

14 December 2021

Sector: Energy & utilities

Thai Solar Energy

เตรียมลงทุนโครงการพลังแสงอาทิตย์เพิ่มในเวลาอันใกล้

Bloomberg ticker	TSE TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt2.74
Target price	Bt3.30 (previously Bt3.40)
Upside/Downside	+20%
EPS revision	2021E:+16%, 2022E:-9%

Bloomberg target price	n.a.
Bloomberg consensus	Buy 2 / Hold 1 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt3.36 / Bt2.34
Market cap. (Bt mn)	5,845
Shares outstanding (mn)	2,118
Avg. daily turnover (Bt mn)	82
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	1,578	1,594
EBITDA	1,458	1,283	1,529	2,185
Net profit	775	421	705	576
EPS (Bt)	0.40	0.20	0.33	0.27
Growth	338.5%	-50.2%	67.4%	-18.3%
Core EPS (Bt)	0.37	0.25	0.29	0.27
Growth	303.7%	-33.4%	16.3%	-4.6%
DPS (Bt)	0.12	0.05	0.10	0.08
Div. yield	4.3%	1.8%	3.6%	2.9%
PER (x)	7.0	14.0	8.3	10.2
Core PER (x)	7.5	11.3	9.7	10.2
EV/EBITDA (x)	12.6	14.4	12.0	8.4
PBV (x)	1.0	1.0	0.9	0.9

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



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	1.5%	-2.1%	-7.4%	0.0%
Relative to SET	2.9%	1.6%	-5.6%	-10.4%

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)

เราคาดว่าแนะนำ “ซื้อ” แต่ปรับราคาเป้าหมายปี 2022F ลงเป็น 3.30 บาท จากเดิมที่ 3.40 บาท ซึ่ง sum of the parts สะท้อนการขาย solar farm จำนวน 8 MW ในญี่ปุ่นออกไป อย่างไรก็ตาม บริษัทมีโอกาสได้รับผลดีเนื่องจาก TSE อยู่ระหว่างการเจรจาเพื่อเข้าลงทุนซื้อโครงการ solar farm เพิ่มเติมหลายโครงการในไทยและเวียดนามซึ่งมีโอกาสสูงที่จะบรรลุข้อตกลง เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2021E ขึ้น 16% จากเดิมมาอยู่ที่ 705 ล้านบาท (+67% YoY) จากการรับรู้กำไรจากการขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่น พร้อมทั้งปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2022E ลงจากเดิม 8% มาอยู่ที่ 576 ล้านบาท (-18% YoY) หลังจากการขาย Solar farm ในญี่ปุ่นออกไปและไม่มีกำไรจากการขายโรงไฟฟ้าเหมือนในปี 2021E ขณะที่การลงทุนในโครงการหลักได้แก่การลงทุนในโครงการ Onikoube ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ขนาดใหญ่ในญี่ปุ่น โดยมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่ 133 MW ปัจจุบันอยู่ระหว่างการก่อสร้าง (ประมาณ 49% ณ สิ้น 3Q21 และคาดว่าจะตีหน้าได้ประมาณ 55-60% ในสิ้นปี 2021E) และคาดว่าจะเริ่ม COD ได้ประมาณ 4Q22/1Q23E ตามแผน ทั้งนี้โครงการนี้จะเข้ามาช่วยรักษาระดับรายได้ของบริษัททดแทนโรงไฟฟ้าในไทยที่กำลังการผลิตตามสัญญาที่ 80 MW ซึ่งจะมีรายได้ลดลงเพราะ Adder ส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้าจะทยอยหมดอายุตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นไป

ราคาหุ้น Outperform SET 3% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา เพราะ TSE ก่อสร้างโครงการ Onikoube ได้ตามแผน รวมถึงบริษัทอยู่ระหว่างการเจรจาเพื่อซื้อโครงการใหม่ ซึ่งคาดว่าจะช่วยให้บริษัทมี growth story ในอนาคต รวมถึงราคาหุ้นค่อนข้างต่ำมี PER 8x ใกล้เคียง -1SD เรายังคงให้คำแนะนำ “ซื้อ”

KEY HIGHLIGHTS

□ กำลังเจรจาเพื่อการลงทุนโครงการเพิ่มเติม TSE อยู่ในขั้นตอนการเจรจาเพื่อลงทุนเพิ่มเติมในโครงการโรงไฟฟ้าซึ่งคาดว่าจะบรรลุข้อตกลงได้ภายในช่วงสิ้นปี 2021 หรือ 1Q22 ซึ่งเราคาดว่าจะจะเป็น Solar Farm โดยคาดว่าจะเป็นการเข้าซื้อโครงการขนาดเล็กๆ ที่ดำเนินการอยู่หลายโครงการร่วมกัน ซึ่งเรายังไม่ได้รวมในประมาณการ ทั้งนี้บริษัทยังมีแผนระยะกลางที่จะทำ M&A โรงไฟฟ้าทั้งในประเทศไทยและประเทศเพื่อนบ้านประมาณ 50 MW และ 100-200 MW ตามลำดับภายใน 3-5 ปีข้างหน้า

□ โครงการโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ Onikoube ยังเดินหน้าได้ตามแผน TSE ทำการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Onikoube ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ที่จังหวัด Miyagi ในญี่ปุ่น กำลังการผลิต Install Capacity 147 MW โดยมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่ 133 MW ด้วย FiT ที่ 36 เยน (10.6 บาท) โดย ณ สิ้น 3Q21 บริษัทสามารถก่อสร้างไปได้ประมาณ 49% ของงานโครงการ โดยคาดว่า TSE จะสามารถเริ่มทดสอบและเดินการผลิตได้ในไตรมาส 4Q22/1Q23 ได้ตามกำหนดการเดิมซึ่งเราได้รวมไว้ในประมาณการแล้ว ทั้งนี้โครงการนี้จะเข้ามาช่วยรักษาระดับรายได้ของบริษัททดแทนโรงไฟฟ้าในไทยที่กำลังการผลิตตามสัญญาโครงการ Solar farm เดิมที่ 80 MW ซึ่งจะมีรายได้ลดลงเนื่องจาก adder หรือส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้าจะเริ่มทยอยหมดอายุตั้งแต่ปี 2023-2024 โดยเราคาดว่าจะการเข้ามาของโรงไฟฟ้า Onikoube ในปลายปี 2022 หรือต้นปี 2023 จะทำให้บริษัทมีกำไรปกติเพิ่มจากระดับเฉลี่ยราว 600 ล้านบาทในช่วงปี 2021-2022 ไปเป็นระดับ 970 ล้านบาทในปี 2023 อาจจะต่ำกว่ามุมมองบริษัทที่ 1 พันล้านบาทเล็กน้อยจากการที่เรายังคงระมัดระวังว่า บริษัทจะเดินหน้ากำลังผลิตเต็มที่ได้ในประมาณกลาง 1Q23 มากกว่าจะเป็นต้นไตรมาส เนื่องจากภาวะอากาศหนาวในญี่ปุ่นในเดือนม.ค.ก่อนจะเข้าฤดูใบไม้ผลิกลางเดือนก.พ.

□ ขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นโดยได้กำไร บริษัทได้ทำการขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นรวม 8.24 MW ซึ่งเป็น Solar Farm จำนวน 6 แห่ง โดยเป็นการขายที่ได้กำไร 101.15 ล้านบาท ทั้งนี้บริษัทมีการบริหารกำลังการผลิตไม่ให้เกิดผลกระทบมากนัก เนื่องจากบริษัทมีการ COD โครงการแสงอาทิตย์ลายนี้า Siam Tara Floating solar ขนาด 8 MW ใกล้เคียงกันได้ตาม

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.

แผน (เริ่มเดินเครื่องไป 2Q21 ที่ผ่านมา) ที่อ.กบินทร์บุรี จังหวัดปราจีนบุรี (figure 2) ซึ่งเราได้รวมไว้ในประมาณการแล้ว และจะรับรู้รายได้เต็มปีในปีต่อไป โดยการขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นจะเพิ่มสภาพคล่องให้กับ TSE ในการซื้อโครงการใหม่ๆ ในภูมิภาคเอเชีย-แปซิฟิก

□ **ปรับกำไรสุทธิปี 2021-22E +16%/-8% ตามลำดับ** เราปรับกำไรสุทธิปี 2021E เพิ่มขึ้น 16% จากประมาณการเดิมมาอยู่ที่ 705 ล้านบาท (+67% YoY) โดยบริษัทมีการขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นออกไปจำนวน 8 MW ในเดือนก.ย.21 แต่บริษัทสามารถบริหาร SG&A/Sales ได้ดีที่ 12% ในช่วง 9M21 ที่ผ่านมาลดลงจาก 18% ในช่วงเดียวกันของปีก่อน ทำให้เราปรับ SG&A/sales มาอยู่ที่ 14% ในปี 2021 ใน 9M21 กำไรสุทธิคิดเป็นประมาณ 84% ของทั้งปี ขณะที่เราคาดไว้ว่า ใน 4Q21E แนวโน้มจะอ่อนลงเนื่องจากความเข้มของแสงแดดที่จะลดลงตามฤดูกาลช่วงอากาศเย็น ขณะที่เราประเมินกำไรสุทธิปี 2022E จะลดลง -8% จากคาดการณ์เดิมมาอยู่ที่ 576 ล้านบาท (-18% YoY) ภายหลังจากการขาย Solar farm ในญี่ปุ่นออกไปและไม่มีกำไรจากการขายโรงไฟฟ้าเหมือนในปี 2021E กำไรปกติปี 2021-22E คาดอยู่ที่ 604 ล้านบาท (+16% YoY) และ 576 ล้านบาท (-5%YoY) แต่เราคาดว่า บริษัทจะสามารถมีกำไรได้ในระดับ 970 ล้านบาท (+68% YoY) จากการที่บริษัทรับรู้รายได้เต็มปีจาก Onikoube ประมาณปี 2023E

