

BUY

12M TP: Bt46.50

Closing price: Bt35.25

Upside/downside 31.9%

Sector	Energy & Utilities
Paid-up shares (shares mn)	3,730.00
Market capitalization (Bt mn)	131,482.50
Free float (%)	39.86
12-mth daily avg. turnover (Bt mn)	815.36
12-mth trading range (Bt)	71.25 / 26.00

Major shareholders (%)

UBS AG SINGAPORE BRANCH	29.52
นาย สมโภชน์ อามุนัย	23.44
นาง มุกดา บุญเสียง	4.52

Financial highlights

Year to 31 Dec	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue (Bt mn)	11,580	13,330	16,755	17,074
Normalized profit (Bt mn)	3,740	5,103	7,495	8,052
Net profit (Bt mn)	3,801	5,103	7,495	8,052
Normalized EPS (Bt)	1.00	1.37	2.01	2.16
EPS (Bt)	1.02	1.37	2.01	2.16
Norm. EPS growth (%)	11.5	36.4	46.9	7.4
EPS growth (%)	16.9	34.2	46.9	7.4
P/E (x)	51.5	25.8	17.5	16.3
P/BV (x)	13.35	7.01	5.31	4.22
EV/EBITDA (x)	34.08	19.63	14.50	13.36
DPS (Bt)	0.20	0.27	0.40	0.43
Dividend yield (%)	0.38	0.78	1.14	1.22
ROE (%)	29.18	30.54	34.46	28.79

Source: Company data, AWS Research

Thailand Research Department

Mr. Adisak Prombun,
License, No. 14543
Tel: 02 680 5056

ซื้อเพื่อลงทุนอนาคต

- EA เป็นผู้ผลิตไฟฟ้าพลังงานทดแทนที่มีแนวโน้มเติบโตสูงทั้งจากกำลังการผลิตไฟฟ้าติดตั้งที่เพิ่มขึ้นและจากธุรกิจใหม่อย่างโรงงานแบตเตอรี่และรถยนต์ไฟฟ้า
- สร้างโรงงานแปรรูปน้ำมันปาล์มเป็น Green Diesel และ PCM เพื่อเพิ่มมูลค่า
- คาดการณ์กำไรสุทธิของบริษัทในปี 2561 และ 2562 เท่ากับ 5,103 ล้านบาท และ 7,495 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 34.2% YoY และ 46.9% YoY ตามลำดับ
- เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายสำหรับ 12 เดือนข้างหน้า 46.50 บาทต่อหุ้น อิงวิธี Sum-of-the-parts

ปัจจุบันมีกำลังการผลิตไฟฟ้าติดตั้งทั้งหมด 278 MW และจะเพิ่มเป็น 404 MW และ 664 MW ภายในปี 2561 และ 2562 ตามลำดับ ณ วันที่ 30 ธันวาคม 2560 EA มีโครงการโรงไฟฟ้าที่เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้ว 278 MW โดยในปี 2561 นี้ บริษัทจะเริ่มรับรู้รายได้จากโครงการพลังงานลมหาดกั้งหิน ขนาดกำลังการผลิต 126 MW) ได้เต็มปี รวมถึงโรงไฟฟ้าพลังงานลมหุมนาน ขนาดกำลังการผลิต 260 MW จะสามารถผลิตไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (COD) ได้ในช่วงปลายปี 2561 นี้และได้เต็มปีในปี 2562 คาดกำไรสุทธิของบริษัทในปี 2561 และ 2562 เท่ากับ 5,103 ล้านบาท และ 7,495 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 34.2% YoY และ 46.9% YoY ตามลำดับ

สร้างโรงงานแปรรูปน้ำมันปาล์มเป็น Green Diesel และ PCM เพื่อเพิ่มมูลค่า บริษัทได้พัฒนาน้ำมันดีเซลสังเคราะห์ Bio Hydrogenated Diesel หรือ Green Diesel รวมทั้งพัฒนาต่ออยอดเป็นสารเปลี่ยนสถานะ (Phase Change Material: PCM) ซึ่งเป็นสารที่ใช้เป็นฉนวนไฟฟ้าทนความร้อนสูง สามารถนำไปกั้นระหว่างขั้วบวกและขั้วลบ ซึ่งมีอัตราค่าไฟที่ต่ำกว่าธุรกิจน้ำมันปาล์มแบบดั้งเดิม บริษัทอยู่ระหว่างการก่อสร้างโรงงานใหม่เพื่อแปรรูปน้ำมันปาล์มเป็น Green Diesel และ PCM คาดช่วยให้ธุรกิจน้ำมันปาล์มมีโอกาสฟื้นตัวกลับมาสร้างกำไรได้โดดเด่นในอนาคต

ปรับ Business Model ให้ครบวงจรด้วยธุรกิจรถยนต์ไฟฟ้า ล่าสุดบริษัทได้เปิดตัวรถยนต์ต้นแบบที่ขับเคลื่อนด้วยไฟฟ้าทำให้บริษัทจะมี Business Model คล้ายกับบริษัท TESLA ผู้ผลิตรถยนต์ไฟฟ้าอันดับหนึ่งของโลก ที่มีทั้งธุรกิจผลิต Battery Storage และรถยนต์ไฟฟ้า รวมถึงสถานีชาร์จไฟฟ้ารวมถึงรถยนต์ไฟฟ้า ธุรกิจรถยนต์ไฟฟ้าเป็นธุรกิจที่มีแนวโน้มเติบโตสูง จากการที่หลายประเทศในกลุ่มสหภาพยุโรป รวมถึงประเทศอื่นๆ เริ่มออกกฎหมายควบคุมการจำหน่ายรถยนต์ที่ใช้น้ำมัน และตั้งเป้าจะหันมาใช้รถยนต์ไฟฟ้าเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากช่วยลดมลภาวะ ลดการพึ่งพาน้ำมันจากต่างประเทศ

เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ประเมินราคาเป้าหมาย 46.50 บาทต่อหุ้น ด้วยวิธี Sum-of-the-Parts เราประเมินค่าเหมาะสมของ EA ด้วยวิธี Sum-of-the-Parts ได้ราคาเป้าหมาย 46.50 บาทต่อหุ้น แบ่งเป็น (1) มูลค่าธุรกิจโรงงานน้ำมันปาล์มและธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนกำลังการผลิตไฟฟ้า 664 MW ในปัจจุบัน 30 บาทต่อหุ้น และ (2) ธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนพร้อมระบบกักเก็บไฟฟ้าในต่างประเทศ รวมถึงโรงงานแบตเตอรี่อีก 16.50 บาทต่อหุ้น

ทั้งนี้เรามองว่าราคาหุ้น EA ที่ปรับลดลงมาที่ระดับราคาประมาณ 30 บาทต่อหุ้น ใกล้เคียงกับมูลค่าธุรกิจโรงงานน้ำมันปาล์มและธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในปัจจุบัน เป็นระดับราคาที่น่าสนใจสำหรับลงทุนในธุรกิจที่มีแนวโน้มเติบโตสูงอย่างธุรกิจแบตเตอรี่และรถยนต์ไฟฟ้า

