



# ENERGY ABSOLUTE PCL

EA TB		Neutral
Target Price	Bt	44.25
Price (13/08/2020)	Bt	47.25
Downside	%	6.35
Valuation		DCF
Sector		Energy & Utilities
Market Cap	Btm	176,243
30-day avg turnover	Btm	1,156.45
No. of shares on issue	m	3,730
CG Scoring		Excellent
Anti-Corruption Indicator		Certified

## Investment fundamentals

Year end Dec 31	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	14,887	16,782	26,718	28,255
Core profit (Btmn)	6,242	5,962	6,364	6,526
Net profit (Btmn)	6,082	5,962	6,364	6,526
Net EPS (Bt)	1.63	1.60	1.71	1.75
DPS (Bt)	0.48	0.48	0.51	0.52
BVPS (Bt)	6.26	7.38	8.61	9.85
Net EPS growth (%)	18.15	-1.97	6.74	2.55
ROA (%)	9.31	8.12	8.05	8.42
ROE (%)	29.19	23.42	21.34	18.96
Net D/E (x)	1.28	1.16	0.92	0.70
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	26.83	29.56	27.70	27.01
P/BV (x)	6.98	6.40	5.49	4.80
EV/EBITDA (x)	20.12	20.90	19.27	18.54
Dividend yield (%)	1.10	1.02	1.08	1.10

## EA TB rel SET performance



Source: Bloomberg

(all figures in THB unless noted)

## Analyst

**Ornmongkol Tantitanatorn**

ornmongkol.t@kasikornsecurities.com

14 August 2020

Kasikorn Securities Public Company Limited

## รอยอด backlog ใหม่จาก E-Bus

- ▶ **PCM และ Green Diesel** เริ่มผลิตตามกำหนดในเดือน ส.ค. โดยเป็นผลิตภัณฑ์ที่เพิ่มมูลค่าให้กับธุรกิจชีวภาพของ EA
- ▶ การเริ่มโรงงานผลิตแบตเตอรี่ขนาด 1 GWhr ของ EA ล่าช้าไปอีก 3 เดือน ดังนั้น จึงจะเริ่ม COD ได้เป็นช่วงสิ้นปี 2563 เราเลยลดกำไรปี 2563-65 ลง 6%/1%/1%.
- ▶ คงคำแนะนำ "ถือ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 44.25 บาท การผลิตแบตเตอรี่จะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตระยะยาว

## Investment Highlights

- ▶ เริ่มผลิต PCM และน้ำมันสะอาด EA ตั้งเป้าเริ่มผลิต PCM และน้ำมันสะอาดในเดือนนี้ ด้วยกำลังการผลิตที่ 65,000 ตัน/วัน ที่จังหวัดระยอง น้ำมันสะอาดจะถูกใช้เป็นสารเติมแต่งให้กับน้ำมันดีเซลเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพให้กับเครื่องยนต์ ขณะที่ PCM จะใช้สำหรับการควบคุมอุณหภูมิในอุตสาหกรรมก่อสร้างและสิ่งทอ อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารคาดว่าอัตราการผลิตเฉลี่ยของโรงงานทั้ง 2 แห่ง จะอยู่ที่แค่ 35% ในปีนี้ เพราะเพิ่งอยู่ในช่วงเฟสแรกซึ่งเป็นระดับที่ใกล้เคียงกับจุดคุ้มทุน
- ▶ **รับประกันยอดสั่งผลิตจากอุปสงค์ของระบบ** โรงงานผลิตแบตเตอรี่ ขนาด 1 GWhr ของ EA รับประกันยอด backlog จาก 1) การผลิตรถยนต์โดยสารนั่ง EV ทั้งนี้ EA ได้รับยอดสั่งผลิตรถยนต์ MINE SPA1 EV จากสหภาพแท็กซี่สุวรรณภูมิจำนวน 3,500 คัน และรถยนต์ส่วนตัวของภาคเอกชน จำนวน 1,500 คัน รถยนต์โดยสารนั่งส่วนบุคคลแต่ละคันต้องใช้แบตเตอรี่ที่ 30 kWhr และบริษัทฯ ตั้งเป้าส่งมอบแบตเตอรี่ให้กับรถยนต์ 120 คันแรกในไตรมาส 4/2563 2) E-ferry บริษัทฯ จะผลิตเรือเฟอร์รี่ 42 ลำ เพื่อให้บริการตลอดแนวของแม่น้ำเจ้าพระยาตั้งแต่ท่าเรือปากเกร็ดไปจนถึงท่าเรือวัดราชสิงขร เป็นระยะทาง 20 กิโลเมตร เรือเฟอร์รี่แต่ละลำต้องใช้แบตเตอรี่ 800 kWhr เรือทั้งหมด 26 ลำจะให้บริการในปีนี้และที่เหลือจะให้บริการในปี 2564
- ▶ **ยอดสั่งผลิตจากโครงการ E-Bus** EA ตั้งเป้าจัดหาแบตเตอรี่ให้กับรถประจำทาง E-Bus ยอดสั่งซื้อเริ่มแรกอยู่ที่ 70 MWkr หรือสะท้อนวารถโดยสาร 230 คันแต่ละคันใช้แบตเตอรี่ราว 300 kWhr ต่อคัน ซึ่งอยู่ระหว่างกำลังช่วงทดสอบสินค้าและเจรจากับผู้ให้บริการเอกชน ขณะนี้ นอกจากนี้ อาจมี upside ต่ออุปสงค์เพิ่มเติมหากองค์การขนส่งมวลชนกรุงเทพสำหรับเปลี่ยนรูปแบบรถโดยสารประจำทางจากเครื่องยนต์เผาไหม้ภายในไปเป็น EV เพราะเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมมากกว่าและลดต้นทุนได้ดีกว่า
- ▶ **ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2563-65 ลง 6%/1%/1%** เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2563-65 ของเราลงมาอยู่ที่ 6.0 พันลบ./6.4 พันลบ./6.5 พันลบ. จาก 1) แผนการส่งมอบรถ EV ที่น้อยกว่าคาด เราปรับลดประมาณการลงเป็น 120 คัน จาก 2,500 คัน 2) การเลื่อนการเริ่มผลิตของโรงงานผลิตแบตเตอรี่ lithium-ion ของ EA ออกไปจากสิ้นไตรมาส 3/2563 เป็นสิ้นปี 2563 โดยงานก่อสร้างโยธาจะแล้วเสร็จในเดือน ก.ย. 3) อัตราการผลิตของโรงงานผลิต PCM ที่น้อยกว่าคาดอยู่ที่ 35% จากเป้าหมายเดิมที่ 75%

## Valuation and Recommendation

- ▶ เราคงคำแนะนำ "ถือ" ด้วยราคาเป้าหมายเดิมที่ 44.25 บาท เราคงคำแนะนำ "ถือ" ด้วยราคาเป้าหมายเดิมที่ 44.25 บาท บริษัทฯ ขยายธุรกิจไปยังกลุ่มจัดเก็บพลังงานเพื่อรับมือกับเทรนด์ที่เปลี่ยนแปลงไปเป็นการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนมากขึ้น โรงงานแบตเตอรี่ของ EA รวมถึงขั้นตอนเริ่มแรกของการผสมวัตถุดิบซึ่งบริษัทฯ สามารถเปลี่ยนสูตรได้ในอนาคตจากที่มีเทรนด์ที่เพิ่มอะลูมิเนียมเข้าไปในแบตเตอรี่ lithium-ion ด้วยเพื่อเพิ่มความหนาแน่นของกำลังไฟฟ้าและลดการใช้โคบอลต์เพื่อลดต้นทุน

