

MARCH 30, 2022

## ซื้อ

Catalyst: Positive

มูลค่าพื้นฐานปี 2022E: 3.04 บาท

ราคาปิด 2.36 บาท

## รอบวิจัยหมุนจากการทำ M&amp;A

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TSE โดยมีมูลค่าที่เหมาะสมปี 2022 ตามวิธี SOTP ที่ 3.04 บาท (ลดลงจาก 3.43 บาท จากกระแสเงินสดที่หายไปจากการขายโรงไฟฟ้า 1 โรงรวม PPA 13.5 MW ที่ญี่ปุ่น) ทั้งนี้ราคาหุ้นยังมี Upside จากแผนการลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานทางเลือกในอนาคตกำลังการผลิตรวมกันที่ 100 – 200 MW

## ผลประกอบการไตรมาส 4/21 ขาดทุนจากรายการพิเศษและอัตราแลกเปลี่ยน

TSE รายงานผลการดำเนินงานไตรมาส 4/21 เป็นผลขาดทุนสุทธิ 101 ล้านบาท จากผลกระทบรายการพิเศษ-การด้อยค่าของสินทรัพย์โครงการโรงไฟฟ้า และผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่เกิดขึ้นจริง หากไม่รวม 2 รายการดังกล่าว TSE จะมีกำไรจากการดำเนินงานปกติ 25 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเกือบ 4 เท่าตัว เมื่อเทียบกับไตรมาส 4/20 ที่โรงไฟฟ้าของบริษัทฯ ได้รับผลกระทบจากฤดูกาลมากกว่าปกติ รวมทั้งมีค่าที่ปรึกษาการซื้อโครงการโรงไฟฟ้า

## คาดการณ์กำไรปกติไตรมาส 1/22 ที่ 186 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 14% YoY

เราคาดการณ์กำไรปกติไตรมาส 1/22 ที่ 186 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 14% YoY และสูงขึ้นอย่างมีนัยเมื่อเทียบกับไตรมาส 4/21 จากปริมาณการผลิตไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าทั้งที่ประเทศไทยและประเทศญี่ปุ่นกลับมาเพิ่มขึ้นหลังเข้าช่วงฤดูกาลปกติ ส่วนกำไรสุทธิไตรมาส 1/22 คาดว่าจะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดจากกำไรก่อนภาษีจากการขายเงินลงทุนโรงไฟฟ้าที่ญี่ปุ่นที่คาดว่าจะอยู่ในราว 184 ล้านบาท


## ปรับประมาณการกำไรปกติปี 2022 ลงเพื่อสะท้อนรายได้ที่หายไปจากการขายโครงการโรงไฟฟ้าที่ญี่ปุ่น

เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2022 ลดลงจากเดิม 16% เพื่อสะท้อนรายได้ที่หายไปจากการขายโครงการโรงไฟฟ้าที่ญี่ปุ่นขนาด 13.5 MW รวมทั้งกระแสเงินสดจากโครงการดังกล่าวที่หายไปส่งผลต่อมูลค่าหุ้นที่เหมาะสมปี 2022 ตามวิธี Sum-of-the-Parts ลดลง 11% จาก 3.43 บาทเป็น 3.04 บาท