Valuation/Catalyst/Risk

เราได้ทำการประเมินราคาเหมาะสมปี 2022 ของ TSE ที่ 3.30 บาท อิง Sum of the parts (figure 6) ปรับลดลงจากเดิมที่ 3.40 บาทเพื่อสะท้อนการขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่น ทั้งนี้บริษัทยังมีแนวโน้มการเติบโตที่ดีขึ้นในระยะยาว รวมถึงคาดมีปันผลประมาณ 3% ต่อปี ทั้งนี้ TSE ยังคงเดินหน้าก่อสร้างโครงการ Onikoube ซึ่งเราคาดว่าจะช่วยให้บริษัทมี growth story โดยบริษัทมีโอกาสเติบโตอีกในอนาคตจากการลงทุนและซื้อกิจการไฟฟ้าเพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มมากขึ้นในประเทศเพื่อนบ้านรวมถึงในทวีปเอเชีย โดยราคาหุ้น TSE ปัจจุบันมี PER 8x ค่อนข้างต่ำใกล้เคียง -1SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี เราจึงยังให้คำแนะนำ “ซื้อ”

□ กำไรสุทธิ 3Q21 มากกว่าคาดจากการขายโรงไฟฟ้าและการบริหาร SG&A ที่ดี

บริษัทมีกำไรสุทธิอยู่ที่ 208 ล้านบาท(+196% YoY, +15% QoQ) ใน 3Q21 โดยมีขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ 48 ล้านบาท รวมถึงรับรู้กำไรจากการขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่น 6 โรง 8.2 MW ในเดือนก.ย.21 จำนวน 101.15 ล้านบาท หากไม่รวมรายการดังกล่าว บริษัทจะมีกำไรปกติอยู่ที่ 156 ล้านบาท -2% YoY, -28% QoQ มากกว่าที่เราคาด 6% จาก SG&A/sales ที่น้อยกว่าคาดโดยการบริหารจัดการที่ดีและค่าที่ปรึกษาน้อยกว่าที่คาด (13% จากที่คาดเดิม 19%) ทั้งนี้การลดลง YoY เป็นเพราะ Gross margin ที่ลดลงที่ 35% จาก 37% จากต้นทุนวัตถุดิบของโรงไฟฟ้าชีวมวลที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามต้นทุนของวัตถุดิบไม้ที่สูงขึ้น การลดลง QoQ เนื่องจากความเข้มของแสงแดดที่ลดลงเพราะเป็นช่วงฤดูฝน โดย TSE มี gross margin ใน 3Q21 ที่ 35% จาก 38% ใน 2Q21 เนื่องจากภาวะแสงแดดที่อ่อนตัวลง ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น SG&A/Sales อยู่ที่ 13% เทียบกับ 9% ใน 2Q21 เพราะการเพิ่มขึ้นจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารรวมถึงบุคลากรจากโรงไฟฟ้าชีวมวล

Fig 1: 3Q21 results review

FY: Dec (Bt mn)	3Q21	3Q20	YoY	2Q21	QoQ	9M21	9M20	YoY
Revenue	414	409	1.3%	419	-1.3%	1,205	1,199	0.5%
CoGS	(270)	(259)	4.4%	(259)	4.4%	(799)	(759)	5.3%
Gross profit	144	150	-4.0%	161	-10.4%	423	440	-4.0%
SG&A	(53)	(60)	-10.6%	(38)	39.8%	(139)	(220)	-36.6%
EBITDA	363	549	-34.0%	402	-9.8%	1,113	1,219	-8.6%
Other inc./exp.	155	164	-5.3%	176	-11.7%	520	511	1.8%
Interest expense	(84)	(95)	-11.4%	(83)	1.2%	(252)	(251)	0.6%
Income tax	(6)	(0)	1,963.3	2	n.m.	(3)	(2)	112.3%
Core profit	156	158	-1.6%	216	-28.0%	530	478	10.9%
Net profit	208	71	195.2%	182	14.5%	593	320	85.3%
EPS (Bt)	0.10	0.030	233.3%	0.080	25.0%	0.28	0.15	89.5%
Gross margin	34.7%	36.7%		38.3%		35.1%	36.7%	
Net margin	50.3%	17.3%		43.4%		49.2%	26.7%	
SG&A/Sales	13%	15%		9%		12%	18%	