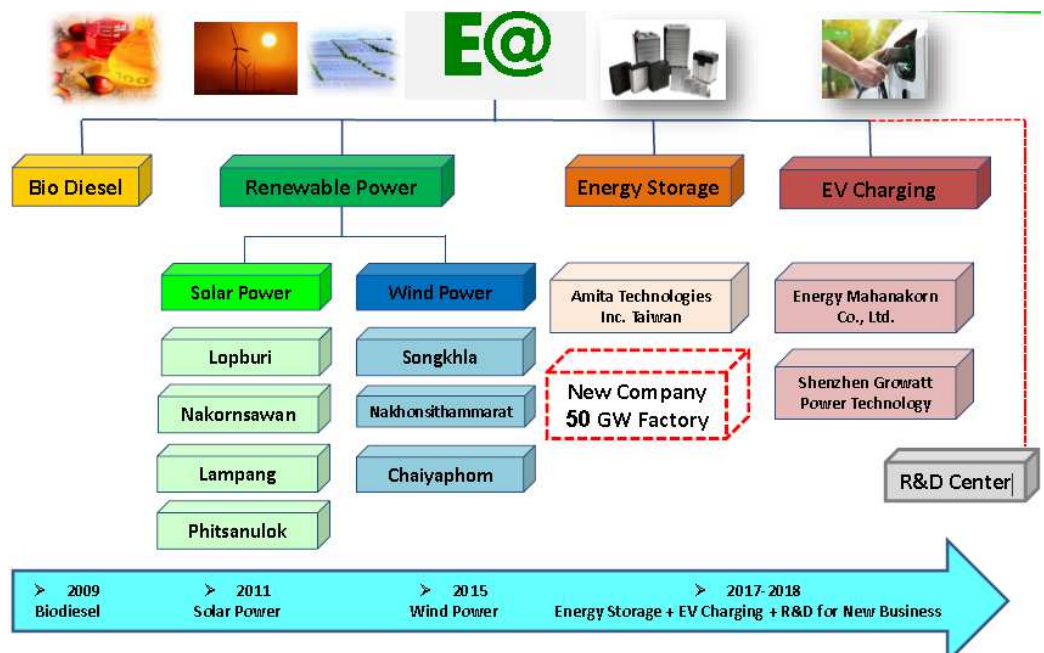
สรุปภาพรวมการประกอบธุรกิจ

บริษัท พลังงานบริสุทธิ์ จำกัด (มหาชน) (Energy Absolute Public Company Limited) จัดทะเบียนก่อตั้งบริษัทขึ้นเมื่อวันที่ 6 มีนาคม 2549 ในชื่อเดิมคือ บริษัท ชันเทคปาล์มออยล์ จำกัด ในส่วนของการดำเนินธุรกิจ บริษัทดำเนินธุรกิจด้านพลังงานเป็นหลักโดยมีรายละเอียดตาม Figure 1 บริษัทเริ่มต้นด้วยการผลิตและจำหน่ายน้ำมันไบโอดีเซล (B100), น้ำมันดีเซลหมุนเร็ว, ก๊าซเออาร์เอ็นบริสุทธิ์ และผลิตภัณฑ์พลอยได้ ปัจจุบันโรงงานผลิตไบโอดีเซลของบริษัทมีกำลังการผลิต 800,000 ลิตร/วัน ต่อมาบริษัทได้ขยายการดำเนินงานไปยังธุรกิจผลิตกระแสไฟฟ้า โดยเริ่มต้นจากโครงการโรงผลิตกระแสไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมตามลำดับ ทั้งนี้ เพื่อผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าที่ผลิตได้ให้แก่การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (“กฟผ.”) และการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (“กฟภ.”) โดยมีบริษัทในเครือเป็นบริษัทดำเนินการแต่ละโครงการ ปัจจุบันบริษัทมีโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ จำนวน 4 แห่ง รวมขนาดกำลังการผลิต 278 MW และโรงไฟฟ้าพลังงานลมโดยรวมโครงการที่ยังคงดำรงสถานะอยู่ในแผนงาน จำนวน 8 โครงการ รวมขนาดกำลังการผลิต 386 MW

ในระหว่างปี 2559 บริษัทได้ขยายการดำเนินธุรกิจโดยเข้าร่วมลงทุนในสัดส่วน 35.20% ของจำนวนหุ้นที่ออกและจำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของ Amita Technologies Inc. (“Amita”) ซึ่งดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับการพัฒนาและผลิตแบตเตอรี่ ประเภทลิเทียม-ไอออน โพลีเมอร์ (Lithium-Ion Polymer) โดยจดทะเบียนบริษัทภายใต้กฎหมายของสาธารณรัฐจีน (ไต้หวัน) และเป็นบริษัทจดทะเบียนใน Emerging Stock Market (ESM) ของตลาดหลักทรัพย์ไต้หวัน ทั้งนี้เพื่อขยายและเพิ่มความสามารถในการแข่งขันทางธุรกิจของบริษัทฯ รวมไปถึงเพื่อให้สอดคล้องกับนโยบายการดำเนินธุรกิจที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมและในปี 2560 บริษัทได้ลงทุนเพิ่มใน Amita โดยเข้าซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นเดิมของ Amita ด้วยวิธีการซื้อหุ้นผ่านระบบของตลาดหลักทรัพย์ไต้หวัน (Emerging Stock Market) โดยผลจากการซื้อหุ้นดังกล่าว ทำให้บริษัทเป็นผู้ถือหุ้นใน Amita จำนวนทั้งสิ้น 25,467,289 หุ้น คิดเป็นสัดส่วน 50.69%

นอกจากนี้ในระหว่างปี 2560 บริษัทได้ขยายการดำเนินงานไปยังธุรกิจสถานีอัดประจุไฟฟ้าสำหรับรถยนต์ไฟฟ้าภายใต้เครื่องหมายการค้า “EA Anywhere” โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำพลังงานสะอาดมาใช้ในอุตสาหกรรมยานยนต์และลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ รวมถึงส่งเสริมการใช้พลังงานที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม ซึ่งดำเนินงานโดยบริษัท พลังงานมหานคร จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อย

Figure 1: Business Structure of EA



Source: Company

สัดส่วนรายได้จากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

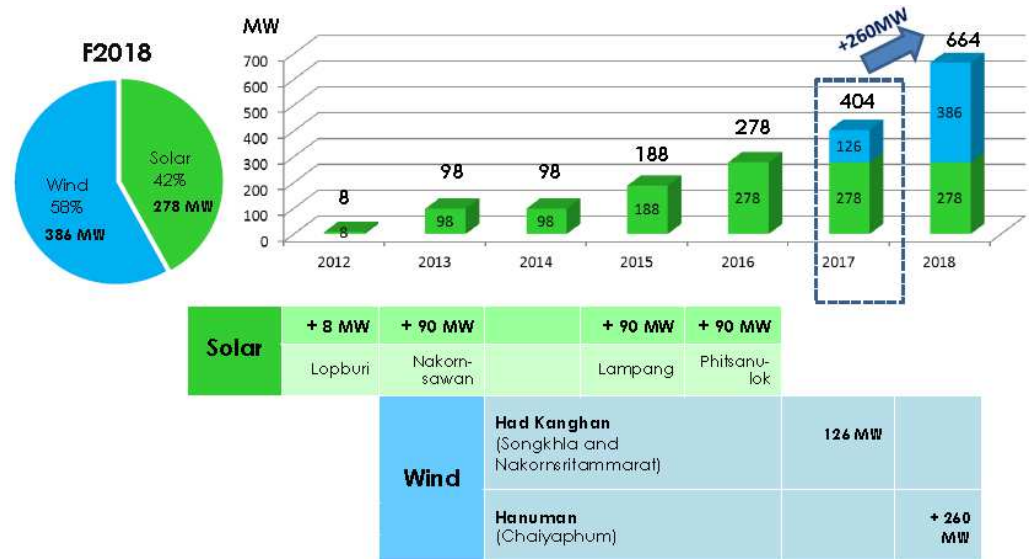
จากข้อมูลใน Figure 2 พบว่าสัดส่วนรายได้จากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง โดย ณ สิ้นปี 2560 สัดส่วนรายได้จากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนเพิ่มขึ้นเป็น 60.76% เทียบกับปีก่อนที่ 52.59% เป็นผลมาจากการปริมาณขายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นจากการขยายธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนโดยมีรายละเอียดตาม Figure 3

