

14 June 2022

Sector: Energy & utilities

Thai Solar Energy

เตรียมตัวเพื่อโอกาสการลงทุนใหม่ๆ

Bloomberg ticker	TSE TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt2.20
Target price	Bt3.20 (maintained)
Upside/Downside	+45%
EPS revision	No Change

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

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt3.70 / Bt2.04
Market cap. (Bt mn)	4,914
Shares outstanding (mn)	2,118
Avg. daily turnover (Bt mn)	39
Free float	53%
CG rating	Very good
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022E	2023E
Revenue	1,530	1,524	1,420	3,036
EBITDA	1,283	1,338	1,377	2,547
Net profit	421	493	773	931
EPS (Bt)	0.20	0.23	0.37	0.44
Growth	-50.2%	17.0%	56.7%	20.4%
Core EPS (Bt)	0.25	0.26	0.26	0.44
Growth	-33.4%	8.0%	-0.5%	66.9%
DPS (Bt)	0.05	0.08	0.11	0.13
Div. yield	2.2%	3.2%	4.7%	5.7%
PER (x)	11.7	10.0	6.4	5.3
Core PER (x)	9.5	8.8	8.8	5.3
EV/EBITDA (x)	12.5	12.0	11.6	6.3
PBV (x)	0.8	0.8	0.7	0.6

Bloomberg consensus				
Net profit	421	493	n.a.	n.a.
EPS (Bt)	0.20	0.23	n.a.	n.a.



Price performance				
	1M	3M	6M	12M
Absolute	7.5%	-2.5%	-17.3%	-24.8%
Relative to SET	6.9%	-1.7%	-18.2%	-25.3%

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” และคงราคาเป้าหมายปี 2022F ที่ 3.20 บาท ซึ่ง sum of the parts บริษัทมีการขาย solar farm โรงงานเก่าในญี่ปุ่นออกไปเพื่อเตรียมเงินลงทุนเพื่อที่จะทำ M&A บริษัทมีโอกาสได้รับประโยชน์เนื่องจาก TSE อยู่ระหว่างการเจรจาเพื่อเข้าลงทุนซื้อโครงการพลังแสงอาทิตย์และลมเพิ่มเติมหลายโครงการในไทยและทวีปเอเชีย เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2022E ขึ้นจากเดิมมาอยู่ที่ 773 ล้านบาท (+57% YoY) เนื่องจากบริษัทประกาศเพิ่มเติมเกี่ยวกับการรับรู้กำไรจากการขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่น ทั้งนี้เราได้มีการปรับประมาณการเพื่อสะท้อนรายได้ที่ลดลงจากการขายโรงไฟฟ้าเก่าไปแล้วก่อนหน้านี้ กำไรปกติจึงไม่ได้เปลี่ยนแปลง ขณะที่การลงทุนในโครงการหลักได้แก่การลงทุนในโครงการ Onikoube ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ขนาดใหญ่ในญี่ปุ่น คาดจะเริ่ม COD ได้ประมาณ 1Q23E ตามแผน ทั้งนี้โครงการนี้จะเข้ามาช่วยรักษาระดับรายได้ของบริษัททดแทนโรงไฟฟ้าในไทยที่มีกำลังการผลิตตามสัญญาที่ 80 MW ซึ่งจะมีรายได้ลดลงเพราะ Adder ส่วนเพิ่มราคาซื้อไฟฟ้าจะทยอยหมดอายุตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นไป

ราคานหุ้น Outperform SET 7% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา เนื่องจากธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์ได้รับความนิยมมากขึ้นเพราะไม่ได้ใช้น้ำมันเป็นวัตถุดิบซึ่งทำให้หลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากผลกระทบจากสงครามรัสเซีย-ยูเครนที่ทำให้ราคาน้ำมันทั่วโลกแพง ทั้งนี้บริษัทอยู่ระหว่างเจรจาเพื่อซื้อโครงการใหม่ๆ ซึ่งคาดว่าจะช่วยให้บริษัทมีแผนการเติบโตในอนาคต รวมถึงราคาหุ้นค่อนข้างต่ำมี Core PER 9x ใกล้เคียง -1SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี (2017-2021) เรายังคงให้คำแนะนำ “ซื้อ”