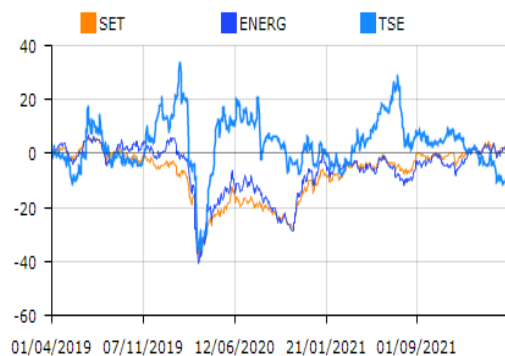
## Financial Valuations

FY Ended 31 Dec	2019	2020	2021	2022E	2023E
Revenues (Bt mn)	1,349	1,530	1,524	1,540	3,496
Core Profit (Bt mn)	724	523	560	529	728
Net Profit	775	421	493	529	728
Core EPS (Bt)	0.33	0.25	0.26	0.25	0.34
Core EPS growth (%)	104.3	-24.4	5.5	-4.4	37.6
EPS (Bt)	0.40	0.20	0.23	0.25	0.34
EPS growth (%)	349.5	-50.0	15.0	8.7	37.6
Dividend (Bt/share)	0.12	0.05	0.08	0.08	0.10
BV (Bt)	2.66	2.80	3.00	3.21	3.52
PER (X)	5.9	11.8	10.3	9.4	6.9
EV/EBITDA (X)	24.5	21.0	24.2	38.8	18.5
PBV (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
Dividend yield (%)	5.1	2.1	3.2	3.4	4.2
ROE (%)	13.7	9.0	9.1	8.0	10.3
Net gearing (%)	164.1	143.0	186.2	226.8	195.8

## Share data

	FY22	FY23
Consensus EPS (Bt)	0.27	n.m.
KTZ vs. consensus	-7.1%	n.m.
Reuters / Bloomberg	TSE.BK/TSE TB	
Paid-up Shares (m)	2,117.72	
Par (Bt)	1.00	
Market cap (Btbn/USDm)	5.00/150.00	
Foreign limit/actual (%)	49.00/33.53	
52-week High/Low (Bt)	3.70/2.26	
Avg. daily T/O (shares 000)	4,699.00	
NVDR (%)	0.68	
Estimated free float (%)	39.72	
Beta	0.98	
URL	www.thaisolarenergy.com	
CGR		
Anti-corruption	n.a.	

## Price Performance



Source: SET Smart

**Note: Krungthai Zmico เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ TSE**

ธีรภัทร เมธาบุเคราะห์, no. 17619

terapatrm@ktzmico.com

02-624-6248

### ขาดทุนสุทธิไตรมาส 4/21 จากรายการพิเศษและอัตราแลกเปลี่ยน

บมจ. ไทยโซลาร์เอ็นเนอร์ยี (TSE) รายงานผลการดำเนินงานไตรมาส 4/21 เป็นผลขาดทุนสุทธิ 101 ล้านบาท เทียบกับกำไรสุทธิ 80 ล้านบาทในไตรมาสเดียวกันของปี 2020 และ 208 ล้านบาท ใน 3Q21 ทั้งนี้มาจากผลกระทบรายการพิเศษ-การบันทึกด้วยค่าของสินทรัพย์โครงการโรงไฟฟ้าพลังความร้อนจากแสงอาทิตย์ในระบบรวมแสงขนาด 4.5 MW เพิ่มเติมอีก 155 ล้านบาท ทั้งนี้โรงไฟฟ้างังกล่าวไม่ได้มีการดำเนินงานนับตั้งแต่ปี 2019 เนื่องจากผลิตไฟฟ้าไม่ได้ตามเป้า นอกจากนี้ยังมีผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่เกิดขึ้นจริงจำนวน 39 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มีกำไรพิเศษจากการเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขสัญญาเงินกู้ 60 ล้านบาท ซึ่งหากไม่รวมรายการพิเศษเหล่านี้ TSE จะมีกำไรจากการดำเนินงานปกติอยู่ที่ 25 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเกือบ 4 เท่าตัว เมื่อเทียบกับไตรมาส 4/20 ที่การผลิตไฟฟ้าของบริษัทฯ ได้รับผลกระทบทางฤดูกาลมากกว่าปกติ รวมทั้งยังมีค่าที่ปรึกษาการซื้อโครงการโรงไฟฟ้า แต่ลดลง 84% QoQ ส่วนหนึ่งมาจากผลกระทบทางฤดูกาลและอีกส่วนมาจากรายได้ที่หายไปหลังการขายโครงการโซลาร์ฟาร์มที่ประเทศญี่ปุ่น 6 โครงการ (รวมกำลังการผลิตตามสัญญา 8.24 MW) ทั้งนี้กำไรปกติฯ ต่ำกว่าที่เรคาดการณ์ไว้ที่ 53 ล้านบาท