Figure 2: โครงสร้างรายได้บริษัท

ประเภทรายได้	ปี 2558		ปี 2559		ปี 2560	
	รายได้ (ล้านบาท)	ร้อยละ	รายได้ (ล้านบาท)	ร้อยละ	รายได้ (ล้านบาท)	ร้อยละ
กลุ่มธุรกิจไฮโดรโปเวล						
1. น้ำมันไบโอดีเซล	5,005.33	54.33	4,721.13	45.23	4,205.20	36.02
2. ก๊าซเซอรีนบริสุทธิ์	220.32	2.40	169.49	1.62	267.07	2.29
3. ผลิตภัณฑ์พลอยได้	16.06	0.17	11.32	0.11	14.16	0.12
กลุ่มธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน						
4. กระแสไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลม	1,360.39	14.77	1,786.31	17.11	2,422.15	20.75
5. เงินอุดหนุนส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้า	2,595.25	28.17	3,704.14	35.48	4,670.94	40.01
รวมรายได้จากการขาย	9,197.35	99.84	10,392.39	99.55	11,579.52	99.19
6. รายได้อื่น	14.82	0.16	46.86	0.45	93.98	0.81
รายได้รวม	9,212.17	100.00	10,439.25	100.00	11,673.50	100.00

Source: Company

Figure 3: Renewable Power Plant Portfolio of 664 MW

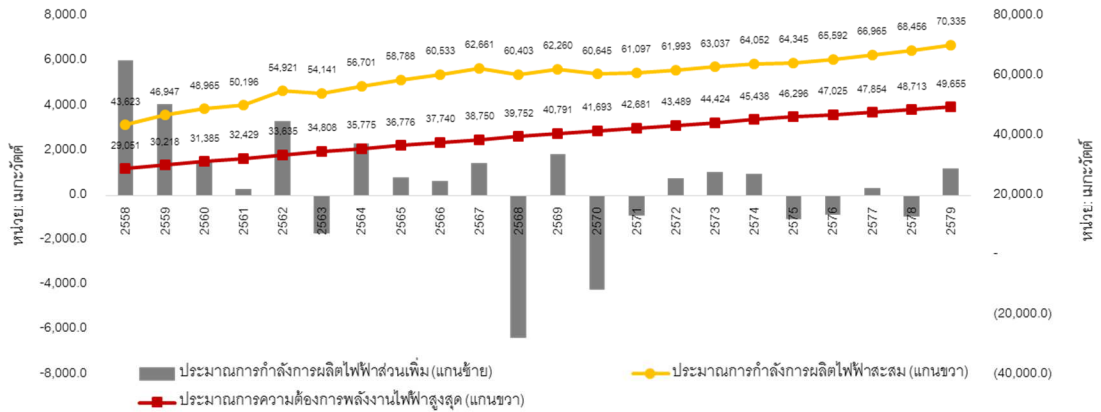


Source: Company

ภาวะอุตสาหกรรมการผลิตไฟฟ้าและการแข่งขันของประเทศไทย

สำนักนโยบายและแผนพลังงาน กระทรวงพลังงานเป็นผู้วางแผน จัดการ และดูแลการพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย ให้มีความสำคัญต่อความมั่นคงทางพลังงานของประเทศ เพื่อรองรับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ การเพิ่มขึ้นของจำนวนประชากร และการขยายตัวของเขตเมืองและชุมชน รวมถึงการจัดสรรสัดส่วนเชื้อเพลิงที่ใช้ในการผลิตไฟฟ้าให้มีความเหมาะสม ทั้งนี้แผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย พ.ศ. 2558 – 2579 (PDP 2015) ได้ประมาณอัตราการเติบโตเฉลี่ยของความต้องการไฟฟ้าสูงสุดที่ 2.7% ต่อปี โดยในปี 2579 คาดว่าจะมีความต้องการไฟฟ้าสูงสุดอยู่ที่ 49,655.0 MW

Figure 4: แผนภาพแสดงการประมาณกำลังการผลิตไฟฟ้าและความต้องการพลังงาน ปี 2558 - 2579



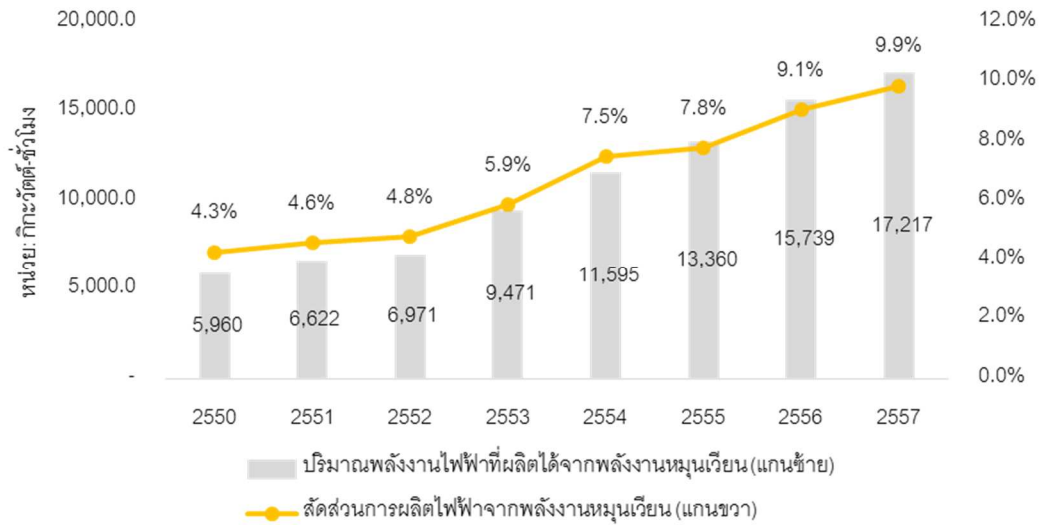
ที่มา: แผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย พ.ศ. 2558 – 2579 (PDP 2015)

แผน PDP 2015 ได้กำหนดแนวทางการจัดสรรกำลังการผลิตไฟฟ้าและกำหนดสัดส่วนเชื้อเพลิงให้มีกำลังการสำรองไม่ต่ำกว่า 15.0% ของความต้องการพลังงานไฟฟ้าสูงสุดและกระจายสัดส่วนการใช้เชื้อเพลิงแต่ละชนิดในการผลิตไฟฟ้า เพื่อลดความเสี่ยงจากการพึ่งพิงเชื้อเพลิงชนิดใดชนิดหนึ่ง โดยได้ประมาณการกำลังการผลิตตามสัญญาจากประมาณการกำลังผลิตตามสัญญาปี 2558 ที่ 43,623.0 MW เป็น 70,335.0 MW เมื่อสิ้นแผน PDP 2015 ในปี 2579 หรือคิดเป็นอัตราการการเติบโตเฉลี่ยของกำลังการผลิตตามสัญญาที่ 2.3% ต่อปี ทั้งนี้กำลังการผลิตตามสัญญาเมื่อสิ้นแผน PDP 2015 ดังกล่าวประมาณการจากแผนการเพิ่มขึ้นของกำลังการผลิตตามสัญญาจากโรงไฟฟ้าใหม่จำนวน 57,459.0 MW สหรักับการลดลงของกำลังการผลิตตามสัญญาจากโรงไฟฟ้าเก่าที่หมดอายุในช่วงปี 2558 – 2579 จำนวน 24,736.0 MW จากกำลังการผลิตตามสัญญาของโรงไฟฟ้าใหม่ที่เพิ่มขึ้นในช่วงปี 2558 – 2579 จะเป็นกำลังการผลิตตามสัญญาของโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในสัดส่วนที่สูงที่สุด โดยคิดเป็นสัดส่วน 37.7 % ของกำลังการผลิตตามสัญญาใหม่ทั้งหมด

