

### TSE: ผู้พัฒนาพลังงานหมุนเวียนที่เติบโตได้อีกมาก

Investment Research and Investor Services

16 October 2020

#### Action: เริ่มต้นคำด้วยแนะนำ "ซื้อ" ที่มูลค่าพื้นฐาน 3.14 บาท

เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ที่มูลค่าพื้นฐาน 2021F ที่ 3.14 บาท อิง SOTP เนื่องจาก 1) คาดบริษัทจะมีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นเป็นเท่าตัวในปี 2023F 2) ยังสามารถเติบโตได้อีกมากจากการขยายฐานธุรกิจสู่ประเทศเพื่อนบ้าน 3) มีรายได้และกระแสเงินสดที่มั่นคงเนื่องจากมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่แน่นอน 4) ราคาน่าสนใจเชิง valuation โดย PER20F เพียง 9.1x และยังมี upside สูง 22%

#### Catalyst: มีโครงการ solar farm ขนาดใหญ่ที่ญี่ปุ่นจะ COD ในปี 2023

**Business:** TSE ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับพลังงานทดแทน โดยเริ่มต้นธุรกิจจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และขยายการลงทุนสู่โรงไฟฟ้าชีวมวล โดยปัจจุบันบริษัทมีธุรกิจในประเทศไทยและญี่ปุ่น

โดยมีโรงไฟฟ้า solar farm ในประเทศไทยเป็นตัวเลือกในการสร้างรายได้และกำไร ซึ่งปัจจุบันทางบริษัทมีกำลังการผลิตที่ดำเนินการขายไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (COD) แล้ว ตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งสิ้น 126.2 MW แบ่งเป็น 1) solar farm ในไทย 68.3 MW 2) Solar rooftop 14 MW 3) โรงไฟฟ้าชีวมวลในไทย 22.2 MW 4) solar farm ในญี่ปุ่น 21.7 MW และมีโครงการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างและพัฒนานอีก 2 โครงการ กำลังการผลิตรวม 141 MW คือ 1) Floating solar ในไทย 8 MW 2) solar farm ที่ญี่ปุ่น 133 MW (Onikoube) รวมกำลังการผลิตทั้งสิ้นเป็น 267 MW

**Outlook:** TSE มุ่งหน้าเพิ่มกำลังการผลิตจากการเข้าซื้อโครงการโรงไฟฟ้าทั้งในประเทศไทย และประเทศเพื่อนบ้าน เพื่อเพิ่มจำนวน MW และเติบโตอย่างต่อเนื่อง แม้ว่าจะมีโครงการที่ Adder หดลงในช่วง 2023 - 2024 แต่บริษัทมีโครงการ solar farm ขนาดใหญ่ในญี่ปุ่นที่คาดว่าจะสามารถมาชดเชยกำไรที่หายไปจากส่วนนี้ได้ (คาด COD ปี 23F) และยังมีโครงการที่คาดว่าจะ COD ในปี 21F คือ Floating solar 8 MW นอกจากนี้บริษัทตั้งเป้าซื้อโครงการในประเทศ 50 MW และในประเทศเพื่อนบ้านอีก 100 - 200 MW ภายใน 3 ปี ข้างหน้า (ยังไม่ได้รวมในประมาณการ) โดยจะเป็นโครงการที่ COD แล้ว และรับรู้รายได้ทันที

**ประเมินกำไร** ปี 2020F จะลดลงเป็น 600 ลบ. (-22%y-y) แม้คาดการณ์ได้จากการขายและบริการจะเพิ่มขึ้น +12% y-y เป็น 1,514 ลบ. (จากการขายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น) โดยสาเหตุหลักคาดว่ามาจากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นจากการลงทุนในโครงการใหม่ ค่าใช้จ่ายในการบริหารเพิ่มขึ้นจากการขยายกิจการ และคาดว่าจะมีการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน ส่วนแนวโน้มผลประกอบการในช่วง 21F - 22F ประเมินว่ารายได้และกำไรจะทรงตัว หากไม่มีโครงการขนาดใหญ่เข้ามาใหม่ แต่คาดการณ์กำไรจะพลิกกลับมาเติบโตอย่างมีนัย +74%y-y ในปี 2023F จากโรงไฟฟ้า Onikoube (ซึ่งเป็นโครงการที่ใหญ่ที่สุดของบริษัท) จะเริ่ม COD และในปี 24F-25F คาดกำไรจะลดลงสู่ระดับเดิม เนื่องจาก Adder ของโครงการปัจจุบันจะทยอยหมดลง

#### Valuation: มูลค่าพื้นฐาน 3.14 บาท อิง SOTP

เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยมูลค่าเหมาะสมปี 2021F ที่ 3.14 บาท ด้วยวิธี Sum-of-the-Parts (SOTP) โดยในปัจจุบันบริษัทมี PER 20F เพียง 9.1 เท่า (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 12.3 เท่า) โดยคาดว่าบริษัทจะสามารถหาโครงการใหม่ เพื่อมาสร้างการเติบโตหลังจากที่ Adder จะทยอยหมดลงในช่วงปี 2023F - 2024F (ประเมินเป็น upside 0.50 บาท ต่อ FV ปี 21F ทุก 50 MW ที่เพิ่มขึ้น)

Rating	Buy
TP21F (SOTP)	THB 3.14
Closing price	THB 2.58
Upside/Downside	22%

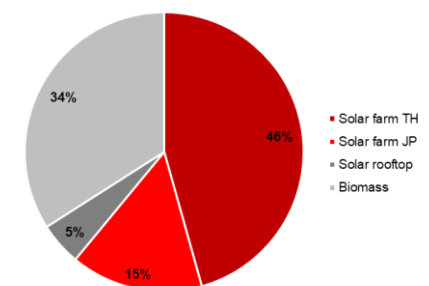
#### Anchor Themes

แนวโน้มพลังงานแสงอาทิตย์กำลังขยายตัวอย่างต่อเนื่องทั่วโลก เนื่องจากเทคโนโลยีทำให้ต้นทุนการผลิตลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และรัฐบาลมีนโยบายเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในช่วง 15 ปีข้างหน้า

#### Key Data

Shares in Issue (mn)	2,117.72
Market Cap (THBmn)	5,463.71
12-mth High/Low (THB)	3.52/1.54
3-mth avg daily turnover (THBmn)	36.70
Foreign Limit/Actual (%)	49.00/6.24
Expected Free Float (%)	38.94
NVDR (%)	0.27
Dividend Policy (%)	At least 40
Par Value (THB)	1.00

#### Revenue Structure



#### Strategy Analysts

**Anuwat Srikajornratkul**  
Analyst Registration No. 045698  
Anuwat.srikajornratkul@th.nomura.com  
02-081-2779, 02-638-5779

**Suksit Wongwanich**  
Assistant Analyst

Forecasts & Valuation					
Year-end 31 Dec (THBm)	FY 18	FY 19	FY 20F	FY 21F	FY 22F
Revenue from sales and services	561	1,349	1,514	1,552	1,556
Revenue Growth (%)	145%	140%	12%	3%	0%
Share of profit of associates	610	660	645	621	593
EBITDA	547	1,292	1,271	1,277	1,273
Norm. Profit	314	687	640	566	555
Net Profit	174	775	600	586	587
EPS (THB)	0.09	0.37	0.28	0.28	0.28
EPS Growth (%)	-58%	301%	-22%	-2%	0%
PER (x)	28.3	7.1	9.1	9.3	9.3
BV/share (THB)	2.50	2.66	2.99	3.25	3.51
P/BV (x)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
DPS (THB)	0.01	0.06	0.12	0.04	0.04
Dividend yield (%)	0.2%	2.1%	4.7%	1.5%	1.5%

Source: Company data, CNS IRIS

Serial No. TSE-00001

www.nomuradirect.com

**Core Business: ดำเนินธุรกิจด้านพลังงานหมุนเวียน**

บริษัท ไทย โซลาร์ เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ดำเนินการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทยและญี่ปุ่น และ ผลิตไฟฟ้าจากชีวมวลในประเทศไทย โดยปัจจุบันทางกลุ่มบริษัทมีกำลังการผลิตตามสัดส่วนที่ถือหุ้นรวม 126 MW (solar farm ในไทย 68.3 MW, solar rooftop 14 MW, solar farm ในญี่ปุ่น 21.7 MW, biomass ในไทย 22.2 MW) และมีโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาและก่อสร้าง 2 โครงการ คิดเป็นกำลังการผลิตตามสัดส่วนที่ถือหุ้น 141 MW รวมกำลังการผลิตทั้งหมดที่มีในมือ เป็น 267 MW

