

31 March 2022

Sector: Energy & utilities

Thai Solar Energy

เตรียมพร้อมเพื่อลงทุนโครงการพลังแสงอาทิตย์เพิ่ม

| | |
|------------------|----------------------------|
| Bloomberg ticker | TSE TB |
| Recommendation | BUY (maintained) |
| Current price | Bt2.36 |
| Target price | Bt3.20 (previously Bt3.30) |
| Upside/Downside | +36% |
| EPS revision | 2022E:-3% |

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

| | |
|-----------------------------|----------------|
| Stock data | |
| Stock price 1-year high/low | Bt3.7 / Bt2.26 |
| Market cap. (Bt mn) | 4,956 |
| 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) | 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 | 558 | 931 |
| EPS (Bt) | 0.20 | 0.23 | 0.26 | 0.44 |
| Growth | -50.2% | 17.0% | 13.1% | 66.9% |
| 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 | 0.08 | 0.13 |
| Div. yield | 2.1% | 3.2% | 3.3% | 5.6% |
| PER (x) | 11.9 | 10.1 | 9.0 | 5.4 |
| Core PER (x) | 9.6 | 8.9 | 9.0 | 5.4 |
| EV/EBITDA (x) | 12.5 | 12.0 | 11.7 | 6.3 |
| PBV (x) | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |

| | | | | |
|---------------------|------|------|------|------|
| Bloomberg consensus | | | | |
| Net profit | 421 | n.a. | n.a. | n.a. |
| EPS (Bt) | 0.20 | n.a. | n.a. | n.a. |



Source: Aspen

| | | | | |
|-------------------|-------|--------|--------|--------|
| Price performance | | | | |
| | 1M | 3M | 6M | 12M |
| Absolute | -7.7% | -10.8% | -14.1% | -11.5% |
| Relative to SET | -7.9% | -13.4% | -18.3% | -18.4% |

| | | |
|----------------------------|--|---------|
| 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)

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” แต่ปรับราคาเป้าหมายปี 2022F ลงเป็น 3.20 บาท จากเดิมที่ 3.30 บาท ซึ่ง sum of the parts สะท้อนการขาย solar farm โรงงานเก่าในญี่ปุ่นออกไปเพื่อเตรียมเงินลงทุนเพื่อที่จะทำ M&A บริษัทมีโอกาสได้รับผลดีเนื่องจาก TSE อยู่ระหว่างการเจรจาเพื่อเข้าลงทุนซื้อโครงการ solar farm เพิ่มเติมหลายโครงการในไทยและเอเชียซึ่งมีโอกาสสูงที่จะบรรลุข้อตกลง เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2022E ลง 3% จากเดิมมาอยู่ที่ 558 ล้านบาท (+13% YoY) จากรายได้ที่ลดลงหลังการขายโรงไฟฟ้าขนาดเล็กในญี่ปุ่น ขณะที่การลงทุนในโครงการหลักได้แก่การลงทุนในโครงการ Onikoube ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ขนาดใหญ่ในญี่ปุ่น โดยมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่ 133 MW ปัจจุบันอยู่ระหว่างการก่อสร้าง (แล้วเสร็จประมาณ 60% ณ สิ้น 4Q21) และคาดว่าจะเริ่ม COD ได้ประมาณ 1Q23E ตามแผน ทั้งนี้โครงการนี้จะเข้ามาช่วยรักษาระดับรายได้ของบริษัททดแทนโรงไฟฟ้าในไทยที่มีกำลังการผลิตตามสัญญาที่ 80 MW ซึ่งจะมีรายได้ลดลงเพราะ Adder ส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้าจะทยอยหมดอายุตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นไป

ราคาหุ้น Underperform SET 8% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา เนื่องจากความกังวลในความต้องการใช้ไฟฟ้าท่ามกลางความผันผวนทั้งจากภาวะเศรษฐกิจ และกดดันจากภาวะเงินเฟ้อ รวมถึงความตึงเครียดระหว่างรัสเซียและยูเครน ซึ่งสถานการณ์เริ่มมีโอกาสนอนคลายลงและคาดว่าจะมีการประนีประนอมกันมากขึ้น ทั้งนี้บริษัทอยู่ระหว่างเจรจาเพื่อซื้อโครงการใหม่ๆ ซึ่งคาดว่าจะช่วยให้บริษัทมี growth story ในอนาคต รวมถึงราคาหุ้นค่อนข้างต่ำมี PER 9x ใกล้เคียง -1SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี (2017-2021) เรายังคงให้คำแนะนำ “ซื้อ”