จากมาตรการสนับสนุนของกระทรวงพลังงาน ตั้งแต่ปี 2532 ที่มีนโยบายส่งเสริมและสนับสนุนให้ภาคเอกชนเข้ามามีบทบาทในการผลิตไฟฟ้า โดยเฉพาะอย่างยิ่งการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนนั้น ส่งผลให้การผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนมีสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องทุกปี โดยในช่วงปี 2550 – 2557 สัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยอยู่ที่ 16.4% ต่อปี

ณ เดือนธันวาคม 2557 กำลังการผลิตตามสัญญาจากพลังงานหมุนเวียนมีปริมาณรวม 7,400.4 MW ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 9.9% ของกำลังการผลิตตามสัญญารวมในปีนั้น โดยตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ในแผน AEDP 2015 ที่ยังคงสนับสนุนและส่งเสริมการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนอย่างต่อเนื่องในช่วงปี 2558-2579 นั้น ในปี 2579 กำลังการผลิตตามสัญญาจากพลังงานหมุนเวียนจะอยู่ที่ 19,684.4 MW หรือคิดเป็นสัดส่วน 20.1% ของกำลังการผลิตไฟฟ้ารวมในปีนั้น

Figure 5: แผนภาพแสดงปริมาณพลังงานไฟฟ้าที่ผลิตจากพลังงานหมุนเวียน ปี 2550 – 2557



ที่มา: แผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือก พ.ศ. 2558 – 2579 (AEDP 2015)

ทั้งนี้จากการสนับสนุนและส่งเสริมจากภาครัฐ ที่ชัดเจนและต่อเนื่องในการผลักดันให้ภาคเอกชนมีบทบาทในการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน ส่งผลให้มีนักลงทุนภาคเอกชนจำนวนมากให้ความสนใจในอุตสาหกรรมพลังงานหมุนเวียน ซึ่งทำให้การแข่งขันในการประมูลหรือยื่นขออนุญาตขายไฟฟ้าในประเทศมีแนวโน้มสูงขึ้นและอาจส่งผลให้ราคารับซื้อไฟฟ้าในรูปแบบ Feed-in-Tariff (“FIT”) ซึ่งเป็นอัตรารับซื้อคงที่ตลอดอายุสัญญา มีโอกาสปรับลดลงในอนาคต

คาดมีโอกาปรับลดประมาณการความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดในแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าฉบับใหม่ หลังความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดในปี 2560-ปัจจุบัน ยังต่ำกว่าประมาณการ

จากข้อมูลของการไฟฟ้าฝ่ายผลิตฯ (EGAT) พบว่าความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดในปี 2560 (Figure 6) และความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดในเดือน ม.ค. -ก.พ. 61 (Figure 7) ยังต่ำกว่าประมาณการ ทำให้สำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน กระทรวงพลังงาน (EPPO) มีโอกาสปรับลดประมาณการความต้องการใช้ไฟฟ้าในอนาคตในแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้า (PDP) ฉบับใหม่ได้ ประกอบกับมีรายงานข่าวว่า รมต.พลังงานมีนโยบายชะลอรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนในช่วง 5 ปีข้างหน้านี้ เนื่องจาก (1) กำลังการผลิตไฟฟ้าในระบบเพียงพอแล้ว (2) การอุดหนุนราคารับซื้อ (ทั้งระบบ Adder และ FIT) ทำให้ค่าไฟฟ้าแพงขึ้น 20-25 สตางค์/ หน่วย และ (3) เพื่อเป็นการรอดูทิศทางการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนที่มีแนวโน้มต้นทุนลดลงใกล้เคียงการผลิตไฟฟ้าจากฟอสซิล (ที่มา: <http://www.thansettakij.com>) ซึ่งส่งผลต่อการเติบโตของโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนภายในประเทศได้

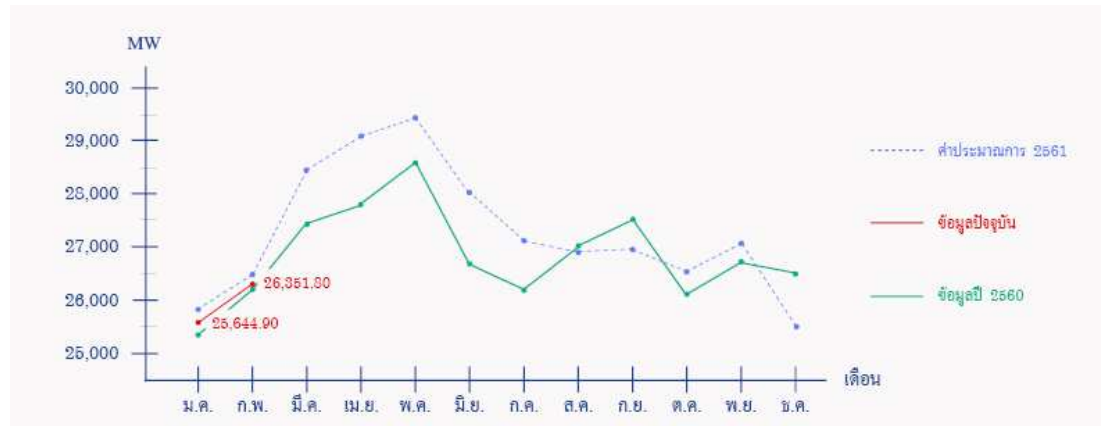
ทั้งนี้การแข่งขันที่เพิ่มมากขึ้น ราคารับซื้อไฟฟ้าในรูปแบบ Feed-in-Tariff (“FIT”) ที่มีโอกาสปรับลดลง รวมถึงโอกาสเติบโตจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในประเทศที่ลดลง ทำให้ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าปรับกลยุทธ์ด้วยการขยายธุรกิจโรงไฟฟ้าไปยังต่างประเทศมากขึ้น รวมถึง EA ที่มีแผนขยายธุรกิจด้วยการลงทุนในธุรกิจพัฒนาและผลิตแบตเตอรี่และธุรกิจสถานีอัดประจุไฟฟ้า รวมถึงธุรกิจรถยนต์ไฟฟ้า