**โครงการที่ดำเนินการขายไฟฟ้าแล้ว**

**1. ธุรกิจในประเทศไทย**

1) โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ (solar farm) เป็นธุรกิจหลักของบริษัท ปัจจุบันบริษัทมีโครงการทั้งหมด 15 โครงการ โดยมีกำลังการผลิตภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (Power Purchase Agreement (“PPA”)) กับการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) ทั้งหมด 100.3 MW (คิดเป็นสัดส่วนการถือหุ้น 68.3 MW) โดยแบ่งเป็น

1.1) Solar farm 10 โครงการ โครงการละ 8 MW รวม 80 MW (ถือหุ้น 60%, คิดเป็นสัดส่วนการถือหุ้น 48 MW) ได้รับส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้า (Adder) ในอัตรา 6.50 บาท ต่อ kWh เป็นระยะเวลา 10 ปีตั้งแต่เริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ (Commercial Operation Date (“COD”)) โดยโครงการเหล่านี้ COD ในช่วงปี 2013 – 2014 และเป็นโครงการที่ร่วมทุนกับบริษัท GPSC ซึ่ง TSE ถือหุ้น 60% และ GPSC ถือหุ้น 40% แต่มีการรับรู้รายได้ในรูปแบบส่วนแบ่งกำไร (Equity method) เนื่องจากเป็นบริษัทที่ควบคุมร่วมกัน

1.2) Solar farm ที่มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าแบบ Feed-in Tariff (FIT) โดยบริษัทถือหุ้น 100% มีทั้งสิ้น 4 โครงการ กำลังการผลิตรวม 12.3 MW มีสัญญาการขายไฟฟ้าเป็นระยะเวลา 25 ปี ที่อัตรา 5.66 บาท ต่อ kWh และ 4.12 บาท ต่อ kWh โดยเป็นโครงการที่ COD ในช่วงปี 2015 - 2018

1.3) Solar farm ที่ได้รับ Adder ในอัตรา 8 บาท เป็นระยะเวลา 10 ปี โดยบริษัทถือหุ้น 100% มี 1 โครงการ กำลังการผลิต 8 MW เป็นโครงการที่ COD ในปี 2013 แต่บริษัทซื้อเข้ามาในเดือน พ.ย. 2019

โดยโครงการทั้งหมดได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลเป็นเวลา 8 ปีหลังจาก COD และโครงการที่มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าในระบบ Adder (1.1 และ 1.3) ได้รับการลดหย่อนภาษีนิติบุคคลต่ออีก 50% ในปีที่ 9-13

**Figure 1: TSE solar farm in Thailand**

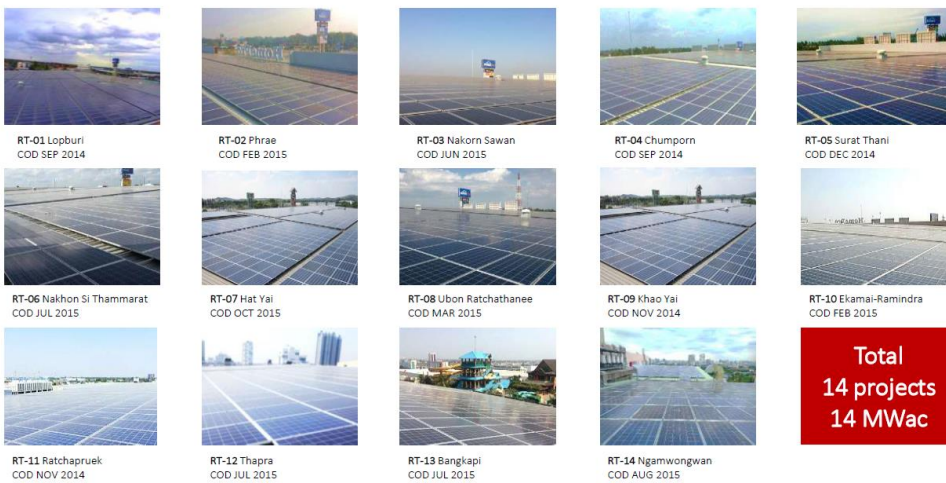




Source: Company data

- 2) ธุรกิจผลิตไฟฟ้าบนหลังคา (Solar Rooftop) มีทั้งสิ้น 14 โครงการ โครงการละ 1 MW รวมเป็น 14 MW โดยมีสัญญาขายไฟฟ้ากับ กฟภ. และ กฟน. เป็นระยะเวลา 25 ปี (COD ในช่วงปี 2014 - 2015) ที่อัตรา FIT 6.16 บาท ต่อ kWh โดยเป็นการเช่าที่และติดตั้งบนหลังคาของห้าง Homepro และ The Mall

Figure 2: TSE solar rooftop business



Source: Company data

- 3) โรงไฟฟ้าชีวมวล มีทั้งสิ้น 3 โครงการ กำลังการผลิตรวม 22.2 MW โดยโครงการ BSW (COD มี.ค. 2018) มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กฟภ. เป็นระยะเวลา 20 ปี และ โครงการ OSW1 & OSW2 (COD ส.ค. 2018 และ ต.ค. 2018 ตามลำดับ) มีสัญญา 15 ปี 4 เดือน โดยทั้งหมดมีอัตราซื้อไฟฟ้าระบบ FIT ที่ 4.24 บาท ต่อ kWh โดยได้รับค่าไฟส่วนเพิ่ม (FIT premium) 0.30 บาท เป็นระยะเวลา 8 ปี นับจากวัน COD  
โรงไฟฟ้าทั้ง 3 โรงตั้งอยู่ที่ภาคใต้ทั้งหมด โดยใช้เชื้อเพลิงหลักจาก ไม้ท่อน ไม้สับ ปีกไม้จากยางพารา ซึ่งเป็นไม้ที่มีอุปทานจำนวนมากในภาคใต้ อีกทั้งบริษัทมีการบริหารจัดการเชื้อเพลิงโดยมีการสำรองเชื้อเพลิงให้เพียงพอต่อการผลิต อย่างน้อย 20 วัน จึงทำให้มีความเสี่ยงต่ำเรื่องการขาดแคลนวัตถุดิบ

Figure 3: Biomass business



Source: Company data



2. **ธุรกิจในประเทศญี่ปุ่น** โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ทั้งหมด 7 โครงการ มีกำลังการผลิตภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้ารวม 21.7 MW โดยมีสัญญา FIT ที่ 32 เยน (9.60 บาท) และ 36 เยน (10.80 บาท) ต่อ kWh โดยมีอายุสัญญา 20 ปีจาก COD (COD ในช่วงปี 2015 - 2019)

**Figure 4: Solar farm in Japan**



Kuno (0.5 MW)  
COD AUG 2015



Shima (1.25 MW)  
COD MAR 2016



Hikeme (1.50 MW)  
COD APR 2016



Hanamizuki (13.5 MW)  
COD JAN 2019



Ryugasaki (1.75 MW)  
COD SEP 2016



Sakura (1.99 MW)  
COD NOV 2017



Jyoso (1.25 MW)  
COD MAY 2018

Source: Company data

**โครงการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างและการพัฒนา**

1. โครงการโซลาร์ฟาร์มลอยน้ำ (Floating solar) ในประเทศไทย 1 โครงการ ขนาด 8 MW เป็นสัญญาขายไฟฟ้าให้เอกชน (บริษัท Hitachi) เป็นเวลา 25 ปี ซึ่งอยู่ระหว่างการก่อสร้าง โดยคาดว่าจะสามารถ COD ได้ใน 2Q21F
2. โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศญี่ปุ่น มี 1 โครงการ ซึ่งเป็นโครงการขนาดใหญ่ที่สุดของบริษัท คือ Onikoube Project ตั้งอยู่ในจังหวัดมียากิ กำลังการผลิต 133 MW มีอัตรารับซื้อแบบ FIT เท่ากับ 36 เยน (10.80 บาท) ต่อ kWh และอายุสัญญาสิ้นสุดปี 2040 โดยปัจจุบันโครงการอยู่ระหว่างการก่อสร้าง ซึ่งใช้ Toshiba เป็นผู้รับเหมาในการสร้างโรงไฟฟ้า และคาดว่าจะสามารถ COD ได้ภายในปี 2023 ใช้เงินลงทุนทั้งโครงการประมาณ 15,000 ลบ. โดยได้รับวงเงินกู้เพื่อลงทุนจากธนาคารกรุงเทพราว 8,600 ลบ.

