

14 December 2022

Sector: Energy & Utilities

Energy Absolute

Stay ahead of the pack

Bloomberg ticker	EA TB
Recommendation	HOLD
Current price	Bt96.25
Target price	Bt90.00
Upside/Downside	-6.5%
EPS revision	n.a.

Bloomberg target price	Bt92.25
Bloomberg consensus	Buy 6 / Hold 2 / Sell 1

Stock data

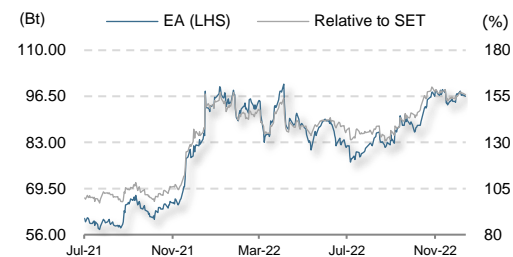
Stock price 1-year high/low	Bt105.50/ Bt76.50
Market cap. (Bt mn)	361,810
Shares outstanding (mn)	3,730
Avg. daily turnover (Bt mn)	649
Free float	40%
CG rating	Excellent
ESG rating	Excellent

Financial & valuation highlights

FY: Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022E	2023E
Revenue	17,080	20,174	26,752	47,363
EBITDA	9,380	9,995	12,053	13,802
Net profit	5,047	5,929	8,089	10,962
EPS (Bt)	1.35	1.59	2.17	2.94
Growth	-16.2%	17.5%	36.4%	35.5%
Core EPS (Bt)	1.33	1.57	2.17	2.94
Growth	-15.3%	17.7%	38.3%	35.5%
DPS (Bt)	0.29	0.27	0.25	0.23
Div. yield	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
PER (x)	71.1	60.5	44.4	32.8
Core PER (x)	72.2	61.4	44.4	32.8
EV/EBITDA (x)	42.9	40.3	30.6	23.4
PBV (x)	12.9	11.0	9.1	7.2

Bloomberg consensus

Net profit	5,205	6,100	7,327	7,989
EPS (Bt)	1.40	1.64	1.96	2.15



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-2.3%	6.1%	11.6%	14.6%
Relative to SET	-1.6%	8.5%	12.0%	14.1%

Major shareholders

	Holding
1. UBS AG SINGAPORE BRANCH	32.89%
2. Mr. Somphote Ahunai	11.05%
3. SOTUS & FAITH # 1 LIMITED	8.04%

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)

Assistant Analyst: Pimpitsamai Tupinprom

เราเริ่มต้นจัดทำทวิวิเคราะห์ EA ด้วยคำแนะนำ "ถือ" ที่ราคาเป้าหมาย 90.00 บาท ถึง SoTP (DCF + PER) ของธุรกิจ bio diesel, renewable energy, EVs + battery โดยเราชอบ EA จาก 1) เป็นผู้นำธุรกิจประกอบและจำหน่ายยานยนต์ไฟฟ้า (EVs) และแบตเตอรี่ (lithium ion) สำหรับยานยนต์ไฟฟ้า รายใหญ่ที่สุดของไทย, 2) ผลิตรถยนต์เชิงพาณิชย์ที่มีผู้แข่งขันต่ำและได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาลไทย, 3) อุตสาหกรรม EVs ทั่วโลก กำลังเข้าสู่ช่วง S-curve ที่มีอัตราการเติบโตสูง ในช่วง 5 ปีข้างหน้าเป็นอัตราน้อย ส่งผลให้บริษัทมี secured backlog ที่สูง และมีโอกาสที่จะได้ลูกค้าใหม่ๆ อีกมาก จากเทรนด์การเปลี่ยนเครื่องยนต์เป็นมอเตอร์ไฟฟ้าแทนสันดาปภายใน, และ 4) ผลประกอบการของธุรกิจผลิตไฟฟ้า (solar + wind) จะเริ่มลดลงตั้งแต่ปี 2023E หลังจากที่ไม่มีการผลิตใหม่ๆ และ Adder ของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่เริ่มทยอยหมดลง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าธุรกิจไฟฟ้า ยังมีโอกาสกลับมาเติบโตได้จากโครงการใหม่ๆ ภายใต้ แผน PDP ไทยล่าสุดที่จะเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานทดแทนในไทยจำนวน 5.2GW (2024-30)

เราประมาณการกำไรสุทธิปี 2022E ที่ 8.09 พันล้านบาท ขยายตัว 36.4% YoY และกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 1.09 หมื่นล้านบาท โต +35.5% YoY โดยธุรกิจยานยนต์ไฟฟ้า ที่เริ่มส่งมอบตั้งแต่ใน 4Q22E จะเป็น key driver หลัก อย่างไรก็ตาม เราให้คำแนะนำเพียง "ถือ" จากราคาหุ้นปัจจุบันที่ได้สะท้อนมูลค่าธุรกิจในอนาคตไว้พอสมควรแล้ว โดยราคาเป้าหมาย 90.00 บาท เราประเมินธุรกิจ Battery (46.20 บาท) จากสมมติฐานกำลังการผลิตที่จะเพิ่มขึ้นเป็น 6 GWh ในปี 2029E (ปัจจุบัน 1 GWh), EVs (8.70 บาท) จากสมมติฐานกำลังการผลิตยานยนต์ไฟฟ้าที่จะเพิ่มขึ้นเป็น 7,000 คัน/ปี ในปี 2025E, และความสามารถในการเพิ่มกำลังการผลิตพลังงานไฟฟ้าทดแทนอีก 10.30 บาท จากสมมติฐานกำลังการผลิตใหม่ที่เพิ่มขึ้นอีก 1,050 MW

KEY HIGHLIGHTS

□ EVs and Battery will be a key growth driver for next 5 years ปี 2022E เป็นปีแรกที่ EA จะเริ่มบันทึกกำไรจากธุรกิจแบตเตอรี่ (Battery) และยานยนต์ไฟฟ้า (EVs) โดยเราประเมินว่ารายได้จากธุรกิจนี้ (บริษัทประกอบรถไฟฟ้า AAB (EA ถือหุ้น 55%, NEX ถือหุ้น 45%) + โรงผลิตแบตเตอรี่ Amita Thailand (EA ถือ 70%)) จะเติบโตจาก 6.38 พันล้านบาทในปี 2022E เป็น 3.16 หมื่นล้านบาทในปี 2025E จากการประกอบรถไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (รถโดยสารไฟฟ้าให้กับ Thai smile bus และหัวรถลากไฟฟ้า NEX) ที่จะเพิ่มขึ้นจาก 1,000 คัน ในปี 2022E เป็น 6,700 คันในปี 2025E ในขณะที่ ปัจจุบัน AAB สามารถรองรับความต้องการที่เพิ่มขึ้นได้ถึงสูงสุดอยู่ที่ 9,000 คันต่อปี

□ EVs business has a room for big growth จากเทรนด์ความต้องการเปลี่ยนจากยานยนต์สันดาปภายในเป็นยานยนต์ไฟฟ้า ของยานยนต์เชิงพาณิชย์ เช่น รถตู้โดยสาร (E Van), รถบรรทุกโดยสารต่างจังหวัดระยะสั้น (E Bus), รถกระบะและรถบรรทุก 6 ล้อ, 10 ล้อ ไฟฟ้า (E Truck) ซึ่งเป็นตลาดที่ EA มุ่งเน้น ที่มีการแข่งขันน้อย Blue ocean) โดยเฉพาะจากผู้ผลิตจากต่างประเทศ ในขณะที่ EA มีโรงงานประกอบใหญ่ที่สุดในประเทศ โดยเบื้องต้นคาดว่าจะมีกำลังการผลิต 5 หมื่นคัน/ปี เงินลงทุนราว 5-6 พันล้านบาท โดยจะยังคงเน้นการขายในกลุ่มลูกค้าหน่วยงานภาครัฐ และองค์กรเอกชน

