

14 June 2021

Sector: Energy & utilities

| Bloomberg ticker | | | | TSE TB |
|---|------------------------|--------------|-------------------|---|
| Recommendation | 1 | | BUY | (maintained) |
| Current price | | | | Bt3.06 |
| Target price | | | Rt3 40 | (maintained) |
| J . | | | Бю.40 | +11% |
| Upside/Downside | ; | | | |
| EPS revision | | | | No Change |
| Bloomberg target price | | | Buy 1 | Bt3.40 / Hold 0 / Sell 0 |
| Stock data Stock price 1-year hig Market cap. (Bt nn) Shares outstanding (r Avg. daily turnover (B Free float CG rating | mn) | | | Bt3.24 / Bt2.34 7,447 2,118 40 53% Very good |
| ESG rating | | | | n.a. |
| Financial & valuation | on highlights 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) Growth | 0.40 338.5% | -50.2% | 0.29 44.7% | 0.30 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) EV/EBITDA (x) | 8.3 13.4 | 12.5 15.2 | 10.6 12.5 | 10.3 8.7 |
| PBV (x) | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| Bloomberg consens | sus | | | |
| Net profit | 775 | 421 | n.a. | n.a. |
| EPS (Bt) | 0.40 | 0.20 | n.a. | n.a. |
| (Bt) — | TSE (LH | S) — | - Relative to SET | (%) |
| 400 | <u>7</u> | | | 130 |
| 325 - 1 | manta | W W | | 115 |
| 250 10 | P | - a/v | My Conson | 100 |
| 175 🕸 | / | | - WYUL | 85 |
| 100 | May-20 | Sep-20 | Jan-21 | 70 May-21 |
| Price performance | 1 | М 3 | BM 6M | 1 12M |
| Absolute | 8.8 | 3% 22. | 1% 8.8% | 3.5% |
| Relative to SET | 7.0 | 17.3 | 7% -3.3% | -13.8% |
| Major shareholders 1. PME Energy Co., L 2.Dr. Cathleen Malee 3 Wave Entertainmen | td. enont | | | Holding 36.98% 8.72% 9.01% |

Analyst: Jacqueline Nham (Reg. no.112603)

Thai Solar Energy

ผู้ผลิตที่มี Growth Story และเดินหน้าโครงการได้ตามแผน

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" และคงราคาเป้าหมายที่ 3.40 บาท อิง sum of the parts โดยบริษัทมี แนวโน้มการเติบโตที่ดีขึ้นในระยะยาว โดยเหตุผลในการลงทุนหลักได้แก่การลงทุนใน โครงการ Onikoube ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ขนาดใหญ่ในญี่ปุ่น โดยมีสัญญารับ ซื้อไฟฟ้าที่ 133 MW ปัจจุบันอยู่ระหว่างการก่อสร้างได้ตามแผน (30% ณ สิ้น 1Q21 และคาด จะได้ประมาณ 70% ในสิ้นปี 2021E) และจะเริ่มการผลิตได้ประมาณ 4Q22 ทั้งนี้โครงการนี้ จะเข้ามาช่วยรักษาระดับรายได้ของบริษัททดแทนโรงไฟฟ้าหลักในไทยที่มีกำลังการผลิตตาม สัญญาที่ 80 MW ซึ่งจะมีรายได้ลดลงเพราะ Adder ส่วนเพิ่มราคารับซื้อไฟฟ้าจะทยอย หมดอายุตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นไป เราคงประมาณการกำไรปกติปี 2021E อยู่ที่ 610 ล้านบาท (+17% YoY) โดยบริษัทได้ทำการ COD โครงการใชล่าลอยน้ำ Floating solar ไปเมื่อ 25 พ.ค.2021 ได้ตามแผนเพื่อรองรับความต้องการในนิคมอุตสาหกรรมกบินทร์บุรี ขณะที่เรา ประเมินกำไรสุทธิปี 2022E จะดีขึ้นเล็กน้อย +3% YoY อยู่ที่ 628 ล้านบาท เนื่องจากเป็นช่วง ที่อาจจะยังไม่มีโครงการใหม่เพิ่มเข้ามามากนัก