**ขยายกำลังการผลิตผ่าน M&A ทั้งในประเทศ และประเทศเพื่อนบ้าน**

ในระยะเวลาตั้งแต่ที่บริษัทดำเนินงานมา โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทยเป็นส่วนสำคัญในการสร้างกำไร โดยโครงการ solar farm 10 โครงการ (80 MW) ที่รับรู้มาเป็นส่วนแบ่งกำไรปีละราว 600 ลบ. มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าในรูปแบบ Adder ซึ่งส่วนของ Adder จะหมดลงในช่วงปี 2023 - 2024 ส่งผลให้(คาด)ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการเหล่านี้จะลงมาอยู่ในระดับต่ำกว่า 100 ลบ. ตั้งแต่ปี 2025 แต่คาดว่าจะกำไรจากโครงการ Onikoube (คาด COD 2023) ราวปีละ 400 - 500 ลบ. จะสามารถมาทดแทนกำไรที่หายไปจากส่วนนี้ได้ นอกจากนี้บริษัทยังตั้งเป้าขยายการผลิตเพื่อผลักดันการเติบโตของกำไรจากธุรกิจพลังงานทดแทน โดยในประเทศไทย บริษัทตั้งเป้าซื้อโครงการ solar farm ที่ COD แล้ว 50 MW ในช่วง 1 - 2 ปีข้างหน้า และนำมาพัฒนาให้มีผลตอบแทนดีขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการเปลี่ยนแปลง solar บางส่วนเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต หรือการ refinance เพื่อลดต้นทุนทางการเงิน อีกทั้งบริษัทมีแผนที่จะลงทุนโครงการ solar farm ในประเทศเพื่อนบ้าน 100 - 200 MW ในช่วง 3 ปีข้างหน้า โดยมุ่งเน้นที่ประเทศเวียดนามเป็นหลัก ซึ่งมีศักยภาพในการลงทุนสูง

## Industry Overview and Outlook

### Investment cost and Tariff

ในระยะแรก (5-10 ปีก่อน) ที่ประเทศต่างๆเริ่มมีนโยบายพัฒนาการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน ทางรัฐบาลประเทศต่างๆได้มีการอุดหนุนราคาซื้อไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน เนื่องจากต้องการจูงใจให้มีการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน (ต้นทุนการผลิตยังอยู่ในระดับที่สูงมาก)

โดยในประเทศไทยได้มีการรับซื้อไฟฟ้าในอัตราส่วนเพิ่ม (Adder) และระบบ Feed-in Tariff (FiT) ที่ราคาสูงกว่าการรับซื้อไฟฟ้าปกติ โดยในส่วนของพลังงานแสงอาทิตย์ เริ่มจาก Adder 8 บาท ลดลงมาเป็น 6.5 บาท (ระยะเวลา Adder 10 ปี) และเปลี่ยนมาใช้ระบบ FiT ที่ 5.66 บาท (ระยะเวลา 25 ปี) และยังมีโครงการสหกรณ์ที่มี FiT 4.12 บาท โดยในระยะแรกช่วง Adder การลงทุนใน Solar farm มีค่าใช้จ่ายกว่า 100 ลบ. ต่อ MW อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันต้นทุนในการลงทุน solar farm ลดลงมากเหลือราว 30 - 50 ลบ. ต่อ MW และยังคงลดลงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ในปัจจุบันทางภาครัฐไม่มีนโยบายการสนับสนุนทางด้านราคาแล้ว

การลงทุนในประเทศญี่ปุ่นนั้น ในส่วนของพลังงานแสงอาทิตย์ มีอัตราค่ารับซื้อไฟฟ้าสูงถึง 40 เยน (12 บาท) ต่อ kWh ในช่วงแรก และค่อยๆลดลงมาเหลือ 24 เยน (7.2 บาท) ต่อ kWh ในช่วงปี 2017 โดยในปัจจุบันทางรัฐบาลไม่มีการสนับสนุนทางด้านราคาแล้ว แต่เปลี่ยนเป็นรูปแบบการประมูลราคาแทน ส่วนการลงทุนมีค่าใช้จ่ายกว่า 100 ลบ. ต่อ MW แต่มีข้อดีคือการลงทุนในประเทศญี่ปุ่นนั้นจะมีต้นทุนทางการเงินที่ค่อนข้างต่ำ เนื่องจากสภาวะดอกเบี้ยในประเทศญี่ปุ่นอยู่ในระดับต่ำ

### นโยบายส่งเสริมพลังงานทดแทนระยะสั้นในประเทศไทยเริ่มมีข้อจำกัด

จากข้อมูลของ การไฟฟ้าฝ่ายผลิต พบว่าความต้องการใช้ไฟฟ้าของประเทศไทยเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องไปในทิศทางเดียวกับ GDP ซึ่งความต้องการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้นจาก 24,010 MW ในปี 2553 เป็น 30,853 MW ในปี 2562 (คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยร้อยละ 2.8 ต่อปี) โดยในแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศไทยฉบับ พ.ศ.2561-2580 (PDP 2018) มีประมาณการกำลังการผลิตไฟฟ้า ณ สิ้นปี 2580 ที่ 77,211 MW (กำลังการผลิตไฟฟ้า ณ สิ้นปี 2560 จำนวน 46,090 MW บวกกำลังผลิตโรงไฟฟ้าใหม่ 56,431 ลบกำลังการผลิตจากโรงไฟฟ้าเก่าที่หมดอายุในช่วงปี 2561-2580 จำนวน 25,310 MW) โดยกำลังการผลิตไฟฟ้าใหม่ มาจากโรงไฟฟ้าหมุนเวียน 20,766 MW (คิดเป็น 36.8% ของกำลังการผลิตใหม่)

ในส่วนของอุตสาหกรรมผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน ตามแผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือก (AEDP) มีแผนเพิ่มพลังงานแสงอาทิตย์ 10,000 MW พลังงานแสงอาทิตย์ทุ่นลอยน้ำ 2,725 MW พลังงานลม 1,485 MW ชีวมวล 3,376 MW ก๊าซชีวภาพ 546 MW โดยราคาซื้อไฟฟ้าจะไม่เกินกว่าอัตราเฉลี่ยขายส่ง (Grid Parity) นอกเหนือจากนี้ยังมีโรงไฟฟ้าตามนโยบายการส่งเสริมของภาครัฐที่มุ่งเน้นไปที่การแก้ไขปัญหาสังคมส่วนรวม แบ่งเป็น ชยะชุมชน 400 MW และชีวมวลประชารัฐในพื้นที่ 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ 120 MW

**Figure 5: Renewable energy plan in Thailand’s PDP 2018**

พลังงานหมุนเวียน / อนุรักษ์พลังงาน	กำลังผลิตตามสัญญา	กำลังผลิตที่เชื่อถือได้
พลังงานแสงอาทิตย์*	10,000	4,250
ชีวมวล	3,376	2,296
ก๊าซชีวภาพ	546	325
พลังงานแสงอาทิตย์ทุ่นลอยน้ำร่วมกับโรงไฟฟ้าพลังน้ำ	2,725	1,158
พลังงานลม	1,485	189
ขยะอุตสาหกรรม	44	26
มาตรการอนุรักษ์พลังงานด้านไฟฟ้า	-	4,000
<b>รวม ณ ปี 2580</b>	<b>18,176</b>	<b>12,244</b>