KEY HIGHLIGHTS

- บริษัทอยู่ระหว่างเจรจาเพื่อการลงทุนโครงการเพิ่มเติม TSE อยู่ในขั้นตอนการเจรจาเพื่อทำโครงการลงทุนเพิ่มเติมในโรงไฟฟ้าซึ่งคาดว่าจะบรรลุข้อตกลงได้ภายในช่วง 1H22 ซึ่งเราคาดว่าจะเป็นการซื้อโครงการ Solar Farm โดยคาดว่าจะเป็นการเข้าซื้อโครงการขนาดเล็กๆ ที่ดำเนินการอยู่หลายโครงการร่วมกัน โดยเรายังไม่ได้รวมในประมาณการ ทั้งนี้บริษัทยังมีแผนระยะกลางที่จะทำ M&A โรงไฟฟ้าทั้งในประเทศไทยและประเทศเพื่อนบ้านประมาณ 50 MW และ 100-200 MW ตามลำดับภายใน 3-5 ปีข้างหน้า

- โครงการโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่หลัก 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 4Q21 บริษัทสามารถก่อสร้างไปได้ประมาณ 60% ของงานโครงการ โดยคาดว่า TSE จะสามารถเริ่มทดสอบและเดินการผลิตได้ในไตรมาส 1Q23 ได้ตามกำหนดการเดิมซึ่งเราได้รวมไว้ในประมาณการแล้ว ทั้งนี้โครงการนี้จะเข้ามาช่วยรักษาระดับรายได้ของบริษัททดแทนโรงไฟฟ้าในไทยที่มีกำลังการผลิตตามสัญญาโครงการ Solar farm เดิมที่ 80 MW ซึ่งจะมีรายได้ลดลงเนื่องจาก adder หรือส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้าจะเริ่มทยอยหมดอายุตั้งแต่ปี 2023-2024 โดยเราคาดว่า การเข้ามาของโรงไฟฟ้า Onikoube ในต้นปี 2023 จะทำให้บริษัทมีกำไรปกติเพิ่มจากระดับเฉลี่ยประมาณ 500 ล้านบาทในช่วงปี 2021-2022 ไปเป็นระดับ 900 ล้านบาทในปี 2023

- ปรับโครงสร้างเงินลงทุนเพื่อจะทำ M&A บริษัทได้ทำการขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่น ซึ่งเป็น Solar Farm ขนาดประมาณ 13 MW ทั้งนี้บริษัทมีการบริหารกำลังการผลิตไม่ให้เกิดผลกระทบมากนัก เนื่องจากบริษัทมีการรับรู้รายได้เต็มปีในปี 2022 จากโครงการแสงอาทิตย์ลอยน้ำ Siam Tara Floating solar ขนาด 8 MW ที่ อ.กบินทร์บุรี จังหวัดปราจีนบุรี (figure 2) ซึ่งเราได้รวมไว้ในประมาณการแล้ว โดยการขายโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นจะเพิ่มสภาพคล่องให้กับ TSE ในการซื้อหรือลงทุนโครงการใหม่ๆ ในภูมิภาคเอเชีย-แปซิฟิก

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.

□ **ปรับกำไรสุทธิปี 2022E ลง -3% จากการขายโรงไฟฟ้าเก่าออกไป** เราปรับกำไรสุทธิปี 2022E ลดลง -3% จากคาดการณ์เดิมมาอยู่ที่ 558 ล้านบาท (+13% YoY) ภายหลังจากเราได้จะลดลงจากการขาย Solar farm ที่ Hanamizuki ในญี่ปุ่นออกไป แต่เราคาดว่า บริษัทจะสามารถมีกำไรได้ในระดับ 931 ล้านบาท (+67% YoY) จากการที่บริษัทรับรู้รายได้เต็มปีจาก Onikoube ในปี 2023E

Valuation/Catalyst/Risk

เราได้ทำการประเมินราคาเหมาะสมปี 2022 ของ TSE ที่ 3.20 บาท อิง Sum of the parts ปรับลดลงจากเดิมที่ 3.30 บาทเพื่อสะท้อนการขายโรงไฟฟ้าขนาดเล็กในญี่ปุ่น ทั้งนี้บริษัทยังมีแนวโน้มการเติบโตที่ดีขึ้นในระยะยาว รวมถึงคาดมีปันผลปี 2022 ประมาณ 3% ต่อปี ทั้งนี้ TSE ยังคงเดินหน้าก่อสร้างโครงการ Onikoube ซึ่งเราคาดว่าจะช่วยให้บริษัทมี growth story โดยบริษัทมีโอกาสเติบโตอีกในอนาคตจากการลงทุนและซื้อกิจการไฟฟ้าเพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มมากขึ้นในประเทศเพื่อนบ้านและในภูมิภาคเอเชีย-แปซิฟิก โดยราคาหุ้น TSE ปัจจุบันมี PER 9x ค่อนข้างต่ำใกล้เคียง -1SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี (2017-2021) เราจึงยังให้คำแนะนำ “ซื้อ”

