F (x)				
Power	BCPG	BCPG TB	826	14.5	12.4	11.4	12.9	0.7	1.5	5.3	13.5	7.5
Power	BGRIM	BGRIM TB	3,618	49.2	40.6	33.3	21.5	1.9	3.7	1.0	8.6	11.9
Power	BPP	BPP TB	1,338	14.3	13.9	9.7	21.1	4.7	1.0	5.4	10.2	17.5
Power	GPSC	GPSC TB	5,248	26.2	29.4	28.5	-4.0	-2.7	1.4	3.1	4.8	8.0
Power	GULF	GULF TB	11,659	68.8	74.5	50.6	16.5	-9.7	8.1	1.0	13.0	22.9
Power	RATCH	RATCH TB	2,379	12.6	13.0	10.9	7.9	-4.5	1.2	4.8	10.9	9.2
Power	WHAUP	WHAUP TB	478	7.1	13.9	10.2	-16.6	-0.3	1.0	5.4	10.3	27.7
<b>Power</b>	<b>Sector</b>		<b>25,546</b>	<b>46.3</b>	<b>48.4</b>	<b>35.8</b>			<b>4.7</b>	<b>2.2</b>	<b>10.3</b>	<b>16.3</b>
EV	Byd Co Ltd	002594 CH	50,428	259.7	91.5	81.0	79.1	0.5	6.7	0.2	6.4	20.2
EV	Tesla Inc	TSLA US	416,192	na	237.2	136.8	na	-0.8	21.2	0.0	20.5	57.5
EV	Nio Inc	NIO US	29,450	na	-4.4	-7.4	na	0.1	-7.1	0.0	n.a.	n.a.
EV	Xpeng Inc	XPEV US	14,430	na	-4.4	-7.8	na	0.1	1.2	0.0	n.a.	n.a.
<b>EV</b>	<b>Sector</b>		<b>510,500</b>			<b>118.9</b>			<b>17.6</b>	<b>0.1</b>	<b>3.7</b>	<b>48.9</b>
Battery	Lg Chem Ltd	051910 KS	38,786	154.0	36.1	25.0	148.2	0.1	2.4	0.9	9.6	10.6
Battery	Panasonic Corp	6752 JT	20,077	7.1	10.4	20.7	-41.6	-0.3	1.0	3.3	4.8	7.1
Battery	Contemporary Amperex Technology Co Ltd	300750 CH	82,072	113.4	104.3	76.5	21.7	11.9	9.2	0.2	12.7	36.7
Battery	Samsung Sdi Co Ltd	006400 KS	26,429	82.5	55.7	28.8	69.2	1.2	2.2	0.2	7.9	14.5
Battery	Sk Innovation Co Ltd	096770 KS	11,510	-328.3	-8.1	25.5	na	0.0	0.8	2.4	3.0	9.3
<b>Battery</b>	<b>Sector</b>		<b>178,875</b>	<b>77.3</b>	<b>64.6</b>	<b>48.8</b>			<b>5.2</b>	<b>0.9</b>	<b>7.6</b>	<b>15.6</b>
EA	EA TB		5,089	26.5	25.1	23.6	6.0	4.5	4.6	0.6	20.1	17.0

Source: UOB Kay Hian, Bloomberg

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลต่างๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

Initiate Coverage

Tuesday, 20 October 2020

PROFIT & LOSS

Year to 31 Dec (Btm)	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	14,887	17,168	22,815	26,708
EBITDA	9,774	10,602	11,580	11,807
Deprec. & amort.	2,517	2,673	2,960	2,960
EBIT	7,256	7,929	8,619	8,847
Total other non-operating income	0	0	0	0
Associate contributions	(14.3)	(16.0)	0.0	0.0
Net interest income/(expense)	(1,386)	(1,621)	(1,703)	(1,594)
Pre-tax profit	5,856	6,292	6,916	7,253
Tax	11	(56)	(209)	(386)
Minorities	55.0	130.0	130.0	130.0
Net profit	6,082	6,422	6,837	6,997
Net profit (adj.)	5,954	6,377	6,837	6,997