Source: Ministry of Energy

เบื้องต้นคาดว่าในอีก 5-6 ปีข้างหน้า ทางภาครัฐจะยังไม่มีการรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนเข้าสู่ระบบมากนัก เนื่องจากสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าสำรองยังคงสูง และรอให้ต้นทุนการผลิตไฟฟ้าและระบบกักเก็บพลังงานมีราคาตกลงและเสถียรขึ้น ส่งผลให้โอกาสพัฒนาโครงการใหม่ในประเทศไทยยังคงค่อนข้างจำกัดในกรอบระยะเวลา 5 ปีข้างหน้า

**การลงทุนในประเทศญี่ปุ่น**

เนื่องด้วยเหตุการณ์โรงไฟฟ้านิวเคลียร์ฟูกูชิมะไดอิจิเกิดแผ่นดินไหวและสึนามิครั้งใหญ่ในปี 2554 ทำให้โรงไฟฟ้านิวเคลียร์ที่เหลือในประเทศ 48 แห่ง ต้องปิดเพื่อทดสอบความปลอดภัย ทำให้สัดส่วนประเภทเชื้อเพลิงที่ใช้ผลิตไฟฟ้าเปลี่ยนแปลง และต้องนำเข้าเชื้อเพลิงฟอสซิลมาทดแทน ส่งผลให้อัตราการพึ่งพาตัวเองทางด้านพลังงานลดลงจาก 19.9% ในปี 2553 เหลือ 6.0% ในปี 2555 รัฐบาลจึงได้ออกมาตรการต่างๆ เพื่อสร้างเสถียรภาพทางพลังงาน โดยหนึ่งในนโยบายที่สำคัญคือ การส่งเสริมการใช้พลังงานหมุนเวียนภายในประเทศ สภานิติบัญญัติญี่ปุ่นได้ประกาศใช้พระราชบัญญัติซึ่งกำหนดให้ผู้ประกอบการไฟฟ้าต้องรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในรูปแบบ Feed-in Tariff ในราคาและระยะเวลาที่กำหนด กระทรวงเศรษฐกิจการค้าและอุตสาหกรรมญี่ปุ่น (METI) วางเป้าหมายในการเพิ่มสัดส่วนปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนเป็นร้อยละ 22-24 ของกำลังการผลิตไฟฟ้าทั้งหมดในปี 2573 (คาดว่าจะมาจาก พลังงานแสงอาทิตย์ 7%, พลังงานชีวมวล 4.2%, พลังงานลม 1.7%, พลังงานน้ำ 9%)

ตามแผนกลยุทธ์พลังงานของประเทศญี่ปุ่นปี 2557 มีนโยบายสนับสนุนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ โดย FIT เริ่มต้นที่ 40 เยน (12 บาท) ต่อ kWh สำหรับโครงการที่ยื่นคำขอในช่วงแรก (1 กรกฎาคม 2555 – 31 มีนาคม 2556) และค่อยๆ ลดลงมาเหลือ 24 เยน (7.2 บาท) ต่อ kWh (1 เมษายน 2559 – 31 มีนาคม 2560) และหลังจากนั้นเป็นการประมูลราคา ส่งผลให้กำลังการผลิตจากโรงไฟฟ้าที่ลงทะเบียนในการรับซื้อแบบ FIT เพิ่มขึ้นจาก 5 GW (ในปี 2555) เป็น 79 GW (ในปี 2559)

ในปัจจุบันพบว่าโอกาสพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศญี่ปุ่นมีค่อนข้างจำกัด เนื่องด้วยข้อจำกัดด้านความสามารถของระบบโครงข่ายไฟฟ้าจากผู้ประกอบการไฟฟ้าเอกชน สัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ใกล้เคียงกับแผนที่ METI วางไว้แล้ว และอัตราการรับซื้อไฟฟ้าที่ต่ำลงอย่างมีนัยสำคัญ

Financial Analysis

ผลประกอบการ 1H20

รายได้ทั้ง 1Q20 และ 2Q20 เติบโต y-y อยู่ที่ 371 ลบ. (+24%y-y) และ 419 ลบ. (+13%y-y) จากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อน ขณะที่ผลกำไรใน 1Q20 อยู่ที่เพียง 7 ลบ. สาเหตุหลักมาจากขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่สูงถึง 167 ลบ. จากที่มีเงินกู้เป็นสกุลเงินเยน โดยระหว่างงวดค่าเงินบาทอ่อนค่า 11% เทียบกับเงินเยน แต่ใน 2Q20 ค่าเงินบาทกลับมาแข็งค่า 6% เทียบกับเยน ทำให้มีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 96 ลบ. และมีกำไรสุทธิอยู่ที่ 242 ลบ.

โดยรวม 1H20 แม้ว่ารายได้จากการขายและบริการเพิ่มขึ้น +18%y-y จากโรงไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น แต่กำไรสุทธิในช่วงครึ่งปีแรกของปี 20F ลดลง -34%y-y มาอยู่ที่ 249 ลบ. กำไรปกติลดลง -8%y-y สาเหตุหลักมาจาก มีขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 71 ลบ. (เป็น non-cash item) เนื่องจากค่าเงินบาทอ่อนค่าราว 5% เทียบกับเงินเยน (บริษัทมีเงินกู้เป็นสกุลเงินเยนจากการลงทุนในประเทศญี่ปุ่น) มีค่าใช้จ่ายในการบริหารสูงขึ้นจากค่าที่ปรึกษาสำหรับโครงการในอนาคต (SG&A/Sales เพิ่มขึ้นจาก 17% ใน 1H19 เป็น 20% ใน 1H20) และต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นจากการซื้อโครงการใหม่ ในด้านความสามารถในการทำกำไร อัตรากำไรขั้นต้น (Gross profit margin) ยังอยู่ในระดับสูงคงตัวที่ 37% ใกล้เคียงกับ 1H19 ที่ 38% จากการที่โรงไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น มีอัตราการทำกำไรใกล้เคียงโรงไฟฟ้าที่มีอยู่แล้ว ส่วนอัตรากำไรสุทธิ (Net profit margin) อยู่ที่ 22% ลดลงจาก 1H19 ที่ 37% จากกำไรที่ลดลงดังเหตุผลที่ได้กล่าวไว้ในข้างต้น

Figure 6: Quarterly Financial Table

Profit & Loss (THB mn)											
Year end 31 Dec (THBm)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	% Y-Y	% Q-Q	1H19	1H20	% Y-Y
Revenue from sales and services	300	372	361	316	371	419	13%	13%	672	790	18%
Gross Profit	101	151	135	50	130	161	7%	24%	252	290	15%
SG&A	(65)	(46)	(47)	(75)	(66)	(94)	103%	43%	(111)	(160)	44%
EBIT	202	289	236	225	70	335	16%	381%	491	405	-18%
Interest expense	(46)	(68)	(27)	(6)	(63)	(93)	37%	49%	(114)	(156)	37%
Tax	(0)	1	(2)	(4)	(1)	1			1	0	
Net Profit	156	222	207	214	7	242	9%	n.a.	378	249	-34%
Norm Profit	141	198	199	149	169	144	-27%	-15%	339	313	-8%
Gross profit margin (%)	34%	41%	37%	16%	35%	38%			38%	37%	
Net profit margin (%)	31%	37%	40%	38%	1%	41%			37%	22%	
SG&A/Sales (%)	22%	12%	13%	24%	18%	22%			17%	20%	