Figure 1: TSE's quarterly earnings

Profit and Loss (Btmn)								
Year-end 31 Dec	4Q20	3Q21	4Q21	% YoY	% QoQ	2020	2021	% YoY
Revenue	331	414	319	-3.7	-22.9	1,530	1,524	-0.4
<b>Gross profit</b>	<b>67</b>	<b>144</b>	<b>43</b>	<b>-36.0</b>	<b>-70.2</b>	<b>507</b>	<b>449</b>	<b>-11.5</b>
SG&A	(205)	(53)	(60)	-70.9	11.4	(302)	(194)	-35.7
<b>EBITDA</b>	<b>(8)</b>	<b>209</b>	<b>90</b>	<b>nm.</b>	<b>-56.8</b>	<b>641</b>	<b>695</b>	<b>8.5</b>
Interest expenses	(90)	(84)	(87)	-3.8	2.5	(341)	(338)	-0.7
Other income	2	1	3	39.1	169.0	12	10	-19.7
Income tax	(0)	(6)	(5)	890.5	-12.6	(0)	(9)	nm.
Other extraordinary items	14	101	(86)	nm.	nm.	(3)	10	nm.
Gn (Ls) from affiliates	144	154	130	-10.1	-15.7	643	643	-0.4
<b>Net profit (loss)</b>	<b>80</b>	<b>208</b>	<b>(101)</b>	<b>nm.</b>	<b>nm.</b>	<b>421</b>	<b>493</b>	<b>16.9</b>
<b>Core profit (loss)</b>	<b>5</b>	<b>156</b>	<b>25</b>	<b>399.5</b>	<b>-84.2</b>	<b>523</b>	<b>560</b>	<b>7.2</b>
<b>Reported EPS (Bt)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.10</b>	<b>0.01</b>	<b>-187.7</b>	<b>-150.0</b>	<b>0.20</b>	<b>0.26</b>	<b>15.0</b>
Gross margin (%)	20.2	34.7	13.4			33.9	38.1	
EBITDA margin (%)	-2.4	50.4	28.2			41.9	45.6	
Net margin (%)	24.1	50.3	-31.6			27.5	32.3	
Current ratio (x)	0.5	0.7	0.5			0.5	0.5	
Interest coverage (x)	-1.5	1.1	-0.2			0.6	0.8	
Debt / equity (x)	2.1	2.0	2.0			2.1	2.0	
BVPS (Bt)	2.8	3.2	3.0			2.8	3.0	
ROE (%)	9.0	9.3	9.1			9.0	9.1	

Sources: TSE and KTZ Research

### กำไรปกติปี 2021 ที่ 560 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 7% YoY

ในปี 2021 TSE มีกำไรสุทธิ 493 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 17% YoY หากไม่รวมผลขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนและรายการพิเศษบริษัทฯ จะมีกำไรจากการดำเนินงานปกติ 560 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 7% YoY ต่ำกว่าที่เรคาดไว้ 10% แม้รายได้ของปี 2021 จะลดลงเล็กน้อยจากปี 2020 เนื่องจากรายได้ที่หายไปจากการขายโครงการโรงไฟฟ้า 6 โครงการที่ประเทศญี่ปุ่นรวมกำลังการผลิต 8.24 MW ในช่วงปลายไตรมาส 3/21 แต่ TSE ก็มีรายได้เข้ามาจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ลอยน้ำขนาด 8 MW ที่เริ่มจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบตั้งแต่ปลายเดือนพฤษภาคม 2021 นอกจากนี้ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ลดลง 36% YoY จากที่ไม่มีค่าที่ปรึกษาการซื้อโครงการโรงไฟฟ้าที่เคยเกิดขึ้นในปี 2020 ก็เป็นปัจจัยหลักต่อการเติบโตของผลประกอบการปี 2021

### ขายเงินลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าที่ประเทศญี่ปุ่นอีก 1 โรงขนาด 13.5 MW

ในช่วงต้นเดือนมีนาคมที่ผ่านมา TSE ได้ลงนามสัญญาซื้อขายเงินลงทุนทั้งหมดในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่นชื่อ Ishikawa Hanamizuki (IH1) ขนาด 13.5 เมกะวัตต์ (MW) และของบริษัทย่อยที่ประกอบธุรกิจให้เข้าที่ดิน (IU2) รวมมูลค่าทั้งหมด 2.1 พันล้านบาท หรือ 603 ล้านบาท บริษัทฯ คาดว่าจะทำรายการดังกล่าวเสร็จภายในไตรมาส 1/22 และจะนำเงินที่ได้มาชำระหนี้บางส่วน รวมทั้งลงทุนในโครงการใหม่ทั้งในและต่างประเทศ รายการดังกล่าวส่งผลให้ TSE เหลือเงินลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่นโครงการเดียวคือ Onikoube ขนาด 147 MW ที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างและพัฒนา ซึ่งคาดว่าจะจ่ายไฟเข้าระบบในช่วงกลางไตรมาส 4/22

### คาดการณ์กำไรปกติไตรมาส 1/22 ที่ 186 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 14% YoY

เราคาดการณ์กำไรปกติไตรมาส 1/22 ที่ 186 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 14% YoY และสูงขึ้นอย่างมีนัยเมื่อเทียบกับไตรมาส 4/21 จากปริมาณการผลิตไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าทั้งที่ประเทศไทยและประเทศญี่ปุ่นกลับเพิ่มขึ้นหลังเข้าสู่ช่วงฤดูกาลปกติ โดยเรามีสมมติฐานว่าบริษัทฯ ยังรับรู้ผลประกอบการของ IH1 และ IU2 เต็มไตรมาส ส่วนกำไรสุทธิไตรมาส 1/22 คาดว่าจะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดจากรายการพิเศษ-กำไรก่อนภาษี จากการขายเงินลงทุนโครงการ IH1 และ IU2 ซึ่งเราคาดว่าจะอยู่ในราว 184 ล้านบาท (อิงตามมูลค่าที่ขาย 603 ล้านบาท หักมูลค่าทางบัญชี ณ สิ้นปี 2021 ที่ 419 ล้านบาท)

### ปรับประมาณการกำไรปกติปี 2022 ลดลง 16%

เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2022 ลดลง 16% จากเดิม 631 ล้านบาท เป็น 529 ล้านบาท เพื่อสะท้อนรายได้ที่หายไปจากโครงการโรงไฟฟ้า IH1 ที่มีการขายเงินลงทุนออกไปในช่วงไตรมาส 1/22 ส่วนประมาณการกำไรปกติของปี 2023 อยู่ที่ 728 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 38% YoY จากการรับรู้ผลการดำเนินงานเต็มปีของโรงไฟฟ้าโครงการ Onikoube ที่ประเทศญี่ปุ่นขนาด 147 MW

Figure 2: Changes in Projections and Key Assumptions

Fiscal year end December	New 2022E	Old 2022E	% Chg. 2022E	Chg. In Key Assumptions
Revenues	1,540	1,690	-8.9	Loss of revenues from disposal of 1 solar farm in Japan
Revenue growth (% +/- YoY)	1.1	10.5		
Gross profit margin (%)	30.3	42.2		
SG&A expenses to sale (%)	12.7	13.5		
Core profit (Btmn)	529	631	-16.1	Loss of revenues from disposal of 1 solar farm in Japan