Figure 6: Peak Power Demand of 2017



Source: EGAT

Figure 7: Peak Power Demand of 2018

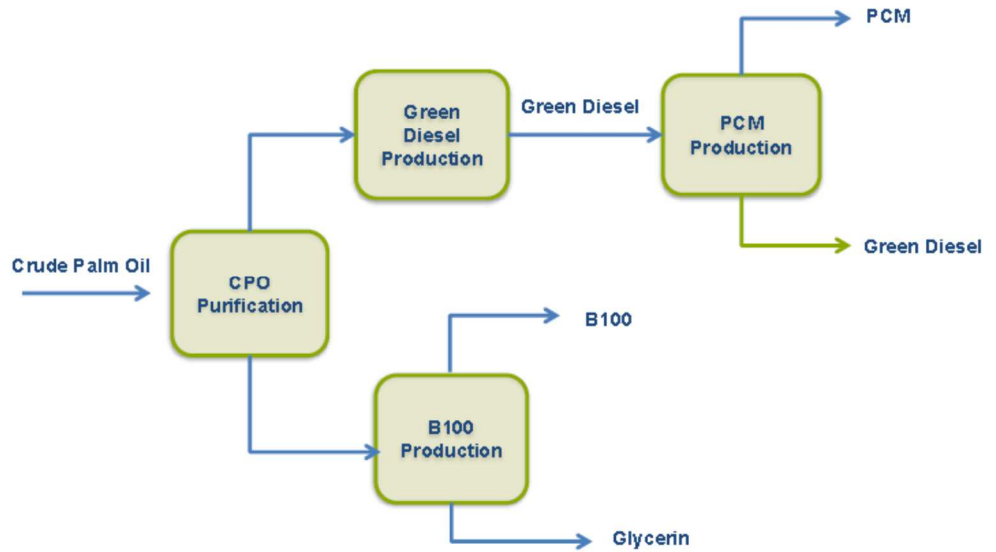


Source: EGAT

สร้างโรงงานแปรรูปน้ำมันปาล์มเป็น Green Diesel และ PCM เพื่อเพิ่มมูลค่า

บริษัทได้ทำการวิจัยพัฒนาเพื่อเพิ่มมูลค่าน้ำมันปาล์ม จากเดิมที่เน้นการการผลิตไบโอดีเซล กำลังการผลิต 800,000 ลิตรต่อวันและ Glycerin กำลังการผลิต 80 ตันต่อวัน ซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำรวมกันประมาณ 5-10% โดยบริษัทได้พัฒนาน้ำมันดีเซลสังเคราะห์ Bio Hydrogenated Diesel หรือ Green Diesel ซึ่งไม่มีข้อจำกัดในการเติมเครื่องยนต์และมีราคาสูงกว่าไบโอดีเซลปกติอย่าง B100 ที่ผสมกับน้ำมันดีเซลได้ไม่เกิน 7% รวมทั้งพัฒนาต่อยอดเป็นสารเปลี่ยนสถานะ (Phase Change Material: PCM) ซึ่งเป็นสารที่ใช้เป็นฉนวนไฟฟ้าทนความร้อนสูง สามารถนำไปกั้นระหว่างขั้วบวกและขั้วลบ ช่วยป้องกันปัญหาความร้อนสูงทำให้ฉนวนเสื่อมสภาพจนแบตเตอรี่ระเบิดได้ รวมทั้งสามารถนำไปใช้ในสินค้าต่างๆ ได้หลากหลาย โดยกระบวนการผลิตมีความยืดหยุ่นสามารถปรับปริมาณผลผลิตระหว่าง Green Diesel และ PCM ได้ตามความต้องการของตลาด ช่วยให้ธุรกิจน้ำมันปาล์มมีโอกาสฟื้นตัวกลับมาสร้างกำไรได้โดดเด่นในอนาคต

Figure 8: New Crude Palm Oil Process

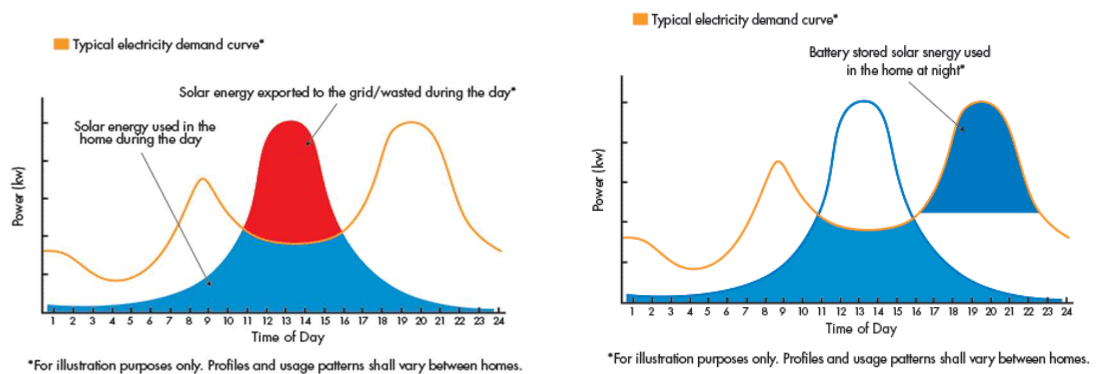


Source: Company

เน้นไปขยายการลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนร่วมกับระบบกักเก็บพลังงานในต่างประเทศ

เนื่องจากการประมุลงานโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในประเทศมีการแข่งขันสูงทำให้อัตราซื้อขายไฟฟ้าแบบ FIT ปรับลดลงมาก ประกอบกับนโยบายภาครัฐที่ชะลอการรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน ทำให้บริษัท มุ่งเน้นประมุลงานโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในต่างประเทศแทน โดยเฉพาะในประเทศเวียดนามซึ่งเราคาดว่า จะทราบความคืบหน้าได้ภายในไตรมาส 2/2561 ทั้งนี้บริษัทจะนำระบบกักเก็บไฟฟ้า (Figure 9) เข้าไป ติดตั้งเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิตไฟฟ้า ทำให้สามารถจ่ายไฟฟ้าได้ตลอด 24 ชั่วโมง ช่วยเพิ่มรายได้ให้กับ บริษัท

Figure 9: Energy Storage System



Source: <http://www.adelaidesolarsafe.com.au>

เตรียมลงทุนในธุรกิจระบบกักเก็บพลังงาน (Energy Storage System) ที่มีโอกาสเติบโตสูง

เนื่องจากโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนที่เป็นหนึ่งในธุรกิจหลักของบริษัทมีแนวโน้มเติบโตลดลง โดยเฉพาะหลัง ปี 2566 ที่ค่าไฟฟ้าส่วนเพิ่ม (Adder) ของโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์จะทยอยครบกำหนด บริษัทได้เข้าไปลงทุนในบริษัท Amita Technologies Inc. ประเทศไต้หวันเพื่อดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับการ พัฒนาและผลิตแบตเตอรี่ ประเภทลิเทียม-ไอออน โพลีเมอร์ (Lithium-Ion Polymer) เพื่อใช้เป็นระบบกัก

เก็บพลังงาน (Energy Storage System) ให้กับโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนต่างๆ รวมถึงใช้ในธุรกิจรถยนต์ไฟฟ้า ขณะที่การผลิตแบตเตอรี่ จะทำให้สามารถกักเก็บพลังงานไฟฟ้าจากแสงอาทิตย์และลม สามารถเคลื่อนย้ายได้ ทำหน้าที่เป็นระบบสำรองไฟฟ้าในเวลาที่ไม่ใช้ และจ่ายไฟฟ้าออกมาเมื่อต้องการ ทำให้ระบบไฟฟ้าของประเทศมีความเสถียรภาพมากขึ้น

ทั้งนี้บริษัทวางแผนตั้งโรงงานแบตเตอรี่ระยะที่ 1 กำลังการผลิต 1 กิกะวัตต์-ชั่วโมง (GWh) มูลค่าโครงการประมาณ 4 พันล้านบาท ซึ่งบริษัทมีที่ดินรองรับแล้วโดยเป็นพื้นที่โครงการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) ปัจจุบันอยู่ระหว่างการเตรียมพร้อมก่อนเริ่มก่อสร้าง คาดเริ่มดำเนินการก่อสร้างได้ในต้นปี 2561 ใช้ระยะเวลาในการก่อสร้าง 16-18 เดือน และพร้อมดำเนินการเชิงพาณิชย์ได้ในช่วงต้นปี 2562 เป็นต้นไป

ส่วนโครงการโรงงานแบตเตอรี่ระยะที่ 2 กำลังการผลิต 49 กิกะวัตต์-ชั่วโมง (GWh) มูลค่าโครงการประมาณ 98 พันล้านบาท อยู่ระหว่างการเตรียมการร่วมกับพันธมิตร ทั้งนี้ประเมินว่าโครงการนี้ดำเนินการเชิงพาณิชย์ได้ในปี 2564