Source: Company data, CNS IRIS Division

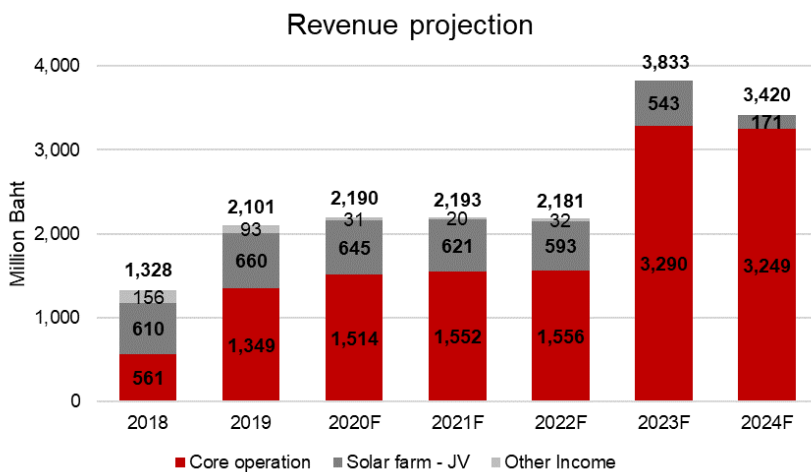
แนวโน้มผลประกอบการ

แนวโน้ม 2H20F คาดว่าธุรกิจไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยในเดือนกรกฎาคม บริษัทได้มีการซื้อโรงไฟฟ้าขนาด 4.3 MW และเดือนกันยายน มีการขายโรงไฟฟ้าขนาด 5 MW จึงคาดว่ากำลังการผลิตรวม ณ สิ้นปี 2020 จะลดลงเพียง 0.7 MW จาก ณ สิ้น 1H20 โดยประเมินกำไร 2H20F ที่ 351 ลบ. (+41%h-h) เนื่องจากครึ่งปีแรกบันทึกผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเป็นจำนวนมาก และคาดใน 2H20F จะมีการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนน้อยกว่า 1H20 อย่างมีนัย โดยคาดกำไรปกติเติบโตเล็กน้อย +4%h-h เป็น 327 ลบ.

โดยรวมคาดว่ากำไรของบริษัทในปี 2020F จะลดลงเป็น 600 ลบ. (-22%y-y) แม้ว่ารายได้จากการขายและบริการจะเพิ่มขึ้น +12% y-y เป็น 1,514 ลบ. (จากการขายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น) โดยสาเหตุหลักคาดว่ามาจากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นจากการลงทุนในโครงการใหม่ ค่าใช้จ่ายในการบริหารเพิ่มขึ้นจากการขยายกิจการ และคาดว่ามีการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน (เนื่องจากปี 2020F ค่าเงินบาท มีแนวโน้มอ่อนค่าเทียบกับเงินเยน)

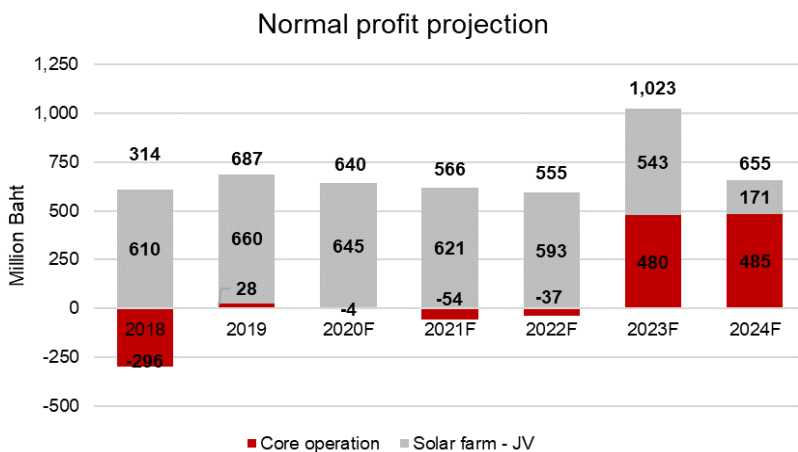
แนวโน้มผลประกอบการในช่วง 1-2 ปีข้างหน้า ประเมินว่ารายได้และกำไรจะทรงตัว โดยยังไม่รวมโครงการใหม่ ซึ่งแผนบริษัทคาดหวังโครงการใหม่ราว 150 - 250 MW (ในประเทศ 50 MW + ต่างประเทศ 100 - 200 MW) ในช่วง 3 ปีนี้ แต่คาดว่าจะพลิกกลับมาเติบโตอย่างมีนัย +74%y-y ในปี 2023F จากโรงไฟฟ้า Onikoube (ซึ่งเป็นโครงการที่ใหญ่ที่สุดของบริษัท) จะเริ่ม COD และคาดการณ์กำไรปี 2024F - 2025F จะลดลงสู่ระดับเดิม (ก่อนปี 2023F) เนื่องจาก Adder ของโครงการปัจจุบันที่จะหมดลงในช่วงปี 2023 - 2024 และประเมินว่า Gross profit margin จะสูงขึ้นสู่ระดับ 40% ตั้งแต่ปี 2023F เนื่องจากโครงการ Onikoube มี GPM ที่สูง เนื่องจากมีอัตราการขายไฟฟ้าที่สูงถึง 36 เยน (10.8 บาท) ต่อ kWh ส่วน SG&A คาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตามการเติบโตของบริษัท โดยจะเพิ่มขึ้นมากในปี 2023F จากการที่โครงการ Onikoube เริ่ม COD

Figure 7: Revenue projection



Source: Company data, CNS IRIS Division

Figure 8: Normal profit projection



Source: Company data, CNS IRIS Division

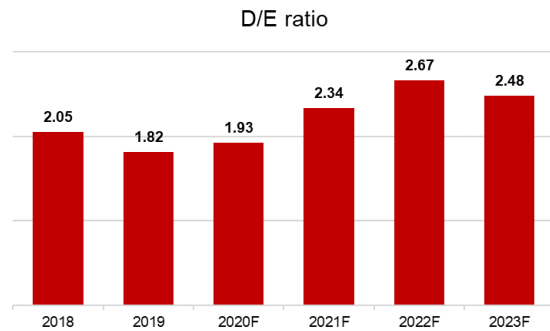
**ฐานะทางการเงิน**

บริษัทมีหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E ratio) ค่อนข้างสูง โดย ณ 2Q20 มี D/E 2.04 เท่า เพิ่มขึ้นจากสิ้นปี 2019 ที่ 1.82 เท่า (เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 1.55 เท่า) และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นในช่วงปี 2020F - 2022F จนสูงถึงระดับ 2.67 เท่า (Debt covenant ที่ 3 เท่า) สาเหตุหลักมาจากการกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์จำนวนมาก เพื่อมาใช้เป็นเงินทุนสำหรับการก่อสร้างโครงการ Onikoube ซึ่งเป็นโครงการขนาดใหญ่ (เงินลงทุนรวมราว 15,000 ลบ.) แต่เนื่องด้วยบริษัทมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่แน่นอนและมีความเสี่ยงที่ค่อนข้างต่ำ บริษัทจึงได้รับ Project finance ของโครงการ Onikoube ในอัตราส่วน D/E สูง 75%/25% อย่างไรก็ตามคาดว่า D/E จะลดลงมาตั้งแต่ปี 2023F หลังจากโครงการเริ่ม COD ซึ่งในกรณีที่บริษัทต้องการลงทุนในโครงการที่ต้องใช้เงินลงทุนเกิน 2,000 ลบ.



ก่อนปี 2023F (จะทำให้ D/E เกิน Debt covenant) คาดว่าบริษัทต้องขายกิจการบางส่วน หรือ อาจต้องมีการเพิ่มทุน ซึ่งเป็นความเสี่ยงต่อการลดลงของ EPS ที่ฝ่ายวิจัยไม่ได้รวมไว้ในประมาณการ

**Figure 9: Debt to Equity ratio**



Source: Company data, CNS IRIS Division

## Risk

1. ส่วนเพิ่มราคาซื้อไฟฟ้า (Adder) ซึ่งเป็นสัดส่วนสำคัญของรายได้และกำไรของบริษัทจะทยอยหมดลงในช่วงปี 2023 - 2024
2. นโยบายสนับสนุนโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนจากภาครัฐ ซึ่งหากภาครัฐในประเทศต่างๆที่บริษัทสนใจลงทุน (ไทย, ญี่ปุ่น, เวียดนาม) ไม่มีนโยบายสนับสนุนไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน จะทำให้บริษัทไม่สามารถหาโครงการใหม่ๆมาเข้ามาขยายการเติบโตได้
3. ความไม่แน่นอนของธรรมชาติซึ่งมีผลโดยตรงต่อปริมาณไฟฟ้าที่สามารถผลิตได้ และส่งผลต่อกำไรสุทธิของบริษัทโดยตรง
4. บริษัทอาจมีความจำเป็นต้องเพิ่มทุน ในกรณีที่มีโครงการใหญ่ที่ต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก และบริษัทไม่ต้องการขายกิจการบางส่วนออกไป