Sources: TSE and KTZ Research

### ปรับลดมูลค่าที่เหมาะสมปี 2022 ลงอีก 11% เป็น 3.04 บาท

สืบเนื่องจากที่ TSE มีการขายโรงไฟฟ้าอีก 1 โรงที่ประเทศญี่ปุ่นออกไปในปลายไตรมาส 1/22 ขนาด 13.5 MW หรือคิดเป็นสัดส่วน 9% ของ PPA ที่ทำรายได้ในปัจจุบันจำนวน 158 MW และ 5% ของ PPA จำนวน 291.70 MW ที่รวมโครงการที่กำลังพัฒนา คือ โครงการ Onikoube ที่ประเทศญี่ปุ่นขนาด 147 MW ซึ่งกระแสเงินสดที่หายไปส่งผลต่อมูลค่าหุ้นที่เหมาะสมปี 2022 ตามวิธี Sum-of-the-Parts ลดลง 11% จาก 3.43 บาท เป็น 3.04 บาท ทั้งนี้มูลค่าหุ้นที่เหมาะสมดังกล่าวยังไม่ได้รวมโครงการอนาคตทั้งที่อยู่ระหว่างการเจรจาและที่อยู่ในแผนการลงทุนของบริษัทฯ

### มูลค่าที่เหมาะสมยังมี Upside จากโครงการอนาคต

แม้ TSE มีการขายโครงการโรงไฟฟ้าที่ประเทศญี่ปุ่นออกไปส่งผลให้ผลการดำเนินงานและมูลค่าที่เหมาะสมลดลง แต่ยังมี upside risk จากแผนการลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าในอนาคต นอกจากโครงการโรงไฟฟ้า Onikoube ขนาด 147 MW ที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างและมีกำหนดขายไฟฟ้าเข้าระบบเชิงพาณิชย์ใน 4Q22 TSE ยังมีแผนการลงทุนในช่วง 5 ปีข้างหน้าประกอบด้วยโครงการในประเทศจำนวน 50 MW จากการเข้าซื้อโครงการใหม่ การลงทุนใน Private PPA กับบริษัทในไทย และการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าระยะ ส่วนโครงการต่างประเทศที่บริษัทฯ ตั้งเป้าไว้อยู่ที่กำลังการผลิตระหว่าง 50 – 100 MW ก็ยังเป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทางเลือกทั้งที่ใช้พลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลม Figure 3 แสดงการประเมินมูลค่าหุ้น TSE ด้วยวิธี Sum-of-the-Parts จากโครงการปัจจุบันและที่อยู่ระหว่างการพัฒนายังไม่รวมโครงการในอนาคตที่บริษัทฯ ตั้งเป้าไว้ระหว่าง 100 – 200 MW

Figure 3: การประเมินมูลค่าหุ้น TSE ด้วยวิธี Sum-of-the-Parts

Value of Power Plant Type	Btmm	%	Key Parameters	
PV Solar Farm - Thailand	5,002	23	Risk free rate	2.37%
Solar PV Rooftops	1,030	5	Risk Premium	14.56%
Biomass	2,068	9	Beta	0.841
PV Solar Farm - Japan	13,767	63	Cost of Equity	16.94%
<b>Total Firm Value</b>	<b>21,867</b>		Cost of Debt	4.50%
Net Debt	15,435		D/E Ratio	2.6:1
Total Equity Value	6,432		Tax rate	0.04%
<b>Per Share (Bt)</b>	<b>3.04</b>		WACC	8.1%