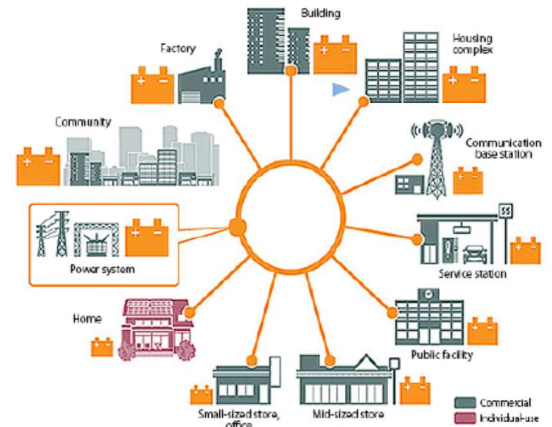
ทั้งนี้ EA ถือเป็นผู้ประกอบการรายแรกๆ ของไทยที่มีแนวคิดและมีแผนพัฒนาโครงการการลงทุนในอุตสาหกรรมแบตเตอรี่ชัดเจน โดยหากประสบความสำเร็จจะถือเป็นโอกาสเติบโตครั้งสำคัญต่อ EA ในอนาคต เพราะบริษัทจะเป็นผู้ประกอบการรายแรกที่เข้ามาชิงส่วนแบ่งการตลาดได้ก่อน

Figure 10: Battery Business Plan



The production in Phase I at 1 GWh will be served to power plant to stabilize production and distribution both domestically and internationally.

The production in Phase II to reach to total of 50 GWh will cover to other industries including EV.



Source: Company

สำหรับเทคโนโลยีแบตเตอรี่ลิเทียม-ไอออน โพลีเมอร์ (Lithium-Ion Polymer) ซึ่ง EA จะนำมาใช้ในกระบวนการผลิตนั้นเป็นที่นิยมในปัจจุบัน อย่างไรก็ตามการลงทุนธุรกิจพัฒนาและผลิตแบตเตอรี่ของบริษัทยังมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีในปัจจุบันที่เป็นไปอย่างรวดเร็วจึงมีโอกาสที่จะมีเทคโนโลยีการผลิตแบตเตอรี่แบบใหม่ที่มีประสิทธิภาพมากกว่า และ/หรือ มีต้นทุนถูกกว่าในอนาคต

ปรับ Business Model ให้ครบวงจรด้วยธุรกิจรถยนต์ไฟฟ้า

หลังจากเปิดตัว ล่าสุดบริษัทได้เปิดตัวรถยนต์ต้นแบบที่ขับเคลื่อนด้วยพลังงานไฟฟ้าเต็มรูปแบบ 3 รุ่น 3 รูปแบบ ได้แก่ เอ็มพีวี, ซีดีคาร์ และสปอร์ต ในงาน บางกอก อินเตอร์-เนชั่นแนล มอเตอร์โชว์ ครั้งที่ 39

รถยนต์ไฟฟ้าดังกล่าวมีระยะทางวิ่ง 200 กิโลเมตรต่อการชาร์จหนึ่งครั้ง จากแบตเตอรี่ขนาด 20 กิโลวัตต์ โดยรถยนต์ไฟฟ้าดังกล่าวได้รับพัฒนาภายใต้บริษัทย่อย ชื่อ บริษัท ไมน์ โมบิลิตี รีเสิร์ช จำกัด (MINE Mobility Research Co., Ltd.) และเป็นผลงานจากการออกแบบและผลิตโดยทีมงานคนไทย ภายใต้แบรนด์ MINE Mobility สำหรับรถซีดีคาร์ บริษัทกำหนดราคาเบื้องต้นไม่เกิน 6 แสนบาท (Figure 10) ธุรกิจรถยนต์ไฟฟ้าทำให้บริษัทจะมี Business Model คล้ายกับบริษัท TESLA ผู้ผลิตรถยนต์ไฟฟ้าอันดับหนึ่งของโลก ที่มีทั้งธุรกิจผลิต Battery Storage และรถยนต์ไฟฟ้า รวมถึงสถานีชาร์จไฟฟ้ารวมถึงรถยนต์ไฟฟ้า ธุรกิจรถยนต์ไฟฟ้าเป็นธุรกิจที่มีแนวโน้มเติบโตสูง จากการที่หลายประเทศในกลุ่มสหภาพยุโรป รวมถึงประเทศอื่นๆ เริ่มออกกฎหมายควบคุมการจำหน่ายรถยนต์ที่ใช้น้ำมัน และตั้งเป้าจะหันมาใช้รถยนต์ไฟฟ้าเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากช่วยลดมลภาวะ ลดการพึ่งพาน้ำมันจากต่างประเทศ

Figure 11: MINE: EV by EA

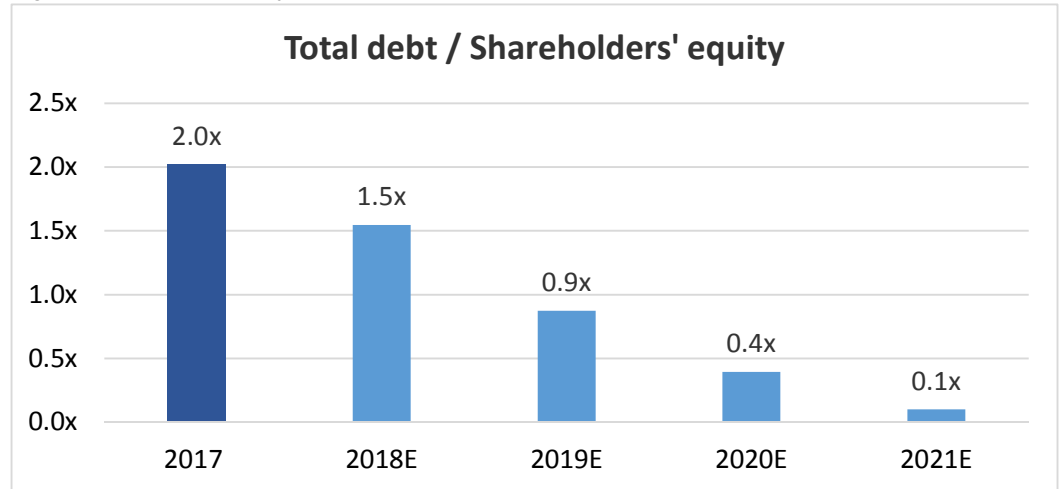


Source: Company

มีกระแสเงินสดแข็งแกร่ง แต่การลงทุนในโรงงานแบตเตอรี่อาจทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มขึ้นมากกว่า 3.0 เท่า ก่อนปรับตัวลง

ณ สิ้นปี 2560 EA มีอัตราส่วนหนี้สุทธิต่อทุน (D/E Ratio) เท่ากับ 2.0 เท่าและมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง (Figure 9) สำหรับโครงการโรงงานแบตเตอรี่ขนาด 50 GWh มูลค่าประมาณ 100,000 ล้านบาทนั้นบริษัทสามารถใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการลงทุนได้โดยไม่ต้องเพิ่มทุน (ภายใต้สมมติฐานว่า EA ร่วมลงทุนในสัดส่วน 51%) เนื่องจากบริษัทมี EBITDA สูงประมาณ 8,000-10,000 ล้านบาทต่อปี ทั้งนี้หากบริษัทลงทุนในโครงการโรงงานแบตเตอรี่ขนาด 50 GWh จะส่งผลทำให้อัตราส่วนหนี้ต่อทุน (D/E Ratio) เพิ่มขึ้นเป็นมากกว่า 3.0 เท่า ก่อนปรับลดลง โดย EA ได้เจรจาขอปรับโครงสร้างหนี้กับทาง SCB ซึ่งเป็นเจ้าหนี้รายใหญ่เพื่อที่จะขยายเพดานสัดส่วนหนี้สินต่อทุนหรือ D/E ไม่ให้เกิน 3.5 เท่า

