

14 June 2021

Sector: Energy & utilities

Thai Solar Energy

ผู้ผลิตที่มี Growth Story และเดินหน้าโครงการได้ตามแผน

Bloomberg ticker	TSE TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt3.06
Target price	Bt3.40 (maintained)
Upside/Downside	+11%
EPS revision	No Change

Bloomberg target price	Bt3.40
Bloomberg consensus	Buy 1 / Hold 0 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt3.24 / Bt2.34
Market cap. (Bt mn)	7,447
Shares outstanding (mn)	2,118
Avg. daily turnover (Bt mn)	40
Free float	53%
CG rating	Very good
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2019A	2020A	2021E	2022E
Revenue	1,349	1,530	1,676	1,897
EBITDA	1,458	1,283	1,561	2,250
Net profit	775	421	610	628
EPS (Bt)	0.40	0.20	0.29	0.30
Growth	338.5%	-50.2%	44.7%	3.0%
Core EPS (Bt)	0.37	0.25	0.29	0.30
Growth	303.7%	-33.4%	17.4%	3.0%
DPS (Bt)	0.12	0.05	0.09	0.09
Div. yield	3.9%	1.6%	2.8%	2.9%
PER (x)	7.7	15.4	10.6	10.3
Core PER (x)	8.3	12.5	10.6	10.3
EV/EBITDA (x)	13.4	15.2	12.5	8.7
PBV (x)	1.2	1.1	1.0	0.9

Bloomberg consensus				
Net profit	775	421	n.a.	n.a.
EPS (Bt)	0.40	0.20	n.a.	n.a.



Price performance				
	1M	3M	6M	12M
Absolute	8.8%	22.1%	8.8%	3.5%
Relative to SET	7.0%	17.7%	-3.3%	-13.8%

Major shareholders		Holding	
1. PME Energy Co., Ltd.			36.98%
2. Dr. Cathleen Maleenont			8.72%
3. Wave Entertainment Plc.			9.01%

Analyst: Jacqueline Nham (Reg. no.112603)

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” และคงราคาเป้าหมายที่ 3.40 บาท อิง sum of the parts โดยบริษัทมีแนวโน้มการเติบโตที่ดีขึ้นในระยะยาว โดยเหตุผลในการลงทุนหลักได้แก่การลงทุนในโครงการ Onikoube ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ขนาดใหญ่ในญี่ปุ่น โดยมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่ 133 MW ปัจจุบันอยู่ระหว่างการก่อสร้างได้ตามแผน (30% ณ สิ้น 1Q21 และคาดว่าจะได้ประมาณ 70% ในสิ้นปี 2021E) และจะเริ่มการผลิตได้ประมาณ 4Q22 ทั้งนี้โครงการนี้จะเข้ามาช่วยรักษาระดับรายได้ของบริษัททดแทนโรงไฟฟ้าหลักในไทยที่มีกำลังการผลิตตามสัญญาที่ 80 MW ซึ่งจะมีรายได้ลดลงเพราะ Adder ส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้าจะทยอยหมดอายุตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นไป เราคงประมาณการกำไรปกติปี 2021E อยู่ที่ 610 ล้านบาท (+17% YoY) โดยบริษัทได้ทำการ COD โครงการโซลาร์ลอยน้ำ Floating solar ไปเมื่อ 25 พ.ค.2021 ได้ตามแผนเพื่อรองรับความต้องการในนิคมอุตสาหกรรมภินทรบุรี ขณะที่เราประเมินกำไรสุทธิปี 2022E จะดีขึ้นเล็กน้อย +3% YoY อยู่ที่ 628 ล้านบาท เนื่องจากเป็นช่วงที่อาจจะยังไม่มีโครงการใหม่เพิ่มเข้ามามากนัก

ราคาหุ้น Outperform SET +7% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดย TSE สามารถ COD โครงการโซลาร์ลอยน้ำและเดินหน้าก่อสร้างโครงการ Onikoube ได้ตามแผน ซึ่งคาดว่าจะช่วยให้บริษัทมี growth story ในอนาคตและตลาดยังไม่ได้สะท้อนปัจจัยดังกล่าว ทั้งนี้ราคาหุ้นค่อนข้างต่ำ มี PER 10x ใกล้เคียง -1SD เรายังคงให้คำแนะนำ “ซื้อ”