ราคาหุ้น Outperform SET +7% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดย TSE สามารถ COD โครงการ โซล่าลอยน้ำและเดินหน้าก่อสร้างโครงการ Onikoube ได้ตามแผน ซึ่งคาดว่าจะช่วยให้บริษัท มี growth story ในอนาคตและตลาดยังไม่ได้สะท้อนปัจจัยดังกล่าว ทั้งนี้ราคาหุ้นค่อนข้างต่ำ มี PER 10x ใกล้เคียง –1SD เรายังคงให้คำแนะนำ "ซื้อ"

KEY HIGHLIGHTS

- □ **โครงการใหญ่โรงไฟฟ้า Onikoube ในอนาคต ยังก่อสร้างได้ตามแผน** TSE ทำการ ลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Onikoube ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ที่ จังหวัด Miyagi ในญี่ปุ่น กำลังการผลิต Install Capacity 147 MW โดยมีสัญญารับซื้อไฟฟ้า ที่ 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 สามารถเริ่มทดสอบและเดิน การผลิตได้ในไตรมาส 4Q22/1Q23 ได้ตามกำหนดการเดิม ซึ่งเราได้รวมไว้ในประมาณการ แล้ว ทั้งนี้โครงการนี้จะเข้ามาช่วยรักษาระดับรายได้ของบริษัททดแทนโรงไฟฟ้าหลักในไทยที่ มีกำลังการผลิตตามสัญญาโครงการ Solar farm SSE เดิมที่ 80 MW ซึ่งจะมีรายได้ลดลง เนื่องจาก adder หรือส่วนเพิ่มราคารับซื้อไฟฟ้าจะเริ่มทยอยหมดอายุตั้งแต่ปี 2023-2024 ทั้งนี้บริษัทคาดว่าการเข้ามาของโรงไฟฟ้า Onikoube ในปลายปี 2022 หรือต้นปี 2023 จะทำ ให้บริษัทมีกำไรปกติเพิ่มจากระดับ 600 ล้านบาทในช่วงปี 2021-2022 ไปเป็นระดับ 1 พันล้านบาท
- □ **เริ่มดำเนินการโครงการ Floating solar ได้ตามแผน** บริษัทได้ทำการ COD โครงการ โซล่าลอยน้ำ Floating solar ได้ตามแผน (เริ่มเดินเครื่องไปเมื่อ 25 พ.ค.2021 ที่ผ่านมา) โดย มีกำลังผลิต 8 MW ที่จังหวัดปราจีนบุรี (figure 2) ซึ่งเราได้รวมไว้ในประมาณการแล้ว
- □ คงกำไรปกติปี 2021E เราคงกำไรปกติปี 2021E อยู่ที่ 610 ล้านบาท (+17% YoY) โดย ใน 1Q21 กำไรปกติคิดเป็นประมาณ 26% ของทั้งปี ขณะที่เราคาดว่า ใน 2Q21E แนวโน้มจะ สูงขึ้นเนื่องจากความเข้มของแสงแดดที่จะเพิ่มขึ้นมากตามฤดูกาล ก่อนที่จะอ่อนลงในปลายปี เพราะเข้าสู่ช่วงอากาศเย็น ขณะที่เราประเมินกำไรสุทธิปี 2022E จะอยู่ที่ 628 ล้านบาท +3% YoY เนื่องจากในปี 2022E คาดว่า จะเติบโตได้เพียงเล็กน้อยหากไม่มีโครงการใหม่ๆ เข้ามา แต่คาดว่า บริษัทจะสามารถมีกำไรในระดับ 1-1.2 พันล้านบาทได้จากบริษัทรับรู้รายได้เต็มปี จาก Onikoube ประมาณปี 2023E ทั้งนี้บริษัทยังมีแผนระยะกลางที่จะทำ M&A โรงไฟฟ้าทั้ง ในประเทศไทยและประเทศเพื่อนบ้านประมาณ 50 MW และ100-200 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 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 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) โดยบริษัท มีแนวโน้มการเติบโตที่ดีขึ้นในระยะยาว รวมถึงมีปั่นผลประมาณ 2-3% ต่อปี ทั้งนี้แม้บริษัทมี ผลการดำเนินงานที่อ่อนตัวลงในปี 2020 แต่คาดว่าจะพลิกฟื้นกลับมาเติบโตในปี 2021/2022E ตามการรับซื้อไฟฟ้า โดยบริษัทมีโอกาสเติบโตอีกในอนาคตจากการลงทุนเพื่อ รองรับความต้องการที่เพิ่มมากขึ้นในประเทศเพื่อนบ้านและในเอเชีย ทั้งนี้ TSE ยังคงเดินหน้า ก่อสร้างโครงการ Onikoube ซึ่งเราคาดว่าจะช่วยให้บริษัทมี growth story ในอนาคตและ ตลาดยังไม่ได้สะท้อนปัจจัยดังกล่าว โดยราคาหุ้น TSE ปัจจุบันมี PER 10x ค่อนข้างต่ำ ใกล้เคียง -1SD เราจึงยังให้คำแนะนำ "ซื้อ"