BALANCE SHEET

Year to 31 Dec (Btm)	2019	2020F	2021F	2022F
Fixed assets	55,123	60,218	63,969	63,766
Other LT assets	1,064	6,850	6,879	6,908
Cash/ST investment	10,040	2,936	1,035	3,522
Other current assets	3,992	4,049	5,349	6,247
Total assets	70,220	74,053	77,232	80,443
ST debt	4,968	9,000	9,000	9,000
Other current liabilities	1,102	1,130	1,469	1,702
LT debt	36,980	30,828	27,809	24,789
Other LT liabilities	2,303	2,000	2,000	2,000
Shareholders' equity	23,365	29,495	35,307	41,254
Minority interest	1,502.0	1,600.0	1,648.0	1,697.4
Total liabilities & equity	70,220	74,053	77,232	80,443

CASH FLOW

Year to 31 Dec (Btm)	2019	2020F	2021F	2022F
Operating	(1,126)	8,953	8,706	9,163
Pre-tax profit	5,856	6,292	6,916	7,253
Tax	11	(56)	(209)	(386)
Deprec. & amort.	2,517	2,673	2,960	2,960
Associates	14.3	16.0	0.0	0.0
Working capital changes	(1,032)	(516)	(960)	(662)
Non-cash items	(8,652)	488	(2)	(2)
Investing	(6,386)	(13,858)	(6,740)	(2,787)
Capex (growth)	(7,143)	(7,768)	(6,712)	(2,758)
Investments	(100.2)	(5,800.0)	0.0	0.0
Financing	12,029	(2,200)	(3,867)	(3,890)
Dividend payments	(932)	(963)	(1,026)	(1,050)
Proceeds from borrowings	12,721.3	0.0	0.0	0.0
Loan repayment	0	(2,120)	(3,020)	(3,020)
Others/interest paid	240.4	883.5	178.0	179.4
Net cash inflow (outflow)	4,518	(7,104)	(1,901)	2,487
Beginning cash & cash equivalent	5,523	10,040	2,936	1,035
Changes due to forex impact	0	0	0	0
Ending cash & cash equivalent	10,040	2,936	1,035	3,522

KEY METRICS

Year to 31 Dec (%)	2019	2020F	2021F	2022F
Profitability				
EBITDA margin	65.7	61.8	50.8	44.2
Pre-tax margin	39.3	36.6	30.3	27.2
Net margin	40.9	37.4	30.0	26.2
ROA	9.4	8.9	9.0	8.9
ROE	29.2	24.3	21.1	18.3
Growth				
Turnover	28.9	15.3	32.9	17.1
EBITDA	40.5	8.5	9.2	2.0
Pre-tax profit	45.3	7.4	9.9	4.9
Net profit	18.1	5.6	6.5	2.3
Net profit (adj.)	38.5	7.1	7.2	2.3
EPS	38.5	7.1	7.2	2.3
Leverage				
Debt to total capital	168.7	128.1	99.6	78.7
Debt to equity	179.5	135.0	104.3	81.9
Net debt/(cash) to equity	136.6	125.1	101.3	73.4

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการศึกษาของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IDO) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2019



AAV	ADVANC	AIRA	AKP	AKR	AMA	AMATA	AMATAV	ANAN	AOT
AP	ARROW	BAFS	BANPU	BAY	BCP	BCPG	BOL	BRR	BTS
BTW	BWG	CFRESH	CHEWA	CHO	CK	CKP	CM	CNT	COL
COMAN	CPALL	CPF	CPI	CPN	CSS	DELTA	DEMCO	DRT	DTAC
DTC	EA	EASTW	ECF	EGCO	GBX	GC	GCAP	GEL	GFPT
GGC	GOLD	GPSC	GRAMMY	GUNKUL	HANA	HARN	HMPRO	ICC	ICHI
III	ILINK	INTUCH	IRPC	IVL	JKN	JSP	K	KBANK	KCE
KKP	KSL	KTB	KTC	KTIS	LH	LHFG	LIT	LPN	MAKRO
MALEE	MBK	MBKET	MC	MCOT	MFEC	MINT	MONO	MTC	NCH
NCL	NKI	NSI	NVD	NYT	OISHI	OTO	PAP	PCSGH	PDJ
PG	PHOL	PJW	PLANB	PLANET	PORT	PPS	PR9	PREB	PRG
PRM	PSH	PSL	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	PYLON	Q-CON	QH
QTC	RATCH	ROBINS	RS	S	S & J	SABINA	SAMART	SAMTEL	SAT
SC	SCB	SCC	SCCC	SCN	SDC	SEAFSCO	SEAOIL	SE-ED	SELIC
SENA	SIS	SITHAI	SNC	SORKON	SPALI	SPI	SPRC	SSSC	STA
STEC	SVI	SYNTEC	TASCO	TCAP	THAI	THANA	THANI	THCOM	THIP
THREL	TIP	TISCO	TK	TKT	TMB	TMILL	TNDT	TOA	TOP
TRC	TRU	TRUE	TSC	TSR	TSTH	TTA	TTCL	TTW	TU
TVD	TVO	U	UAC	UV	VGI	VIH	WACOAL	WAVE	WHA
WHAUP	WICE	WINNER							