## Valuation

เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยมูลค่าเหมาะสมปี 2021F ที่ 3.14 บาท ด้วยวิธี Sum-of-the-Parts (SOTP) (ด้วยสมมติฐาน Cost of Equity 6.8%, Beta = 0.8, WACC 4.3%) โดยในปัจจุบันบริษัทมี PER 20F เพียง 9.1 เท่า (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 12.3 เท่า) โดยคาดว่าบริษัทจะสามารถหาโครงการใหม่มาได้ในช่วง 1- 3 ปีข้างหน้า (ซึ่งยังไม่ได้รวมในประมาณการ) เพื่อมาสร้างการเติบโตหลังจากที่ Adder จะทยอยหมดลงในช่วงปี 2023F - 2024F ประเมินเป็น upside 0.50 บาท ต่อ FV ปี 21F ทุก 50 MW ที่เพิ่มขึ้น

**Figure 10: Valuation Key Assumption**

Assumption	
Equity Beta	0.8
Risk-free rate	2.0%
Expected Market Return	8.0%
Cost of Equity (CAPM)	6.8%
Cost of Debt	4.0%
Tax rate	20.0%
WACC	4.3%

Source: CNS IRIS Division

Figure 11: Valuation Table

Current Projects	PPA MW	Equity MW	Scheme	COD	Location	THB/Share
1 SSE1 (Solar Farm)	80.0	48.0	Adder 6.5 Baht	2013, 2014	Thailand	1.82
2 Solar PV Rooftop	14.0	14.0	FiT 6.16 Baht	2014-2015	Thailand	0.49
3 INS (Solar Farm)	2.0	2.0	FiT 5.66 Baht	2015	Thailand	0.07
4 SLC (Solar Farm)	1.0	1.0	FiT 5.66 Baht	2016	Thailand	0.03
5 BSW (Biomass)	4.6	4.6	FiT 4.28 + 0.30 Baht	2018	Thailand	0.35
6 OSW1 (Biomass)	8.8	8.8	FiT 4.28 + 0.30 Baht	2018	Thailand	0.55
7 OSW2 (Biomass)	8.8	8.8	FiT 4.28 + 0.30 Baht	2018	Thailand	0.55
8 BSS (Solar Farm)	5.0	5.0	FiT 5.66 Baht	2016 (Acquired Mar-19)	Thailand	0.18
9 SSP (Solar Farm)	8.0	8.0	Adder 8 Baht	2013 (Acquired Nov -19)	Thailand	0.13
10 EES (Solar Farm)	4.3	4.3	FiT 4.12 Baht	2018 (Acquired Jul-20)	Thailand	0.14
11 Kuno + Shima + Hikame (Solar Farm)	3.3	3.3	FiT 36, 32, 32 Yen	2015, 2016, 2016	Japan	0.14
12 Ryugasaki + Sakura + Jyoso (Solar Farm)	5.0	5.0	FiT 36, 32, 36 Yen	2016, 2017, 2018	Japan	0.31
13 Hanamizuki (Solar Farm)	13.5	13.5	FiT 36 Yen	2019	Japan	0.97
<b>Total Current Project</b>	<b>158.2</b>	<b>126.2</b>				<b>5.73</b>
Under Construction/Development	PPA MW	Equity MW	Scheme	COD	Location	THB/Share
1 Floating Solar - Prachinburi	8.0	8.0	N/A	Expected 2Q21	Thailand	0.06
2 Onikoube	133.0	133.0	FiT 36 Yen	Expected 2023	Japan	2.26
<b>Total Under Construction/Development</b>	<b>141.0</b>	<b>141.0</b>				<b>2.32</b>
Debt						(4.91)
<b>Total</b>	<b>299.2</b>	<b>267.2</b>				<b>3.14</b>

Source: Company data, CNS IRIS Division

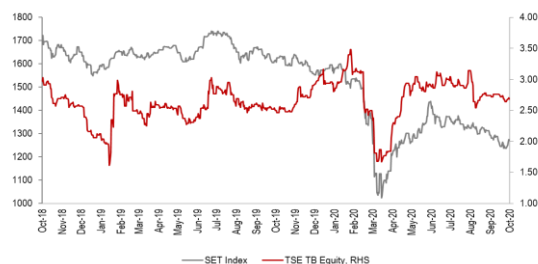
Figure 12: Peers Comparison (Renewable energy – Solar)

Name	Ticker	Mkt Cap (m.THb)	ROE(%)			EPS			EPS Growth(%)			PER(x)		PBV(x)	
			2019	2020F	2021F	2019	2020F	2021F	2019	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
THAI SOLAR ENERGY PCL*	TSE TB	5,464	14.9%	10.0%	8.9%	0.37	0.28	0.28	301%	-22%	-2%	9.1	9.3	0.9	0.8
SPCG PCL*	SPCG TB	18,408	20.4%	18.1%	15.7%	2.74	2.65	2.52	2%	-2%	-6%	7.3	7.7	1.3	1.2
ENERGY ABSOLUTE PCL	EA TB	154,795	26.7%	0.24	0.24	1.63	1.72	2.05	17%	6%	19%	24.1	20.3	5.5	4.6
GUNKUL ENGINEERING PCL*	GUNKUL TB	19,851	23.2%	20.1%	18.4%	0.24	0.29	0.27	92%	21%	-7%	8.1	8.7	1.6	1.5
SUPER ENERGY CORP PCL	SUPER TB	23,521	15.1%	-	-	0.08	-	-	104%	-	-	-	-	-	-
BCPG PCL*	BCPG TB	24,308	11.7%	10.0%	9.6%	0.90	0.79	0.72	-19%	-12%	-9%	16.3	17.9	1.4	1.2
SERMSANG POWER CORP CO LTD	SSP TB	6,362	16.4%	15.4%	16.4%	0.59	0.78	0.81	13%	31%	5%	8.9	8.5	1.5	1.3
<b>Average</b>		<b>36,101</b>	<b>18.3%</b>	<b>16.3%</b>	<b>15.4%</b>				<b>73.0%</b>	<b>3.6%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>12.3</b>	<b>12.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>

Source: Bloomberg, CNS IRIS Division

# Key Data on TSE

Relative Performance Chart  
TSE vs SET Index



Statement of financial position As at 31 Dec (THBmn)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Cash	561	644	169	220	498
Investment	75	240	193	67	184
Accounts Receivable	478	430	504	561	513
Inventory	14	24	19	22	20
Other Current Assets	334	303	319	361	340
<b>Total Current Assets</b>	<b>1,462</b>	<b>1,641</b>	<b>1,205</b>	<b>1,230</b>	<b>1,555</b>
LT Investment	1,889	1,978	2,307	2,192	2,082
Fixed Assets	6,928	7,550	10,186	14,528	18,368
Intangible Assets	4,394	4,687	4,811	4,976	5,183
Other non-current assets	16	13	15	24	27
<b>Total Assets</b>	<b>14,689</b>	<b>15,870</b>	<b>18,523</b>	<b>22,950</b>	<b>27,216</b>
Accounts Payable	281	209	215	242	228
Short-term debt	2,585	1,786	1,672	2,921	2,352
Other Current Liabilities	17	31	24	27	26
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>2,882</b>	<b>2,025</b>	<b>1,910</b>	<b>3,190</b>	<b>2,605</b>
LT Loans	6,872	8,081	10,229	12,715	17,036
Other Liabilities	20	131	54	151	125
<b>Total Liabilities</b>	<b>9,775</b>	<b>10,238</b>	<b>12,193</b>	<b>16,056</b>	<b>19,766</b>
Paid-up Capital	1,906	2,118	2,118	2,118	2,118
Share Premium	728	1,046	1,046	1,046	1,046
Retained Earnings	2,271	2,938	3,464	3,969	4,475
<b>Total Equity</b>	<b>4,915</b>	<b>5,632</b>	<b>6,330</b>	<b>6,895</b>	<b>7,449</b>
Minority Interest	144	4	7	6	6
<b>Total Liabilities and Equity</b>	<b>14,689</b>	<b>15,870</b>	<b>18,523</b>	<b>22,950</b>	<b>27,216</b>