Figure 12: Debt to Equity Ratio

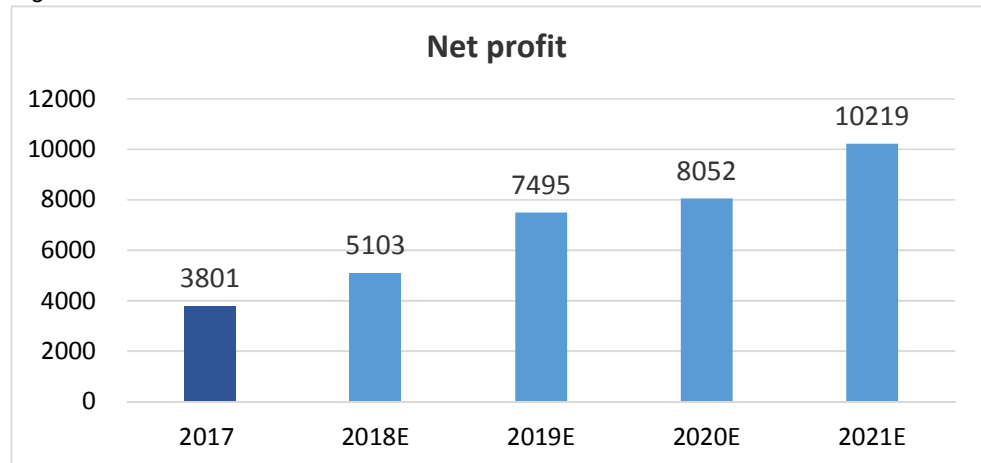


Source: Company, AWS

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2561 เท่ากับ 5,103 ล้านบาท เติบโต 34.2%

เราประมาณการกำไรสุทธิของบริษัทในปี 2561 และ 2562 เท่ากับ 5,103 ล้านบาท และ 7,495 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 34.2% YoY และ 46.9% YoY ตามลำดับ โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจากการรับรู้รายได้โครงการพลังงานลมหาดกั้งหัน ขนาดกำลังการผลิต 126 MW) ได้เต็มปี รวมถึงโรงไฟฟ้าพลังงานลมหุมนาน ขนาดกำลังการผลิต 260 MW จะสามารถผลิตไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (COD) ได้ในช่วงปลายปี 2561 นี้และได้เต็มปีในปี 2562

Figure 13: Forecasted Net Profit



Source: Company, AWS

ประเด็นเสี่ยง

- 1) ความไม่สม่ำเสมอของแสงอาทิตย์และแรงลมที่อาจก่อให้เกิดความผันผวนของรายได้จากการผลิตและขายไฟฟ้า
- 2) ความล่าช้าในการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมหุมนาน
- 3) ความล่าช้าในการพัฒนาโรงงานแบตเตอรี่
- 4) การเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีทั้งการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน และการผลิตแบตเตอรี่แบบใหม่ที่อาจมีประสิทธิภาพมากกว่า และ/หรือ มีต้นทุนถูกกว่าในอนาคต
- 5) การเพิ่มทุนในอนาคตหากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานไม่เพียงพอในการลงทุนโครงการรถยนต์ไฟฟ้า

เริ่มต้นด้วยแนะนำ “ซื้อ” ประเมินราคาเป้าหมาย 46.50 บาทต่อหุ้น ด้วยวิธี Sum-of-the-Parts เราประเมินค่าเหมาะสมของ EA ด้วยวิธี Sum-of-the-Parts ได้ราคาเป้าหมาย 46.50 บาทต่อหุ้น แบ่งเป็น (1) มูลค่าธุรกิจโรงงานน้ำมันปาล์มและธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนกำลังการผลิตไฟฟ้า 664 MW ในปัจจุบัน 30 บาทต่อหุ้น และ (2) ธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนพร้อมระบบกักเก็บไฟฟ้าในต่างประเทศ รวมถึงโรงงานแบตเตอรี่อีก 16.50 บาทต่อหุ้น โดยมีรายละเอียดตาม Figure 14-18 คาดยังมี Upside Risk จากธุรกิจที่เกี่ยวข้องอีก เช่น ธุรกิจรถยนต์ไฟฟ้า สถานีชาร์จไฟฟ้า ซึ่งยังไม่ได้รวมไว้ในประมาณการ

ทั้งนี้เรามองว่าราคาหุ้น EA ที่ปรับลดลงมาที่ระดับราคาประมาณ 30 บาทต่อหุ้นใกล้เคียงกับมูลค่าธุรกิจโรงงานน้ำมันปาล์มและธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในปัจจุบัน เป็นระดับราคาที่น่าสนใจสำหรับลงทุนในธุรกิจที่มีแนวโน้มเติบโตสูงอย่างธุรกิจแบตเตอรี่และรถยนต์ไฟฟ้า

Figure 14: Sum-of-the-parts

Business	Valuation / Share (Bt/Share)
Palm Oil and Renewable Energy	29.99
Solar Farm with Energy Storage	5.77
Battery Factory Phase 1	0.88
Battery Factory Phase 2	10.02
Total	46.66

Source: Company, AWS

Figure 15: DCF Valuation of Palm Oil and Renewable Energy

Cost of equity assumption		Cost of debt assumption	
Risk-free rate	2.5%	Pretax cost of debt	3.5%
Market risk premium	5.0%	Marginal tax rate	15.6%
Equity beta (x)	0.6		
Cost of equity, Ke	5.5%	Cost of debt, Kd	3.5%
Weighted applied	0.33	Weighted applied	0.67
Weighted cost in WACC	1.8%	Weighted cost in WACC	2.3%
WACC	4.1%		
Terminal growth rate	1.0%		

Estimate of DCF value	Bt mn	Bt/Share
PV of free cash flows	102,942	27.60
PV of terminal value	34,287	9.19
Enterprise value	137,228	36.79
Subtract net debt / (cash)	25,281	6.78
Subtract minorities	76	0.02
DCF value of equity	111,871	29.99

Source: Company, AWS

Figure 16: DCF Valuation of Solar Farm with Energy Storage

Solar Farm with Energy Storage	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2039E	2040E	2041E	2042E	2043E
Contracted Capacity (MW)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Installed Capacity (MW)	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
Utilization (%)	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Capacity Factor (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Tariff (Bt/kWh)	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
Total revenue (Bt bn)	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6
Gross Margin (%)	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
EBIT	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
PV of free cash flows (Bt bn)	6.2	5.9	5.6	5.3	5.0	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
PV of terminal value (Bt bn)										36.2
Solar Farm Cost / MW	35									
Battery Storage Cost / MW	150									
Total Cost	77,500									
Equity beta (x)	0.6									
Cost of equity, Ke	5.5%									
Weighted applied	25.0%									
Cost of debt, Kd	5.0%									
Weighted applied	75.0%									
WACC (%)	5.1%									
Tax rate	20%									
EA's stake (%)	100%									
Project Probability	50%									
No.Shares	3,730									
Valuation / Share (Bt/Share)	5.77									