□ Renewable energy (power) ready for the next round of investment เราประเมินกำไรจากธุรกิจไฟฟ้า (solar + wind) ของ EA จะเริ่มลดลงตั้งแต่ปี 2023E หลังจากที่ไม่มีการผลิตใหม่ๆ เข้ามาและ Adder ที่ได้รับการสนับสนุนจากภาครัฐของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่เริ่มทยอยหมดลงตั้งแต่ใน 4Q22E อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าธุรกิจไฟฟ้า ยังมีโอกาสกลับมาเติบโตได้จากโครงการใหม่ๆ ภายใต้ แผน PDP ไทยล่าสุดที่จะเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานทดแทนในไทยจำนวน 5.2GW (2024-30)

□ Earnings to hit a record high เราประมาณการกำไรสุทธิปี 2022E ที่ 8.09 พันล้านบาท ขยายตัว 36.4% YoY และกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 1.09 หมื่นล้านบาท โต +35.5% YoY โดยธุรกิจยานยนต์ไฟฟ้า ที่เริ่มส่งมอบตั้งแต่ใน 4Q22E จะเป็น key driver หลัก

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Valuation/Catalyst/Risk

เราประเมินราคาเหมาะสม EA ที่ 90.0 บาท ด้วยวิธี SoTP (DCF สำหรับธุรกิจจำหน่ายไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลม และธุรกิจแบตเตอรี่รวมที่ 65.7 บาท + PER สำหรับธุรกิจ EV และ Biodiesel ที่ 11.4 บาท และมูลค่าลงทุนใน BYD ที่ 1.5 บาท และ Potential power projects 2024E-30E ที่ 10.3 บาท)

KEY INVESTMENT HIGHLIGHTS

□ EA ประกอบธุรกิจพลังงานหมุนเวียน และเป็นผู้ผลิตแบตเตอรี่ด้วยโรงงานขนาดใหญ่ที่สุดของไทย EA หรือบริษัท พลังงานบริสุทธิ์ จำกัด (มหาชน) เริ่มธุรกิจแรกด้วยการเป็นผู้ผลิตไบโอดีเซลและกลีเซอรินบริสุทธิ์ ในปี 2009 และเริ่มขยายไปยังธุรกิจการผลิตและจำหน่ายกระแสไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน โดยเริ่มผลิตกระแสไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์เพื่อจำหน่ายให้กับการไฟฟ้าส่วนภูมิภาคในปี 2011 โดย ณ สิ้นปี 2016 มีกำลังการผลิตรวม 278 MW และเริ่มจัดตั้ง ผลิต และจำหน่ายกระแสไฟฟ้าจากพลังงานลมในปี 2017 โดย ณ สิ้นปี 2019 โรงงานไฟฟ้าพลังงานลมทั้งหมดมีกำลังการผลิตรวมอยู่ที่ 386 MW ในปี 2018 EA เริ่มขยายสู่ธุรกิจบริการสถานีอัดประจุไฟฟ้า และพัฒนา DC Super Charge โดยใช้เวลาชาร์จเร็วที่สุดเพียง 7 นาทีสำหรับยานยนต์ไฟฟ้าภายใต้ชื่อ EA Anywhere ซึ่งปัจจุบัน EA มีสถานีเครื่องอัดประจุไฟฟ้าทั้งหมด 410 สถานี

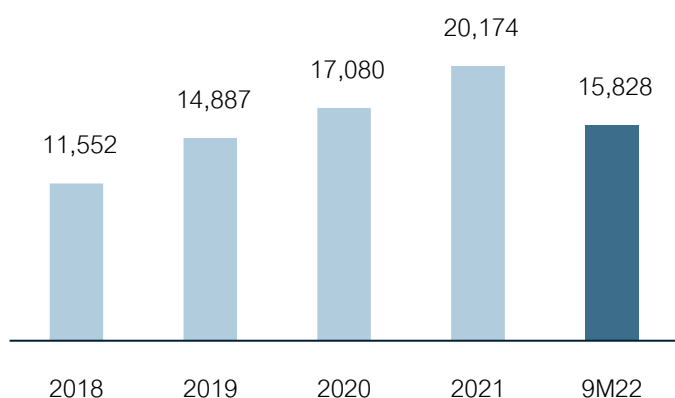
ต่อมาในปี 2021 EA เริ่ม COD โรงงานผลิตแบตเตอรี่เพื่อใช้ในยานยนต์ไฟฟ้า โดยเน้นเริ่ม supply ให้การผลิต EV bus โดยสารที่ประกอบโดย บริษัท Absolute Assembly จำกัด หรือ AAB ที่ EA ได้มีการลงทุนร่วมกับ บริษัท Nex Point จำกัด (มหาชน) หรือ NEX (EA ถือหุ้น 55%, NEX ถือหุ้น 45% โดย NEX จะรับรู้เป็นส่วนแบ่งกำไร) ตั้งแต่ 3Q22 ซึ่งมีบทบาทหน้าที่ในการพัฒนาและผลิตรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ขนาดใหญ่รายแรกของประเทศไทย มีกำลังการผลิตสูงสุดที่ 9 พันคันต่อปี โดย AAB ได้มีการเริ่มผลิตและส่งมอบรถบัสไฟฟ้า (E Bus) แล้วใน 3Q22 ได้แก่ รถบัสไฟฟ้า (E Bus), รถบรรทุกไฟฟ้า (E Truck) และ EA ได้มีการผลิตรถยนต์ไฟฟ้าอื่นๆ อย่าง รถกระบะไฟฟ้า ซึ่งผลิตโดยบริษัท Mine Mobility Corporation จำกัด (MMC) ปัจจุบันมีกำลังการผลิตอยู่ที่ 3 พันคันต่อปี ถือหุ้นโดย EA 99.99%

Fig 1: EA's business expansion timeline

2009	EA started with bio-diesel production business with 0.4 million litre /day capacity
2011	Entered into renewable power business with 8 MW solar plant
2016	All solar power plants were COD with a total of 278 MW
2017	Started wind power plant with 126 MW, EA had reached 404 MW of renewable power business
2018	EA started installing EV charging station under the name "EA Anywhere" with a total of 410 stations
2019	All wind power were COD with a total of 386 MW, EA has reached 664 MW of renewable power business
2022E	EA jumps into commercial EV production business using AAB factory (EA holding 55%, NEX holding 45%)
2023E	Planning to ramp up battery production capacity to 2GWh

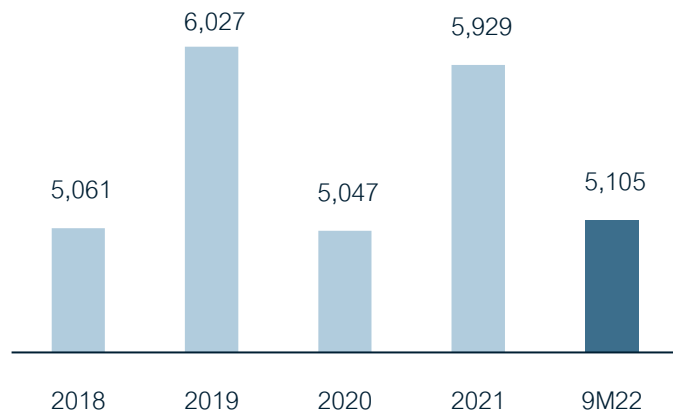
Source: Company, DAOL

Fig 2: EA's consolidated revenues, 2018-9M22 bar chart



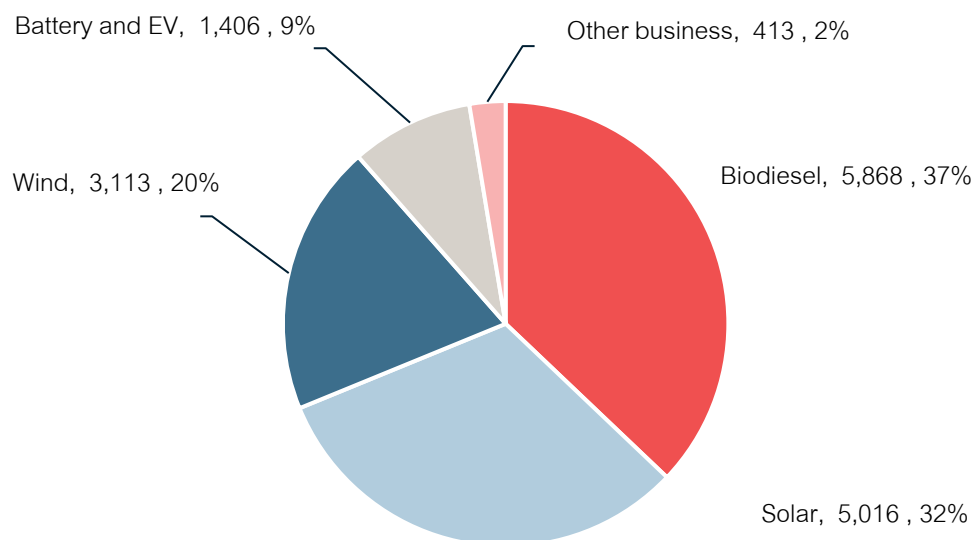
Source: Company, DAOL

Fig 3: EA's consolidated net profits, 2018-9M22 bar chart



Source: Company, DAOL

Fig 4: EA's revenue breakdown (9M22) pie chart

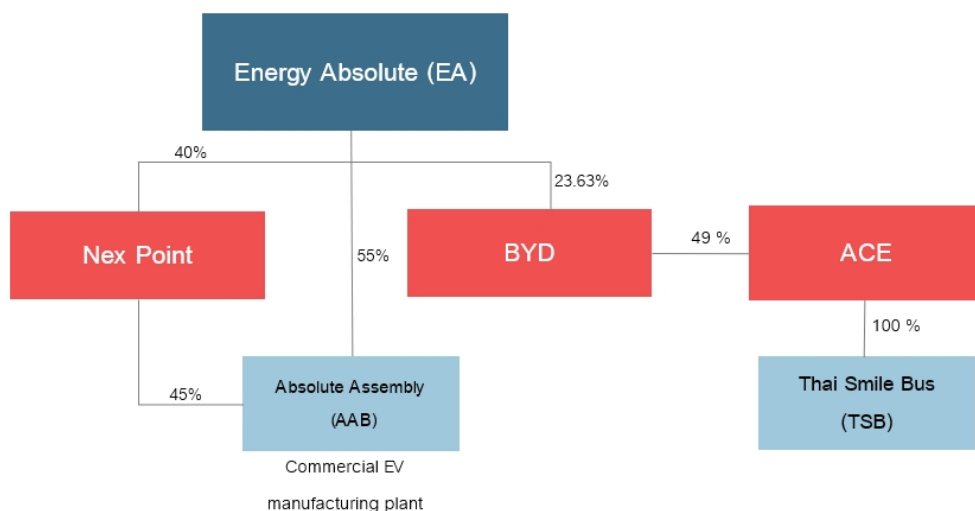


Source: Company, DAOL

□ Battery and EVs business, a key growth driver for next 5 years

EA ตั้งเป้าขยายธุรกิจการผลิตและจัดจำหน่ายแบตเตอรี่เพื่อใช้ในยานยนต์ไฟฟ้า ในการเข้าสู่การเป็นฐานการผลิตยานยนต์ในภูมิภาค เพื่อรองรับความต้องการใช้ยานยนต์ไฟฟ้าที่เพิ่มสูงขึ้น ศักยภาพในการมีส่วนร่วมในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของอุตสาหกรรมยานยนต์ไฟฟ้า เช่น การขยายการติดตั้งสถานีชาร์จ และพัฒนาระบบอัดประจุไฟฟ้า ซึ่ง EA ถือเป็นบริษัทแรกๆ ที่เริ่มทำสถานีอัดประจุไฟฟ้าที่สามารถรองรับรถไฟฟ้าได้ทั้งหมด 29 ยี่ห้อ รวมแล้ว 116 รุ่น และมีการพัฒนาไปสู่ระบบ DC Super Charge ที่สามารถชาร์จได้เร็วถึง 80% ภายใน 15 นาที

Fig 5: EA's battery and electric vehicle business shareholding structure



Source: Company, DAOL

Fig 6: Amita's battery plant



Source: Company, DAOL

Fig 7: EA Anywhere charging station



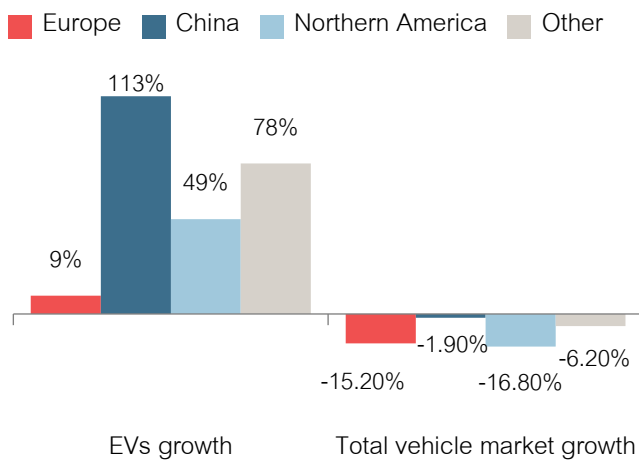
Source: Company, DAOL

□ Battery and EV business outlook

ความต้องการยานยนต์ไฟฟ้าเพิ่มสูงขึ้นตามมาตรการสนับสนุนของรัฐที่ต้องการจะเปลี่ยนให้ลดการใช้รถยนต์สันดาปลง และเปลี่ยนมาใช้ยานยนต์ไฟฟ้าเพื่อลดการใช้เชื้อเพลิงและเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม

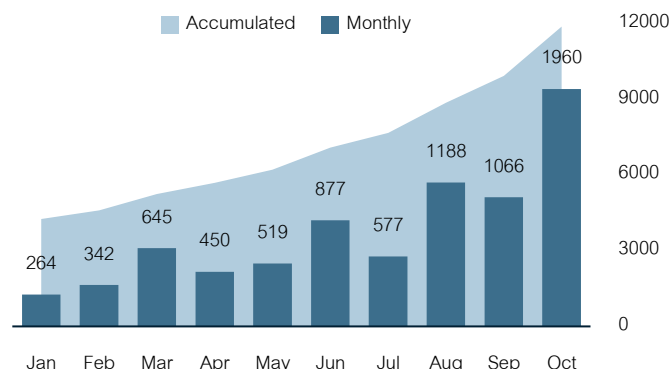
- ยอดขายรถไฟฟ้า (Full electric: BEVs) ทั่วโลก ในเดือน ต.ค. 2022 เติบโตถึง 55% อยู่ที่ 9.32 แสนคัน โดยคิดเป็น 11% ของยอดขายรถไฟฟ้าทั้งหมด และคาดว่าจะเติบโตได้มากถึง 33% CAGR ใน 2022E-27E
- ส่วนยอดขายจดทะเบียนรถไฟฟ้าในประเทศไทยเดือน ต.ค. 2022 อยู่ที่ 1,236 คัน โดยยอดสะสมรวม 10 เดือนตั้งแต่ ม.ค. ถึง ต.ค. 2022 อยู่ที่ 7,164 คัน (คิดเป็น 0.96% ของยอดจดทะเบียนรถยนต์ในไทยรวม 745,177 คัน) เห็นการเติบโตถึง +270% จากในปี 2021 ที่ 1,935 คัน

Fig 8: EV sales globally, 1H21 vs. 1H22



Source: Company, DAOL

Fig 9: EV sales in Thailand, 10M22

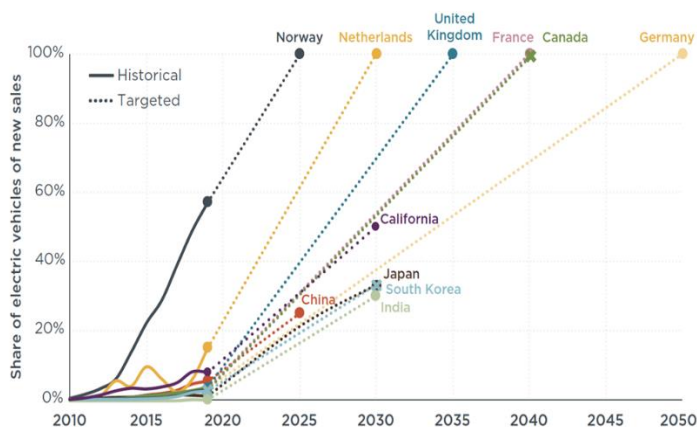


Source: Company, DAOL

□ Economy-of-scale of battery packs is driving EV business

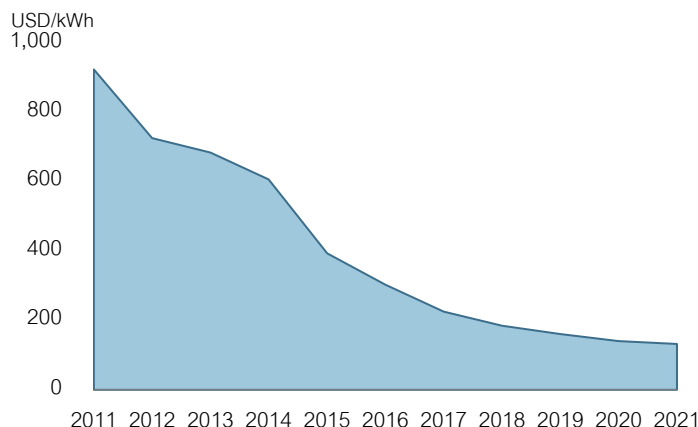
จากข้อดีของการใช้ยานยนต์ไฟฟ้าที่สามารถลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ตาม Global policy ทำให้ภาพรวมของอุตสาหกรรมยานยนต์ทั่วโลกหันมาให้ความสำคัญกับการเริ่มเปลี่ยนแปลงไปใช้เชื้อเพลิงจากไฟฟ้าที่กักเก็บด้วยแบตเตอรี่มากขึ้น โดยค่ายผลิตรถยนต์ทั่วโลกมีการตั้งเป้าเปลี่ยนสู่การผลิตยานยนต์ไฟฟ้า 100% ภายในปี 2030E เป็นต้นไป ประกอบกับราคาของ Lithium-ion battery ที่ปรับตัวลงจาก economy-of-scale เป็นการ support การเติบโตและการพัฒนาของธุรกิจ EV

Fig 10: Historical and targeted electric shares of new passenger vehicle sales by markets



Source: DAOL

Fig 11: Average pack price of lithium-ion batteries, 2011-2021



Source: International Energy Agency, DAOL

□ มุ่งเริ่มทำตลาดยานยนต์ไฟฟ้าโดยสารเพื่อใช้ในเชิงพาณิชย์ ที่ปัจจุบันปรับตัวกลับมาดีขึ้น

ตั้งแต่เดือน พ.ค.22 เป็นต้นมาจำนวนรถโดยสารจดทะเบียนใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากการเปิดเมือง เปิดประเทศ รองรับกิจกรรมทางเศรษฐกิจและการท่องเที่ยวที่กลับมา ส่งผลบวกต่อตลาดรถยนต์โดยสารให้กลับมาฟื้นตัวดีขึ้น และเราประเมินว่าในปี 2023E จะปรับตัวขึ้นมาเป็น 6-8 พันคัน และปี 2024E จะกลับไปใกล้เคียงก่อนโควิดที่ 1.1-1.2 หมื่นคัน

สำหรับยอดจดทะเบียนรถบรรทุกใหม่ในปี 2015-21 ยังคงทรงตัวในระดับ 6-7 หมื่นคัน/ปี ต่อเนื่องมาในเดือน ม.ค.-ต.ค.22 ยังคงเห็นที่ระดับ 6-7 พันคัน/เดือน สำหรับในช่วงปี 2023E-24E เราคาดว่าจะมียอดผลิตรถยนต์ในระดับ 7-8 หมื่นคัน/ปี ได้ จากภาพรวมเศรษฐกิจที่จะเติบโตขึ้นตามกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่กลับมาหลังจากความกังวลต่อสถานการณ์โควิดลดลง ทั้งนี้ จากภาพรวมความต้องการรถโดยสารและรถบรรทุกที่จะเติบโตขึ้น เรามองว่าจะเป็นบวกต่อบริษัทจากที่มีการผลิตรถทั้ง / ประเภทที่กล่าวมา ประกอบกับบริษัทมุ่งเน้นการผลิตรถโดยสารไฟฟ้า E Bus และรถบรรทุกไฟฟ้า E Truck ซึ่งมีโอกาสเติบโตได้มากกว่าภาพรวมอุตสาหกรรม เนื่องจากปัจจุบันทั่วโลกเริ่มให้ความสำคัญกับยานยนต์ไฟฟ้ามากขึ้นจากปัจจัยในหลากหลายด้านทั้งภายในและภายนอกประเทศ โดยเฉพาะปัจจัยด้านต้นทุนค่าพลังงานและผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม รวมถึงหน่วยงานภาครัฐ หันมาสนับสนุนการการใช้พลังงานสะอาดเพื่อลดมลพิษ ซึ่งยานยนต์ไฟฟ้าถือเป็นหนึ่งใน driver ที่สำคัญในการมีส่วนร่วมสนับสนุนให้แต่ละประเทศทั่วโลกลดแรงกดดันของต้นทุนค่าพลังงานและการสร้างมลพิษได้

เราคิดว่าด้วยปริมาณความต้องการยานยนต์ไฟฟ้าที่จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่ง EA เป็น key player ของตลาดจากการเป็นผู้เล่นเจ้าแรกๆ ที่เข้าสู่ทั้งธุรกิจพลังงานสะอาด ธุรกิจยานยนต์ไฟฟ้าและมีการผลิตแบตเตอรี่ซึ่งเป็น component หลักของการผลิตรถยนต์ไฟฟ้า รวมถึงเป็นจุดเริ่มต้นของการพัฒนาไปสู่การกักเก็บพลังงานไฟฟ้าในอนาคต จาก battery plant ที่ใหญ่ที่สุดใน ASEAN ขนาด 1 GWh

Fig 12: Total no. of cars using for transport service by type (2021)

	ทั่วประเทศ	ส่วนกลาง	ส่วนภูมิภาค
รวมรถโดยสารสะสม ณ สิ้นปี 2021	125,472	33,586	91,886
รถโดยสารประจำทาง (Fixed Route Bus)	53,676	11,980	41,696
รถโดยสารไม่ประจำทาง (Non-Fixed Route Bus)	36,640	10,403	26,237
รถตู้โดยสารประจำทาง (Fixed Route Van)	10,403	5,326	5,077
รถตู้โดยสารไม่ประจำทาง (Non-Fixed Route Van)	24,753	5,877	18,876
รวมรถบรรทุกทุกประเภท	1,201,832		
ไม่ประจำทาง (Non-Fixed Route Truck)	381,427		
ส่วนบุคคล (Private Truck)	820,405		

Source: Department of Land Transport, DAOL

Fig 13: E-bus model delivered to Thai Smile Bus (TSB) since 3Q22



Source: Matichon, DAOL

Fig 14: E-truck model ordered by Mon Transport from Nex Point



Source: กรุงเทพธุรกิจ, DAOL

Fig 15: MINE EV Mini truck MT30 model



Source: Brand Buffet, DAOL

Fig 16: MT30 model first launch at the 39th Thailand motor expo 2022



Source: กรุงเทพธุรกิจ, DAOL

□ ตั้งแต่ 4Q22E กำไรจะสะท้อนผลการดำเนินงานจากธุรกิจ EV ที่โดดเด่น

- **มองการเติบโตจากตลาดในประเทศเริ่มเห็นเด่นชัดตั้งแต่ใน 4Q22E** จากแผนส่งมอบรถไฟฟ้าโดยสารของ NEX ที่มีแผนส่งมอบรถ E Bus ใน 4Q22E – 2023E อีกไม่ต่ำกว่า 3 พันคัน เพิ่มขึ้นจากใน 3Q22 เริ่มมีการส่งมอบรถ E Bus ไปแล้วจำนวน 221 คัน ทั้งนี้ ยอดส่งมอบรถ E Bus ตั้งแต่ 4Q22E – 2023E จะเป็นการส่งมอบรถเมล์ไฟฟ้า ชสมก. อีกจำนวนราว 3 พันคัน และจะมีการส่งมอบรถบัสไฟฟ้าให้กับ บขส. สำหรับให้บริการขนส่งผู้โดยสารระหว่างจังหวัดอีกราว 400 คัน ทั้งนี้ ยังไม่รวมถึงหน่วยงานราชการและบริษัทเอกชนหลายแห่งที่สนใจสั่งซื้อรถโดยสารมากขึ้น รวมถึงภาพรวมการท่องเที่ยวที่จะกลับมาเติบโตโดดเด่นตั้งแต่ปี 2023E จะทำให้ความต้องการรถบัสโดยสารปรับตัวเพิ่มขึ้น และรถบัสไฟฟ้าหรือ E Bus จะเป็นทางเลือกที่ถูกคัดสรรใจเลือกซื้อมากขึ้น ซึ่ง AAB (โรงงานประกอบรถโดยสารไฟฟ้าร่วมทุนระหว่าง EA 55% และ NEX 45%) มีจุดเด่นจากการที่มีโรงงานประกอบใหญ่สุดในประเทศ ขณะที่คู่แข่งรายอื่นส่วนใหญ่มีการนำเข้าจากต่างประเทศ

เช่นเดียวกันกับรถ E Truck แนวโน้มคำสั่งซื้อจะทยอยเพิ่มขึ้นใน 4Q22E – 2023E โดยใน 4Q22E มีแผนจะส่งมอบรถ E Truck (รถบรรทุกหัวลากไฟฟ้า) แล้วไม่ต่ำกว่า 110 คัน จากภาคเอกชนหลายรายที่เริ่มสั่งซื้อ และเราประเมินว่าจะสามารถผลิตและส่งมอบรถในปี 2023E เฉลี่ยได้เดือนละ 100 คัน จากแนวโน้มราคารถไฟฟ้าที่ไม่ได้ต่างจากรถสันดาป และมีแนวโน้มที่จะถูกลงตามต้นทุนของแบตเตอรี่ แต่จะได้รับประโยชน์จากต้นทุนค่าไฟฟ้าที่ถูกกว่าเชื้อเพลิงที่ใช้ในรถสันดาป

Fig 17: Key assumption for AAB and NEX

	3Q22	4Q22E	2022E	2023E	2024E	2025E
Total sale (units)	221	860	1,081	4,000	5,400	6,700
E Bus (units)	221	750	971	3,000	3,000	3,500
E Truck (units)	0	110	110	1,000	2,400	3,200
Average selling price (Bt mn)	5.2	6.0	5.9	5.6	4.7	4.7
Revenue form Bus and EV business (Bt mn)	1,207	5,210	7,124	24,335	27,594	33,972
GPM from Bus and EV business	6.1%	5.0%	5.6%	5.0%	5.1%	5.1%
Equity income from AAB (Bt mn)	-6	145	80	911	1,265	1,641

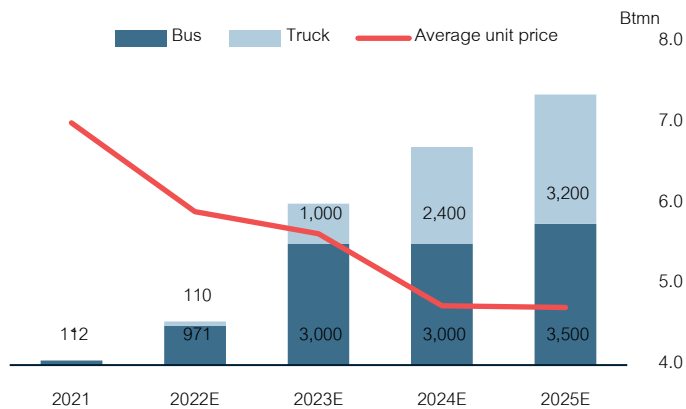
Source: Company, DAOL

Fig 18: Key assumption for EA's battery business (Amita)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Plant capacity (GWh)	1.0	1.0	2.0	2.0	4.0
Average Lithium battery price (USD/kWh)	160.0	150.0	142.5	135.4	128.6
Average capacity used/car (kWh)	180.0	180.0	165.0	150.0	130.0
Selling capacity (GWh)	0.02	0.19	1.26	1.87	3.01

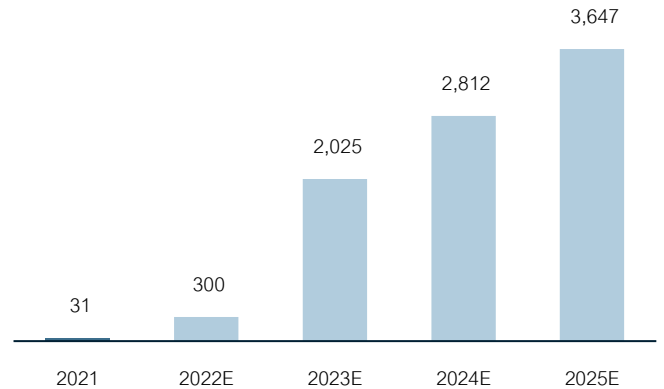
Source: Company, DAOL

Fig 19: AAB's EV orders and average price, 2022E-25E



Source: Company, DAOL

Fig 20: AAB earnings forecasts, 2022E-25E



Source: Company, DAOL

- **Potentially leading and growing in SEA market** นอกจากรถโดยสารประจำทาง (E-Bus) และรถหัวลาก (E Truck) ที่ปัจจุบันอยู่ระหว่างการผลิตแล้ว เรายังมองว่าเป็น early adopter บริษัทจะสามารถขยายไลน์ไปยังรถโดยสารชนิดอื่นได้ก่อน อย่างเช่น รถตู้โดยสาร รถโดยสารต่างจังหวัด

EA ยังมีการเพิ่มไลน์รถ EV Mini truck (E-pickup) เปิดตัวและเปิดจองในงาน Thailand Motor Expo ครั้งที่ 39 ระหว่างวันที่ 1 – 12 ธันวาคม 2565 ราคา 7.48 แสนบาท ตั้งเป้ายอดขาย 3,000 คัน โดยจะใช้ production line ของ MMC คาดจะ COD ได้ใน 1Q23E และพร้อมทยอยส่งมอบใน 2023E

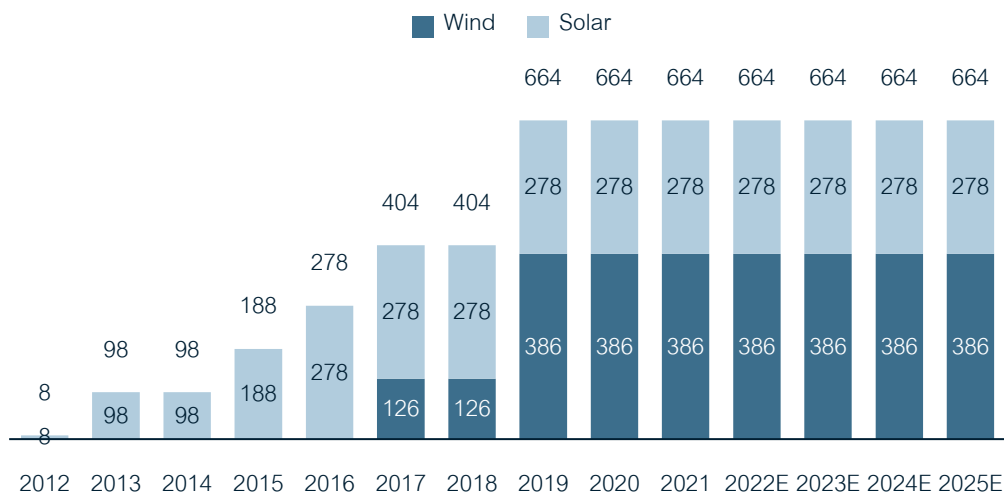
เรายังมองว่าบริษัทมีแนวโน้มจะขยายกำลังการผลิตเพิ่มเพื่อตอบสนอง demand การเปลี่ยนไปใช้รถไฟฟ้าในอนาคต และเพิ่มไลน์การผลิตรถไฟฟ้าชนิดอื่นที่กำลังเป็นที่ต้องการ โดยเฉพาะการเน้นไปในตลาดรถที่ใช้เชิงพาณิชย์ที่สามารถช่วยให้ผู้ประกอบการสามารถประหยัดต้นทุนค่าเชื้อเพลิงได้

รวมไปถึงโอกาสที่จะเติบโตใน South East Asia โดยใน 3Q22 EA เริ่มมีการทำสัญญาซื้อขายรถโดยสารไฟฟ้าจำนวน 200 คันให้กับ Gemilang International Limited (GML) รวมถึงติดตั้งสถานีอัดประจุไฟฟ้า Ultra-fast charge ซึ่งเหมาะกับรถโดยสารสาธารณะ มองว่าการเข้าร่วมลงนามความร่วมมือกับ Computer Forms (Malaysia) Berhad (CFM) ในประเทศมาเลเซียเป็นจุดเริ่มต้นที่ดีในการเป็นที่ยอมรับของลูกค้าเชิงพาณิชย์ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

□ Power business has room for growth ahead

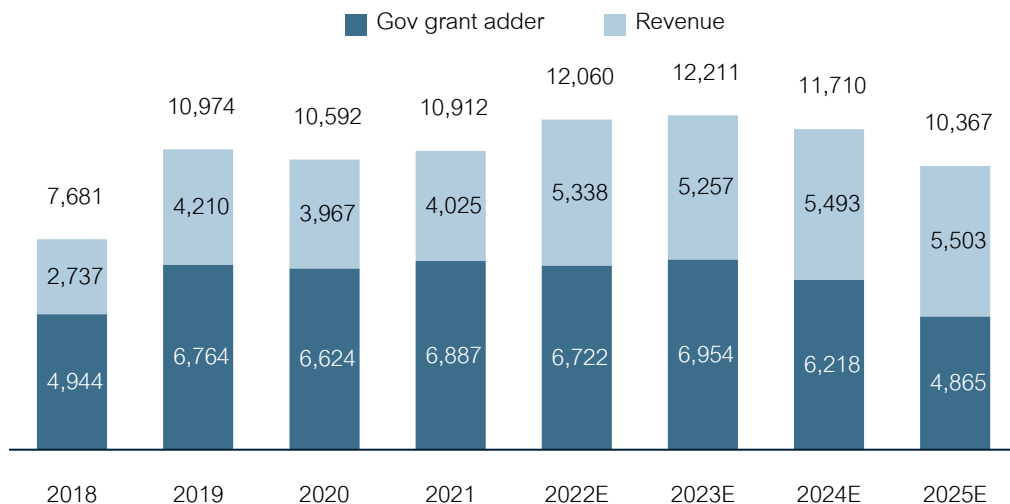
EA ผลิตกระแสไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมโดยสามารถผลิตได้เต็มกำลังการผลิตที่ 664 ในปี 2019 โดยแบ่งเป็น Solar power ที่ 278 MW และ Wind power ที่ 368 MW ทั้งนี้ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า adder ส่วนเพิ่มที่มาสนับสนุนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนจะเริ่มหมดลงตั้งแต่วันที่ 4Q22E โดยเริ่มจาก Solar โครงการแรกที่กำลังการผลิต 8 MW, adder 8.0 Bt/kWh และ Solar อีก 3 โครงการจะทยอยหมดลงในช่วงระหว่างปี 2023E-26E, adder 6.5 Bt/kWh สำหรับ Wind จะเริ่มหมดลงในปี 2027E จำนวนกำลังการผลิต 126 MW และในปี 2029E จำนวนกำลังการผลิต 260 MW, adder 3.5 Bt/kWh อย่างไรก็ตามเราคาดว่าอัตราค่าไฟแปรผัน (ft) ยังคงเป็นขาขึ้นปี 2023E ซึ่งยังคงเห็นรายได้จากการขายไฟที่ยังทรงตัวอยู่ได้ จนกว่าจะเห็นรายได้จาก government grant adder ชัดเจนในปี 2024E-25E เป็นต้นไป

Fig 21: Power business's capacity, 2012-25E



Source: Company, DAOL

Fig 22: Power business's revenue, 2018-25E



Source: Company, DAOL

□ Renewable energy (power), ready for the next round of investment

โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในไทยจะเป็น short-term catalyst โครงการพลังงานทดแทนในไทยจำนวน 5.2GW ซึ่งเปิดให้ผู้สนใจยื่นคำขอเข้ามาเมื่อวันที่ 25 พ.ย. 2022 ที่ผ่านมา คาดว่าจะประกาศผลใน 1H23E คาดว่าแล้วเสร็จใน 1H23E โดยเบื้องต้นมีความต้องการไฟฟ้ารวมทุกชนิดเชื้อเพลิงไม่น้อยกว่า 100GW ในระยะยาวออกมาให้นักลงทุนเข้าไปลงทุน ประเมินการเข้าใกล้วันประกาศผลของไทย จะสร้าง positive sentiment ให้กับ EA ได้ เนื่องจาก EA เป็นหนึ่งผู้เข้าร่วมยื่นของสำหรับโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลม โดยมีกำลังการผลิตที่เปิดประมูลทั้งหมดอยู่ที่ 2,368 MW กำหนดให้เริ่มทยอย COD ในปี 2024E และ 1,500 MW กำหนดให้เริ่มทยอย COD ในปี 2025E ตามลำดับ

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 10

Fig 23: Thailand renewable projects under the recent PDP

Types	Size (MW) & SCOD							Total
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Biogas			75	75	75	70	40	335
Wind		250	250	250	250	250	250	1,500
Solar+BESS	100	100	100	100	200	200	200	1,000
Solar	190	290	258	440	490	310	390	2,368
								5,203

Source: EPPO, DAOL

□ Earnings to hit a record high, กำไร 2023E และระดับหนี้ล้าน หนุนหลักจากธุรกิจ EV

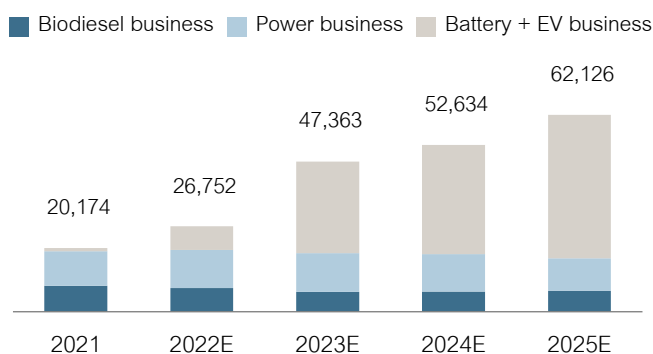
เราประมาณการกำไรสุทธิปี 2022E ที่ 8.09 พันล้านบาท ขยายตัว +36.4% YoY จาก 5.9 พันล้านบาทใน 2021 และประเมินกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 1.09 หมื่นล้านบาท โต +35.5% YoY โดยธุรกิจยานยนต์ไฟฟ้าโดยสารจากคำสั่งซื้อ E-bus ที่ต้องส่งมอบตั้งแต่ใน 4Q22E-2023E จะเป็น key driver หลักต่อการเติบโตของ EA มาทดแทน Adder ที่ได้รับการสนับสนุนจากภาครัฐของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่จะเริ่มทยอยหมดลงตั้งแต่ใน 4Q22E

สำหรับประมาณการปี 2022E ใน 3Q22 NEX เริ่มมีการผลิตและส่งมอบรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ ตั้งแต่เดือน ก.ย. 22 และทำให้งวด 3Q22 มีการส่งมอบรถ E Bus ไปแล้ว 221 คัน ซึ่งคาด 4Q22E จะสามารถผลิตได้เต็มกำลังผลิตมากขึ้น และจะมีการส่งมอบรถ E Bus และ E Truck ได้เต็มไตรมาสเป็นครั้งแรก ทั้งนี้ เราประเมิน 4Q22E จะมีการส่งมอบรถ E Bus ให้กับ Thai Smile Bus (TSB) เพื่อบรรจรถเป็นรถ ขสมก. จำนวน 750 คัน และ E Truck (รถหัวลากไฟฟ้า) จำนวน 110 คัน

และในปี 2023E เราประเมินว่า NEX จะส่งมอบรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ได้เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็น 4 พันคัน แบ่งเป็น E Bus จำนวน 3 พันคัน และ E Truck จำนวน 1 พันคัน (ประมาณการส่งมอบรถปี 2022E จำนวน 1,081 คัน แบ่งเป็น E Bus จำนวน 971 คัน และ E Truck จำนวน 110 คัน) โดย E Bus ส่วนใหญ่จะเป็นการส่งมอบรถให้ ขสมก. อีกราว 2.3 พันคัน และคาดว่าจะเริ่มทยอยรับรู้รายได้จากการขายรถกระบะไฟฟ้า (MINE EV Mini Truck MT30) เน้นใช้ในเชิงพาณิชย์ที่เปิดตัวใน 4Q22E ซึ่งจะถูกลดโดยโรงงานของ MMC ของ EA เองที่กำลังการผลิต 3,000 คันต่อปี คาดจะ COD ได้ใน 1Q23E และพร้อมทยอยส่งมอบใน 2023E

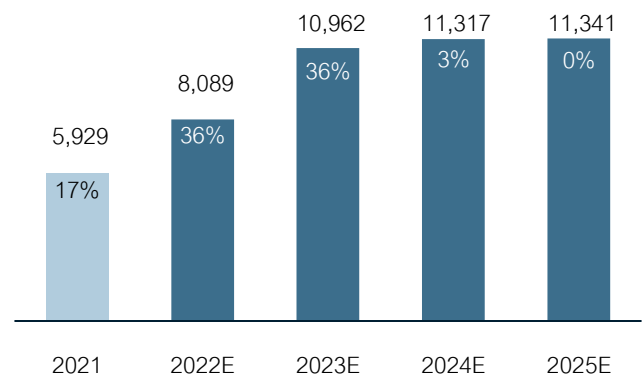
ทั้งนี้กำไร 2022E-25E จะสามารถเติบโตได้ในระดับ +12% CAGR จากการเติบโตของธุรกิจยานยนต์ไฟฟ้าและแบตเตอรี่เป็นหลัก ตามกระแสภาพรวมที่มีความต้องการใช้รถยนต์ไฟฟ้ามากขึ้นไม่ว่าจะเป็นเชิง personal หรือ commercial use

Fig 24: 2021-25E revenue and contribution



Source: Company, DAOL

Fig 25: 2021-25E net profits and growth



Source: Company, DAOL

VALUATION

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 90.00 บาท

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ถือ” EA โดยประเมินราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 90.00 บาท ด้วยวิธี SoTP โดยแยกเป็นรายการธุรกิจดังนี้

- ประเมินมูลค่าธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ และ พลังงานลม ที่มูลค่า 19.5 บาทต่อหุ้น ด้วยวิธี DCF based on WACC 4% with no terminal growth
- ประเมินมูลค่าธุรกิจการผลิตและจำหน่ายแบตเตอรี่ที่มีความสามารถการผลิต 4 GWh ภายในปี 2025E และ 6 GWh ภายในปี 2030E ที่ 46.2 บาทต่อหุ้น ด้วยวิธี DCF based on WACC 4% with 2.5% terminal growth
- ประเมินมูลค่าธุรกิจผลิตและจำหน่ายไบโอดีเซลที่ 2.7 บาทต่อหุ้น ถึง 2023E PER ที่ 12 เท่า
- ประเมินมูลค่าธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายยานยนต์ไฟฟ้า (ภายใต้บริษัท AAB ที่ EA มีสัดส่วนในการถือหุ้น 55% + equity income จากการสัดส่วนการถือหุ้น NEX ที่ 40%) ที่ 8.7 บาท ถึง 2023E PER ที่ 33 เท่า
- ประเมินมูลค่าหุ้นที่ถือในบริษัท BYD ที่ 1.5 บาท (ที่ 2 เท่า 2023E PBV)
- Potential power projects ที่ 10.3 บาท (solar = 2.6 บาท และ wind 7.7 บาท)

ทั้งนี้ปัจจุบัน EA trade อยู่ PER ปี 2023E ที่ 33 เท่ายังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5-yr ที่ 36 เท่า และมองว่ายังเป็นช่วงเริ่มต้นของธุรกิจยานยนต์ไฟฟ้าในประเทศไทยซึ่งยังมีโอกาสเติบโตอีกมาก ประกอบกับ EA เข้าสู่ธุรกิจแบตเตอรี่และรถไฟฟ้าในช่วง early stage ในประเทศไทยและ South East Asia รวมถึงกำไรปี 2023E-25E เรามองว่าประมาณการยังมี upside ได้อีกจากโรงงานผลิตรถยนต์ หากมีการก่อตั้งโรงงานผลิตรถยนต์ไฟฟ้าใหม่เพื่อเพิ่มกำลังการผลิตในอนาคต

Fig 26: Valuation summary

Projects	Capacity	2023E Value (Bt/share)	Methodology	Note
Bio diesel		2.7	2023E PER 12x	
Solar	278 MW	8.5	DCF, WACC 4% terminal g 0%	
Wind	386 MW	11.0	DCF, WACC 4% terminal g 0%	
Battery factory	1-6 GWh in 2022E-30E	46.2	DCF, WACC 4% terminal g 2.5%	70% stake in Amita
EV Business	9,000 units/yr	8.7	2023E PER 33x	55% stake in AAB, 40% stake in NEX
Investment in BYD		1.5	2023E PBV 2x	23.63% stake in BYD
Cash		1.0		
Potential power projects				
Solar	600 MW	4.8	Bt 30mn/MW, EIRR 12%	
Wind	450 MW	5.4	Bt 45mn/MW, EIRR 12%	
Total		90.0		

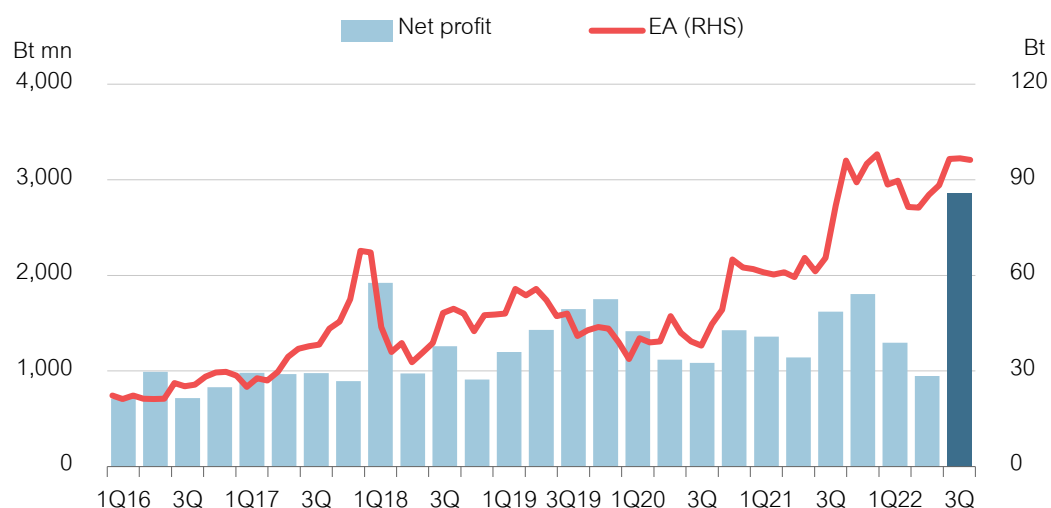
Source: Company, DAOL

Fig 27: Sensitivity for battery business

	2022E	2023E	2025E	2029E	Business value (Bt/share)	Total EA's share value (Bt/share)
Battery production	1.0	2.0	4.0	6.0	46.2	90.0
capacity ramp-up	1.0	2.0	4.0	8.0	60.6	104.4
(GWh)	1.0	2.0	4.0	10.0	74.9	118.7

Source: Company, DAOL

Fig 28: EA share prices vs profits



Source: Company, DAOL

Quarterly income statement

(Bt mn)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
Sales	5,040	5,508	4,740	5,396	5,692
Cost of sales	(2,902)	(3,334)	(2,906)	(3,709)	(4,123)
Gross profit	2,137	2,174	1,834	1,687	1,569
SG&A	(365)	(394)	(320)	(451)	(281)
EBITDA	2,606	2,671	2,359	2,273	4,341
Finance costs	(323)	(295)	(310)	(345)	(359)
Core profit	1,585	1,812	1,286	915	2,845
Net profit	1,622	1,806	1,294	948	2,862
EPS	0.4	0.5	0.3	0.3	0.8
Gross margin	42.4%	39.5%	38.7%	31.3%	27.6%
EBITDA margin	51.7%	48.5%	49.8%	42.1%	76.3%
Net profit margin	32.1%	32.1%	27.3%	17.4%	49.1%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Cash & deposits	10,029	2,951	2,927	3,932	11,506
Accounts receivable	3,175	3,511	6,410	6,115	8,732
Inventories	758	833	1,483	888	1,571
Other current assets	-	-	-	-	-
Total cur. assets	14,033	7,389	11,650	10,952	21,826
Investments	3,683	4,130	4,243	666	666
Fixed assets	51,440	55,924	58,486	37,263	35,024
Other assets	100	1,529	1,614	1,614	1,614
Total assets	70,220	78,484	85,476	56,566	65,295
Short-term loans	4,968	12,081	9,256	3,741	2,873
Accounts payable	285	373	358	192	332
Current maturities	4,968	12,081	9,256	3,741	2,873
Other current liabilities	-	11	0	-	-
Total cur. liabilities	6,070	13,564	12,676	7,104	6,302
Long-term debt	36,980	32,765	35,462	5,021	2,154
Other LT liabilities	2,303	2,528	2,237	1,896	1,896
Total LT liabilities	39,283	35,292	37,699	6,917	4,051
Total liabilities	45,353	48,857	50,375	14,021	10,353
Registered capital	3,730	3,730	3,730	3,730	3,730
Paid-up capital	373	373	373	373	373
Share premium	3,681	3,681	3,681	3,681	3,681
Retained earnings	20,148	24,149	29,130	36,506	47,777
Others	(837)	(391)	(683)	(683)	(683)
Minority interests	1,502	1,815	2,601	2,667	3,794
Shares' equity	24,866	29,627	35,102	42,544	54,942

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Net profit	6,027	5,047	5,929	8,089	10,962
Depreciation	(2,517)	(2,730)	(2,768)	(2,338)	(2,338)
Chg in working capital	(9,387)	(9,064)	(4,146)	8,100	(3,441)
Others	(174)	(139)	(66)	(115)	(1,607)
CF from operations	(1,003)	(1,364)	4,472	18,479	7,041
Capital expenditure	(6,338)	(7,214)	(5,330)	16,646	39,501
Others	(178)	(1,444)	(617)	243	592
CF from investing	(6,516)	(8,658)	(5,947)	16,890	40,093
Free cash flow	(7,341)	(8,578)	(858)	35,125	46,543
Net borrowings	12,721	2,901	(132)	(24,639)	(3,734)
Equity capital raised	-	-	-	-	-
Dividends paid	(871)	(1,037)	(1,074)	(1,021)	(924)
Others	27	759	494	66	1,127
CF from financing	11,877	2,624	(712)	(25,593)	(3,530)
Net change in cash	4,359	(7,398)	(2,187)	9,775	43,604

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales	14,887	17,080	20,174	26,752	47,363
Cost of sales	(6,752)	(9,271)	(11,893)	(17,595)	(30,364)
Gross profit	8,134	7,808	8,280	9,157	16,999
SG&A	(946)	(1,278)	(1,437)	(1,491)	(3,197)
EBITDA	9,774	9,380	9,995	12,053	13,802
Depre. & amortization	(2,517)	(2,730)	(2,768)	(2,338)	(2,338)
Equity income	-	-	-	48	480
Other income	160	78	79	-	-
EBIT	7,416	6,727	7,307	9,763	14,282
Finance costs	(1,386)	(1,637)	(1,388)	(1,403)	(1,278)
Income taxes	11	18	(3)	(205)	(914)
Net profit before MI	5,881	5,031	5,837	8,155	12,089
Minority interest	14	61	(14)	66	1,127
Core profit	5,867	4,970	5,850	8,089	10,962
Extraordinary items	160	78	79	-	-
Net profit	6,027	5,047	5,929	8,089	10,962

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Growth YoY					
Revenue	28.9%	14.7%	18.1%	32.6%	77.0%
EBITDA	40.5%	-4.0%	6.6%	20.6%	14.5%
Net profit	19.1%	-16.2%	17.5%	36.4%	35.5%
Core profit	46.6%	-15.3%	17.7%	38.3%	35.5%
Profitability ratio					
Gross profit margin	54.6%	45.7%	41.0%	34.2%	35.9%
EBITDA margin	65.7%	54.9%	49.5%	45.1%	29.1%
Core profit margin	39.4%	29.1%	29.0%	30.2%	23.1%
Net profit margin	40.6%	29.9%	29.3%	30.5%	25.5%
ROA	8.6%	6.5%	6.9%	12.1%	16.1%
ROE	25.8%	18.1%	18.2%	20.4%	22.1%
Stability					
D/E (x)	1.82	1.65	1.44	0.60	0.41
Net D/E (x)	1.28	1.41	1.19	0.17	(0.75)
Interest coverage ratio	5.35	4.11	5.27	6.96	11.17
Current ratio (x)	2.31	0.54	0.92	2.78	10.57
Quick ratio (x)	2.18	0.48	0.74	2.65	10.32
Per share (Bt)					
Reported EPS	1.62	1.35	1.59	2.17	2.94
Core EPS	1.57	1.33	1.57	2.17	2.94
Book value	6.26	7.46	8.71	10.61	13.30
Dividend	0.28	0.29	0.27	0.25	0.23
Valuation (x)					
PER	59.57	71.13	60.55	44.38	32.75
Core PER	61.20	72.24	61.37	44.38	32.75
P/BV	15.37	12.91	11.05	9.07	7.24
EV/EBITDA	40.15	42.94	40.35	30.62	23.39
Dividend yield	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%

Corporate governance report of Thai listed companies 2021

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนกับบริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้เงิน การข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกันกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชั่น ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.

❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.

❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และไม่ได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 16