กำไรปกติ 1021 ใกล้เคียงคาด

บริษัทมีกำไรสุทธิอยู่ที่ 203 ล้านบาทใน 1Q21 โดยมีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ 44 ล้านบาท หากไม่รวมรายการดังกล่าว บริษัทจะมีกำไรปกติ๊อยู่ที่ 159 ล้านบาท -9% YoY, +296% QoQ โดยการลดลง YoY เพราะต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากวัตถุดิบของ ์ โครงการโรงไฟฟ้าจากชี้วมวล การเพิ่มขึ้น QoQ เนื่องจากความเข้มของแสงแดดที่กลับมาเพิ่มขึ้นหลังผ่านพ้นช่วงฤ[้]ดูหนาว ไปแล้ว บริษัทมีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยสูงขึ้น 35% Yo̯Y, -6% QoQ หลังการรับรู้ดอกเบี้ยจ่ายจากหนี้สินจากสัญญาเช่าตาม มาตรฐานบัญชี TFRS16 ทำให้ต้องบันทึกดอกเบี้ยจ่ายเข้ามาเพิ่มขึ้น (แต่กระแสเงินสดยังเท่าเดิม) โดย TSE มี gross marain ใน 1Q21 ที่ 27% จาก 20% ใน 4Q20 เนื่องจากภาวะแสงแดดที่เพิ่มขึ้น

| Fig 1: Quarterl | y 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% | |

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 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.





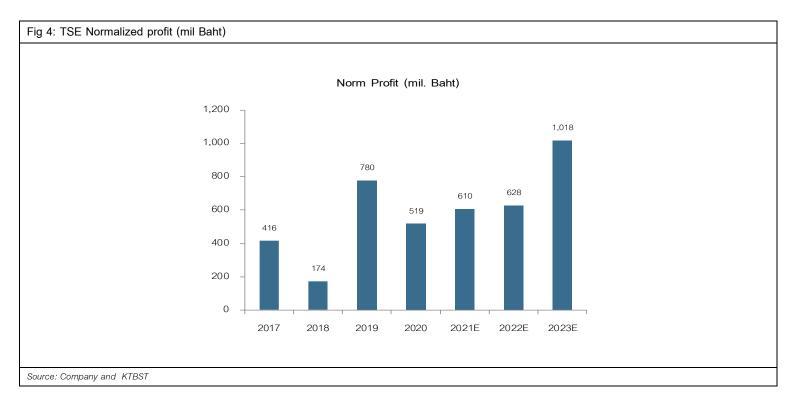


Fig 5: Sum of the Parts Valuation

| 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

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.





| Quarterly income statement | | | | | |
|----------------------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| (Bt mn) | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 |
| Sales | 371 | 419 | 409 | 331 | 371 |
| Cost of sales | (241) | (259) | (259) | (265) | (270) |
| Gross profit | 130 | 161 | 150 | 67 | 102 |
| SG&A | (66) | (94) | (60) | (86) | (47) |
| EBITDA | 325 | 344 | 549 | (57) | 348 |
| Finance costs | (63) | (93) | (95) | (90) | (85) |
| Core profit | 174 | 147 | 158 | 40 | 159 |
| Net profit | 6 | 243 | 71 | 101 | 203 |
| EPS | 0.003 | 0.11 | 0.03 | 0.06 | 0.10 |
| Gross margin | 34.9% | 38.4% | 36.7% | 20.2% | 27.4% |
| EBITDA margin | 87.7% | 82.0% | 134.5% | -17.1% | 93.8% |
| Net profit margin | 1.7% | 57.9% | 17.3% | 30.4% | 54.5% |