KEY HIGHLIGHTS

- **คาดว่าโครงการโรงไฟฟ้าใหญ่ในญี่ปุ่นยังคืบหน้าได้ตามแผน** บริษัททำการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Onikoube ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ที่จังหวัด Miyagi ในญี่ปุ่น กำลังการผลิต Install Capacity 147 MW โดยมีสัญญาซื้อไฟฟ้าที่ 133 MW ด้วย FIT ที่ 36 เยน (10.6 บาท) ณ สิ้น 1Q22 ถึงแม้การก่อสร้างใน 1Q22 จะมีปัญหาเกี่ยวกับหิมะ แต่คาดว่าจะเร่งตัวขึ้นค่อนข้างมากใน 2Q22 เนื่องจากผลกระทบจากภาวะอากาศจะลดลง ทั้งนี้คาดว่า TSE จะสามารถเริ่มทดสอบและเดินการผลิตได้ในไตรมาส 1Q23 ได้ตามกำหนดการเดิมซึ่งเราได้รวมไว้ในประมาณการแล้ว ทั้งนี้โครงการนี้จะเข้ามาช่วยรักษาระดับรายได้ของบริษัททดแทนโรงไฟฟ้าในไทยที่มีกำลังการผลิตตามสัญญาโครงการ Solar farm เดิมที่ 80 MW ซึ่งจะมีรายได้ลดลงเนื่องจาก adder หรือส่วนเพิ่มราคาซื้อไฟฟ้าจะเริ่มทยอยหมดอายุตั้งแต่ปี 2023-2024 โดยเราคาดว่า การเข้ามาของโรงไฟฟ้า Onikoube ในต้นปี 2023 จะทำให้บริษัทมีกำไรปกติเพิ่มจากระดับเฉลี่ยประมาณ 500 ล้านบาทในช่วงปี 2021-2022 ไปเป็นระดับ 900 ล้านบาทในปี 2023

- **บริษัทอยู่ระหว่างศึกษาการลงทุนโครงการเพิ่มเติมในพลังงานแสงอาทิตย์และลม** TSE อยู่ในขั้นตอนการเจรจาเพื่อทำโครงการลงทุนเพิ่มเติมในโรงไฟฟ้า ซึ่งเราคาดว่าจะเป็นการเข้าซื้อโครงการขนาดเล็กๆ ที่ดำเนินการอยู่หลายโครงการร่วมกัน โดยเรายังไม่ได้รวมในประมาณการ ทั้งนี้บริษัทยังมีแผนระยะกลางที่จะทำ M&A โดย TSE มีแผนการลงทุนในช่วง 5 ปีข้างหน้าประกอบด้วยโครงการในประเทศไทยประมาณ 50 MW จากการเข้าซื้อโครงการใหม่ การลงทุนใน Private PPA กับผู้ประกอบการในไทย และการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าขยะ ขณะที่โครงการต่างประเทศ TSE วางเป้าไว้ที่ กำลังการผลิตประมาณ 50 – 200 MW ซึ่งจะเป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทางเลือก ในแบบของพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลม

- **ปรับกำไรสุทธิปี 2022 เพิ่มขึ้นจากการขายโรงไฟฟ้าและปรับโครงสร้างเงินลงทุนเพื่อจะทำ M&A ในอนาคต** บริษัทได้ทำการขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่น ซึ่งเป็น Solar Farm ที่ Hanamizuki ขนาดประมาณ 13 MW ไปเมื่อมีนาคม 2022 โดย ณ ขณะนั้น TSE ยังไม่ได้สรุปยอดกำไรจากการขาย ทั้งนี้เราได้มีการปรับประมาณการเพื่อสะท้อนในส่วนของโรงไฟฟ้าที่ขายออกไปแล้วก่อนหน้านี้ เมื่อประกาศงบ 1Q22 บริษัทได้มีการแจ้งเพิ่มเติมเพื่อสรุปผลการ

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.

ขายซึ่งมีกำไรจากการขายเป็นรายการพิเศษ 215 ล้านบาท เราจึงมีการปรับกำไรสุทธิปี 2022 ขึ้นสะท้อนกำไรจากการขายเงินลงทุนในโรงไฟฟ้า ทำให้กำไรสุทธิปรับขึ้นอีก 215 ล้านบาท โดยกำไรปกติไม่มีการเปลี่ยนแปลงเนื่องจากได้ทำการปรับเพื่อสะท้อนไปก่อนหน้านั้นแล้ว กำไรสุทธิจึงอยู่ที่ 773 ล้านบาท (+57% YoY) จากเดิมที่ 558 ล้านบาท TSE มีการบริหารกำลังการผลิตมาเพื่อลดผลกระทบ เนื่องจากบริษัทจะสามารถรับรู้รายได้เต็มปีในปี 2022 จากโครงการแสงอาทิตย์ลอยน้ำ Siam Tara Floating solar ขนาด 8 MW ที่นิคมอุตสาหกรรมอมรินทร์บุรี จังหวัดปราจีนบุรี ซึ่งเราได้รวมไว้ในประมาณการแล้ว โดยการขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นจะเพิ่มสภาพคล่องให้กับ TSE ในการซื้อหรือลงทุนโครงการใหม่ๆ ในภูมิภาคเอเชีย-แปซิฟิก ทั้งนี้การจำหน่ายเงินลงทุนดังกล่าวส่งผลให้บริษัทฯ สามารถลดอัตราหนี้สินต่อทุนสุทธิ (Net D/E Ratio) ลดลงจาก 2.1 เท่า(หากไม่ได้ขายโรงไฟฟ้า) เหลือ 1.9 เท่า ณ สิ้น 1Q22 และเสริมความมั่นคงให้ฐานะการเงินแข็งแกร่งมากขึ้น

Valuation/Catalyst/Risk

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2022 ของ TSE ที่ 3.20 บาท อิง Sum of the parts ทั้งนี้ TSE ยังมีแนวโน้มการเติบโตที่ดีขึ้นในระยะยาว รวมถึงคาดว่าจะมี Dividend Yield ในปี 2022 ประมาณ 4-5% ต่อปี ทั้งนี้ TSE ยังคงเดินหน้าก่อสร้างโครงการ Onikoube ซึ่งเราคาดว่าจะช่วยให้บริษัทมี Growth story โดยบริษัทมีโอกาสเติบโตอีกในอนาคตจากการลงทุนและซื้อกิจการไฟฟ้าเพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มมากขึ้นในประเทศเพื่อนบ้านและในภูมิภาคเอเชีย-แปซิฟิก โดยราคาหุ้น TSE ปัจจุบันมี Core PER 9x ค่อนข้างต่ำใกล้เคียง -1SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี (2017-2021) เราจึงยังให้คำแนะนำ "ซื้อ"

□ กำไรสุทธิ 1Q22 ดีขึ้นตามฤดูกาลที่แสงแดดเพิ่มและกำไรจากการขายโรงไฟฟ้า

บริษัทมีกำไรสุทธิอยู่ที่ 339 ล้านบาทใน 1Q22 มากกว่าที่คาดเพราะมีรายการพิเศษ โดยคิดเป็น 61% ของประมาณการกำไรสุทธิปี 2022 เดิม จากกำไร 203 ล้านบาทใน 1Q21 (+67%YoY) และขาดทุน -101 ล้านบาทใน 4Q21 โดยมีกำไรจากรายการพิเศษ 215 ล้านบาท หลักๆมาจากการขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่น หากไม่รวมรายการพิเศษ บริษัทจะมีกำไรปกติอยู่ที่ 124 ล้านบาทใกล้เคียงกับที่คาด -22% YoY, +322% QoQ ทั้งนี้การลดลง YoY เป็นเพราะ SG&A/sales ที่เพิ่มขึ้นที่ 23% จาก 13% ใน 1Q21 จากค่าที่ปรึกษาสำหรับการซื้อขายโรงไฟฟ้า การเพิ่มขึ้น QoQ เนื่องจากความเข้มของแสงแดดที่มากขึ้นหลังผ่านพ้นช่วงฤดูหนาว การลดลงของต้นทุนชีวมวลและการลดลงของต้นทุนโรงไฟฟ้าที่จำหน่ายไประหว่างปี ทำให้ Gross margin ปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ 30.9% จาก 13.4% ใน 4Q21 ขณะที่ใน 2Q22F เราคาดว่ากำไรปกติจะดีขึ้นจากไตรมาสก่อนเพราะความเข้มของแสงแดดที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล

Fig 1: 1Q22 results review

FY: Dec (Bt mn)	1Q22	1Q21	YoY	4Q21	QoQ	2022	2021	YoY
Revenue	335	371	-9.7%	319	5.0%	1,420	1,524	-6.8%
CoGS	(232)	(270)	-14.2%	(277)	-16.3%	(923)	(1,075)	-14.1%
Gross profit	104	102	2.1%	43	142.0%	497	466	6.8%
SG&A	(78)	(47)	63.9%	(55)	41.3%	(199)	(194)	2.4%
EBITDA	280	348	-19.5%	(13)	n.m.	1,377	1,101	25.1%
Other inc./exp.	179	189	-5.3%	132	36.3%	644	652	-1.3%
Interest expense	(78)	(85)	-7.5%	(86)	-8.9%	(374)	(338)	10.5%
Income tax	(3)	0	n.m.	(5)	-38.8%	(4)	(9)	-52.0%
Core profit	124	159	-22.0%	29	322.2%	558	560	-0.4%
Net profit	339	203	67.3%	(101)	n.m.	773	492	57.1%
EPS (Bt)	0.16	0.10	60.0%	(0.05)	n.m.	0.37	0.23	57.1%
Gross margin	30.9%	27.4%	3.6%	13.4%	17.5%	35.0%	30.5%	4.5%
Net margin	101.1%	54.5%	46.6%	-31.5%	132.6%	54.4%	32.3%	22.1%
SG&A/Sales	23%	13%	10.4%	17%	6.0%	14%	13%	1.3%

Fig 2: Onikoube Project: Under planned schedule to Commercial Operation in 1Q23



Source: Company and KTBST

Fig 3: Floating Solar Project “Siam Tara Floating” with 100% Offtake from Hitachi in Kabinburi Industrial Estate