2S	ABM	ADB	AF	AGE	AH	AHC	AIT	ALLA	ALT
AMANAH	AMARIN	APCO	APCS	AQUA	ARIP	ASAP	ASIA	ASIAN	ASIMAR
ASK	ASN	ASP	ATP30	AUCT	AYUD	B	BA	BBL	BDMS
BEC	BEM	BFIT	BGC	BGRIM	BIZ	BJC	BJCHI	BLA	BPP
BROOK	CBG	CEN	CENTEL	CGH	CHG	CHOTI	CHOW	CI	CIMBT
CNS	COLOR	COM7	COTTO	CRD	CSC	CSP	DCC	DCON	DDD
DOD	EASON	ECL	EE	EPG	ERW	ESTAR	ETE	FLOYD	FN
FNS	FORTH	FPI	FPT	FSMART	FSS	FVC	GENCO	GJS	GL
GLOBAL	GLOW	GULF	HPT	HTC	HYDRO	ICN	IFS	INET	INSURE
IRC	IRCP	IT	ITD	ITEL	J	JAS	JCK	JCKH	JMART
JMT	JWD	KBS	KCAR	KGI	KIAT	KOOL	KWC	KWM	L&E
LALIN	LANNA	LDC	LHK	LOXLEY	LRH	LST	M	MACO	MAJOR
MBAX	MEGA	METCO	MFC	MK	MODERN	MOONG	MPG	MSC	MTI
NEP	NETBAY	NEX	NINE	NOBLE	NOK	NTV	NWR	OCC	OGC
ORI	OSP	PATO	PB	PDG	PDI	PL	PLAT	PM	PPP
PRECHA	PRIN	PRINC	PSTC	PT	QLT	RCL	RICHY	RML	RWI
S11	SAAM	SALEE	SAMCO	SANKO	SAPPE	SAWAD	SCG	SCI	SCP
SE	SFP	SIAM	SINGER	SIRI	SKE	SKR	SKY	SMIT	SMK
SMPC	SMT	SNP	SONIC	SPA	SPC	SPCG	SPVI	SR	SRICHA
SSC	SSF	SST	STANLY	STPI	SUC	SUN	SUSCO	SUTHA	SWC
SYMC	SYNEX	T	TACC	TAE	TAKUNI	TBSP	TCC	TCMC	TEAM
TEAMG	TFG	TFMAMA	THG	THRE	TIPCO	TITLE	TIW	TKN	TKS
TM	TMC	TMD	TMI	TMT	TNITY	TNL	TNP	TOG	TPA
TPAC	TPBI	TPCORP	TPOLY	TRITN	TRT	TSE	TSTE	TVI	TVT
TWP	TWPC	UBIS	UEC	UMI	UOBKH	UP	UPF	UPOIC	UT
UWC	VNT	WIJK	XO	YUASA	ZEN	ZMICO	TOG		



A	ABICO	ACAP	AEC	AEONTS	AJ	ALUCON	AMC	APURE	AS
ASEFA	AU	B52	BCH	BEAUTY	BGT	BH	BIG	BLAND	BM
BR	BROCK	BSBM	BSM	BTNC	CCET	CCP	CGD	CHARAN	CHAYO
CITY	CMAN	CMC	CMO	CMR	CPL	CPT	CSR	CTW	CWT
D	DIMET	EKH	EMC	EPCO	ESSO	FE	FTE	GIFT	GLAND
GLOCON	GPI	GREEN	GTB	GYT	HTECH	HUMAN	IHL	INGRS	INOX
JTS	JUBILE	KASET	KCM	KKC	KWG	KYE	LEE	LPH	MATCH
MATI	M-CHAI	MCS	MDX	META	MGT	MJD	MM	MVP	NC
NDR	NER	NNCL	NPK	NUSA	OCEAN	PAF	PF	PICO	PIMO
PK	PLE	PMTA	POST	PPM	PROUD	PTL	RCI	RJH	ROJNA
RPC	RPH	SF	SGF	SGP	SKN	SLP	SMART	SOLAR	SPG
SQ	SSP	STI	SUPER	SVOA	TCCC	THE	THMUI	TIC	TIGER
TNH	TOPP	TPCH	TPIPP	TPLAS	TQM	TTI	TYCN	UTP	VCOM
VIBHA	VPO	WIN	WORK	WP	WPH	ZIGA			