Cashflow statement Year-end 31 Dec (THBmn)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Earnings before tax	267	804	621	614	616
Depreciation & amortization	157	341	326	333	335
Net change in working capital & others	-628	-452	-459	-432	-282
<b>Net operating cash flows</b>	<b>-204</b>	<b>693</b>	<b>488</b>	<b>515</b>	<b>669</b>
<b>Net investing cash flows</b>	<b>-1,543</b>	<b>-765</b>	<b>-2,219</b>	<b>-4,065</b>	<b>-3,880</b>
Debt issue	2,213	250	1,854	4,183	4,071
Equity issue	0	530	0	0	0
Dividend paid	-10	-105	-79	-81	-82
Interest paid and finance fee	-219	-273	-409	-405	-397
<b>Net financing cash flows</b>	<b>1,946</b>	<b>220</b>	<b>1,257</b>	<b>3,601</b>	<b>3,490</b>
Net cash	199	148	-474	50	279
<b>Beginning cash balance</b>	<b>425</b>	<b>561</b>	<b>644</b>	<b>169</b>	<b>220</b>
Effect from currency translation	-63	-66	0	0	0
<b>Ending cash balance</b>	<b>561</b>	<b>644</b>	<b>169</b>	<b>220</b>	<b>498</b>

Statement of comprehensive income Year-end 31 Dec (THBmn)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Revenue from sales and services</b>	<b>561</b>	<b>1,349</b>	<b>1,514</b>	<b>1,552</b>	<b>1,556</b>
Cost of goods sold	(435)	(911)	(975)	(987)	(990)
<b>Gross profit</b>	<b>126</b>	<b>438</b>	<b>539</b>	<b>565</b>	<b>566</b>
SG&A	(207)	(233)	(270)	(262)	(252)
EBIT	390	951	945	944	938
Depreciation & amortization	(157)	(341)	(326)	(333)	(335)
<b>EBITDA</b>	<b>547</b>	<b>1,292</b>	<b>1,271</b>	<b>1,277</b>	<b>1,273</b>
Share of profit from investments in joint venture	610	660	645	621	593
Interest expense	(123)	(147)	(324)	(330)	(322)
<b>Pre-tax profit (loss)</b>	<b>267</b>	<b>804</b>	<b>621</b>	<b>614</b>	<b>616</b>
Tax	(84)	(5)	(20)	(27)	(29)
Other extraordinary items	(140)	93	31	20	32
Gn (Ls) from affiliates	-	-	-	-	-
Minority interests	9	24	19	18	18
<b>Net profit (loss)</b>	<b>174</b>	<b>775</b>	<b>600</b>	<b>586</b>	<b>587</b>
<b>Normalized net profit (loss)</b>	<b>314</b>	<b>687</b>	<b>640</b>	<b>566</b>	<b>555</b>
<b>EPS (THB)</b>	<b>0.09</b>	<b>0.37</b>	<b>0.28</b>	<b>0.28</b>	<b>0.28</b>

Valuation and ratios Year-end 31 Dec	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Per Share (THB)</b>					
EPS	0.09	0.37	0.28	0.28	0.28
DPS	0.01	0.06	0.12	0.04	0.04
BVPS	2.50	2.66	2.99	3.25	3.51
EV	5.69	7.25	8.09	9.81	11.45
<b>Multiplier (x)</b>					
PER	28.27	7.05	9.10	9.32	9.30
P/BV	1.03	0.97	0.86	0.79	0.73
EV/EBITDA	19.83	11.88	13.48	16.27	19.05
Dividend yield	0.2%	2.1%	4.7%	1.5%	1.5%
<b>Growth (%)</b>					
Revenue growth	145%	140%	12%	3%	0%
EBITDA growth	-11%	136%	-2%	0%	0%
Reported net profit growth	-58%	345%	-22%	-2%	0%
Norm profit growth	-17%	119%	-7%	-12%	-2%
EPS growth	-58%	301%	-22%	-2%	0%
<b>Profitability Ratio (%)</b>					
Gross margin	22.5%	32.4%	35.6%	36.4%	36.4%
EBITDA margin	41.2%	61.5%	58.0%	58.2%	58.4%
EBIT margin	29.4%	45.3%	43.1%	43.0%	43.0%
Net margin	13.1%	36.9%	27.4%	26.7%	26.9%
ROE	3.7%	14.9%	10.0%	8.9%	8.2%
ROA	1.3%	5.1%	3.5%	2.8%	2.3%
ROCE	3.6%	7.4%	6.2%	5.2%	4.2%

Asset Utilization (x)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Fixed asset turnover	0.09	0.19	0.17	0.13	0.09
Receivable turnover	1.68	2.97	3.24	2.91	2.90
Inventory turnover	30.11	47.37	45.07	48.30	47.06
Payable turnover	1.56	3.72	4.61	4.33	4.21
<b>Liquidity ratio (x)</b>					
Current ratio	0.51	0.81	0.63	0.39	0.60
Quick ratio	0.39	0.65	0.45	0.27	0.46
<b>Leverage ratios (x)</b>					
Liabilities / equity	2.05	1.82	1.93	2.33	2.66
Interest-bearing debt / equity	1.98	1.75	1.88	2.27	2.60
Interest coverage	3.16	6.46	2.92	2.86	2.91
Debt service coverage	0.21	0.39	0.52	1.03	0.35

**คำแนะนำการลงทุน และความหมายของคำแนะนำการลงทุน**

- Stock Rating หมายถึง การให้คำแนะนำการลงทุนของบริษัท แบ่งเป็น 4 ระดับ
- Buy หมายถึง ราคาพื้นฐานสูงกว่าราคาตลาด 15%
- Trading Buy หมายถึง ราคาพื้นฐานสูงกว่า ราคาตลาดระหว่าง 5% - 15%
- Neutral หมายถึง ราคาพื้นฐานสูงกว่าราคาตลาดไม่เกิน 5% หรือต่ำกว่าราคาตลาดไม่เกิน 5%
- Reduce หมายถึง ราคาพื้นฐานต่ำกว่าราคาตลาด 5%

**คำจำกัดความ**

- Sector หมายถึง กลุ่มอุตสาหกรรมที่บริษัทจัดอยู่
- Sector Rating หมายถึง การให้คำแนะนำการลงทุนของกลุ่มอุตสาหกรรม แบ่งเป็น 3 ระดับ
- Bullish หมายถึง หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มอุตสาหกรรมได้รับคำแนะนำ "Buy" หรือคำแนะนำเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของกลุ่มอุตสาหกรรมคือ "Buy" และ "Trading Buy"
- Neutral หมายถึง หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มอุตสาหกรรมได้รับคำแนะนำ "Neutral" หรือคำแนะนำเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของกลุ่มอุตสาหกรรมคือ "Neutral"
- Bearish หมายถึง หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มอุตสาหกรรมได้รับคำแนะนำ "Reduce" หรือ "Sell" หรือคำแนะนำเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของกลุ่มอุตสาหกรรมคือ "Reduce" หรือ "Sell"
- Current หมายถึง การให้คำแนะนำการลงทุนของบริษัท ณ ปัจจุบัน
- Previous หมายถึง การให้คำแนะนำการลงทุนของบริษัท ก่อนหน้านี้
- Market Prices หมายถึง ราคาหุ้น ณ ปัจจุบัน
- Fair Price หมายถึง ราคาที่เหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน
- Net Profit หมายถึง กำไรสุทธิ (ล้านบาท)
- EPS หมายถึง กำไรสุทธิต่อหุ้น (บาท)
- EPS Growth หมายถึง อัตราการขยายตัวของกำไรต่อหุ้น (%)
- PER หมายถึง ราคาหุ้นปัจจุบัน / กำไรสุทธิต่อหุ้น (เท่า)
- P/BV หมายถึง ราคาหุ้นปัจจุบัน / มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (เท่า)
- EBITDA หมายถึง กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และ ค่าตัดจำหน่าย (บาท)
- EBITDA Growth หมายถึง อัตราการขยายตัวของ กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และ ค่าตัดจำหน่าย (%)
- EV / EBITDA หมายถึง มูลค่ากิจการ / กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และ ค่าตัดจำหน่าย (เท่า)
- DPS หมายถึง เงินปันผลต่อหุ้น (บาท)
- Dividend Yield หมายถึง อัตราผลตอบแทนของเงินปันผล (%)