Fig 2: Floating Solar Project “Siam Tara Floating” with 100% Offtake from Hitachi



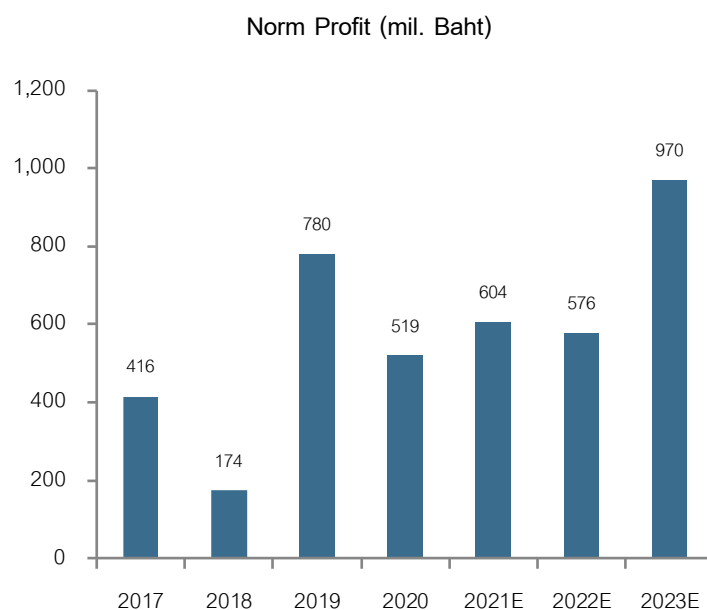
Source: Company and KTBST

Fig 3: Onikoube Project: Remains under schedule to COD in 4Q22/1Q23E



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.

Fig 4: TSE Normalized profit (mil Baht)


Source: Company and KTBST

Fig 5: Change in Major Assumption

2021E Projection	New forecast	Old Forecast	2022E Projection	New forecast	Old Forecast
Sales &Service Revenues	1,578	1,676	Sales &Service Revenues	1,594	1,897
Gross margin (%)	35%	36%	Gross margin (%)	35%	36%
Gross profit (Btmn)	552	603	Gross profit (Btmn)	558	683
SG&A/Sales (%)	14%	20%	SG&A/Sales (%)	14%	20%
Core profit (Btmn)	604	610	Core profit (Btmn)	576	628
Net profit (Btmn)	705	610	Net profit (Btmn)	576	628

Source: Company and KTBST

Fig 6: Sum of the Parts Valuation

Value of Power Plant Type	mil Baht
Solar Farm Thailand	7,505
Solar Rooftop	539
Biomass	1,425
Solar Farm Japan	10,869
Total Firm Value	20,338
Net Debt	(13,375)
Equity Value	6,964
Equity per share (Baht)	3.3

Source: Company and KTBST

Quarterly income statement

(Bt mn)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
Sales	409	331	371	419	414
Cost of sales	(259)	(265)	(270)	(259)	(270)
Gross profit	150	67	102	161	144
SG&A	(60)	(86)	(47)	(38)	(53)
EBITDA	549	(57)	348	402	363
Finance costs	(95)	(90)	(85)	(83)	(84)
Core profit	158	40	159	216	156
Net profit	71	101	203	182	208
EPS	0.03	0.06	0.10	0.08	0.10
Gross margin	36.7%	20.2%	27.4%	38.3%	34.7%
EBITDA margin	134.5%	-17.1%	93.8%	96.0%	87.6%
Net profit margin	17.3%	30.4%	54.5%	43.4%	50.3%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Cash & deposits	636	884	897	360	494
Accounts receivable	478	430	341	312	315
Inventories	14	24	23	24	24
Other current assets	334	303	393	393	393
Total cur. assets	1,462	1,641	1,654	1,088	1,226
Investments	1,799	1,874	2,035	2,035	2,035
Fixed assets	7,018	7,654	10,121	12,063	13,560
Other assets	4,410	4,701	5,366	5,366	5,366
Total assets	14,689	15,870	19,177	20,553	22,187
Short-term loans	99	98	250	200	200
Accounts payable	278	201	255	100	108
Current maturities	2,488	1,695	2,473	1,738	1,723
Other current liabilities	17	31	73	32	32
Total cur. liabilities	2,882	2,025	3,051	2,070	2,063
Long-term debt	6,880	8,095	10,032	11,794	13,071
Other LT liabilities	12	118	175	170	170
Total LT liabilities	6,892	8,212	10,207	11,964	13,241
Total liabilities	9,775	10,238	13,257	14,034	15,304
Registered capital	2,450	2,477	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	1,046
Retained earnings	2,271	2,938	2,972	3,572	3,936
Others	(134)	(473)	(218)	(218)	(218)
Non-controlling interests	144	4	2	2	2
Shares' equity	4,915	5,632	5,919	6,519	6,883

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Net profit	174	775	421	705	576
Depreciation	144	502	425	558	1,203
Chg in working capital	(2,828)	(180)	(512)	(173)	5
Others	(23)	(75)	(161)	-	-
CF from operations	(2,509)	1,096	335	1,091	1,784
Capital expenditure	(1,921)	(1,138)	(2,893)	(2,500)	(2,700)
Others	69	(482)	120	-	-
CF from investing	(1,944)	(1,213)	(3,054)	(2,500)	(2,700)
Free cash flow	(4,337)	129	(2,222)	(1,049)	(517)
Net borrowings	4,555	421	2,867	977	1,262
Equity capital raised	91	530	-	-	-
Dividends paid	(200)	(105)	(254)	(106)	(212)
Others	69	(482)	120	-	-
CF from financing	4,515	364	2,733	871	1,050
Net change in cash	62	248	14	(538)	135

Key assumptions

FY: Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Gross margin	22.5%	32.4%	33.1%	35.0%	35.0%
SG&A/Sales	36.8%	17.3%	19.9%	14.0%	14.0%

Source: Company, KTBST

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Sales	561	1,349	1,530	1,578	1,594
Cost of sales	(435)	(911)	(1,023)	(1,026)	(1,036)
Gross profit	126	438	507	552	558
SG&A	(207)	(233)	(305)	(221)	(223)
EBITDA	534	1,458	1,283	1,529	2,185
Depre. & amortization	(144)	(502)	(425)	(558)	(1,203)
Equity income	610	660	643	627	632
Other income	(140)	93	13	13	14
EBIT	390	956	858	971	981
Finance costs	(123)	(147)	(341)	(357)	(395)
Income taxes	(84)	(5)	(0)	(4)	(4)
Net profit before NCI	183	804	517	610	582
Non-controlling interest	9	24	(3)	5	6
Core profit	174	780	519	604	576
Extraordinary items	(0)	(5)	(98)	101	-
Net profit	174	775	421	705	576

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Growth YoY					
Revenue	145.1%	140.3%	13.5%	3.1%	1.0%
EBITDA	-11.7%	172.9%	-12.0%	19.2%	42.9%
Net profit	-58.2%	345.6%	-45.6%	67.4%	-18.3%
Core profit	-58.2%	348.6%	-33.4%	16.3%	-4.6%
Profitability ratio					
Gross profit margin	22.5%	32.4%	33.1%	35.0%	35.0%
EBITDA margin	95.2%	108.1%	83.8%	96.9%	137.0%
Core profit margin	31.0%	57.8%	33.9%	38.3%	36.1%
Net profit margin	31.0%	57.4%	27.5%	44.7%	36.1%
ROA	1.2%	4.9%	2.2%	3.4%	2.6%
ROE	3.5%	13.8%	7.1%	10.8%	8.4%
Stability					
D/E (x)	1.99	1.82	2.24	2.15	2.22
Net D/E (x)	1.80	1.60	2.00	2.05	2.11
Interest coverage ratio	4.34	9.91	3.77	4.28	5.53
Current ratio (x)	0.51	0.81	0.54	0.53	0.59
Quick ratio (x)	0.50	0.80	0.53	0.51	0.58
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.09	0.40	0.20	0.33	0.27
Core EPS	0.09	0.37	0.25	0.29	0.27
Book value	2.50	2.66	2.79	3.08	3.25
Dividend	0.06	0.12	0.05	0.10	0.08
Valuation (x)					
PER	30.48	6.95	13.97	8.35	10.22
Core PER	30.47	7.55	11.34	9.74	10.22
P/BV	1.11	1.05	0.99	0.90	0.86
EV/EBITDA	34.47	12.63	14.36	12.05	8.43
Dividend yield	2.0%	4.3%	1.8%	3.6%	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.

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน 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 ที่ไม่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน 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.