□ **กำไรสุทธิ 4Q21 อ่อนลงตามฤดูหนาวที่แสงแดดน้อยและต้นทุนวัตถุดิบไม้ที่สูง**

บริษัทมีขาดทุนสุทธิอยู่ที่ -101 ล้านบาทใน 4Q21 จากกำไร 101 ล้านบาทใน 4Q20 และ 208 ล้านบาทใน 3Q21 โดยมีขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนและรายการพิเศษต่างๆที่ 130 ล้านบาท หากไม่รวมรายการพิเศษ บริษัทจะมีกำไรปกติอยู่ที่ 29 ล้านบาท -27% YoY, -81% QoQ น้อยกว่าที่เราคาด 5% ทั้งนี้การลดลง YoY เป็นเพราะ Gross margin ที่ลดลงที่ 13% จาก 20% ใน 4Q20 จากต้นทุนวัตถุดิบของโรงไฟฟ้าชีวมวลที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามต้นทุนของวัตถุดิบไม้ที่สูงขึ้น การลดลง QoQ เนื่องจากความเข้มของแสงแดดที่ลดลงเพราะเป็นช่วงฤดูหนาวและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น SGA/Sales ใน 4Q21 อยู่ที่ 17% เทียบกับ 13% ใน 3Q21 เพราะการเพิ่มขึ้นจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารรวมถึงบุคลากรจากโรงไฟฟ้าชีวมวล

เมื่อมองในภาพทั้งปี TSE มีกำไรปกติที่ 561 ล้านบาท (+8%YoY) ต่ำกว่าที่เราคาด 6% เพราะต้นทุนวัตถุดิบชีวมวลที่สูงกว่าคาด ขณะที่ใน 1Q22 เราคาดว่ากำไรปกติจะทรงตัว YoY จากต้นทุนวัตถุดิบที่ยังอยู่ในระดับสูง แต่จะดีขึ้น QoQ จากความเข้มของแสงแดดที่มากขึ้นตามฤดูกาล

Fig 1: 4Q21 results review

| FY: Dec (Bt mn) | 4Q21 | 4Q20 | YoY | 3Q21 | QoQ | 2021 | 2020 | YoY |
|------------------|--------|-------|--------|-------|--------|---------|---------|---------|
| Revenue | 319 | 331 | -3.6% | 414 | -22.9% | 1,524 | 1,530 | -0.4% |
| CoGS | (277) | (265) | 4.5% | (270) | 2.3% | (1,075) | (1,023) | 5.1% |
| Gross profit | 43 | 67 | -35.9% | 144 | -70.2% | 466 | 507 | -8.2% |
| SG&A | (55) | (86) | -35.7% | (53) | 2.9% | (194) | (305) | -36.4% |
| EBITDA | (13) | (57) | -77.4% | 363 | n.m. | 1,101 | 1,162 | -5.3% |
| Other inc./exp. | 132 | 144 | -8.4% | 155 | -15.2% | 652 | 655 | -0.5% |
| Interest expense | (86) | (90) | -4.4% | (84) | 1.8% | (338) | (341) | -0.7% |
| Income tax | (5) | 1 | n.m. | (6) | -6.5% | (9) | (0) | 4,856.4 |
| Core profit | 29 | 40 | -26.8% | 156 | -81.2% | 561 | 519 | 8.0% |
| Net profit | (101) | 101 | n.m. | 208 | n.m. | 493 | 421 | 17.0% |
| EPS (Bt) | (0.05) | 0.060 | n.m. | 0.100 | n.m. | 0.23 | 0.21 | 11.9% |
| Gross margin | 13.4% | 20.2% | | 34.7% | | 30.5% | 33.1% | |
| Net margin | -31.5% | 30.4% | | 50.3% | | 32.3% | 27.5% | |
| SG&A/Sales | 17% | 26% | | 13% | | 23% | 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 “Siam Tara Floating” with 100% Offtake from Hitachi



Source: Company and KTBST

Fig 3: Onikoube Project: Remains under schedule to COD in 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: Change in Major Assumption

| 2022E Projection | New forecast | Old Forecast |
|--------------------------|--------------|--------------|
| Sales & Service Revenues | 1,420 | 1,594 |
| Gross margin (%) | 35% | 35% |
| Gross profit (Btmn) | 497 | 558 |
| SG&A/Sales (%) | 14% | 14% |
| Core profit (Btmn) | 558 | 576 |
| Net profit (Btmn) | 558 | 576 |