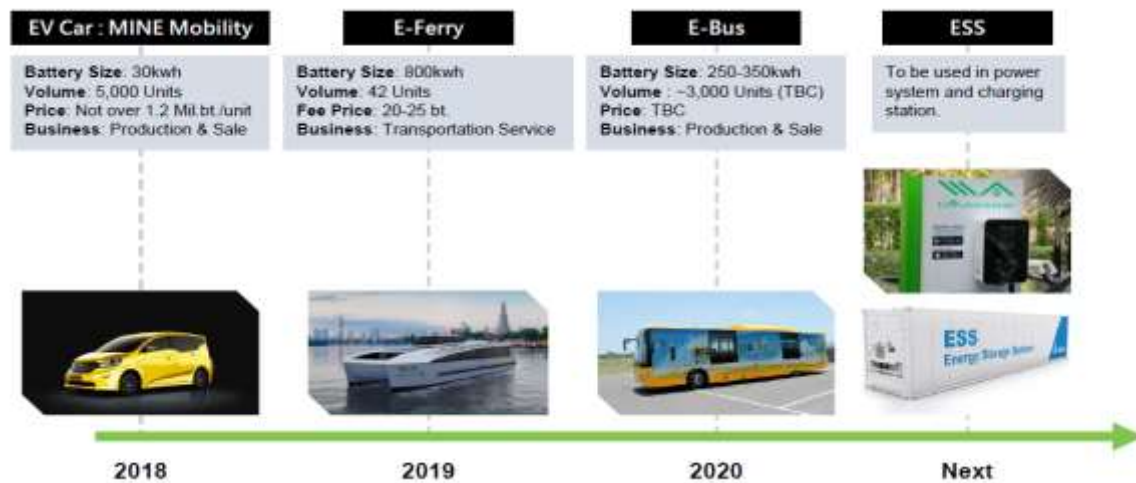


**Fig 1 Earnings revisions**

Old		2020E	2021E	2022E			
Total revenue	(Btmn)	21,551	27,217	28,760			
Equity income	(Btmn)	6	13	178			
Net Profit	(Btmn)	6,353	6,428	6,573			
Core profit	(Btmn)	6,353	6,428	6,573			
TP	(Bt)	44.25					
<b>Adjust lower-than-expected EV car delivery</b>							
Total revenue	(Btmn)	18,581	-14%	26,718	-2%	28,255	-2%
Equity income	(Btmn)	6	0%	13	0%	178	0%
Net Profit	(Btmn)	6,043	-5%	6,364	-1%	6,525	-1%
Core profit	(Btmn)	6,043	-5%	6,364	-1%	6,525	-1%
TP	(Bt)	44.25	0%				
<b>Adjust delay in battery start-up</b>							
Total revenue	(Btmn)	17,943	-3%	26,718	0%	28,255	0%
Equity income	(Btmn)	6	0%	13	0%	178	0%
Net Profit	(Btmn)	6,083	1%	6,364	0%	6,526	0%
Core profit	(Btmn)	6,083	1%	6,364	0%	6,526	0%
TP	(Bt)	44.25	0%				
<b>Adjust lower-than-expected PCM and green diesel plant run rate</b>							
Total revenue	(Btmn)	16,782	-6%	26,718	0%	28,255	0%
Equity income	(Btmn)	6	0%	13	0%	178	0%
Net Profit	(Btmn)	5,962	-2%	6,364	0%	6,526	0%
Core profit	(Btmn)	5,962	-2%	6,364	0%	6,526	0%
TP	(Bt)	44.25	0%				

Source: KS Research

**Fig 2 Demand for battery factory**



Source: Company data


**Year-end 31 Dec**

Income Statement (Btmn)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Revenue	11,552	14,887	16,782	26,718	28,255
Cost of sales and services	-5,668	-6,752	-8,191	-16,932	-18,179
<b>Gross Profit</b>	5,884	8,134	8,591	9,787	10,076
SG&A	-805	-946	-1,150	-1,915	-2,009
Other income	44	68	45	45	51
<b>EBIT</b>	6,177	7,402	7,492	7,930	8,296
<b>EBITDA</b>	6,956	9,774	10,117	10,811	11,011
Interest expense	-1,086	-1,386	-1,546	-1,579	-1,549
Equity earnings	-6	-14	6	13	178
<b>EBT</b>	5,091	6,016	5,946	6,351	6,747
Income tax	-29	11	-4	-74	-254
<b>NPAT</b>	5,061	6,027	5,942	6,277	6,493
Minority Interest	86	55	20	86	33
<b>Core Profit</b>	6,208	6,242	5,962	6,364	6,526
Extraordinary items	-895	0	0	0	0
FX gain (loss)	-166	-160	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	5,148	6,082	5,962	6,364	6,526

**Balance Sheet (Btmn)**

Cash & equivalents	5,479	10,029	10,051	11,488	5,570
Accounts receivable	2,295	3,175	4,369	6,655	7,008
Inventories	330	758	983	2,032	2,182
<b>Total current assets</b>	8,150	14,033	15,418	20,189	14,774
Investment in subs & others	35	100	144	1,682	4,302
Fixed assets-net	47,620	51,440	56,078	53,564	51,079
<b>Total assets</b>	59,208	70,220	76,158	79,823	74,415
Short-term debt	3,081	4,968	6,986	5,936	6,031
Accounts payable	611	1,021	1,092	1,875	1,963
<b>Total current liabilities</b>	12,503	6,070	8,083	7,817	8,000
Long-term debt	26,145	36,980	36,770	36,214	26,032
<b>Total liabilities</b>	39,690	45,353	47,140	46,318	36,319
Paid-up capital	373	373	373	373	373
Share premium	3,681	3,681	3,681	3,681	3,681
Retained earnings	14,999	20,148	24,319	28,893	33,516
Minority interests	1,207	1,502	1,482	1,396	1,363
<b>Total shareholders' equity</b>	19,518	24,866	29,018	33,505	38,096
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	59,208	70,220	76,158	79,823	74,415