Sources: Bloomberg and KTZ Research

## Financial Table

	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenues	1,349	1,530	1,524	1,540	3,496
Cost of sales and service	(911)	(1,023)	(1,075)	(1,197)	(2,997)
<b>Gross profit</b>	<b>438</b>	<b>507</b>	<b>449</b>	<b>344</b>	<b>499</b>
Other incomes	36	12	10	12	10
SG&A	(233)	(302)	(194)	(196)	(216)
<b>EBITDA</b>	<b>582</b>	<b>641</b>	<b>695</b>	<b>527</b>	<b>1,063</b>
Depreciation & amortization	(341)	(423)	(431)	(367)	(771)
<b>EBIT</b>	<b>240</b>	<b>217</b>	<b>264</b>	<b>160</b>	<b>292</b>
Interest expense	(147)	(341)	(338)	(274)	(198)
<b>EBT</b>	<b>93</b>	<b>(123)</b>	<b>(74)</b>	<b>(114)</b>	<b>95</b>
Corporate tax	(5)	(0)	(9)	4	(3)
Forex gain (loss)	(5)	(98)	(78)	-	-
Extra items	56	(3)	10	-	-
Equity shared earnings	660	643	643	640	637
Minority interests	(24)	3	(0)	-	-
<b>Net profit</b>	<b>775</b>	<b>421</b>	<b>493</b>	<b>529</b>	<b>728</b>
Reported EPS	0.40	0.20	0.23	0.25	0.34
Fully diluted EPS	0.40	0.20	0.23	0.25	0.34
<b>Core net profit</b>	<b>724</b>	<b>523</b>	<b>560</b>	<b>529</b>	<b>728</b>
Core EPS	0.33	0.25	0.26	0.25	0.34
Dividend (Bt)	0.12	0.05	0.08	0.08	0.10
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
<b>Cash and equivalents</b>	<b>644</b>	<b>883</b>	<b>849</b>	<b>887</b>	<b>721</b>
PP&E-net	7,550	10,018	10,463	15,164	16,369
Other assets	6,679	5,849	7,494	7,945	3,908
<b>Total assets</b>	<b>15,870</b>	<b>17,522</b>	<b>19,707</b>	<b>25,791</b>	<b>25,038</b>
ST debt & current portion	1,793	2,723	3,179	2,830	2,830
Long-term debt	8,095	6,623	9,492	13,492	12,492
<b>Total liabilities</b>	<b>10,238</b>	<b>13,257</b>	<b>13,358</b>	<b>18,987</b>	<b>17,579</b>
Minority interests	4	2	-	-	-
<b>Shareholder equity</b>	<b>5,632</b>	<b>5,919</b>	<b>6,349</b>	<b>6,805</b>	<b>7,459</b>
<b>Total liab. &amp; shareholder equity</b>	<b>15,870</b>	<b>17,522</b>	<b>19,707</b>	<b>25,791</b>	<b>25,038</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	775	421	493	529	728
Depreciation & amortization	341	423	431	367	771
Change in working capital	103	(30)	(9)	(104)	(57)
FX, non-cash adjustment & others	(526)	(255)	(376)	(404)	(556)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>693</b>	<b>560</b>	<b>538</b>	<b>388</b>	<b>887</b>
Capex (Invest)/Divest	(434)	(2,654)	(1,788)	(4,334)	(434)
Others	(331)	738	899	408	818
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(765)</b>	<b>(1,917)</b>	<b>(888)</b>	<b>(3,926)</b>	<b>384</b>
Debt financing (repayment)	242	2,235	885	4,000	(1,000)
Equity financing	530	--	--	--	--
Dividend payment	(105)	(254)	(191)	(74)	(74)
Others	(447)	(323)	(377)	(350)	(363)
<b>Cash flow from financing</b>	<b>220</b>	<b>1,658</b>	<b>318</b>	<b>3,576</b>	<b>(1,438)</b>
Net change in cash	148	302	(33)	38	(167)
<b>Free cash flow</b>	<b>587</b>	<b>(2,094)</b>	<b>(1,250)</b>	<b>(3,946)</b>	<b>453</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>0.30</b>	<b>(0.76)</b>	<b>(0.45)</b>	<b>(1.42)</b>	<b>0.16</b>
<b>PROFITABILITY</b>					
Revenue growth (%)	140.3	13.5	-0.4	1.1	127.0
EBITDA growth (%)	31.3	13.1	8.5	-24.2	101.9
EPS growth (%)	349.5	-50.0	15.0	8.7	37.6
Gross margin (%)	41.3	35.6	38.1	30.3	27.5
EBITDA margin (%)	43.1	43.0	45.6	34.2	30.4
Operating margin (%)	58.6	59.6	17.4	10.4	8.4
Net margin (%)	57.4	27.5	32.3	34.4	20.8
Core profit margin (%)	53.6	35.3	36.8	34.4	20.8
Effective tax rate (%)	5.4	-0.2	-11.7	3.2	3.2
<b>FINANCIAL QUALITY</b>					
Total debt (Btm)	9,888	9,345	12,671	16,322	15,322
Net debt (Cash) (Btm)	9,244	8,462	11,822	15,435	14,601
Net debt to equity (%)	164.1	143.0	186.2	226.8	195.8
Interest coverage (x)	1.6	0.6	0.8	0.6	1.5