Source: Company and KTBST

Fig 5: 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

Quarterly income statement

| (Bt mn) | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| Sales | 331 | 371 | 419 | 414 | 319 |
| Cost of sales | (265) | (270) | (259) | (270) | (277) |
| Gross profit | 67 | 102 | 161 | 144 | 43 |
| SG&A | (86) | (47) | (38) | (53) | (55) |
| EBITDA | (57) | 348 | 402 | 363 | (13) |
| Finance costs | (90) | (85) | (83) | (84) | (86) |
| Core profit | 40 | 159 | 216 | 156 | 29 |
| Net profit | 101 | 203 | 182 | 208 | (101) |
| EPS | 0.06 | 0.10 | 0.08 | 0.10 | (0.05) |
| Gross margin | 20.2% | 27.4% | 38.3% | 34.7% | 13.4% |
| EBITDA margin | -17.1% | 93.8% | 96.0% | 87.6% | -4.0% |
| Net profit margin | 30.4% | 54.5% | 43.4% | 50.3% | -31.5% |

Forward PER band



Balance sheet

| FY: Dec (Bt mn) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Cash & deposits | 884 | 897 | 858 | 229 | 5,700 |
| 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 | 1,024 | 6,519 |
| 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 | 21,246 | 28,673 |
| Short-term loans | 98 | 250 | 230 | 200 | 200 |
| Accounts payable | 201 | 255 | 152 | 108 | 3,259 |
| Current maturities | 1,695 | 2,473 | 2,949 | 1,723 | 709 |
| Other current liabilities | 31 | 73 | 74 | 28 | 3,097 |
| Total cur. liabilities | 2,025 | 3,051 | 3,406 | 2,059 | 7,065 |
| Long-term debt | 8,095 | 10,032 | 9,492 | 12,269 | 13,910 |
| Other LT liabilities | 118 | 175 | 459 | 170 | 170 |
| Total LT liabilities | 8,212 | 10,207 | 9,951 | 12,439 | 14,080 |
| Total liabilities | 10,238 | 13,257 | 13,358 | 14,499 | 21,145 |
| 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 | 3,758 | 4,539 |
| Others | (473) | (218) | (174) | (174) | (174) |
| Non-controlling interests | 4 | 2 | - | - | - |
| Shares' equity | 5,632 | 5,919 | 6,349 | 6,748 | 7,528 |

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 | 1 | (6) | (5) |
| Core profit | 780 | 519 | 561 | 558 | 931 |
| Extraordinary items | (5) | (98) | (67) | - | - |
| Net profit | 775 | 421 | 493 | 558 | 931 |

Cash flow statement

| FY: Dec (Bt mn) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|---------------------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|
| Net profit | 775 | 421 | 493 | 558 | 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 | 709 | 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 | (1,614) | (476) |
| Net borrowings | 421 | 2,867 | (83) | 1,521 | 1,077 |
| Equity capital raised | 530 | - | - | - | - |
| Dividends paid | (105) | (254) | (106) | (159) | (167) |
| Others | (482) | 120 | 42 | - | - |
| CF from financing | 364 | 2,733 | (147) | 1,362 | 910 |
| Net change in cash | 248 | 14 | (40) | (629) | 28 |

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% | 13.1% | 66.9% |
| 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% | 39.3% | 30.7% |
| ROA | 4.9% | 2.2% | 2.5% | 2.6% | 4.0% |
| ROE | 13.8% | 7.1% | 7.8% | 8.3% | 12.4% |
| Stability | | | | | |
| D/E (x) | 1.82 | 2.24 | 2.10 | 2.15 | 2.09 |
| Net D/E (x) | 1.60 | 2.00 | 1.86 | 2.07 | 2.00 |
| Interest coverage ratio | 9.91 | 3.77 | 3.95 | 3.68 | 6.32 |
| Current ratio (x) | 0.81 | 0.54 | 0.51 | 0.50 | 0.54 |
| Quick ratio (x) | 0.80 | 0.53 | 0.51 | 0.49 | 0.52 |
| Per share (Bt) | | | | | |
| Reported EPS | 0.40 | 0.20 | 0.23 | 0.26 | 0.44 |
| Core EPS | 0.37 | 0.25 | 0.26 | 0.26 | 0.44 |
| Book value | 2.66 | 2.79 | 3.00 | 3.19 | 3.55 |
| Dividend | 0.12 | 0.05 | 0.08 | 0.08 | 0.13 |
| Valuation (x) | | | | | |
| PER | 5.90 | 11.86 | 10.13 | 8.96 | 5.37 |
| Core PER | 6.41 | 9.62 | 8.91 | 8.96 | 5.37 |
| P/BV | 0.89 | 0.84 | 0.79 | 0.74 | 0.67 |
| EV/EBITDA | 11.01 | 12.52 | 12.00 | 11.66 | 6.31 |
| Dividend yield | 5.1% | 2.1% | 3.2% | 3.4% | 5.6% |

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

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 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)

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

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

KTBST: ความหมายของคำแนะนำ

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

KTBST's stock rating definition

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

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

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

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

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

ESG Rating ที่ KTBST ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

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

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

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

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

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

KTBST's ESG ratings score from 1-5

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

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

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอื่นเชื่อถือได้ 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.