**Key Assumptions**

Effective capacity (MWe)	404	664	670	670	744
Electricity tariff (Bt/kWh)	2.9	3.0	3.0	2.7	2.7
Power output (GWh)	891	1,410	1,477	1,522	1,523

Cashflow (Btmn)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Net profit	5,061	6,027	5,942	6,277	6,493
Depreciation & amortization	1,833	2,517	2,631	2,894	2,894
Change in working capital	205	-1,209	-1,322	-2,550	-416
Others	93	1,368	1,540	1,565	1,353
<b>CF from operation activities</b>	7,193	8,703	8,790	8,185	10,324
Capital expenditure	-5,702	-14,661	-7,140	-250	-280
Investment in subs and affiliates	271	-109	-37	-1,524	-2,423
Others	-136	-64	0	0	0
<b>CF from investing activities</b>	-5,567	-14,834	-7,177	-1,774	-2,703
Cash dividend	-746	-932	-1,790	-1,790	-1,902
Net proceeds from debt	1,419	3,699	1,745	-1,606	-10,087
Capital raising	-248	388	0	0	0
Others	-1,023	7,569	-1,546	-1,579	-1,549
<b>CF from financing activities</b>	-598	10,723	-1,591	-4,974	-13,538
<b>Net change in cash</b>	1,028	4,592	22	1,436	-5,918

**Key Statistics & Ratios**
**Per share (Bt)**

Reported EPS	1.38	1.63	1.60	1.71	1.75
Core EPS	1.66	1.67	1.60	1.71	1.75
DPS	0.25	0.48	0.48	0.51	0.52
BV	4.91	6.26	7.38	8.61	9.85
EV	49.19	52.71	56.68	55.84	54.72
Free Cash Flow	0.40	-1.60	0.44	2.13	2.69

**Valuation analysis**

Reported P/E (x)	30.80	26.83	29.56	27.70	27.01
Core P/E (x)	25.53	26.14	29.56	27.70	27.01
P/BV (x)	8.66	6.98	6.40	5.49	4.80
EV/EBITDA (x)	26.38	20.12	20.90	19.27	18.54
Price/Cash flow (x)	22.04	18.75	20.05	21.53	17.07
Dividend yield (%)	0.59	1.10	1.02	1.08	1.10

**Profitability ratios**

Gross margin (%)	50.93	54.64	51.19	36.63	35.66
EBITDA margin (%)	60.21	65.65	60.28	40.46	38.97
EBIT margin (%)	53.47	49.72	44.64	29.68	29.36
Net profit margin (%)	43.81	40.48	35.41	23.49	22.98
ROA (%)	9.76	9.31	8.12	8.05	8.42
ROE (%)	31.22	29.19	23.42	21.34	18.96

**Liquidity ratios**

Current ratio (x)	0.65	2.31	1.91	2.58	1.85
Quick ratio (x)	0.62	2.18	1.78	2.32	1.57

**Leverage Ratios**

D/E ratio (x)	2.03	1.82	1.62	1.38	0.95
Net debt/EBITDA (x)	3.41	3.27	3.33	2.84	2.41
Net debt/equity (x)	1.22	1.28	1.16	0.92	0.70
Int. coverage ratio (x)	5.69	5.34	4.85	5.02	5.36

**Growth**

Revenue (%)	-0.24	28.87	12.73	59.20	5.75
EBITDA (%)	7.20	40.51	3.51	6.86	1.86
Reported net profit (%)	34.84	18.15	-1.97	6.74	2.55
Reported EPS (%)	34.84	18.15	-1.97	6.74	2.55
Core profit (%)	60.07	0.54	-4.49	6.74	2.55
Core EPS (%)	60.07	0.54	-4.49	6.74	2.55

Source: Company, KS estimate



## Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

## Investment Ratings

Outperform : Expected total return of 10% or more within a 12-month period  
Neutral : Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period  
Underperform : Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

## General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

## Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

## Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, BJC, BTS, CBG, CENTEL, CK, COM7, CPALL, CPF, CPN, DOHOME, EA, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, IRPC, IVL, KCE, KKP, KTC, LH, MINT, MTC, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPRC, STEC, TISCO, TOP, TRUE, TU, VGI and WHA