Source: Company and KTBST

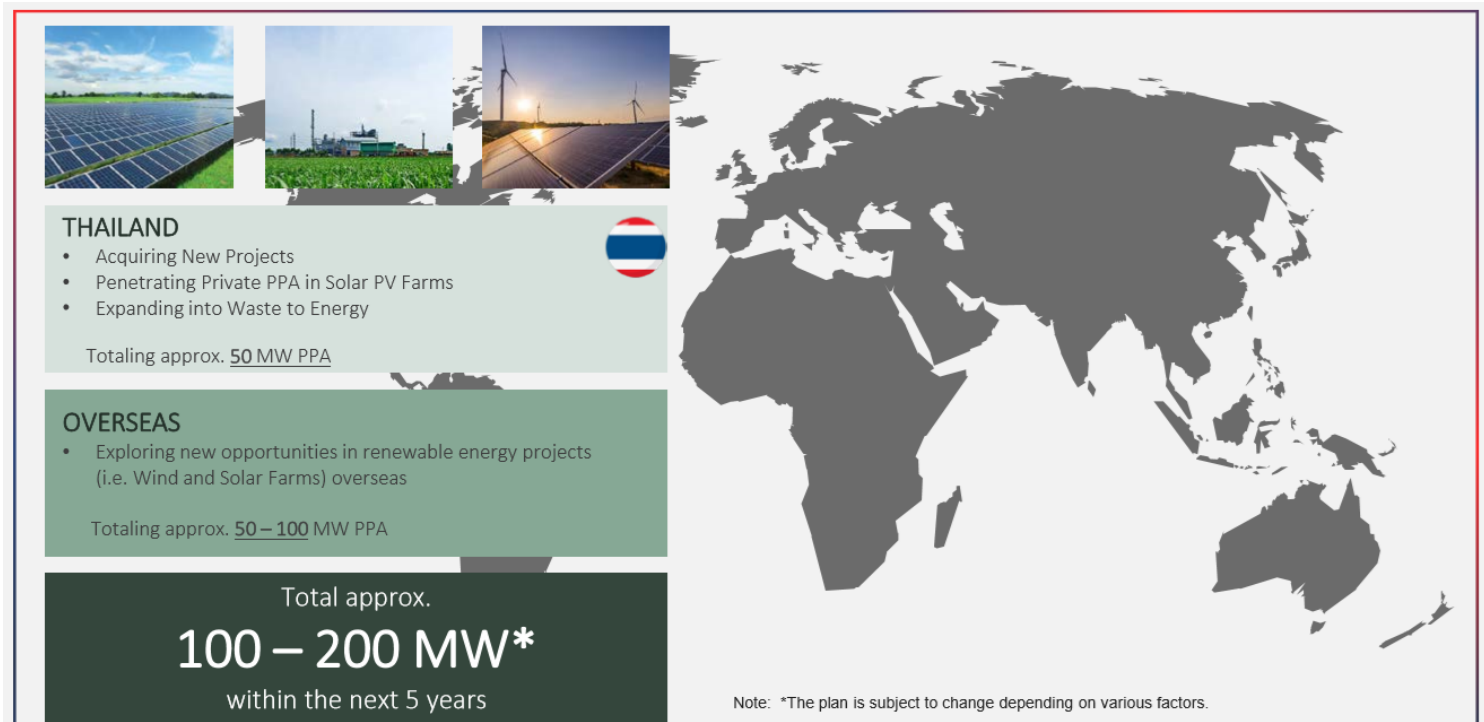
Disclaimer: This report has been prepared by KTB Securities (Thailand) PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed 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: 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	9,489
Total Firm Value	18,959
Net Debt	(12,182)
Equity Value	6,777
Equity per share (Baht)	3.2

Source: Company and KTBST

Fig 5: Future Business Outlook, Emphasized on Solar and Wind Energy



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)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
Sales	371	419	414	319	335
Cost of sales	(270)	(259)	(270)	(277)	(232)
Gross profit	102	161	144	43	104
SG&A	(47)	(38)	(53)	(55)	(78)
EBITDA	348	402	363	(13)	280
Finance costs	(85)	(83)	(84)	(86)	(78)
Core profit	159	216	156	29	124
Net profit	203	182	208	(101)	339
EPS	0.10	0.08	0.10	(0.05)	0.16
Gross margin	27.4%	38.3%	34.7%	13.4%	30.9%
EBITDA margin	93.8%	96.0%	87.6%	-4.0%	83.6%
Net profit margin	54.5%	43.4%	50.3%	-31.5%	101.1%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Cash & deposits	884	897	858	445	408
Accounts receivable	430	341	372	280	280
Inventories	24	23	26	21	45
Other current assets	303	393	493	493	493
Total cur. assets	1,641	1,654	1,749	1,240	1,228
Investments	1,874	2,035	2,198	2,198	2,198
Fixed assets	7,654	10,121	10,463	12,728	14,660
Other assets	4,701	5,366	5,296	5,296	5,296
Total assets	15,870	19,177	19,706	21,462	23,381
Short-term loans	98	250	230	200	-
Accounts payable	201	255	152	108	219
Current maturities	1,695	2,473	2,949	1,723	1,700
Other current liabilities	31	73	74	28	61
Total cur. liabilities	2,025	3,051	3,406	2,059	1,980
Long-term debt	8,095	10,032	9,492	12,269	13,569
Other LT liabilities	118	175	459	170	170
Total LT liabilities	8,212	10,207	9,951	12,439	13,739
Total liabilities	10,238	13,257	13,358	14,499	15,719
Registered capital	2,477	2,477	2,477	2,477	2,477
Paid-up capital	2,118	2,118	2,118	2,118	2,118
Share premium	1,046	1,046	1,046	1,046	1,046
Retained earnings	2,938	2,972	3,359	3,974	4,673
Others	(473)	(218)	(174)	(174)	(174)
Non-controlling interests	4	2	-	-	-
Shares' equity	5,632	5,919	6,349	6,963	7,662

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Net profit	775	421	493	773	931
Depreciation	502	425	431	435	1,202
Chg in working capital	(180)	(512)	119	(284)	120
Others	(75)	(161)	(163)	-	-
CF from operations	1,096	335	1,043	925	2,252
Capital expenditure	(1,138)	(2,893)	(772)	(2,700)	(3,133)
Others	(482)	120	42	-	-
CF from investing	(1,213)	(3,054)	(935)	(2,700)	(3,133)
Free cash flow	129	(2,220)	604	(1,398)	(476)
Net borrowings	421	2,867	(83)	1,521	1,077
Equity capital raised	530	-	-	-	-
Dividends paid	(105)	(254)	(106)	(159)	(232)
Others	(482)	120	42	-	-
CF from financing	364	2,733	(147)	1,362	845
Net change in cash	248	14	(40)	(414)	(36)

Key assumptions

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Gross margin	32%	33%	30%	35%	38%
SG&A/Sales	17%	19%	12%	13%	12%

Source: Company, KTBST

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales	1,349	1,530	1,524	1,420	3,036
Cost of sales	(911)	(1,023)	(1,075)	(923)	(1,882)
Gross profit	438	507	449	497	1,154
SG&A	(233)	(305)	(194)	(199)	(364)
EBITDA	1,458	1,283	1,338	1,377	2,547
Depre. & amortization	(502)	(425)	(431)	(435)	(1,202)
Equity income	660	643	643	632	525
Other income	93	13	10	11	32
EBIT	956	858	907	942	1,346
Finance costs	(147)	(341)	(338)	(374)	(403)
Income taxes	(5)	(0)	(9)	(4)	(7)
Net profit before NCI	804	517	560	564	936
Non-controlling interest	(24)	3	0	(6)	(5)
Core profit	780	519	561	558	931
Extraordinary items	(5)	(98)	(67)	215	-
Net profit	775	421	493	773	931

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Growth YoY					
Revenue	140.3%	13.5%	-0.4%	-6.8%	113.8%
EBITDA	172.9%	-12.0%	4.3%	2.9%	85.0%
Net profit	345.6%	-45.6%	17.0%	56.7%	20.4%
Core profit	348.6%	-33.4%	8.0%	-0.5%	66.9%
Profitability ratio					
Gross profit margin	32.4%	33.1%	29.4%	35.0%	38.0%
EBITDA margin	108.1%	83.8%	87.8%	96.9%	83.9%
Core profit margin	57.8%	33.9%	36.8%	39.3%	30.7%
Net profit margin	57.4%	27.5%	32.4%	54.4%	30.7%
ROA	4.9%	2.2%	2.5%	3.6%	4.0%
ROE	13.8%	7.1%	7.8%	11.1%	12.1%
Stability					
D/E (x)	1.82	2.24	2.10	2.08	2.05
Net D/E (x)	1.60	2.00	1.86	1.94	1.93
Interest coverage ratio	9.91	3.77	3.95	3.68	6.32
Current ratio (x)	0.81	0.54	0.51	0.60	0.62
Quick ratio (x)	0.80	0.53	0.51	0.59	0.60
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.40	0.20	0.23	0.37	0.44
Core EPS	0.37	0.25	0.26	0.26	0.44
Book value	2.66	2.79	3.00	3.29	3.62
Dividend	0.12	0.05	0.08	0.11	0.13
Valuation (x)					
PER	5.80	11.66	9.96	6.35	5.28
Core PER	6.30	9.46	8.76	8.81	5.28
P/BV	0.87	0.83	0.77	0.71	0.64
EV/EBITDA	10.99	12.49	11.98	11.64	6.29
Dividend yield	5.2%	2.2%	3.2%	4.7%	5.7%

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 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 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 โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอื่นเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาประกอบการตัดสินใจลงทุน

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.