KEY HIGHLIGHTS

- โครงการใหญ่โรงไฟฟ้า Onikoube ในอนาคต ยังก่อสร้างได้ตามแผน TSE ทำการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Onikoube ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ที่จังหวัด Miyagi ในญี่ปุ่น กำลังการผลิต Install Capacity 147 MW โดยมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่ 133 MW ด้วย FIT ที่ 36 เยน (10.6 บาท) ปัจจุบันยังสามารถก่อสร้างได้ตามแผน โดย ณ สิ้น 1Q21 บริษัทสามารถก่อสร้างไปได้ประมาณ 30% ของงานโครงการ และคาดว่า ณ สิ้นปี 2021E บริษัทจะสามารถก่อสร้างได้ประมาณ 70% ทำให้ TSE สามารถเริ่มทดสอบและเดินการผลิตได้ในไตรมาส 4Q22/1Q23 ได้ตามกำหนดการเดิม ซึ่งเราได้รวมไว้ในประมาณการแล้ว ทั้งนี้โครงการนี้จะเข้ามาช่วยรักษาระดับรายได้ของบริษัททดแทนโรงไฟฟ้าหลักในไทยที่มีกำลังการผลิตตามสัญญาโครงการ Solar farm SSE เดิมที่ 80 MW ซึ่งจะมีรายได้ลดลงเนื่องจาก adder หรือส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้าจะเริ่มทยอยหมดอายุตั้งแต่ปี 2023-2024 ทั้งนี้บริษัทคาดว่าจะการเข้ามาของโรงไฟฟ้า Onikoube ในปลายปี 2022 หรือต้นปี 2023 จะทำให้บริษัทมีกำไรปกติเพิ่มจากระดับ 600 ล้านบาทในช่วงปี 2021-2022 ไปเป็นระดับ 1 พันล้านบาท

- เริ่มดำเนินการโครงการ Floating solar ได้ตามแผน บริษัทได้ทำการ COD โครงการโซลาร์ลอยน้ำ Floating solar ได้ตามแผน (เริ่มเดินเครื่องไปเมื่อ 25 พ.ค.2021 ที่ผ่านมา) โดยมีกำลังผลิต 8 MW ที่จังหวัดปราจีนบุรี (figure 2) ซึ่งเราได้รวมไว้ในประมาณการแล้ว

- คงกำไรปกติปี 2021E เราคงกำไรปกติปี 2021E อยู่ที่ 610 ล้านบาท (+17% YoY) โดยใน 1Q21 กำไรปกติคิดเป็นประมาณ 26% ของทั้งปี ขณะที่เราคาดว่า ใน 2Q21E แนวโน้มจะสูงขึ้นเนื่องจากความเข้มของแสงแดดที่จะเพิ่มขึ้นมากตามฤดูกาล ก่อนที่จะอ่อนลงในปลายปี เพราะเข้าสู่ช่วงอากาศเย็น ขณะที่เราประเมินกำไรสุทธิปี 2022E จะอยู่ที่ 628 ล้านบาท +3% YoY เนื่องจากในปี 2022E คาดว่า จะเติบโตได้เพียงเล็กน้อยหากไม่มีโครงการใหม่ๆ เข้ามา แต่คาดว่า บริษัทจะสามารถมีกำไรในระดับ 1-1.2 พันล้านบาทได้จากบริษัทที่รับรายได้เต็มปีจาก Onikoube ประมาณปี 2023E ทั้งนี้บริษัทยังมีแผนระยะกลางที่จะทำ M&A โรงไฟฟ้าทั้งในประเทศไทยและประเทศเพื่อนบ้านประมาณ 50 MW และ 100-200 MW ตามลำดับภายใน 3-5 ปีข้างหน้า

Disclaimer: This report has been prepared by KTB Securities (Thailand) PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST 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 permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Valuation/Catalyst/Risk

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2021E ที่ 3.40 บาท อิง Sum of the parts (figure 5) โดยบริษัทมีแนวโน้มการเติบโตที่ดีขึ้นในระยะยาว รวมถึงมีปันผลประมาณ 2-3% ต่อปี ทั้งนี้แม้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่อ่อนตัวลงในปี 2020 แต่คาดว่าจะพลิกฟื้นกลับมาเติบโตในปี 2021/2022E ตามการรับซื้อไฟฟ้า โดยบริษัทมีโอกาสเติบโตอีกในอนาคตจากการลงทุนเพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มมากขึ้นในประเทศเพื่อนบ้านและในเอเชีย ทั้งนี้ TSE ยังคงเดินหน้าก่อสร้างโครงการ Onikoube ซึ่งเราคาดว่าจะช่วยให้บริษัทมี growth story ในอนาคตและตลาดยังไม่ได้สะท้อนปัจจัยดังกล่าว โดยราคาหุ้น TSE ปัจจุบันมี PER 10x ค่อนข้างต่ำใกล้เคียง -1SD เราจึงยังให้คำแนะนำ “ซื้อ”