**หมายเหตุ:**

**Krungthai Zmico** มีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็น ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) (KTB) และ บมจ. เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล (XPG) ลูกค้าโปรดใช้วิจารณญาณในการตัดสินใจก่อนการลงทุนในหลักทรัพย์ KTB และ XPG  
 มีกรรมการของบริษัทเป็นกรรมการใน VNG, SVH, PACE, MAJOR, KBS, XPG, NVD, SIRI, KTC, IVL, SAWAD, CI  
 มีผู้บริหารของบริษัทเป็นกรรมการใน NFC  
 เป็นที่ปรึกษาทางการเงินใน XPG, TSE, STOWER, NVD, THCOM, BTS, MJD

**Disclaimer**

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่พิจารณาแล้วว่ามีที่น่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ มีอาจรับรองความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าวได้ บทวิเคราะห์ และความคิดเห็นที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการ และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า จึงมีอาจถือเป็นการชักชวน หรือเสนอแนะในการซื้อ/ขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน อนึ่ง บริษัทสงวนลิขสิทธิ์ในการนำข้อมูลในเอกสารนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปใช้ประโยชน์ ทำซ้ำ ดัดแปลง หรือเผยแพร่ต่อสาธารณชน เว้นแต่ได้รับหนังสืออนุญาตจากบริษัทฯ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ การกล่าวอ้างต้องไม่ก่อให้เกิดความเข้าใจผิด หรือสร้างความเสียหายแก่บริษัทฯ รวมถึงต้องอ้างอิงถึงวันที่ในเอกสารของบริษัทฯอย่างชัดเจนด้วย

**คำแนะนำการลงทุน****การประเมินมูลค่าหุ้น**

การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของหุ้นในรายงานฉบับนี้ คำนวณจากประมาณการผลการดำเนินงานของบริษัทในรอบระยะเวลา 12 เดือนข้างหน้า เทียบกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ อ้างอิงจาก Capital Asset Pricing Model (CAPM)

**คำแนะนำการลงทุน**

คำแนะนำการลงทุน จะพิจารณาจากมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานและการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในระยะสั้น สำหรับการประเมินมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานนั้น เราพิจารณาทั้งมูลค่าเหมาะสมในปัจจุบัน ดังที่ได้กล่าวไปแล้วข้างต้น และมูลค่าเหมาะสมระยะ 24 เดือนข้างหน้า เพื่อให้สะท้อนแนวโน้มผลการดำเนินงานในอนาคต เราจะกำหนดคะแนนในช่วงระหว่าง -5 ถึง +5 ในแต่ละเกณฑ์โดยประเมินเทียบกับเกณฑ์อ้างอิงที่กำหนด รวมผลคะแนนทั้งสามเกณฑ์เข้าด้วยกัน เพื่อนำคะแนนดังกล่าวเป็นตัวกำหนดคำแนะนำการลงทุนในหุ้นนั้น

**คำแนะนำของกลุ่มอุตสาหกรรม**

**มากกว่าตลาด:** คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดอย่างน้อย 10% ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

**เท่ากับตลาด:** คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนใกล้เคียงกับตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

**ต่ำกว่าตลาด:** คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า