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้จัดทำโดยอาศัยข้อมูลที่จัดทำมาจากแหล่งที่เชื่อถือหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ยืนยัน และไม่รับรองถึงความครบถ้วนสมบูรณ์หรือถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว และไม่รับประกันราคาหรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปรากฏข้างต้น แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัท จึงไม่รับผิดชอบต่อการนำเอาข้อมูล ข้อความ ความเห็น และหรือบทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ บริษัท รวมทั้งบริษัทที่เกี่ยวข้อง ลูกค้า ผู้บริหารและพนักงานของบริษัทต่างๆ อาจจะทำการลงทุนใน หรือซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ได้ตลอดเวลา ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้มิได้ประสงค์จะชี้ชวน เสนอแนะ หรือจูงใจให้ลงทุนใน หรือซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ และข้อมูลอาจมีการแก้ไขเพิ่มเติมเปลี่ยนแปลงโดยมีจุดมุ่งหมายให้ทราบล่วงหน้า ผู้ลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์ บริษัทสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลปรากฏในเอกสารนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดใช้ประโยชน์ ทำซ้ำ ดัดแปลง นำออกแสดง ทำให้ปรากฏ หรือเผยแพร่ต่อสาธารณชน ไม่ว่าด้วยประการใด ๆ ซึ่งข้อมูลในเอกสารนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน เว้นแต่ได้รับอนุญาตเป็นหนังสือจากบริษัทเป็นการล่วงหน้า การกล่าว คัด หรืออ้างอิง ข้อมูลบางส่วนตามสมควรในเอกสารนี้ ไม่ว่าในบทความ บทวิเคราะห์ บทวิจัย หรือในเอกสาร หรือการสื่อสารอื่นใดจะต้องกระทำโดยถูกต้อง และไม่เป็นการก่อให้เกิดการเข้าใจผิดหรือความเสียหายแก่บริษัท ต้องรับรู้ถึงความเป็นเจ้าของลิขสิทธิ์ในข้อมูลของบริษัท และต้องอ้างอิงถึงฉบับที่และวันที่ในเอกสารฉบับนี้ของบริษัทโดยชัดแจ้ง การลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์ย่อมมีความเสี่ยง ท่านควรทำความเข้าใจอย่างถ่องแท้ต่อลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภท และควรศึกษาข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นที่เกี่ยวข้องก่อนการตัดสินใจลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) (CNS) มีกรรมกรบางท่านร่วมกันกับบริษัทจดทะเบียน ดังนี้

ชื่อผู้บริหาร	ชื่อบริษัท	ตำแหน่ง	วันที่เริ่มต้น
นาง ดนุชา คุณพนิชกิจ	VNT	ประธานกรรมการตรวจสอบ	27/11/2560
นาง ดนุชา คุณพนิชกิจ	VNT	กรรมการอิสระ	25/05/2555

ข้อมูลปรับปรุงล่าสุด 27 เมษายน 2563

อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่าย Investment Research and Investor Services ของ CNS อย่างเป็นทางการ

**CORPORATE GOVERNANCE REPORT OF THAI LISTED COMPANIES 2019 (as 30 September 2020)**



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



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



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

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 - 100		ดีเลิศ
80 - 89		ดีมาก
70 - 79		ดี
60 - 69		ดีพอใช้
50 - 59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มี การเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านกรการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข่าวดังกล่าวประกอบด้วย

อ่านรายละเอียดเพิ่มเติมได้ที่ <http://www.thai-iod.com/en/projects-2.asp>



**ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATOR** ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562 (ปรับปรุงล่าสุด 30 กันยายน 2563)

**ได้รับการรับรอง**

2S	ADVANC	AI	AIE	AIRA	AKP	AMA	AMANA H	AP	AQUA	ARROW	ASK	ASP
AYUD	B	BAFS	BANPU	BAY	BBL	BCH	BCP	BCPG	BGC	BGRIM	BJCHI	BKI
BLA	BPP	BROOK	BRR	BSBM	BTS	BWG	CEN	CENTEL	CFRESH	CGH	CHEWA	CHOTI
CHOW	CIG	CIMBT	CM	CMC	COL	COM7	CPALL	CPF	CPI	CPN	CSC	DCC
DELTA	DEMCO	DIMET	DRT	DTAC	DTC	EASTW	ECL	EGCO	FE	FNS	FPI	FPT
FSS	FTE	GBX	GC	GCAP	GEL	GFPT	GGC	GJS	GPSC	GSTEEL	GUNKUL	HANA
HARN	HMPRO	HTC	ICC	ICHI	IFS	INET	INSURE	INTUCH	IRPC	ITEL	IVL	K
KASET	KBANK	KBS	KCAR	KCE	KGI	KKP	KSL	KTB	KTC	KWC	L&E	LANNA
LHFG	LHK	LPN	LRH	M	MAKRO	MALEE	MBAX	MBK	MBKET	MC	MCOT	MFC
MFEC	MINT	MONO	MOONG	MPG	MSC	MTC	MTI	NBC	NEP	NINE	NKI	NMG
NNCL	NSI	NWR	OCC	OCEAN	OGC	ORI	PAP	PATO	PB	PCSGH	PDG	PDI
PDJ	PE	PG	PHOL	PL	PLANB	PLANET	PLAT	PM	PPP	PPPM	PPS	PREB
PRG	PRINC	PRM	PSH	PSL	PSTC	PT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	PYLON	Q-CON
QH	QLT	QTC	RATCH	RML	RWI	S & J	SABINA	SAT	SC	SCB	SCC	SCCC
SCG	SCN SORKO N	SEAOIL	SE-ED	SELIC	SENA	SGP	SIRI	SITHAI	SMIT	SMK	SMPC	SNC
SNP	SPACK	SPC	SPI	SPRC	SRICHA	SSF	SSSC	SST	STA	SUSCO	SVI	
SYNTEC	TAE	TAKUNI	TASCO	TBSP	TCAP	TCMC	TFG	TFI	TFMAMA	THANI	THCOM	THIP
THRE	THREL	TIP	TIPCO	TISCO	TKT	TMB	TMD	TMILL	TMT	TNITY	TNL	TNP
TNR	TOG	TOP	TPA	TPCORP	TPP	TRU	TRUE	TSC	TSTH	TTCL	TU	TVD WACO L
TVI	TVO	TWPC	U	UBIS	UEC	UKEM	UOBKH	UWC	VGI	VIH	VNT	
WHA	WHAUP	WICE	WIIK	XO	ZEN							

**ประกาศเจตนารมณ์**

7UP	ABICO	AF	ALT	AMARIN	AMATA	AMATA V	ANAN	APURE	B52	BKD	BM	BROCK
BUI	CHO	CI	COTTO	DDD	EA	EFORL	EP	ERW	ESTAR	ETE	EVER	FSMART
GPI	ILINK	IRC	J	JKN	JMART	JMT	JSP	JTS	KWG	LDC	MAJOR	META
NCL	NOBLE	NOK	PK	PLE	ROJNA	SAAM	SAPPE	SCI	SE	SHANG	SINGER	SKR
SPALI	SSP	STANLY	SUPER	SYNEX	THAI	TKS	TOPP	TRITN	TTA	UPF	UV	WIN

ZIGA

**ระดับ (Level)**

**ผลการประเมิน**

ได้รับการรับรอง

การแสดงให้เห็นถึงการนำไปปฏิบัติโดยมีการสอบทานความครบถ้วนเพียงพอของกระบวนการทั้งหมดจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่ ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ การได้รับการรับรองเป็นสมาชิกแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต หรือได้ผ่านการตรวจสอบเพื่อให้ความเชื่อมั่นอย่างเป็นอิสระจากหน่วยงานภายนอก

ประกาศเจตนารมณ์

การแสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นโดยการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติ (Collective Action Coalition) ของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต

(Declared)

การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจัดทำโดยสถาบันไทยพัฒน์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผลการประเมินดังกล่าวของสถาบันไทยพัฒน์ อาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันไทยพัฒน์ซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและมิได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด