

15 September 2022

Thai Solar Energy

Sector: Energy & utilities

โครงการแสงอาทิตย์หลักเดินหน้าตามแผนและใกล้จะแล้วเสร็จ

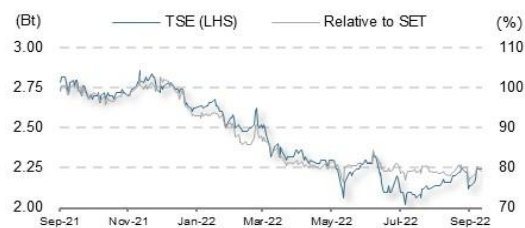
Bloomberg ticker	TSE TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt2.24
Target price	Bt3.20(maintained)
Upside/Downside	+42%
EPS revision	2022E:-4%, 2023E:-4%

Bloomberg target price	n.a.
Bloomberg consensus	n.a.

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt2.94 / Bt2.02
Market cap. (Bt mn)	4,744
Shares outstanding (mn)	2,117
Avg. daily turnover (Bt mn)	39
Free float	45
CG rating	Very good
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022E	2023E
Revenue	1,530	1,524	1,448	3,092
EBITDA	1,283	1,338	1,347	2,510
Net profit	421	493	743	894
EPS (Bt)	0.20	0.23	0.35	0.42
Growth	-50.2%	17.0%	50.7%	20.2%
Core EPS (Bt)	0.25	0.26	0.25	0.42
Growth	-33.4%	8.0%	-5.9%	69.3%
DPS (Bt)	0.05	0.08	0.11	0.13
Div. yield	2.2%	3.3%	4.7%	5.7%
PER (x)	11.3	9.6	6.4	5.3
Core PER (x)	9.1	8.5	9.0	5.3
EV/EBITDA (x)	12.4	11.9	11.8	6.3
PBV (x)	0.8	0.7	0.7	0.6

Bloomberg consensus				
Net profit	221	226	n.a.	n.a.
EPS (Bt)	0.88	0.90	n.a.	n.a.



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	4.7%	-4.3%	-5.9%	-19.4%
Relative to SET	3.2%	-4.8%	-6.7%	-19.6%

Major shareholders	
1. PME Energy Co., Ltd.	36.98%
2. Sino-Thai Engineering	9.00%
3. UBS AG Singapore Branch	8.72%

Analyst: Jacqueline Nham (Reg. no.112603)

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” และคงราคาเป้าหมายปี 2022F ที่ 3.20 บาท จึง sum of the parts โดย TSE อยู่ระหว่างการเจรจาเพื่อเข้าลงทุนซื้อโครงการ พลังแสงอาทิตย์และลมเพิ่มเติมหลายโครงการในไทยและภูมิภาคเอเชีย-แปซิฟิก โดย TSE ได้มีการขายโรงไฟฟ้าเก่าในญี่ปุ่นออกไปเพื่อเตรียมเงินลงทุนเพื่อที่จะทำการเข้าซื้อขายกิจการต่างๆ ซึ่งได้สะท้อนไว้ในประมาณการผลการดำเนินงานก่อนปรับปรุงแล้ว

ทั้งนี้เรามีการปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2022E ลงจากเดิม 4% มาอยู่ที่ 743 ล้านบาท (+51% YoY) เนื่องจากเราได้มีการปรับอัตรากำไรขั้นต้นลดลงเป็น 34% จากเดิมที่ให้ไว้ที่ 35% เพื่อสะท้อนฤดูฝนที่ค่อนข้างมากใน 3Q22 รวมถึงการปรับ SGA/sales จากเดิมที่คาดว่าจะได้ 14% ขึ้นเป็น 16% เพื่อสะท้อนการที่บริษัทมีแนวโน้มจะบันทึกค่าที่ปรึกษาในการซื้อขายกิจการมากขึ้น ขณะที่การลงทุนในโครงการหลักได้แก่การลงทุนในโครงการ Onikoube ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ขนาดใหญ่ในญี่ปุ่น ความคืบหน้าในการก่อสร้างได้แล้วเสร็จไปแล้วถึง 82% คาดจะเริ่ม COD ได้ประมาณต้น 1Q23E ตามแผน ทั้งนี้โครงการนี้จะเข้ามาช่วยรักษาระดับรายได้ของบริษัททดแทนโรงไฟฟ้าในไทยที่มีกำลังการผลิตตามสัญญาที่ 80 MW ซึ่งจะมีรายได้ลดลงเพราะ Adder ส่วนเพิ่มราคาซื้อไฟฟ้าจะทยอยหมดอายุตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นไป

ราคาหุ้น Outperform SET 3% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา เนื่องจากเริ่มเห็นความคืบหน้าของโครงการ Onikoube มากขึ้น ทั้งนี้บริษัทอยู่ระหว่างการเจรจาเพื่อซื้อโครงการใหม่ๆ ซึ่งคาดว่าจะช่วยให้ TSE มีแผนการเติบโตในอนาคต รวมถึงราคาหุ้นค่อนข้างต่ำมี Core PER 9x ใกล้เคียง -1SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี (2017-2021) เรายังคงให้คำแนะนำ “ซื้อ”

Event: Company update

□ **โครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ในญี่ปุ่นเดินหน้าใกล้จะเริ่มดำเนินการแล้ว** TSE มีการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Onikoube ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ที่จังหวัด Miyagi ในญี่ปุ่น กำลังการผลิต Install Capacity 147 MW โดยมีสัญญาซื้อไฟฟ้าที่ 133 MW ด้วย FIT ที่ 36 เยน (10.6 บาท) ณ สิ้น 2Q22 TSE สามารถเดินหน้าการก่อสร้างไปได้มากแล้วถึง 82% ทั้งนี้คาดว่า TSE จะสามารถเดินการผลิตได้ในต้นไตรมาส 1Q23 ได้ตามกำหนดการเดิมซึ่งเราได้รวมไว้ในประมาณการแล้ว ทั้งนี้โครงการนี้จะเข้ามาช่วยรักษาระดับรายได้ของบริษัททดแทนโรงไฟฟ้าในไทยที่มีกำลังการผลิตตามสัญญาโครงการ Solar farm เดิมที่ 80 MW ซึ่งจะมีรายได้ลดลงเนื่องจาก adder หรือส่วนเพิ่มราคาซื้อไฟฟ้าจะเริ่มทยอยหมดอายุตั้งแต่ปี 2023-2024 โดยเราคาดว่าค่าการเข้ามาของโรงไฟฟ้า Onikoube ในต้นปี 2023 จะทำให้บริษัทมีกำไรปกติเพิ่มจากระดับเฉลี่ยประมาณ 500 ล้านบาทในช่วงปี 2021-2022 ไปเป็นระดับ 800-900 ล้านบาทในปี 2023

□ **TSE อยู่ในขั้นตอนศึกษาการลงทุนโครงการในพลังงาน Solar และ Wind** TSE อยู่ในขั้นตอนการศึกษาพิจารณาเพื่อทำโครงการลงทุนเพิ่มเติมในโรงไฟฟ้า ซึ่งเราคาดว่าจะเป็นการเข้าซื้อโครงการขนาดเล็กๆที่ดำเนินการอยู่แล้วหลายโครงการร่วมกัน โดยเรายังไม่ได้รวมในประมาณการ ทั้งนี้บริษัทยังมีแผนระยะกลางที่จะทำ M&A โดย TSE มีแผนการลงทุนในช่วง 5 ปีข้างหน้าประกอบด้วยโครงการต่างประเทศ ซึ่งบริษัทวางแผนไว้ที่กำลังการผลิตประมาณ 50 – 200 MW ซึ่งเป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทางเลือกในแบบของพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลม ขณะที่โครงการในประเทศไทยประมาณ 50 MW โดยจะเป็นลักษณะของการเข้าซื้อโครงการใหม่ การลงทุนใน Private PPA กับผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าในไทย รวมถึงการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้า Waste & Sewage Energy

□ **ปรับกำไรสุทธิปี 2022 ลดลง 4% จากฝนที่มากขึ้นและค่าที่ปรึกษาที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นใน 3Q22** บริษัทได้ทำการขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่น ซึ่งเป็น Solar Farm ที่ Hanamizuki ขนาดประมาณ 13 MW ไปเมื่อมีนาคม 2022 ซึ่งเราได้มีการปรับประมาณการเพื่อสะท้อนในส่วนของโรงไฟฟ้าที่ขายออกไปแล้วก่อนหน้านี้ รวมถึงสะท้อนการที่บริษัทได้มีการซื้อโรงไฟฟ้า Soilcreate ซึ่งเป็น Solar Farm ขนาด 8 MW ที่จังหวัดนครสวรรค์เมื่อ กค.22 ซึ่งจะรับรู้รายได้เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม บริษัทก็จะมีค่าใช้จ่ายที่ปรึกษาการซื้อขายกิจการเพิ่มขึ้น ซึ่งจะรับรู้ใน 3Q22 เราจึงปรับ SGA/sales จากเดิมที่คาดว่าจะได้ 14% ขึ้นเป็น 16% นอกจากนี้ เราได้มีการปรับอัตรากำไรขั้นต้นลดลงเป็น 34% จากเดิมที่ให้ไว้ที่ 35% เพื่อสะท้อนฤดูฝนที่ค่อนข้างมากในปี 2022 กำไรสุทธิปี 2022 จึงอยู่ที่ 743 ล้านบาท (+51%

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

YoY) ลดลงจากเดิม 4% ที่ 773 ล้านบาท (+57% YoY) TSE มีการบริหารกำลังการผลิตมาเพื่อลดผลกระทบ เนื่องจากบริษัทจะสามารถรับรู้รายได้เต็มปีในปี 2022 จากโครงการแสงอาทิตย์ลอยน้ำ Siam Tara Floating solar ขนาด 8 MW ที่นิคมอุตสาหกรรมภักดีบึงบอระเพ็ด จังหวัดปราจีนบุรี ซึ่งเราได้รวมไว้ในประมาณการแล้ว ขณะที่ปี 2023E เรามีการปรับ SG&A/Sales เพิ่มเป็น 14% จากเดิม 12% เนื่องจากค่าใช้จ่ายด้านที่ปรึกษาที่อาจจะเพิ่มขึ้นในการศึกษาการซื้อขายโรงไฟฟ้า

Valuation/Catalyst/Risk

□ เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2022 ของ TSE ที่ 3.2 บาท อิง Sum of the parts (FV ปี 2023: 3.1 บาท) หากบริษัทมีการซื้อกิจการขนาดใหญ่เข้ามา จะเห็นการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม TSE ยังมีความสามารถในการจ่ายปันผลในปี 2022 ประมาณ 4-5% ต่อปี ทั้งนี้ TSE ยังคงเดินหน้าก่อสร้างโครงการ Onikoube ซึ่งเราคาดว่าจะช่วยให้บริษัทมี Growth story โดยบริษัทมีโอกาสเติบโตอีกในอนาคตจากการลงทุนและซื้อกิจการไฟฟ้าเพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มมากขึ้นในประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และในภูมิภาคเอเชีย-แปซิฟิก ขณะที่ราคาหุ้น TSE ปัจจุบันมี Core PER 9x ค่อนข้างต่ำใกล้เคียง -1SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี (2017-2021) เราจึงยังให้คำแนะนำ “ซื้อ”

□ 2Q22 results review (ประกาศขงวันที่ 18 ส.ค. 2022): กำไรปกติ 2Q22 เพิ่มขึ้น QoQ จากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ลดลง บริษัทรายงานกำไรสุทธิ 2Q22 ที่ 171 ล้านบาท (-6% YoY, -50% QoQ) ใกล้เคียงคาด ทั้งนี้หากเราไม่รวมรายการพิเศษ กำไรปกติจะ -21%YoY, +38%QoQ โดยมีขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนใน 2Q21 ขณะที่ใน 1Q22 บริษัทมีกำไรพิเศษจากการขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่น ขณะที่ SG&A/Sales ใน 2Q22 ปรับลดลงเป็น 13% จาก 1Q22 ที่ 23% เนื่องจากค่าใช้จ่ายที่ปรึกษาการขายกิจการที่ลดลง

กำไรสุทธิ 1H22 อยู่ที่ 510 ล้านบาท (+33% YoY) คิดเป็น 64% ของประมาณการเดิม โดยเพิ่มขึ้นจากการขายโรงไฟฟ้า กำไรปกติอยู่ที่ 294 ล้านบาท (-21%YoY) จากการขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นออกไป โดยคิดเป็น 54% ของประมาณการเดิม ขณะที่คาดว่า ผลการดำเนินการใน 3Q22 จะอ่อนตัวลงจากฤดูฝน แต่ผลกระทบจากหิมะฤดูหนาวจะลดลงใน 4Q22 เพราะบริษัทได้ลดทอนโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นลง ก่อนที่ผลประกอบการจะได้รับประโยชน์จากโครงการใหม่ Onikoube ในต้นปี 2023

Fig 1: 2Q22 results review

FY: Dec (Bt mn)	2Q22	2Q21	YoY	1Q22	QoQ	1H22	1H21	YoY
Revenue	329	419	-21.5%	335	-1.9%	664	791	-16.0%
CoGS	(215)	(259)	-16.8%	(232)	-7.1%	(447)	(529)	-15.5%
Gross profit	114	161	-29.1%	104	9.7%	218	262	-17.0%
SG&A	(43)	(38)	11.4%	(78)	-45.2%	(120)	(86)	40.5%
EBITDA	337	402	-16.2%	280	20.3%	618	751	-17.7%
Other inc./exp.	176	176	0.0%	179	-2.0%	355	365	-2.7%
Interest expense	(74)	(83)	-11.5%	(78)	-5.8%	(152)	(168)	-9.5%
Income tax	(3)	2	n.m.	(3)	-18.8%	(6)	2	n.m.
Core profit	171	216	-21.0%	124	37.8%	294	375	-21.4%
Net profit	171	182	-6.2%	339	-49.6%	510	385	32.5%
EPS (Bt)	0.08	0.08	0.7%	0.16	-49.6%	0.24	0.18	33.7%
Gross margin	34.6%	38.3%	-3.7%	30.9%	3.7%	32.8%	30.5%	2.2%
Net margin	51.9%	43.4%	8.5%	101.1%	-49.2%	76.7%	32.3%	44.4%
SG&A/Sales	13%	9%	3.8%	23%	-10.2%	18%	13%	5.4%

Fig 2: Change in Major Assumption

2022E Projection	New forecast	Old Forecast	2023E Projection	New forecast	Old Forecast
Sales &Service Revenues	1,448	1,420	Sales &Service Revenues	3,092	3,036
Gross margin (%)	34%	35%	Gross margin (%)	38%	38%
Gross profit (Btmn)	492	497	Gross profit (Btmn)	1,175	1,154
SG&A/Sales (%)	16%	14%	SG&A/Sales (%)	14%	12%
Core profit (Btmn)	528	558	Core profit (Btmn)	894	931
Net profit (Btmn)	743	773	Net profit (Btmn)	894	931

Source: Company and DAOL

Fig 3: Sum of the Parts Valuation

Value of Power Plant Type	mil Baht
Solar Farm Thailand	7,684
Solar Rooftop	539
Biomass	1,425
Solar Farm Japan	9,489
Total Firm Value	19,137
Net Debt	(12,351)
Equity Value	6,786
Equity per share (Baht)	3.2

Source: Company and DAOL

Fig 4: Onikoube on Progress with 82% Completion as of 2Q22



Source: Company and DAOL

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

Quarterly income statement

(Bt mn)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Sales	419	414	319	335	329
Cost of sales	(259)	(270)	(277)	(232)	(215)
Gross profit	161	144	43	104	114
SG&A	(38)	(53)	(55)	(78)	(43)
EBITDA	402	363	(13)	280	337
Finance costs	(83)	(84)	(86)	(78)	(74)
Core profit	216	156	29	124	171
Net profit	182	208	(101)	339	171
EPS	0.08	0.10	(0.05)	0.16	0.08
Gross margin	38.3%	34.7%	13.4%	30.9%	34.6%
EBITDA margin	96.0%	87.6%	-4.0%	83.6%	102.5%
Net profit margin	43.4%	50.3%	-31.5%	101.1%	51.9%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Cash & deposits	884	897	858	409	345
Accounts receivable	430	341	372	286	286
Inventories	24	23	26	22	46
Other current assets	303	393	493	493	493
Total cur. assets	1,641	1,654	1,749	1,210	1,171
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	21,432	23,324
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	29	62
Total cur. liabilities	2,025	3,051	3,406	2,060	1,981
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	15,720
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	3,944	4,615
Others	(473)	(218)	(174)	(174)	(174)
Non-controlling interests	4	2	-	-	-
Shares' equity	5,632	5,919	6,349	6,933	7,604

