



# ENERGY ABSOLUTE PCL

EA TB Neutral

Target Price Bt 44.50

Price (15/05/2020) Bt 39.00

Upside % 14.10

Valuation DCF

Sector Energy & Utilities

Market Cap Btm 145,470

30-day avg turnover Btm 346.91

No. of shares on issue m 3,730

CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Declared

## Investment fundamentals

Year end Dec 31	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	14,887	21,309	27,217	28,760
Core profit (Btmn)	6,242	6,111	6,427	6,572
Net profit (Btmn)	6,082	6,111	6,427	6,572
Net EPS (Bt)	1.63	1.64	1.72	1.76
DPS (Bt)	0.48	0.49	0.52	0.53
BVPS (Bt)	6.26	7.42	8.66	9.90
Net EPS growth (%)	18.15	0.48	5.17	2.26
ROA (%)	9.31	8.19	8.03	8.45
ROE (%)	29.19	23.94	21.43	18.99
Net D/E (x)	1.28	1.19	0.91	0.69
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	26.83	23.81	22.63	22.14
P/BV (x)	6.98	5.25	4.51	3.94
EV/EBITDA (x)	20.12	17.58	16.31	15.67
Dividend yield (%)	1.10	1.26	1.33	1.36

## EA TB rel SET performance



Source: Bloomberg

(all figures in THB unless noted)

## Analyst

Ornmongkol Tantitanatorn

ormmongkol.t@kasikornsecurities.com

18 May 2020

Kasikorn Securities Public Company Limited

## กำไรสุทธิไตรมาส 1/2563 ต่ำกว่าคาด

- ▶ กำไรสุทธิไตรมาส 1/2563 อยู่ที่ 1.45 พันลบ. ต่ำกว่าที่เราคาด 14% จากปริมาณขายไฟฟ้าที่น้อยกว่าคาด และต่ำกว่าที่ตลาดคาดไว้ 11%
- ▶ กำไรเพิ่มขึ้น 20% YoY จากการเพิ่มการผลิตของธุรกิจโรงไฟฟ้า แต่ลดลง 17% QoQ จาก GPM ของไบโอดีเซลและยอดขายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าพลังงานลมที่ลดลง
- ▶ คงคำแนะนำ "ถือ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 44.5 บาท การผลิตแบตเตอรี่จะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตในระยะยาว

## Investment highlights

- ▶ กำไรสุทธิไตรมาส 1/2563 ต่ำกว่าที่เราคาดไว้ 14% กำไรสุทธิในไตรมาส 1/2563 อยู่ที่ 1.45 พันลบ. ต่ำกว่าที่เราคาดไว้ 14% จากกำลังการผลิตไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าพลังงานลมที่น้อยกว่าคาดและอัตรากำไรของธุรกิจไบโอดีเซลที่น้อยกว่าคาด กำลังการผลิตไฟฟ้ารวมของโรงไฟฟ้าพลังงานลมของ EA ลดลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 23.8% ในไตรมาส 1/2563 (เทียบกับที่ 27.3% ในไตรมาส 4/2562 และ 14.8% ในไตรมาส 1/2562) โรงไฟฟ้าพลังงานลมคิดเป็นสัดส่วนที่ 56% ของยอดขายไฟฟ้ารวมของ EA ด้านธุรกิจไบโอดีเซลมีต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น ดังนั้น อัตรากำไรจากการดำเนินงานจึงลดลงมาอยู่ที่ 1.8% จาก 46.3% ในไตรมาส 4/2562 แต่เพิ่มขึ้นจากที่ติดลบ -5.4% ในไตรมาส 1/2562
- ▶ กำไรสุทธิไตรมาส 1/2563 เพิ่มขึ้น YoY กำไรสุทธิไตรมาส 1/2563 เพิ่มขึ้น 20% YoY หนุนจาก 1) กำไรธุรกิจหลักที่เพิ่มขึ้น 23% มาอยู่ที่ 1.39 พันลบ. 2) กำไรจาก FX ที่อยู่ที่ 36 ลบ. จากเงินบาทที่อ่อนค่าลงจากการลงทุนในทรัพย์สินต่างประเทศและ 3) กำไรครั้งเดียวที่ 24 ลบ. จากการประเมินเครื่องมือทางการเงินใหม่ กำไรธุรกิจหลักเติบโตขึ้น YoY จากกำลังการผลิตที่มากขึ้นในไตรมาส 2/2562 โรงไฟฟ้าพลังงานลม ขนาด 80 MW เริ่มผลิตในประเทศไทยซึ่งช่วยหนุนให้กำลังการผลิตรวมเพิ่มขึ้น 14% YoY มาอยู่ที่ 664 MW ดังนั้นยอดขายไฟฟ้าในไตรมาส 1/2563 จึงเพิ่มขึ้น 41% YoY มาอยู่ที่ 353 ล้านยูนิต และยอดขายของธุรกิจโรงไฟฟ้าเพิ่มขึ้น 24% YoY มาอยู่ที่ 1.84 พันลบ. ปริมาณการผลิตไฟฟ้าที่มากขึ้นมาจากโรงไฟฟ้าพลังงานลมที่ราคาขายอยู่ที่ 6.2 บาท/ยูนิต (เทียบกับราคาขายของโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ที่ 9.9 บาท/ยูนิต) ธุรกิจโรงไฟฟ้าคิดเป็นสัดส่วนที่ 58% ของยอดขายรวมในไตรมาส 1/2563
- ▶ กำไรสุทธิไตรมาส 1/2563 ลดลง QoQ กำไรสุทธิในไตรมาส 1/2563 ลดลง 17% QoQ จากกำไรธุรกิจหลักที่ลดลงมาอยู่ที่ 1.39 พันลบ. สาเหตุของการปรับลดลงในเชิง QoQ มาจากปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานลมที่น้อยลงในประเทศไทย และอัตรากำไรที่น้อยลงจากธุรกิจไบโอดีเซล กำลังการผลิตจากโรงไฟฟ้าพลังงานลมลดลง 13% QoQ มาอยู่ที่ 199 ล้านยูนิตจึงทำให้ยอดขายไฟฟ้ารายไตรมาสลดลง 9% QoQ มาอยู่ที่ 353 ล้านยูนิต กำไรสุทธิของธุรกิจไบโอดีเซลลดลงจากราคาน้ำมันปาล์มดิบที่เพิ่มขึ้น 51% มาอยู่ที่ 33.9 บาท/กก. ซึ่งจุดให้อัตรากำไรของธุรกิจไบโอดีเซลลดลงซึ่งคิดเป็นสัดส่วนที่ 38% ของยอดขายรวมของ EA
- ▶ ภาพรวมกำไรสุทธิไตรมาส 2/2563 เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 2/2563 จะทรงตัว YoY และ QoQ เพราะไม่มีการเพิ่มกำลังการผลิต, เลื่อนการส่งมอบรถ EV ไปเป็นไตรมาส 3/2563 และยังคงอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการผลิต green diesel นอกจากนี้ EA จะขยายกำลังการผลิตชิ้นส่วนรถยนต์และเพื่อให้บรรลุเป้าหมายดังกล่าว บริษัทฯ จึงจะถือหุ้น 40% ในบริษัท Next Point Pcl (NEX) ซึ่งเป็นโรงงานผลิตชิ้นส่วนหรืออุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ที่มีความเที่ยงตรงสูงโดยตั้งเป้าการลงทุนเพิ่มขึ้นเป็น 1.5 พันลบ. หรือ 2.239 บาท/หุ้น ซึ่งจะช่วยเพิ่มความชำนาญในด้านเทคโนโลยีและช่วยผลิตชิ้นส่วนของ E-Bus ให้กับ EA การเข้าลงทุนนี้จะยังเป็นอีกหนึ่งเป้าหมายในการขยายธุรกิจคือธุรกิจแบตเตอรี่ลงทุนใน Land Prosperity Holding (LPH)เมื่อวันที่ 23 เม.ย. การประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปีได้อนุมัติการลงทุนโดยตรงโดยถือหุ้น 19% ใน LPH ซึ่งเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ LPH เป็นเจ้าของที่ดินที่ EA มีแผนการจะเข้าสำหรับโรงงานผลิตแบตเตอรี่

## Valuation and Recommendation

- ▶ คงคำแนะนำ "ถือ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 44.5 บาท EA ขยายธุรกิจจากที่เป็นแค่ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนไปยังธุรกิจแบตเตอรี่และที่เกี่ยวข้อง โดยมีการพัฒนาโรงงานผลิตแบตเตอรี่ lithium-ion ขนาด 1 GWhr ที่จังหวัดฉะเชิงเทรา ผู้บริหารยังตั้งเป้าขยายธุรกิจไปยังสินค้า end-products เช่น EV, E-bused และ E-ferries



Fig 1 1Q20 earnings summary

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	%YoY	%QoQ	%YTD2020E	2020E
<b>Financials</b>									
Sales (Btmn)	3,086	3,614	4,103	4,083	4,732	53.3	15.9	22.2	21,309
EBITDA (Btmn)	1,895	2,296	2,797	2,786	2,384	25.8	-14.4	23.1	10,332
Operating profit (Btmn)	1,388	1,670	2,114	2,084	1,804	30.0	-13.4	23.6	7,658
Core profit (Btmn)	1,134	1,343	1,763	1,681	1,394	22.9	-17.1	22.8	6,111
Net profit (Btmn)	1,211	1,442	1,679	1,750	1,454	20.1	-16.9	23.8	6,111
Net EPS (Bt)	0.32	0.39	0.45	0.47	0.39	20.1	-16.9	23.8	1.64
<b>Performance Drivers</b>									
Effective capacity (MWe)	584	664	664	664	664	13.7	0.0	99.2	670
Power output (GWh)	251	334	414	389	353	40.6	-9.3	23.9	1,477
Biodiesel sales volume (ML)	50	50	50	43	50	-0.8	15.5	28.9	172
<b>Ratios</b>						<b>Change</b>		<b>Avg YTD</b>	<b>2020E</b>
Gross margin (%)	51.9	54.0	55.8	56.1	43.6	-8.3	-12.5	43.6	42.7
EBITDA margin (%)	61.4	63.5	68.2	68.2	50.4	-11.0	-17.8	50.4	48.5
Optg. margin (%)	45.0	46.2	51.5	51.0	38.1	-6.8	-12.9	38.1	35.9
ROE (%)	24.1	27.7	30.4	29.2	22.7	-1.4	-6.5	22.7	23.9

Source: KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
Revenue	11,580	11,552	14,887	21,309	27,217
Cost of sales and services	-6,046	-5,668	-6,752	-12,213	-17,329
<b>Gross Profit</b>	5,534	5,884	8,134	9,096	9,888
SG&A	-667	-805	-946	-1,483	-1,948
Other income	94	44	68	45	46
<b>EBIT</b>	4,959	6,177	7,402	7,664	7,998
<b>EBITDA</b>	6,489	6,956	9,774	10,332	10,879
Interest expense	-1,184	-1,086	-1,386	-1,546	-1,579
Equity earnings	-62	-6	-14	6	13
<b>EBT</b>	3,775	5,091	6,016	6,118	6,420
Income tax	42	-29	11	-47	-79
<b>NPAT</b>	3,817	5,061	6,027	6,071	6,341
Minority Interest	-0	86	55	39	86
<b>Core Profit</b>	3,878	6,208	6,242	6,111	6,427
Extraordinary items	0	-895	0	0	0
FX gain (loss)	-61	-166	-160	0	0
<b>Reported net profit</b>	3,817	5,148	6,082	6,111	6,427

Balance Sheet (Btmn)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
Cash & equivalents	4,506	5,479	10,029	10,413	11,537
Accounts receivable	2,386	2,295	3,175	5,410	6,769
Inventories	128	330	758	1,466	2,080
<b>Total current assets</b>	7,022	8,150	14,033	17,304	20,401
Investment in subs & others	920	35	100	144	1,682
Fixed assets-net	35,254	47,620	51,440	56,035	53,520
<b>Total assets</b>	44,530	59,208	70,220	78,000	79,992
Short-term debt	1,313	3,081	4,968	8,337	5,925
Accounts payable	583	611	1,021	1,453	1,899
<b>Total current liabilities</b>	2,587	12,503	6,070	9,796	7,830
Long-term debt	26,386	26,145	36,980	36,770	36,214
<b>Total liabilities</b>	29,787	39,690	45,353	48,853	46,331
Paid-up capital	373	373	373	373	373
Share premium	3,681	3,681	3,681	3,681	3,681
Retained earnings	10,597	14,999	20,148	24,468	29,068
Minority interests	76	1,207	1,502	1,462	1,376
<b>Total shareholders' equity</b>	14,744	19,518	24,866	29,147	33,660
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	44,530	59,208	70,220	78,000	79,992

Key Assumptions	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
Effective capacity (MWe)	404	404	664	670	670
Electricity tariff (Bt/kWh)	2.8	2.9	3.0	2.8	2.7
Power output (GWh)	798	891	1,410	1,477	1,522

Cashflow (Btmn)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
Net profit	3,817	5,061	6,027	6,071	6,341
Depreciation & amortization	1,528	1,833	2,517	2,674	2,894
Change in working capital	-340	205	-1,209	-2,484	-1,527
Others	1,216	93	1,368	1,540	1,565
<b>CF from operation activities</b>	6,221	7,193	8,703	7,802	9,272
Capital expenditure	-3,380	-5,702	-14,661	-7,140	-250
Investment in subs and affiliates	-310	271	-109	-37	-1,524
Others	1,567	-136	-64	0	0
<b>CF from investing activities</b>	-2,123	-5,567	-14,834	-7,177	-1,774
Cash dividend	-559	-746	-932	-1,790	-1,828
Net proceeds from debt	-741	1,419	3,699	3,097	-2,968
Capital raising	110	-248	388	0	0
Others	-1,075	-1,023	7,569	-1,546	-1,579
<b>CF from financing activities</b>	-2,266	-598	10,723	-240	-6,374
<b>Net change in cash</b>	1,833	1,028	4,592	384	1,124

Key Statistics & Ratios	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
<b>Per share (Bt)</b>					
Reported EPS	1.02	1.38	1.63	1.64	1.72
Core EPS	1.04	1.66	1.67	1.64	1.72
DPS	0.20	0.25	0.48	0.49	0.52
BV	3.93	4.91	6.26	7.42	8.66
EV	58.74	49.19	52.71	53.19	52.07
Free Cash Flow	0.76	0.40	-1.60	0.18	2.42
<b>Valuation analysis</b>					
Reported P/E (x)	51.30	30.80	26.83	26.55	25.25
Core P/E (x)	50.49	25.53	26.14	26.55	25.25
P/BV (x)	13.35	8.66	6.98	5.86	5.03
EV/EBITDA (x)	33.77	26.38	20.12	19.20	17.85
Price/Cash flow (x)	31.48	22.04	18.75	20.80	17.50
Dividend yield (%)	0.38	0.59	1.10	1.13	1.20
<b>Profitability ratios</b>					
Gross margin (%)	47.79	50.93	54.64	42.69	36.33
EBITDA margin (%)	56.04	60.21	65.65	48.49	39.97
EBIT margin (%)	42.83	53.47	49.72	35.97	29.39
Net profit margin (%)	32.97	43.81	40.48	28.49	23.30
ROA (%)	8.87	9.76	9.31	8.19	8.03
ROE (%)	29.31	31.22	29.19	23.94	21.43
<b>Liquidity ratios</b>					
Current ratio (x)	2.71	0.65	2.31	1.77	2.61
Quick ratio (x)	2.66	0.62	2.18	1.62	2.34
<b>Leverage Ratios</b>					
D/E ratio (x)	2.02	2.03	1.82	1.68	1.38
Net debt/EBITDA (x)	3.57	3.41	3.27	3.36	2.81
Net debt/equity (x)	1.57	1.22	1.28	1.19	0.91
Int. coverage ratio (x)	4.19	5.69	5.34	4.96	5.07
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	11.42	-0.24	28.87	43.14	27.73
EBITDA (%)	18.85	7.20	40.51	5.71	5.29
Reported net profit (%)	17.41	34.84	18.15	0.48	5.17
Reported EPS (%)	17.41	34.84	18.15	0.48	5.17
Core profit (%)	23.15	60.07	0.54	-2.10	5.17
Core EPS (%)	23.15	60.07	0.54	-2.10	5.17

Source: Company, KS estimates



## 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, CKP, CPALL, CPF, CPN, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, IRPC, IVL, KKP, KTB, KTC, LH, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, SCB, SCC, SPALI, SPRC, STA, STEC, TISCO, TOP, TRUE, TU, VGI and WHA