Source: Company, AWS

Figure 17: DCF Valuation of Battery Factory Phase 1

Battery Factory-Phase 1	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Storage Price (USD/kWh)	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Exchange Rate (USD/THB)	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Energy Storage Price (Bt/kWh)	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800
Capacity (GWh)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Utilization (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Total revenue (Bt mn)	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800
Gross Margin (%)	12%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
EBIT	576	720	720	720	720	720	720	720	720	720
PV of free cash flows	539	631	591	554	519	486	455	426	399	373
PV of terminal value										5,504
Investment Cost / GWh (Bt mn)	4,000									
Equity beta (x)	1.2									
Cost of equity, Ke	8.5%									
Weighted applied	51.0%									
Cost of debt, Kd	5.0%									
Weighted applied	49.0%									
WACC (%)	6.8%									
Tax rate	20%									
EA's stake (%)	51%									
Project Probability	100%									
No.Shares	3,730									
Valuation / Share (Bt/Share)	0.88									

Source: Company, AWS

Figure 18: DCF Valuation of Battery Factory Phase 2

Battery Factory-Phase 2	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Energy Storage Price (USD/kWh)	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Exchange Rate (USD/THB)	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Energy Storage Price (Bt/kWh)	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800
Capacity (GWh)	16	32	48	49	49	49	49	49	49	49
Utilization (%)	100%	80%	80%	80%	80%	90%	90%	90%	90%	90%
Total revenue (Bt bn)	76.8	122.9	184.3	188.2	188.2	211.7	211.7	211.7	211.7	211.7
Gross Margin (%)	12%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
EBIT	9.2	18.4	27.6	28.2	28.2	31.8	31.8	31.8	31.8	31.8
PV of free cash flows (Bt bn)	8.6	16.2	22.7	21.7	20.3	21.4	20.1	18.8	17.6	16.5
PV of terminal value (Bt bn)										242.7
Investment Cost / GWh (Bt mn)	2,000									
Equity beta (x)	1.2									
Cost of equity, Ke	8.5%									
Weighted applied	51.0%									
Cost of debt, Kd	5.0%									
Weighted applied	49.0%									
WACC (%)	6.8%									
Tax rate	20%									
EA's stake (%)	51%									
Project Probability	25.0%									
No. Shares	3,730									
Valuation / Share (Bt/Share)	10.02									

Source: Company, AWS

Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Total revenue	10,392	11,580	13,330	16,755	17,074
Cost of goods sold	(5,637)	(6,046)	(6,644)	(7,635)	(7,678)
Gross profit	4,755	5,534	6,686	9,120	9,397
SG&A	(458)	(667)	(666)	(838)	(854)
Operating Profit	4,297	4,867	6,019	8,283	8,543
Share of gain (loss) of joint vent	0	(62)	0	0	0
Other income	47	94	108	136	139
EBIT	4,344	4,899	6,128	8,419	8,681
Financial cost	(995)	(1,184)	(952)	(816)	(514)
Pretax profit	3,349	3,714	5,176	7,603	8,168
Income tax expenses	6	42	(52)	(76)	(82)
Profit after tax	3,355	3,757	5,124	7,527	8,086
Minority interests	(1)	(16)	(22)	(32)	(34)
Normalized profit	3,354	3,740	5,103	7,495	8,052
Extraordinaries items	(102)	61	0	0	0
Net profit	3,252	3,801	5,103	7,495	8,052
EBITDA	5,460	6,426	7,984	10,289	10,565
Normalized EPS (Bt)	0.90	1.00	1.37	2.01	2.16
Net EPS (Bt)	0.87	1.02	1.37	2.01	2.16
DPS (Bt)	0.15	0.20	0.27	0.40	0.43

Statement of Financial Position (Btmn)

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Current Assets	6,132	7,022	4,333	4,594	3,313
Non-current Assets	35,375	37,508	43,818	42,366	40,823
Total assets	41,507	44,530	48,151	46,960	44,136
Current Liabilities	3,538	2,587	2,025	2,686	2,712
Non-current Liabilities	26,580	27,200	27,207	19,220	9,780
Total liabilities	30,118	29,787	29,232	21,906	12,492
Paid-up capital	4,007	4,033	4,033	4,033	4,033
Retained Earnings	10,635	14,717	20,713	27,154	35,329
Total shareholders' equity	11,395	14,820	19,090	25,362	32,100
Minority interest (MI)	6	76	170	308	456
Total equity	11,389	14,744	18,920	25,054	31,644
Total liabilities and equity	41,507	44,530	48,151	46,960	44,136
BVPS	3.05	3.95	5.07	6.72	8.48

Cash Flow Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Pretax Profit	3,349	3,714	5,176	7,603	8,168
Depreciation & Amortization	1,116	1,528	1,857	1,870	1,883
Operating Cash Flow	4,951	5,240	6,959	9,035	9,883
CAPEX	0	(3,262)	(8,224)	(332)	(332)
Investing Cash Flow	(7,835)	(3,661)	(8,167)	(418)	(340)
Dividend Payment	0	0	(1,021)	(1,499)	(1,610)
Financing Cash Flow	4,946	1,340	(1,299)	(8,941)	(10,877)
Inc. (Dec.) in cash & equiva	2,063	2,920	(2,506)	(324)	(1,334)
Foreign currency translation	0	0	0	0	0
Beginning cash & equivalent	0	2,673	5,592	3,086	2,762
Ending cash & equivalents	2,673	5,592	3,086	2,762	1,428

Quarterly Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Total revenue	2,278	2,646	2,933	3,097	2,904
Cost of goods sold	(1,092)	(1,345)	(1,563)	(1,622)	(1,516)
Gross profit	1,187	1,301	1,370	1,475	1,388
SG&A	(125)	(143)	(145)	(169)	(211)
Operating Profit	1,062	1,158	1,225	1,306	1,177
Share of gain (loss) of joint ven	0	(11)	4	(9)	(46)
Other income	32	48	12	1	33
EBIT	1,094	1,195	1,240	1,299	1,164
Financial cost	(260)	(249)	(284)	(331)	(321)
Pretax profit	834	946	957	968	843
Income tax expenses	21	1	1	1	39
Profit after tax	855	947	958	969	882
Minority interests	(2)	1	0	0	(17)
Normalized profit	854	948	958	969	2,875
Extraordinaries items	(24)	33	9	7	12
Net profit	829	980	967	976	2,924
Normalized EPS (Bt)	0.23	0.25	0.26	0.26	0.77
Net EPS (Bt)	0.22	0.26	0.26	0.26	0.78

Key Financial Ratios

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Sales growth (%)	na	11.4%	15.1%	25.7%	1.9%
Normalized profit growth (%)	na	11.5%	36.4%	46.9%	7.4%
Net profit growth (%)	na	16.9%	34.2%	46.9%	7.4%
Normalized EPS growth (%)	na	11.5%	36.4%	46.9%	7.4%
EPS growth (%)	na	16.9%	34.2%	46.9%	7.4%
Gross margin (%)	45.8%	47.8%	50.2%	54.4%	55.0%
SG&A expenses to sales (%)	4.4%	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
Operating margin (%)	41.3%	42.0%	45.2%	49.4%	50.0%
EBITDA margin (%)	52.5%	55.5%	59.9%	61.4%	61.9%
Normalized profit margin (%)	32.3%	32.3%	38.3%	44.7%	47.2%
Net profit margin (%)	31.3%	32.8%	38.3%	44.7%	47.2%
Effective tax rate (%)	0.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
ROA (%)	16.2%	8.7%	11.1%	15.8%	17.8%
ROE (%)	57.1%	29.2%	30.5%	34.5%	28.8%
EV/EBITDA	34.1	51.5	25.8	17.5	16.3
Net debt to equity (x)	2.3	1.6	1.3	0.7	0.3
P/E (x)	34.1	51.5	25.8	17.5	16.3
P/BV (x)	9.7	13.4	7.0	5.3	4.2
Dividend Yield (%)	0.5%	0.4%	0.8%	1.1%	1.2%

Main Assumptions

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Total Capacity (MW)	278	350	447	664	664