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Net profit	775	421	493	743	894
Depreciation	502	425	431	435	1,202
Chg in working capital	(180)	(512)	119	(289)	120
Others	(75)	(161)	(163)	-	-
CF from operations	1,096	335	1,043	889	2,215
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	(1,433)	(513)
Net borrowings	421	2,867	(83)	1,521	1,077
Equity capital raised	530	-	-	-	-
Dividends paid	(105)	(254)	(106)	(159)	(223)
Others	(482)	120	42	-	-
CF from financing	364	2,733	(147)	1,362	854
Net change in cash	248	14	(40)	(449)	(64)

Key assumptions

FY: Dec (units)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Gross margin	32%	33%	29%	34%	38%
SG&A/Sales	17%	20%	13%	16%	14%

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales	1,349	1,530	1,524	1,448	3,092
Cost of sales	(911)	(1,023)	(1,075)	(956)	(1,917)
Gross profit	438	507	449	492	1,175
SG&A	(233)	(305)	(194)	(224)	(424)
EBITDA	1,458	1,283	1,338	1,347	2,510
Depre. & amortization	(502)	(425)	(431)	(435)	(1,202)
Equity income	660	643	643	632	525
Other income	93	13	10	12	32
EBIT	956	858	907	912	1,308
Finance costs	(147)	(341)	(338)	(374)	(403)
Income taxes	(5)	(0)	(9)	(4)	(6)
Net profit before NCI	804	517	560	534	899
Non-controlling interest	(24)	3	0	(6)	(5)
Core profit	780	519	561	528	894
Extraordinary items	(5)	(98)	(67)	215	-
Net profit	775	421	493	743	894

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Growth YoY					
Revenue	140.3%	13.5%	-0.4%	-5.0%	113.5%
EBITDA	172.9%	-12.0%	4.3%	0.7%	86.4%
Net profit	345.6%	-45.6%	17.0%	50.7%	20.2%
Core profit	348.6%	-33.4%	8.0%	-5.9%	69.3%
Profitability ratio					
Gross profit margin	32.4%	33.1%	29.4%	34.0%	38.0%
EBITDA margin	108.1%	83.8%	87.8%	93.0%	81.2%
Core profit margin	57.8%	33.9%	36.8%	36.4%	28.9%
Net profit margin	57.4%	27.5%	32.4%	51.3%	28.9%
ROA	4.9%	2.2%	2.5%	3.5%	3.8%
ROE	13.8%	7.1%	7.8%	10.7%	11.8%
Stability					
D/E (x)	1.82	2.24	2.10	2.09	2.07
Net D/E (x)	1.60	2.00	1.86	1.99	1.96
Interest coverage ratio	9.91	3.77	3.95	3.60	6.23
Current ratio (x)	0.81	0.54	0.51	0.59	0.59
Quick ratio (x)	0.80	0.53	0.51	0.58	0.57
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.40	0.20	0.23	0.35	0.42
Core EPS	0.37	0.25	0.26	0.25	0.42
Book value	2.66	2.79	3.00	3.27	3.59
Dividend	0.12	0.05	0.08	0.11	0.13
Valuation (x)					
PER	5.60	11.26	9.62	6.38	5.31
Core PER	6.08	9.13	8.46	8.99	5.31
P/BV	0.84	0.80	0.75	0.68	0.62
EV/EBITDA	10.89	12.38	11.87	11.79	6.33
Dividend yield	5.4%	2.2%	3.3%	4.7%	5.7%

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

Corporate governance report of Thai listed companies 2021

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 ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

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

DAOL SEC'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% and 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals but may lack 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)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อป้องกันว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความใส่ใจกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

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

ESG Rating ที่ DAOL SEC 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)

DAOL SEC 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. DAOL SEC 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. DAOL SEC'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. DAOL SEC conduct this analysis based on IOD's scores.

DAOL SEC'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

DAOL SEC provides "n.a." in cases of insufficient data.

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

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