| | 167 |
|---|------------|
| | 167 |
| Cash & deposits 636 884 897 755 | |
| Accounts receivable 478 430 341 341 | 341 |
| Inventories 14 24 23 25 | 28 |
| Other current assets 334 303 393 393 | 393 |
| Total cur. assets 1,462 1,641 1,654 1,514 | 929 |
| Investments 1,799 1,874 2,035 2,035 2 | ,035 |
| Fixed assets 7,018 7,654 10,121 12,563 14 | ,360 |
| Other assets 4,410 4,701 5,366 5,366 5 | ,366 |
| Total assets 14,689 15,870 19,177 21,479 22 | ,690 |
| Short-term loans 99 98 250 200 | 200 |
| Accounts payable 278 201 255 120 | 120 |
| Current maturities 2,488 1,695 2,473 1,738 1 | ,723 |
| Other current liabilities 17 31 73 34 | 38 |
| Total cur. liabilities 2,882 2,025 3,051 2,092 2 | ,081 |
| Long-term debt 6,880 8,095 10,032 12,794 13 | ,571 |
| Other LT liabilities 12 118 175 170 | 170 |
| Total LT liabilities 6,892 8,212 10,207 12,964 13 | ,741 |
| Total liabilities 9,775 10,238 13,257 15,056 15 | ,822 |
| Registered capital 2,450 2,477 2,477 2 | ,477 |
| Paid-up capital 1,906 2,118 2,118 2,118 2 | ,118 |
| Share premium 728 1,046 1,046 1 | ,046 |
| Retained earnings 2,271 2,938 2,972 3,476 3 | ,921 |
| Others (134) (473) (218) (218) | 218) |
| Minority interests 144 4 2 2 | 2 |
| Shares' equity 4,915 5,632 5,919 6,423 6 | ,868 |
| | |

| Income statement | | | | | |
|-----------------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| FY: Dec (Bt mn) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
| Sales | 561 | 1,349 | 1,530 | 1,676 | 1,897 |
| Cost of sales | (435) | (911) | (1,023) | (1,073) | (1,214) |
| Gross profit | 126 | 438 | 507 | 603 | 683 |
| SG&A | (207) | (233) | (305) | (345) | (396) |
| EBITDA | 534 | 1,458 | 1,283 | 1,561 | 2,250 |
| Depre. & amortization | (144) | (502) | (425) | (558) | (1,203) |
| Equity income | 610 | 660 | 643 | 627 | 632 |
| Other income | (140) | 93 | 13 | 117 | 128 |
| EBIT | 390 | 956 | 858 | 1,003 | 1,047 |
| Finance costs | (123) | (147) | (341) | (383) | (408) |
| Income taxes | (84) | (5) | (0) | (5) | (4) |
| Net profit before MI | 183 | 804 | 517 | 615 | 634 |
| Minority interest | 9 | 24 | (3) | 6 | 6 |
| Core profit | 174 | 780 | 519 | 610 | 628 |
| Extraordinary items | (0) | (5) | (98) | - | - |
| Net profit | 174 | 775 | 421 | 610 | 628 |

| Cash flow statement | | | | | |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| FY: Dec (Bt mn) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
| Net profit | 174 | 775 | 421 | 610 | 628 |
| Depreciation | 144 | 502 | 425 | 558 | 1,203 |
| Chg in working capital | (2,828) | (180) | (512) | (181) | 1 |
| Others | (23) | (75) | (161) | - | - |
| CF from operations | (2,509) | 1,096 | 335 | 986 | 1,832 |
| Capital expenditure | (1,921) | (1,138) | (2,893) | (3,000) | (3,000) |
| Others | 69 | (482) | 120 | - | - |
| CF from investing | (1,944) | (1,213) | (3,054) | (3,000) | (3,000) |
| Free cash flow | (4,337) | 129 | (2,222) | (1,628) | (756) |
| Net borrowings | 4,555 | 421 | 2,867 | 1,977 | 762 |
| Equity capital raised | 91 | 530 | - | - | - |
| Dividends paid | (200) | (105) | (254) | (106) | (183) |
| Others | 69 | (482) | 120 | - | - |
| CF from financing | 4,515 | 364 | 2,733 | 1,871 | 579 |
| Net change in cash | 62 | 248 | 14 | (142) | (589) |
| | | | | | |
| Key assumptions | | | | | |
| FY: Dec (Bt mn) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |

292

17.3%

295

19.9%

300

20.6%

| Key ratios | | | | | |
|-------------------------|--------|--------|--------|-------|--------|
| FY: Dec (Bt mn) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
| Growth YoY | | | | | |
| Revenue | 145.1% | 140.3% | 13.5% | 9.5% | 13.2% |
| EBITDA | -11.7% | 172.9% | -12.0% | 21.6% | 44.2% |
| Net profit | -58.2% | 345.6% | -45.6% | 44.7% | 3.0% |
| Core profit | -58.2% | 348.6% | -33.4% | 17.4% | 3.0% |
| Profitability ratio | | | | | |
| Gross profit margin | 22.5% | 32.4% | 33.1% | 36.0% | 36.0% |
| EBITDA margin | 95.2% | 108.1% | 83.8% | 93.1% | 118.6% |
| Core profit margin | 31.0% | 57.8% | 33.9% | 36.4% | 33.1% |
| Net profit margin | 31.0% | 57.4% | 27.5% | 36.4% | 33.1% |
| ROA | 1.2% | 4.9% | 2.2% | 2.8% | 2.8% |
| ROE | 3.5% | 13.8% | 7.1% | 9.5% | 9.1% |
| Stability | | | | | |
| D/E (x) | 1.99 | 1.82 | 2.24 | 2.34 | 2.30 |
| Net D/E (x) | 1.80 | 1.60 | 2.00 | 2.18 | 2.23 |
| Interest coverage ratio | 4.34 | 9.91 | 3.77 | 4.07 | 5.51 |
| Current ratio (x) | 0.51 | 0.81 | 0.54 | 0.72 | 0.45 |
| Quick ratio (x) | 0.50 | 0.80 | 0.53 | 0.71 | 0.43 |
| Per share (Bt) | | | | | |
| Reported EPS | 0.09 | 0.40 | 0.20 | 0.29 | 0.30 |
| Core EPS | 0.09 | 0.37 | 0.25 | 0.29 | 0.30 |
| Book value | 2.50 | 2.66 | 2.79 | 3.03 | 3.24 |
| Dividend | 0.06 | 0.12 | 0.05 | 0.09 | 0.09 |
| Valuation (x) | | | | | |
| PER | 33.55 | 7.65 | 15.38 | 10.63 | 10.32 |
| Core PER | 33.54 | 8.31 | 12.48 | 10.63 | 10.32 |
| P/BV | 1.22 | 1.15 | 1.10 | 1.01 | 0.94 |
| EV/EBITDA | 36.55 | 13.39 | 15.22 | 12.52 | 8.68 |
| Dividend yield | 1.8% | 3.9% | 1.6% | 2.8% | 2.9% |
| | | | | | |

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.

300

20.6%



279

36.8%

Capacity (mw)

Source: Company, KTBST

SG&A/Sales



| 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 | ରି | | | |
| 60-69 | A A | Satisfactory | ดีพอใช้ | | | |
| 50-59 | A | Pass | ผ่าน | | | |
| < 50 | No logo given | n.a. | n.a. | | | |

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ใอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถ เข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการ ประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้ คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และ ตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

KTBST: ความหมายของคำแนะนำ

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

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 nonpublic 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

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





COMPANY

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

KTBST มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความ รับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง KTBST ให้ความใส่ใจกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ใน การให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ KTBST ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อม อย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเรา ใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไหร่
- **การจัดการด้านสังคม** (Social) การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนา พนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความ เกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง กับบบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- บรรษัทภิบาล (Governance) การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชั่น 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
- Good scores at 3
- Satisfactory scores at 2
- Pass scores at 1

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

Disclaimer: บทวิเคราะห์จบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของ ข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมิได้มีเจตนาเชิญชวนหรือขึ้นำให้ชื่อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้ บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้คุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

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