□ กำไรปกติ 1Q21 ใกล้เคียงคาด

บริษัทมีกำไรสุทธิอยู่ที่ 203 ล้านบาทใน 1Q21 โดยมีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ 44 ล้านบาท หากไม่รวมรายการดังกล่าว บริษัทจะมีกำไรปกติอยู่ที่ 159 ล้านบาท -9% YoY, +296% QoQ โดยการลดลง YoY เพราะต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากวัตถุดิบของโครงการโรงไฟฟ้าจากชีวมวล การเพิ่มขึ้น QoQ เนื่องจากความเข้มของแสงแดดที่กลับมาเพิ่มขึ้นหลังผ่านพ้นช่วงฤดูหนาวไปแล้ว บริษัทมีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยสูงขึ้น 35% YoY, -6% QoQ หลังการรับรู้ดอกเบี้ยจ่ายจากหนี้สินจากสัญญาเช่าตามมาตรฐานบัญชี TFRS16 ทำให้ต้องบันทึกดอกเบี้ยจ่ายเข้ามาเพิ่มขึ้น (แต่กระแสเงินสดยังเท่าเดิม) โดย TSE มี gross margin ใน 1Q21 ที่ 27% จาก 20% ใน 4Q20 เนื่องจากภาวะแสงแดดที่เพิ่มขึ้น

Fig 1: Quarterly results

FY: Dec (Bt mn)	1Q21	1Q20	YoY	4Q20	QoQ	2021E	2020	YoY
Revenue	371	371	0.1%	331	12.0%	1,676	1,530	9.5%
CoGS	(270)	(241)	11.7%	(265)	2.0%	(1,073)	(1,023)	4.8%
Gross profit	102	130	-21.6%	67	51.9%	603	507	19.0%
SG&A	(47)	(66)	-27.8%	(86)	-44.6%	(345)	(305)	13.0%
EBITDA	348	325	7.0%	-57	n.m.	1,561	1,283	21.6%
Other inc./exp.	189	173	9.3%	144	31.9%	744	656	13.5%
Interest expense	(85)	(63)	35.4%	(90)	-5.8%	(383)	(341)	12.4%
Income tax	0	(1)	n.m.	1	-85.2%	(5)	(0)	n.m.
Core profit	159	174	-8.6%	40	295.9%	610	519	17.4%
Net profit	203	6	n.m.	101	100.9%	610	421	44.7%
EPS (Bt)	0.10	0.003	n.m.	0.048	110.0%	0.29	0.20	44.7%
Gross margin	27.4%	34.9%		20.2%		36.0%	33.1%	
Net margin	54.5%	1.7%		30.4%		36.4%	27.5%	
SG&A/Sales	13%	18%		26%		21%	20%	

Fig 2: Floating Solar Project is started on schedule



Source: Company and KTBST

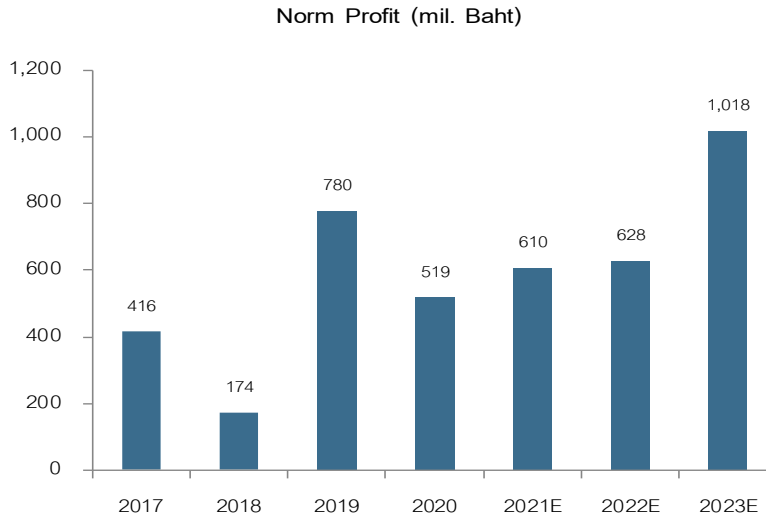
Fig 3: Progress of Onikoube Project: 30% completion at the end of 1Q21 and is expected approximately 70% at the end of 2021E



Source: Company

Disclaimer: This report has been prepared by KTB Securities (Thailand) PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST 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 permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 4: TSE Normalized profit (mil Baht)



Source: Company and KTBST






Fig 5: Sum of the Parts Valuation

Value of Power Plant Type	mil Baht
Solar Farm Thailand	7,478
Solar Rooftop	539
Biomass	1,425
Solar Farm Japan	11,814
Total Firm Value	21,257
Net Debt	(13,979)
Equity Value	7,278
Equity per share (Baht)	3.4

Source: Company and KTBST

Corporate governance report of Thai listed companies 2019

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงไว้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

KTBST: ความหมายของคำแนะนำ

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which 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.

KTBST's stock rating definition

- BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

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

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

- **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ KTBST ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

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

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

- **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. KTBST analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.
- **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. KTBST's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.
- **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. KTBST conduct this analysis based on IOD's scores.

KTBST's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

KTBST provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by KTB Securities (Thailand) PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST 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 permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.