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	-	-

**Disclaimer :** การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลการสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่วันที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะ ชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

**Anti-corruption Progress Indicator 2019**

**ได้รับการรับรอง**

ADVANC	AIE	AKP	AMANAH	AP	AQUA	ASP	ASK	BAFS	BBL
BCH	BKI	BLA	BSBM	BAY	BANPU	BWG	BJCHI	BTS	BRR
CIG	CEN	CNS	CPN	CENTEL	CPF	FPI	CIMBT	COM7	CGH
CPALL	CSC	DEMCO	TIP	DRT	DIMET	DTC	DCC	ECL	EPCO
ESTW	EGCO	FNS	FSS	GCAP	GJS	GSTEL	GEL	GFPT	GC
GGC	GPSC	GBX	GLOW	GOLD	GUNKUL	HTC	HANA	HARN	HMPRO
ICC	IFS	INSURE	IVL	INET	INTUCH	IRPC	KBANK	KCE	KSL
KBS	KKP	K	KTB	KWC	KCAR	KTC	LPN	LRH	LHFG
L & E	LHK	MALEE	MBKET	MBK	MC	MCOT	MSC	MINT	M
MONO	MOONG	MTI	MBAX	NBC	NINE	NMG	NNCL	OCC	OCEAN
NKI	PLAT	TASCO	TIPCO	TISCO	TMB	DTAC	TNITY	TTCL	TVD
OGC	PAP	PDI	PATO	PRG	PG	PHOL	PLANB	PLANET	PSTC
PPPM	PDJ	PREB	PE	PM	PPP	PT	PB	PRINC	PDG
PPS	PTG	PTTEP	PTTGC	PTT	PYLON	QTC	QLT	Q-CON	QH
RML	RATCH	THANI	SNP	SORKON	SPACK	SABINA	SPI	SPC	SCG
SCCC	SCB	MAKRO	SSSC	SGP	SINGER	SIS	SNC	SAT	AYUD
SMIT	SMPC	SSI	SIRI	SC	SCN	SE-ED	CFRESH	SELIC	SENA
STA	SRICHA	SITHAI	VIH	SPRC	SST	SSF	SUSCO	SVI	SMK
SYNTEC	TMILL	TKT	TSTH	TPCORP	TAE	TFI	KASET	TMD	TMT
THCOM	TFG	THREL	TVI	TCAP	TNP	THIP	TNL	BROOK	LANNA
TNR	TOP	TOG	TPA	TFMAMA	THRE	TSC	TU	WACOAL	TWPC
U	UBIS	UEC	UKEM	UOBKH	VGI	VNT	WHA	WICE	

**ประกาศเจตนา**

2S	ABICO	AIRA	AF	AMA	AMARIN	AMATA	ANAN	ARROW	AI
BM	BUI	B	CI	CHO	CHOW	CHG	CITY	COL	EFORL
ESTAR	UREKA	XO	FTE	FPI	GYT	GPI	ICHI	IRC	ILINK
JTS	JNK	CHOTI	KWG	KDC	NETA	MFEC	MPG	NEP	INOX
PSL	RWI	ROJNA	SAAM	SCI	SHANG	SKR	SPALI	SYNEX	TMC
TAKUNI	TPP	STANLY	TVO	TRITN	UWC	UV	YUASA		

**Disclaimer :** การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจัดทำโดยสถาบันไทยพัฒนา เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผลการประเมินดังกล่าวของสถาบันไทยพัฒนา อาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในรูปแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันไทยพัฒนาซึ่งเป็นบุคคลภายนอกโดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมิได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ซีเอ็น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ซีเอ็น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน