

Action

BUY (Maintain)

TP upside (downside) 69.0%

Close Jun 10, 2020

Price (THB) **0.87**
1.2M Target (THB) **1.47**
 Previous Target (THB) **-**

What's new?

- ▶ แนวโน้มกำไรปกติใน 2Q63 อยู่ในระดับ 400 – 500 ลบ. เติบโต QoQ และ YoY จากการรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานขยะ SEE6 และโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่เวียดนามอีก 6 โครงการ
- ▶ มีกำลังการผลิตอีกกว่า 912 MWe ที่เตรียมทยอย COD ภายในปี 2565 ทำให้กำลังการผลิตในมือ ณ สิ้นปี 2565 อยู่ที่ 1,718 MWe หรือคิดเป็น CAGR +28.7% ภายในระยะเวลา 3 ปี

Our view

- ▶ คาดกำไรปกติในปี 2563 ที่ 1.6 พันลบ. (+44.5%YoY) ทำระดับสูงสุดใหม่ แต่กำไรปกติจะเด่นมากในปี 2564 คาดที่ 2.6 ลบ. (+59.2%YoY) และจะทำระดับสูงสุดใหม่ไปเรื่อยๆจนถึงปี 2566 ที่ระดับ 2.9 พันลบ.
- ▶ ราคาเหมาะสมปี 2563 ที่ 1.47 บาทต่อหุ้น ปัจจุบันซื้อขายบน PER63 ค่าเพียง 14.8x และมี Upside gain สูงถึง 69.0% เริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ"
- ▶ มี Upside อีก 3 โครงการ รวมขนาดกว่า 184 MWe ที่เรายังไม่รวมไว้ในประมาณการ

Company profile: The Company's holding company that's holding shares business of production and distribution of electricity from renewable energy And related businesses, production and distribution of water for industry and consumption, information & communications technology business.

Research Analysts:



Theethanat Jindarat
 Tel. +662 009 8071
 E-Mail Theethanatj@yuanta.co.th
 ID 039916



Kochakorn Sutaruksanon
 Assistant Analyst

Bloomberg code	SUPER.TB
Market cap (THBmn)	23,794.0
Corporate Gov.Rating	3
6M avg. daily turnover (THBmn)	158.2
Outstanding shares (mn)	27,349.5
Free float (%)	59.9%
Major shareholders (%)	
SUWINTHAWAONG GOLD ASSET CO., LTD.	20.0
Mr. JORMSUP LOCHAYA	18.6
THAI NVDR	3.0

SUPER ENERGY

เติบโตต่อไปหากยังไม่ได้แสงอาทิตย์

ลงทุนที่เวียดนามจะเป็นตัวเบิกทางในอนาคต

กำลังการผลิตของ SUPER ในช่วง 3 ปีข้างหน้าจะเพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดจากเพียง 806 MWe ในปี 2562 เป็น 1,718 MWe ในปี 2565 ทั้งโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ และลมในเวียดนาม และโรงไฟฟ้าพลังงานจากขยะในประเทศ รวมกำลังการผลิตที่เพิ่มเข้ามาใหม่ทั้งหมด 912 MWe คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ยที่ CAGR +28.7% (2562 – 2565) โดยเฉพาะโครงการในเวียดนามทั้งแสงอาทิตย์และลม มีแนวโน้มจะให้ Capacity factor สูงกว่าไทยซึ่งจะช่วยหนุนอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ขณะที่ภาวะผันผวนของแผงโซลาร์ที่กดดันราคาอยู่เดิมแล้วเมื่อเกิด COVID-19 ยิ่งกดดันราคาต่ำลงมากขึ้นทำให้งบลงทุนในโครงการใหม่ๆของถูกลงเหลือเพียง 20 ลบ.+/- ต่อ MW เท่านั้น และแม้ค่าไฟต่อหน่วยในเวียดนามจะต่ำกว่าในไทยแต่ด้วยเงินลงทุนต่อ MW และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (OPEX) ที่ต่ำกว่ามากทำให้โครงการในเวียดนามมี GPM และ NPM สูงกว่าไทย ซึ่งจะช่วยหนุน GPM เพิ่มขึ้นเป็น 57 – 59% จากเดิมต่ำเพียง 53 - 54%

กำไรปกติจะ New high ตั้งแต่ปี 2563 ถึงปี 2566

เราคาดว่ากำไรปกติปี 2563 ที่ 1,610 ลบ. (+44.5%YoY) ทำระดับสูงสุดใหม่ ได้รับแรงหนุนจาก 1) รับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการ Phan Lam, Binh An และ Van Giao 1 - 2 โครงการ รวมขนาด 187MWe เต็มปี 2) เริ่มรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการ Thinh Long (50MWe) และโครงการ Sinenergy Ninh Thuan (50MWe) ประเทศเวียดนาม ซึ่ง COD ไปเมื่อเดือน มิ.ย. - ธ.ค. 62 แต่เริ่มรับรู้รายได้ใน 1Q63 และ 2Q - 3Q63 ตามลำดับ เนื่องจากมีปรับโครงสร้างผู้ถือหุ้น และ 3) เริ่มรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานขยะ โครงการ SEE6 (8MWe) ที่ COD ไปเมื่อสิ้นเดือน เม.ษ 63 แต่กำไรปกติปี 2564 จะเด่นมากจากการเพิ่มกำลังการผลิตใหม่ๆ เราคาดว่า 2,562 ลบ. (+59.2%YoY) ได้รับแรงหนุนจาก 1) รับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการ Thinh Long และ Sinenergy Ninh Thuan รวมขนาด 100 MWe เต็มปี 2) รับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการ Loc Ninh 1 – 3 รวมขนาด 490 MWe เต็มปี 3) เริ่มทยอยรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานลม 4 โครงการ ขนาดรวม 421 MWe ทยอย COD ตั้งแต่ 1Q64 - 4Q64 เราคาดว่ากำไรของ SUPER ทำ New high ไปเรื่อยๆจนถึงปี 2566

เปลี่ยนภาพจากนั้น High risk เป็นหุ้นปลอดภัย เริ่มต้นคำแนะนำ ซื้อ

เราคาดว่ากำไรปกติปี 2563 ทำระดับสูงสุดใหม่ที่ 1,610 ลบ. (+44.5%) และเติบโตอีก 59.2% ในปี 2564 เป็น 2,562 ลบ. จากโครงการแสงอาทิตย์และลมบางส่วนในเวียดนาม ขณะที่ปี 2565 จะรวมผลประกอบการของลม 4 โครงการเต็มปี และยังมีโครงการพลังงานขยะทยอย COD ต่อเนื่องทำให้กำไรปกติคาดว่าจะ New high ได้ถึงปี 2566 เป็นอย่างน้อยที่ระดับ 2.9 พันลบ. คิดเป็นการเติบโตที่ +27.1% CAGR 4 ปี (2562 – 2566) เราประเมินมูลค่า SUPER ด้วยวิธี DCF ที่ WACC 4.2% ด้วย Terminal growth 0% ได้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2564 ของ SUPER ที่ 1.47 บาทต่อหุ้น มี Upside gain 69.0% เริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ" และยังมี Upside จาก 1) โครงการ Loc Ninh 4 ขนาด 200 MW (160MWe) ที่ยังไม่รวมไว้ในประมาณการ มีผลต่อราคาเป้าหมายปัจจุบันสูงถึง 0.23 บาทต่อหุ้น 2) Capacity Factor มีโอกาสดีกว่าที่เราคาด โดยเราคาดไว้ที่ 17% สำหรับโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในเวียดนาม (BGRIM ทำได้ 18%) และโรงไฟฟ้าพลังงานลมที่ประเทศเวียดนามเฉลี่ยเพียง 27% ในช่วงทดสอบบางแห่งสูงถึง 30% 3) อัตราดอกเบี้ยจ่ายอาจต่ำกว่าที่เราคาดที่ 4.5% จากดอกเบี้ยขาลง 4) งบลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศเวียดนามอาจต่ำกว่าที่เราคาดที่ 25 ลบ./MW จากข้อมูลของบริษัทเพียง 19.5 ลบ./MW 5) ยังมีโรงไฟฟ้าขยะที่รออนุมัติจำนวนมากที่ยังไม่รวมในประมาณการ

Financial outlook (THBmn)

Year to Dec	2018A	2019A	2020F	2021F
Revenue	5,729	6,246	6,344	9,167
EBITDA	4,725	6,322	5,616	8,155
Core Profit	985	1,114	1,610	2,562
Net Profit	1,045	2,137	1,610	2,562
Core EPS	0.04	0.04	0.06	0.09
Core EPS Growth (%)	(7.5)	13.1	44.5	59.2
DPS	-	0.011	0.008	0.013
Core P/E (x)	24.2	21.4	14.8	9.3
EV/EBITDA	1.4	1.3	1.2	1.1
P/BV(x)	11.2	8.2	10.9	9.8
Div Yield (%)	-	1.3	1.0	1.5
Net gearing (%)	165.4	148.3	185.4	249.0
ROE (%)	6.0	11.3	8.0	11.4

Source: Company, Yuanta Research

Remark: Yuanta Securities Thailand chairman is also the chairman of INTOUCH Holding PCL (INTUCH), NOK Air PCL (NOK), PTT Global Chemical PCL (PTTGC), SVI PCL (SVI), THAI COM PCL (THCOM), TKS PCL (TKS), and Thoresen Thai Agencies PCL (TTA) .

Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd is a DW issuer and may be a market maker related on this stocks as an underlying asset of our DW. As a result, investors should study a contract specification via DW prospectus report before making investment decision on this underlying asset.

Valuation

กำไรปกติจะ New high ไปเรื่อยๆ จนถึงปี 2566

เราใช้วิธี Discount Cash Flow (DCF) ในการประเมินหุ้น SUPER ที่ WACC 4.2% ด้วย Terminal growth 0% ได้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2564 ที่ 1.47 บาทต่อหุ้น มี Upside gain 69.0% เริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ" นอกจากนี้ ยังมี Upside จาก 1) โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศเวียดนาม โครงการ Loc Ninh 4 ขนาด 200 MW (160MWe) ที่เรายังไม่รวมไว้ในประมาณการ มีผลต่อราคาเป้าหมายปัจจุบันสูงถึง 0.23 บาทต่อหุ้น 2) Capacity Factor มีโอกาสดีกว่าที่เราคาด โดยที่เราให้ Capacity factor ของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่เวียดนามเพียง 17% จากปกติ 18 - 20% และโรงไฟฟ้าพลังงานลมที่ประเทศเวียดนามเฉลี่ยเพียง 27% จากปกติ 30% 3) หนี้ดอกเบี้ยจ่ายอาจต่ำกว่าที่เราคาดที่ 4.5% 4) งบลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศเวียดนามอาจต่ำกว่าที่เราคาดที่ 25 ลบ./MW จากข้อมูลของบริษัทเพียง 19.5 ลบ./MW เท่านั้น 5) โรงไฟฟ้าพลังงานขยะอีก 2 โครงการที่รอการอนุมัติ ประกอบด้วย โครงการ Phetchaburi ขนาด 8 MWe และโครงการ Nakhonsithammarat ขนาด 16 MWe เราจึงยังไม่รวมไว้ในประมาณการ และ 6) ธุรกิจผลิตและการจัดจำหน่ายน้ำเพื่ออุปโภคบริโภคทั้งน้ำดื่มที่ยังไม่รวมไว้ในประมาณการ

Figure 1: Valuation table

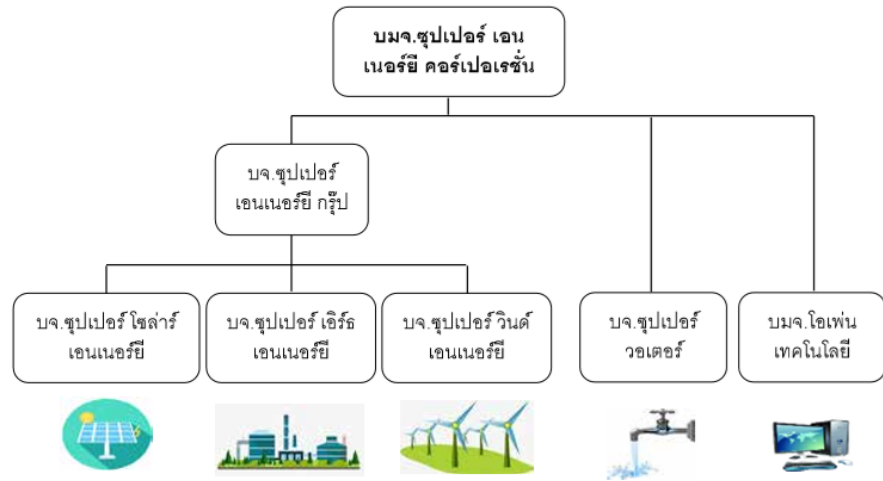
Discounted rate					
WACC	4.2%				
#of share	27,349				
	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Solar in Thailand					
OCF	2,707	2,644	2,678	2,545	2,552
Terminal growth (%)	0%				
DCF	36,125				
WTE in Thailand					
OCF	293	300	446	449	253
Terminal growth (%)	0%				
DCF	2,726				
Solar in Vietnam					
OCF	2,068	2,090	2,112	2,136	2,161
Terminal growth (%)	0%				
DCF	27,927				
Wind in Vietnam					
OCF	822	1,860	1,887	1,915	1,945
Terminal growth (%)	0%				
DCF	26,734				
Less Financial debt	60,853				
Cash	7,451				
Enterprise value	40,111				
TP 2021	1.47				

Source: Yuanta Research

ข้อมูลทั่วไปของบริษัท

บริษัท ซุปเปอร์ เอนเนอร์ยี คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจในการผลิตและจัดจำหน่ายกระแสไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน เช่น โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์, โรงไฟฟ้าพลังงานลม และโรงไฟฟ้าพลังงานขยะทั้งในประเทศและต่างประเทศ รวมทั้งเข้าลงทุนในธุรกิจอื่นๆ อาทิ การผลิตและจัดจำหน่ายน้ำเพื่อการอุปโภคและบริโภคและธุรกิจเทคโนโลยีและการสื่อสาร เป็นต้น

Figure 2: Core business lines



Source: Company

หากแบ่งธุรกิจตามหน่วยธุรกิจแล้วสามารถแบ่งออกเป็น 5 ลักษณะหลัก ดังนี้

หน่วยธุรกิจที่ 1 ผลิตและจัดจำหน่ายกระแสไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar Energy) กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมด 1,394.5 MWe มี 2 ประเทศหลัก คือ

1. **ประเทศไทย** มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าทั้งสิ้น 100 โครงการ รวมกำลังการผลิตติดตั้ง 563.6 MW และกำลังการผลิตที่ตามสัดส่วนการถือหุ้น 457.8 MWe ประกอบด้วย
 1. กลุ่มโครงการที่ได้รับค่าไฟลักษณะ Adder ที่ราคา 8.0 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง จำนวน 4 โครงการ รวมกำลังการผลิต 7 MWe ประกอบด้วย โครงการ Rootsun 1 – 3 โครงการละ 1 MWe รวม 3 MWe และโครงการ Pro solar 1 ขนาด 4 MWe
 2. กลุ่มโครงการที่ได้รับค่าไฟลักษณะ Adder ที่ราคา 6.5 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง จำนวน 2 โครงการ รวมกำลังการผลิต 5.95 MWe ประกอบด้วย โครงการ PT Drive ขนาด 5 MWe และโครงการ Green Bio ขนาด 0.95 MWe
 3. กลุ่มโครงการที่ได้รับค่าไฟลักษณะ Feed-in-Tariff (FIT) ที่ราคา 5.95 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง จำนวน 88 โครงการ รวมกำลังการผลิต 416.90 MWe
 4. กลุ่มโครงการที่ได้รับค่าไฟลักษณะ Feed-in-Tariff (FIT) ที่ราคา 4.12 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง จำนวน 6 โครงการ รวมกำลังการผลิต 28.0 MWe ประกอบด้วย โครงการ Electrica asia power (อผศ.) ขนาด 5 MWe, โครงการ Thai green (โนนสัง) ขนาด 4 MWe, โครงการ Thai green (สวนยางบ้านดินนา) ขนาด 5 MWe, โครงการ PKT green ขนาด 4 MWe, โครงการ Super solar energy ขนาด 5 MWe และโครงการ IQ good ขนาด 5 MWe

Figure 3: Solar projects in Thailand



Source: Company

2. **ประเทศเวียดนาม** มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าทั้งสิ้น 10 โครงการ รวมกำลังการติดตั้ง 1,036.7 MW และกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 936.7 MWe ประกอบด้วย
 1. กลุ่มโครงการที่ดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) ในปี 2562 จำนวน 6 โครงการ รวมกำลังการผลิต 286.7 MWe อายุสัญญาซื้อขายไฟ 20 ปีที่ราคา 0.0935 เหรียญดอลลาร์สหรัฐต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง ประกอบด้วย
 - 1) โครงการ Phan Lam ขนาด 36.7 MWe ซึ่ง COD ในเดือน พ.ค. 62
 - 2) โครงการ Binh An, Van Giao 1, Van Giao 2 และ Thinh Long รวม 4 โครงการ โครงการละ 50.0 MWe รวมขนาด 200.0 MWe ซึ่ง COD ในเดือน มิ.ย. 62
 - 3) โครงการ Sinenergy Ninh Thuan ขนาด 50.0 MWe ซึ่ง COD ในเดือน ธ.ค. 62
 2. กลุ่มโครงการที่ดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) ในปลายเดือน ธ.ค. 63 จำนวน 4 โครงการ รวมกำลังการผลิต 650.0 MWe ที่ราคา 0.0709 เหรียญดอลลาร์สหรัฐต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง ประกอบด้วย
 - 1) โครงการ Loc Ninh 1 กำลังการติดตั้ง 200.0 MW และกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 140.0 MWe
 - 2) Loc Ninh 2 กำลังการติดตั้งและกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 200.0 MWe
 - 3) Loc Ninh 3 กำลังการติดตั้งและกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 150.0 MWe
 - 4) Loc Ninh 4 กำลังการติดตั้ง 200.0 MW และกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 160.0 MWe (ยังไม่รวมไว้ในประมาณการ)

Figure 4: Solar projects in Vietnam



Source: Company

หน่วยธุรกิจที่ 2 ผลิตและจัดจำหน่ายกระแสไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานลม (Wind Energy) กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมด 421.0 MWe โดยเข้าลงทุนที่ประเทศเวียดนามเพียงประเทศเดียว แบ่งตามลักษณะได้ 2 ประเภท คือ

1. โครงการพลังงานลมในทะเล (Offshore) มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าทั้งสิ้น 2 โครงการ รวมกำลังการผลิตและกำลังการผลิตที่ตามสัดส่วนการถือหุ้น 171.0 MWe อายุสัญญาซื้อขายไฟ 20 ปีที่ราคา 0.098 เหรียญดอลลาร์สหรัฐต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง ซึ่ง COD ใน 4Q64 ประกอบด้วย โครงการ Soc Trang ขนาด 30.0 MWe และโครงการ Bac Lieu ขนาด 141.0 MWe
2. โครงการพลังงานลมบนพื้นดิน (Onshore) มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าทั้งสิ้น 2 โครงการ รวมกำลังการผลิตและกำลังการผลิตที่ตามสัดส่วนการถือหุ้น 250.0 MWe ตามลำดับ อายุสัญญาซื้อขายไฟ 20 ปีที่ราคา 0.085 เหรียญดอลลาร์สหรัฐต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง ประกอบด้วย โครงการ Phu Yen ขนาด 200.0 MWe ซึ่ง COD ใน 4Q64 และโครงการ Gia Lai ขนาด 50.0 MWe ซึ่ง COD ใน 1Q64

Figure 5: Wind projects in Vietnam



Source: Company

Figure 6: Wind projects in Vietnam



Source: Company

หน่วยธุรกิจที่ 3 ผลิตและจัดจำหน่ายกระแสไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานขยะ (Waste Energy)

กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมด 39.0 MWe โดยเข้าลงทุนที่ประเทศไทยเพียงประเทศเดียว มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าทั้งสิ้น 4 โครงการ รวมกำลังการติดตั้ง 45.9 MW และกำลังการผลิตที่ตามสัดส่วนการถือหุ้น 39.0 MWe ประกอบด้วย

1. กลุ่มโครงการที่ได้รับค่าไฟลักษณะ Adder ที่ราคา 3.50 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง จำนวน 2 โครงการ รวมกำลังการผลิต 17.0 MWe อายุสัญญาซื้อขายไฟ 5 ปี ประกอบด้วย โครงการ Green power energy ขนาด 9.0 MWe ซึ่ง COD ในเดือน มิ.ย.61 และโครงการ Super earth energy (SEE6) ขนาด 8.0 MWe ซึ่ง COD ในเดือน เม.ษ.63
2. กลุ่มโครงการที่ได้รับค่าไฟลักษณะ Feed-in-Tariff (FiT) จำนวน 2 โครงการ รวมกำลังการผลิต 22.0 MWe อายุสัญญาซื้อขายไฟ 20 ปี ประกอบด้วย โครงการ Nongkhai ขนาด 6.0 MWe สัญญาราคาซื้อขายไฟที่ 5.08 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง ซึ่ง COD ใน 4Q64 และโครงการ Nongkhai ขนาด 16.0 MWe สัญญาราคาซื้อขายไฟที่ 3.66 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง ซึ่ง COD ใน 4Q65

นอกจากนี้ มีอีก 2 โครงการที่รอการอนุมัติ ประกอบด้วย โครงการ Phetchaburi ขนาด 8 MWe และโครงการ Nakhonsithammarat ขนาด 16 MWe เรายังไม่รวมไว้ในประมาณการ

Figure 7: WTE projects in Thailand



Source: Company

หน่วยธุรกิจที่ 4 ผลิตและจัดจำหน่ายน้ำเพื่ออุปโภคบริโภค มี 4 โครงการหลักที่เราไม่ได้รวมไว้ในประมาณการ คือ

- 1) จัดจำหน่ายให้ บริษัท อมตะ วอเตอร์ จำกัด ปริมาณน้ำที่จำหน่าย 5 ล้าน ลบ.ม. ต่อปี ที่ราคา 7.20 บาทต่อหน่วย เป็นระยะเวลา 25 ปี
- 2) จัดจำหน่ายให้ องค์การบริหารส่วนตำบลชัยมงคล ไม่มีขึ้นค่าในการจำหน่ายน้ำ ที่ราคา 5.50 – 21.37 บาทต่อหน่วย เป็นระยะเวลา 30 ปี
- 3) จัดจำหน่ายให้ นิคมอุตสาหกรรม สมุทรสาคร ปริมาณน้ำที่จำหน่าย 3,000 ลบ.ม. ต่อวัน ที่ราคา 18.00 บาทต่อหน่วย เป็นระยะเวลา 2 ปี
- 4) จัดจำหน่ายให้ การประปาส่วนภูมิภาค จังหวัดภูเก็ต ปริมาณน้ำที่จำหน่าย 10,200 ลบ.ม. ต่อวัน ที่ราคา 11.35 – 13.00 บาทต่อหน่วย เป็นระยะเวลา 5 ปี

Figure 8: Water projects in Thailand



Source: Company

หน่วยธุรกิจที่ 5 เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (Information & Communications

Technology) ดำเนินธุรกิจในการพัฒนา, บริการบำรุงรักษาอุปกรณ์คอมพิวเตอร์, จัดหาบุคลากร และให้คำปรึกษาด้านธุรกิจให้เหมาะกับลักษณะกลุ่มลูกค้าต่างๆ อาทิ กลุ่มสถาบันการเงิน กลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มภาครัฐและรัฐวิสาหกิจ เป็นต้น ซึ่งเราไม่ได้รวมไว้ในประมาณการ

เวียดนามเปลี่ยนชีวิต

ปี 2563 สัดส่วนรายได้เริ่มเปลี่ยนไป มีกำไรจากโครงการที่ COD เมื่อปี 2562

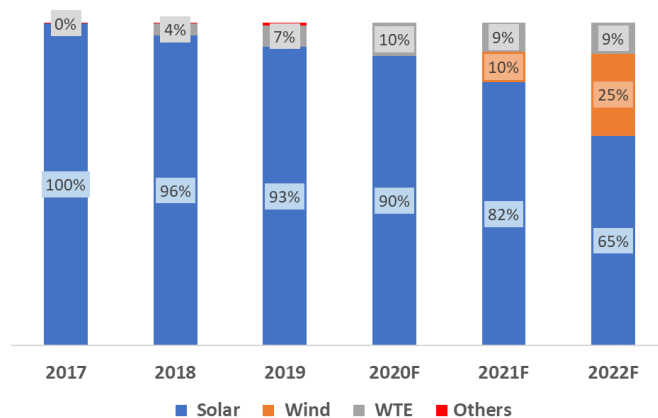
เดิมแหล่งรายได้ส่วนใหญ่ของ SUPER มาจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และประเทศไทยเพียงประเทศเดียว โดยในปี 2561 มีสัดส่วนรายได้ที่มาจากแสงอาทิตย์สูงถึง 96% และมาจากประเทศไทยเพียงเท่านั้น ซึ่งความผันผวนและการพึ่งพาของแหล่งรายได้จะทยอยลดลง ภายหลังจากการเข้าลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศเวียดนาม ที่เริ่มทยอยดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) ตั้งแต่ปี 2562 รวมจำนวน 6 โครงการ รวมกำลังการผลิต 287 MWe แบ่งเป็น

- 1) โครงการ Phan Lam กำลังการผลิต 37 MWe อายุสัญญา 20 ปี ซึ่ง COD ไปเมื่อเดือน พ.ค. 62
- 2) โครงการ Binh An (50MWe), Van Giao 1 (50MWe), Van Giao 2 (50MWe) และ Thinh Long (50MWe) รวมกำลังการผลิต 200 MWe อายุสัญญา 20 ปี ซึ่ง COD ไปเมื่อเดือน มิ.ย. 62
- 3) โครงการ Sinenergy Nunh Thuan กำลังการผลิต 50 MWe อายุสัญญา 20 ปี ซึ่ง COD ไปเมื่อเดือน ธ.ค. 62

ทำให้สัดส่วนรายได้จากประเทศไทยลดลงเป็น 94% แต่มีสัดส่วนรายได้เพิ่มขึ้นจากประเทศเวียดนามราว 6% ในปี 2562 และจะเพิ่มขึ้นเป็น 19% ในปี 2563 จากการรับรู้รายได้โรงไฟฟ้า จำนวน 6 โครงการนี้เต็มปีเป็นปีแรก

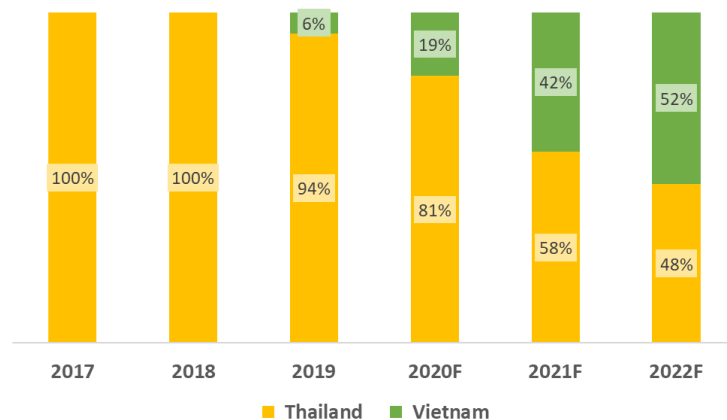
ด้านสัดส่วนรายได้ตามลักษณะธุรกิจจากเดิมที่กว่า 90% มาจากพลังงานแสงอาทิตย์จะเริ่มมีสัดส่วนลดลงเป็น 90%, 82% และ 65% ในปี 2563 – 2565 ตามลำดับ ตามสัดส่วนของพลังงานลมที่เพิ่มขึ้น

Figure 9: Revenue breakdown by business units



Source: Company, Yuanta Research

Figure 10: Revenue breakdown by geography



Source: Company, Yuanta Research

ปี 2564 โดกระโดดจากโครงการที่สร้างเสร็จในปี 2563

ในปี 2563 มีกำลังการผลิตใหม่เพิ่มขึ้นอีก 3 โครงการจากประเทศเวียดนาม รวมกำลังการผลิตทั้งหมด 490 MWe ซึ่ง จะ COD ในวันที่ 31 ธ.ค. 63 แบ่งเป็น 1) โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการ Loc Ninh 1 กำลังการผลิต 200 MW ด้วยสัดส่วนการถือหุ้นที่ 70% ทำให้กำลังการผลิตสุทธิอยู่ที่ 140 MWe และ 2) โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการ Loc Ninh 2 (200 MW) และ Loc Ninh 3 (150 MW) ด้วยสัดส่วนการถือหุ้น 100% ทั้ง 2 โครงการทำให้รวม กำลังการผลิตสุทธิอยู่ที่ 350 MWe นอกจากนี้มี Upside จากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการ Loc Ninh 4 กำลังการผลิต 200 MW ด้วยสัดส่วนการถือหุ้นที่ 80% ทำให้กำลังการผลิตสุทธิอยู่ที่ 160 MWe ที่เรายังไม่รวมไว้ใน ประมาณการ เนื่องจากรอความชัดเจนของสัญญา

สัดส่วนรายได้ในปี 2564 จะเปลี่ยนแปลงอย่างชัดเจน เป็นผลมาจากการรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ คาดจะ COD ภายในปลายเดือน ธ.ค. 63 จำนวน 3 โครงการข้างต้น รวมกำลังการผลิตทั้งหมด 490 MW ทำให้ปี 2564 จะเป็นปีที่รับรู้รายได้จากโครงการดังกล่าวเต็มปีเป็นปีแรก อีกทั้งยังมีโรงไฟฟ้าพลังงานลม คาดจะ COD ได้ ภายใน 1Q - 4Q64 อีก 4 โครงการ รวมกำลังการผลิตทั้งหมด 421 MWe คือ โครงการ Soc Trang (30 MWe), Bac Lieu (141MWe), Phu Yen (200 MWe) และ Gia Lai (50 MWe)

Figure 11: Solar projects in Vietnam

Solar Project Name	Loc Ninh1	Loc Ninh2	Loc Ninh3	Loc Ninh4	Total
Project Company	LOC NINH ENERGY JSC	LOC NINH 2 ENERGY JSC	LOC NINH 3 ENERGY JSC	LOC NINH 4 ENERGY JSC	
% of shareholding	70%	100%	100%	80%	
Capacity(MWp)	200	200	150	200	750 MWp
Location	Lộc Thuận, Lộc Tấn, Lộc Ninh District, Binh Phuoc Province				
Off Taker	Electricity of Vietnam(EVN)				
PPA	No. 06/2019/HĐ-NMĐMT - LOC NINH 1 dated 29 June 2019	No. 06/2019/HĐ-NMĐMT - LOC NINH 2 dated 29 June 2019	No. 06/2019/HĐ-NMĐMT - LOC NINH 3 dated 29 June 2019	No. 06/2019/HĐ-NMĐMT - LOC NINH 4 dated 29 June 2019	
waiting for new Tariff					
Power Purchase Tariff *estimated**	7.09 UScents/kWh				
Duration of PPA	20 years from COD				
Target COD date	within 31 December 2020				
Investment**estimated**(MB)	3,190	4,480	3,360	3,584	14,614
Equity portion(25%)(MB)	655	936	702	748	3,653
Debt portion(75%)(MB)	1,965	2,808	2,106	2,246	10,960
Revenue per year(MB)	466	665	499	532	2,163

Source: Company

Figure 12: Wind projects in Vietnam

Wind Project Name	Soc Trang	Bac Lieu	HBRE-Phu Yen	HBRE-Gia Lai
Project Company	Super Wind CongLy SocTrang JSC	Super Wind CongLy BacLieu JSC	HBRE Phu Yen JSC	HBRE Gia Lai JSC
Capacity	30 MWp	141 MWp	200 MWp	50 MWp
Location	Soc Trang Province	Bac Lieu Province	Phu Yen Province	Gia Lai Province
Off Taker	EVN	EVN	EVN	EVN
PPA	November 30, 2018	January 18, 2019	In Process	In Process
Power Purchase Tariff	9.8 UScents/kWh	9.8 UScents/kWh*	8.5 UScents/kWh	8.5 UScents/kWh
Duration of PPA	20 years from COD	20 years from COD	20 years from COD	20 years from COD
Target COD date	Q4 2021	Q4 2021	Q4 2021	Q4 2021
Expected Revenue/Yr	300MB	1,500MB	1,700MB	380MB

Source: Company

กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นเป็นเท่าตัวภายใน 3 ปี

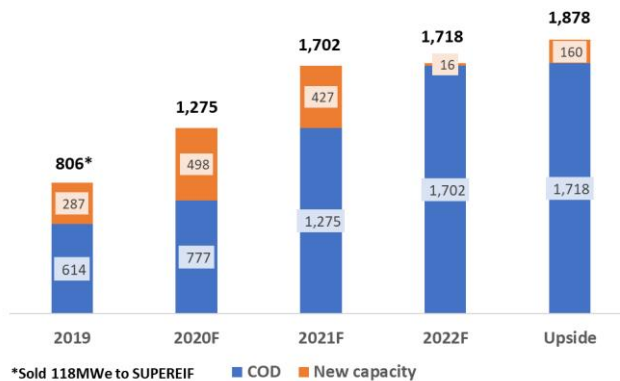
ในปี 2562 มีกำลังการผลิตที่ดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) ไปแล้ว 614 MWe โดยบริษัทตัดสินใจขายโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บางส่วนให้กับกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน SUPEREIF จำนวน 19 โครงการ กำลังการผลิตทั้งหมด 118 MWe แต่บริษัทตัดสินใจลงทุนในกองทุนดังกล่าวเช่นกัน คิดเป็นสัดส่วนราว 20% หรือคิดเป็นสัดส่วนกำลังการผลิตตามสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่ 24 MWe เท่ากับมีกำลังการผลิตลดลง 94 MWe และการขายเงินลงทุน 33% ในบริษัท IAE ไปเมื่อเดือน ม.ค. 63 กำลังการผลิตรวม 29MWe เท่ากับมีกำลังการผลิตลดลงทั้งสิ้น 123MWe แต่ชดเชยด้วยการ COD ของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศเวียดนามรวมจำนวน 6 โครงการ กำลังการผลิตรวม 287 MWe ซึ่งมากกว่ากำลังการผลิตที่ลดลง และรับรู้รายได้เต็มในปี 2563 อีกทั้งยังมีโรงไฟฟ้าพลังงานขยะโครงการ SEE6 กำลังการผลิต 8 MWe ที่เริ่ม COD ใน 2Q63 ทำให้กำไรปกติปี 2563 ยังเติบโตได้อีก 44.5%

นอกจากนี้กำลังการผลิตจากโครงการ Loc Ninh 1 – 3 รวมกำลังการผลิตทั้งหมด 490 MWe แม้ว่าตามแผนจะ COD ในวันที่ 31 ธ.ค. 2563 แต่คาดว่าจะมีการเริ่มจ่ายไฟบางส่วนตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. ซึ่งเป็นรายได้ส่วนที่เพิ่มที่ยังไม่รวมในประมาณการรายได้ปี 2563 หากการ COD โครงการ Loc Ninh เป็นไปตามแผนจะส่งผลให้กำลังการผลิต ณ สิ้นปี 2563 เพิ่มขึ้นเป็น 1,275 MWe (+58.2%YoY) และจะสร้างรายได้เต็มปีในปี 2564

ในปี 2564 นอกจากจะเป็นปีที่มีการรับรู้รายได้จากโครงการ Loc Ninh 1-3 เต็มปีแล้ว ยังถึงกำหนดการทยอย COD ของโรงไฟฟ้าพลังงานลมในเวียดนามอีก 4 โครงการขนาดรวม 421MWe คือ 1) โครงการ Soc Trang ขนาด 30 MWe คาด COD ใน 4Q64 2) โครงการ Bac Lieu ขนาด 141 MWe คาด COD ใน 4Q64 3) โครงการ Phu Yen ขนาด 200 MWe คาด COD ใน 4Q64 และ 4) โครงการ Gia Lai ขนาด 50 MWe คาด COD ใน 1Q64 รวมจำนวน 4 โครงการ และยังมีโรงไฟฟ้าพลังงานขยะ โครงการ Nongkhai กำลังการผลิต 6 MWe ทำให้กำลังการผลิต ณ สิ้นปี 2564 เพิ่มขึ้นเป็น 1,702 MWe (+33.5%YoY) ซึ่งทั้งหมดจะรับรู้รายได้เต็มปีในปี 2565 ทำให้ปี 2565 กำไรยังทำ New high ได้ต่อ

นอกจากนี้ปี 2565 ยังได้แรงหนุนจากโรงไฟฟ้าพลังงานขยะ โครงการ Nonhaburi กำลังการผลิต 16 MWe ทำให้กำลังการผลิตในมือ ณ สิ้นปี 2565 อยู่ที่ 1,718 MWe หรือคิดเป็น CAGR +28.7% ภายในระยะเวลา 3 ปี (2562 – 2565) และมี Upside จากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการ Loc Ninh 4 กำลังการผลิต 160 MWe ที่เรายังไม่รวมไว้ในประมาณการ หนุนกำลังการผลิตสู่ 1,878 MWe ซึ่งคาดว่าจะเริ่มก่อสร้างได้ภายใน 1H64

Figure 13: Capacity growth



Source: Company, Yuanta Research

Figure 14: COD timeline



Source: Company, Yuanta Research

ผลประกอบการ

2Q63 โตทั้ง QoQ และ YoY

แนวโน้มกำไรปกติใน 2Q63 คาดอยู่ในระดับ 400 – 500 ลบ. เติบโตทั้ง QoQ จากการ 1) เริ่มรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานขยะ โครงการ SEE6 ขนาด 8 MWe ที่ COD ไปเมื่อสิ้นเดือน เม.ษ. 63 2) รับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการ Thinh Long ขนาด 50 MWe ประเทศเวียดนาม เต็มไตรมาสเป็นไตรมาสแรก ภายหลังจากดำเนินการปรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นเสร็จเรียบร้อยใน 1Q63 และหนุนาการเติบโต YoY จากการรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการ Phan Lam (37MWe), Binh An (50MWe), Van Giao 1 (50MWe) และ Van Giao 2 (50MWe) ประเทศเวียดนาม รวม 4 โครงการ รวมขนาด 187 MWe ซึ่งทยอย COD และรับรู้รายได้ตั้งแต่เดือน พ.ค. 62

2H63 ยังเติบโตต่อ QoQ และ YoY ทุกไตรมาส

แนวโน้มกำไรปกติใน 2H63 ยังเติบโตต่อเนื่อง QoQ จากการ 1) เริ่มรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการ Sinenergy Ninh Thuan ขนาด 50 MWe ประเทศเวียดนาม ที่คาดว่าจะเริ่มรับรู้รายได้ในภายใน 2Q – 3Q63 ภายหลังจากดำเนินการปรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นเสร็จเรียบร้อย และ 2) รับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานขยะ โครงการ SEE6 ขนาด 8 MWe เต็มไตรมาสเป็นไตรมาสแรก หลังจาก COD ไปเมื่อสิ้นเดือน เม.ษ. 63 และหนุนาการเติบโต YoY จากการ 1) รับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการ Thinh Long (50 MWe) และ Sinenergy Ninh Thuan (50 MWe) รวมขนาด 100 MWe ซึ่งเริ่มรับรู้รายได้ใน 1Q63 และ 2Q – 3Q63 ตามลำดับ และ 2) รับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานขยะ โครงการ SEE6 (8 MWe) ซึ่ง COD ไปเมื่อสิ้นเดือน เม.ษ. 63

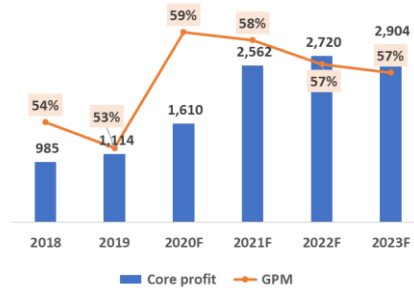
กำไรปกติโตสูงและทำ New high ถึงปี 2566

ปี 2563: แนวโน้มกำไรปกติในปี 2563 คาดที่ 1,610 ลบ. (+44.5%YoY) ได้รับแรงหนุนจากการ 1) รับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทย 4 โครงการที่ COD แล้วตั้งแต่ปี 2562 รวมขนาด 187 MWe เต็มปี 2) เริ่มรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการ Thinh Long ขนาด 50 MWe และ โครงการ Sinenergy Ninh Thuan ขนาด 50 MWe ประเทศเวียดนาม ซึ่ง COD ไปเมื่อเดือน มิ.ย. – ธ.ค. 62 แต่เพิ่งเริ่มรับรู้รายได้บางส่วนใน 1Q63 และจะรับรู้เต็มทีใน 3Q63 เป็นต้นไป เนื่องจากติดเรื่องการปรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นทำให้การรับรู้รายได้เลื่อนมาจากปี 2562 และ 3) เริ่มรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานขยะ โครงการ Super earth energy (SEE6) ขนาด 8 MWe ที่ COD ไปเมื่อสิ้นเดือน เม.ษ 63

ปี 2564: คาดกำไรเติบโตก้าวกระโดดถึง 59.2% YoY เป็น 2,562 ลบ. จากการรับรู้กำไรจากโครงการ Loc Ninh 1 – 3 ในประเทศเวียดนามขนาดกำลังการผลิตรวม 490MWe เต็มปีเป็นปีแรก และเริ่มทยอยรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานลม โครงการ Gia Lai ขนาด 50 MWe คาดจะ COD ใน 1Q64, โครงการ Soc Trang (30MWe), Bac Lieu (141MWe) และ Phu Yen (200MWe) รวมขนาด 371 MWe คาดจะ COD ใน 4Q64 หากการดำเนินงานเป็นไปตามแผนจะทำให้กำลังการผลิต ณ สิ้นปี 2564 อยู่ที่ 1,702 MWe แบ่งเป็นกำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทยสัดส่วน 28% กำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศเวียดนามสัดส่วน 46% กำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าพลังงานลมในประเทศเวียดนามคิดเป็น 25% และกำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าพลังงานขยะในประเทศไทยคิดเป็น 1% ของกำลังการผลิตทั้งหมด

แม้ GPM ของโรงไฟฟ้าพลังงานลมที่ประเทศเวียดนามจะต่ำกว่า GPM ของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศเวียดนาม แต่ยังสูงกว่า GPM ของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทย ส่งผลให้ GPM ของบริษัทขยับขึ้นเป็น 57-59% จากเดิมที่ 53 – 54% เท่านั้น

Figure 15: Core profit & GPM

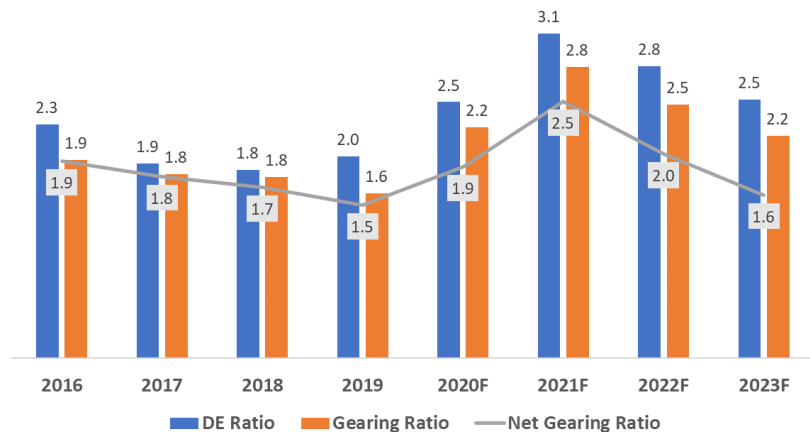


Source: Company, Yuanta Research

ฐานะทางการเงิน ได้ประโยชน์ดอกเบี้ยขาลง

DE Ratio และ Net Gearing Ratio มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเป็น 2.5x และ 1.9x ในปี 2563 และจะสูงที่สุดในปี 2564 ที่ 3.1x และ 2.5x ตามลำดับ จากการลงทุนโครงการใหญ่ๆ อย่างต่อเนื่อง ทั้งโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ และลมที่ประเทศเวียดนาม ใช้เงินลงทุนทั้งหมดราว 25,000 ลบ. ซึ่งปัจจุบันบริษัทมีความพร้อมเรื่องเงินลงทุนแล้ว โดยได้รับการสนับสนุนจากทั้งสถาบันการเงินในประเทศและต่างประเทศ ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่เป็นขาลงและโครงการยังอยู่ระหว่างก่อสร้าง ซึ่งจะต้องใช้เงินชำระแก่ผู้รับเหมางาน EPC 6 เดือนหลังจาก COD ทำให้มีโอกาสที่อัตราดอกเบี้ยอาจต่ำกว่าที่เราคาดไว้ที่ 4.5% ได้ อย่างไรก็ตามอัตราส่วน DE Ratio และ Net Gearing ratio ยังอยู่ในระดับที่เป็นปกติสำหรับธุรกิจโรงไฟฟ้า แต่เมื่อโรงไฟฟ้าที่อยู่ระหว่างพัฒนาทยอย COD ครบถ้วน และรับรู้รายได้เต็มที่ในปี 2565 อัตราส่วนทั้ง 2 จะลดลงเป็น 2.8x และ 2.0x ตามลำดับ

Figure 16: DE Ratio, Gearing Ratio & Net Gearing Ratio



Source: Company, Yuanta Research

ประมาณการยังมี Upside risk

- 1) เงินลงทุนต่อ MW ของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในเวียดนามอาจต่ำกว่าที่คาดเรคาดที่ 25 ลบ./MW ขณะที่บริษัทตั้งเป้าเพียง 19.5ลบ./MW ทำให้ GPM อาจดีกว่าคาด
- 2) Capacity factor ของพลังงานลมและพลังงานแสงอาทิตย์ที่อาจสูงกว่าที่เรคาดไว้ที่ 27% และ 17% ตามลำดับ
- 3) ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของโครงการ Loc Ninh อาจต่ำกว่าที่คาดได้เพราะเป็นโครงการในพื้นที่เดียวกันจึงมีค่าใช้จ่ายหลายอย่างร่วมกันได้
- 4) อัตราดอกเบี้ยที่อาจต่ำกว่าที่เรคาดไว้ที่ 4.5%
- 5) โครงการ Loc Ninh 4 ขนาด 200 MW (160MWe) ที่เรายังไม่รวมไว้ในประมาณการ มีผลต่อราคาเป้าหมายปัจจุบันสูงถึง 0.23 บาทต่อหุ้น
- 6) โรงไฟฟ้าพลังงานขยะอีก 2 โครงการที่รอการอนุมัติ ประกอบด้วย โครงการ Phetchaburi ขนาด 8 MWe และโครงการ Nakhonsithamarat ขนาด 16 MWe เราจึงยังไม่รวมไว้ในประมาณการ
- 7) ธุรกิจผลิตและการจัดจำหน่ายน้ำเพื่ออุปโภคบริโภคทั้งน้ำดิบที่ยังไม่รวมไว้ในประมาณการ

ความเสี่ยง

1. การเปลี่ยนแปลงและความผันผวนของสภาพภูมิอากาศ อาทิ ภัยพิบัติ ค่าความเข้มแสงอาทิตย์
2. ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งอาจส่งผลให้รายได้หรือต้นทุนการผลิตเปลี่ยนแปลง
3. การหาแหล่งเชื้อเพลิงสำหรับการผลิตของโรงไฟฟ้าพลังงานขยะ ทั้งด้านราคาและคุณภาพ
4. การส่งเสริมภาคเอกชนร่วมลงทุนในอุตสาหกรรมโรงไฟฟ้าและสาธารณูปโภค ส่งผลการแข่งขันสูงขึ้นซึ่งอาจมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าไฟและผลตอบแทนในอนาคต
5. ความเสี่ยงเชิงนโยบายกฎหมาย และกฎระเบียบทั้งในและต่างประเทศ

Balance Sheet

Year as of Dec (THB mn)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Cash & ST investment	341	1,844	2,126	7,750	7,457
Inventories	16	32	29	26	38
Accounts receivable	935	1,241	1,243	1,262	1,824
Others	110	136	2,030	590	852
Current assets	1,402	3,254	5,428	9,628	10,171
LT investments	1,131	1,128	1,092	1,057	1,023
Net fixed assets	43,189	42,835	44,219	57,019	76,011
Others	1,133	2,406	3,414	1,228	4,284
Other assets	15	27	1,554	1,554	1,554
Total assets	46,871	49,650	55,706	70,485	93,043
Accounts payable	1,625	1,068	5,600	4,971	7,255
ST borrowings	5,093	3,662	3,290	1,990	2,307
Others	86	96	139	-	-
Current liabilities	6,803	4,826	9,029	6,961	9,563
Long-term debts	23,834	27,220	26,811	43,283	61,037
Others	11	48	1,008	-	-
Long-term liabilities	23,845	27,269	27,819	43,283	61,037
Total liabilities	30,648	32,095	36,848	50,244	70,600
Paid-in capital	2,735	2,735	2,735	2,735	2,735
Capital surplus	9,007	9,007	9,026	9,026	9,026
Retained earnings	983	2,026	3,863	5,246	7,448
Others	(1)	(15)	(149)	(149)	(149)
Shareholders' equity	12,725	13,753	15,475	16,858	19,059
Total Equity	16,223	17,555	18,858	20,241	22,443

Source: Company data, Yuanta Research

Cash Flow

Year to Dec (THB mn)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Net profit	1,284	481	569	1,028	1,195
Depr & amortization	1,903	1,987	2,170	2,316	3,408
Change in working cap.	696	(1,390)	(1,208)	(748)	1,482
Others	1,557	2,168	2,294	582	1,367
Operating cash flow	5,440	3,246	3,825	3,178	7,453
Capex	(4,678)	(2,283)	(4,722)	(15,117)	(25,140)
Change in LT inv.	(0)	(2)	(3,169)	1,450	-
Change in other assets	131	81	3,789	-	-
Investment cash flow	(4,547)	(2,203)	(4,102)	(13,667)	(25,140)
Change in share capital	-	-	-	-	-
Net change in debt	694	1,944	2,597	16,339	17,755
Other adjustments	(1,396)	(1,486)	(2,037)	(227)	(361)
Financing cash flow	(702)	458	560	16,112	17,394
Impact from changes in FX rate	-	-	-	-	-
Net cash flow	192	1,501	282	5,623	(293)
Free cash flow	338	1,839	2,121	7,745	7,451

Source: Company data, Yuanta Research

Profit and Loss

Year to Dec (THB mn)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Sales	5,510	5,729	6,246	6,344	9,167
Cost of goods sold	2,385	2,628	2,947	2,616	3,818
Gross profit	3,125	3,102	3,299	3,728	5,349
Operating expenses	421	509	569	509	682
Operating profit	2,704	2,592	2,729	3,219	4,666
Interest income	-	-	-	-	-
Interest expense	(1,454)	(1,457)	(1,495)	(1,486)	(1,915)
Net interest	(1,454)	(1,457)	(1,495)	(1,486)	(1,915)
Net Invst.Inc.(loss)	64	84	92	80	80
Net oth non-op.Inc.(loss)	74	49	130	-	-
Net extraordinaries	146	12	1,201	-	-
Pretax income	1,534	1,280	2,657	1,813	2,831
Income taxes	(23)	(6)	(283)	(2)	(3)
Net profit	1,512	1,274	2,374	1,812	2,828
Minority interest	227	229	237	202	266
Net profit attributable to the parent	1,284	1,045	2,137	1,610	2,562
EBITDA	4,891	4,725	6,322	5,616	8,155
EPS (THB)	0.05	0.04	0.08	0.06	0.09


Source: Company data, Yuanta Research

Key Ratios

Year to Dec	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Growth (% YoY)					
Sales	52.6	4.0	9.0	1.6	44.5
Op profit	75.1	(8.4)	51.7	(20.5)	43.9
EBITDA	58.8	(3.4)	33.8	(11.2)	45.2
Net profit	255.2	(18.6)	104.4	(24.7)	59.2
EPS	255.2	(18.6)	104.4	(24.7)	59.2
Profitability (%)					
Gross margin	56.7	54.1	52.8	58.8	58.3
Operating margin	54.2	47.8	66.5	52.0	51.8
EBITDA margin	88.8	82.5	101.2	88.5	89.0
Net profit margin	23.3	18.2	34.2	25.4	27.9
ROA	2.7	2.1	3.8	2.3	2.8
ROE	7.9	6.0	11.3	8.0	11.4
Stability					
Gross debt/equity (%)	188.9	182.8	195.4	248.2	314.6
Net cash (debt)/equity (%)	176.2	165.4	148.3	185.4	249.0
Int coverage (X)	1.9	1.8	1.8	2.2	2.4
Int & ST debt cover (X)	0.4	0.5	0.6	0.9	1.1
Cash flow int cover (X)	3.7	2.2	2.6	2.1	3.9
Cash flow/int & ST debt (X)	0.8	0.6	0.8	0.9	1.8
Current ratio (X)	0.2	0.7	0.6	1.4	1.1
Quick ratio (X)	0.2	0.7	0.6	1.4	1.1
Net debt (THBmn)	28,585	29,038	27,975	37,523	55,888
BVPS (THB)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
Valuation Metrics (x)					
P/E	18.5	22.8	11.1	14.8	9.3
P/FCF	4.4	7.3	6.2	7.5	3.2
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
P/EBITDA	4.9	5.0	3.8	4.2	2.9
P/S	4.3	4.2	3.8	3.8	2.6

Source: Company data, Yuanta Research






Corporate Governance Report Rating (CG Score)

													
AAV	BAY	CNT	EASTW	HARN	KKP	MCOT	PCSGH	PSL	SABINA	SENA	TCAP	TOA	U
ADVANC	BCP	COL	ECF	HMPRO	KSL	MFEC	PDJ	PTG	SAMART	SIS	THAI	TOP	UAC
AIRA	BCPG	COMAN	EGCO	ICC	KTB	MINT	PG	PTT	SAMTEL	SITHAI	THANA	TRC	UV
AKP	BOL	CPALL	GBX	ICHI	KTC	MONO	PHOL	PTTEP	SAT	SNC	THANI	TRU	VGI
AKR	BRR	CPF	GC	III	KTIS	MTC	PJW	PTTGC	SC	SORKON	THCOM	TRUE	VIH
AMA	BTS	CPI	GCAP	ILINK	LH	NCH	PLANB	PYLON	SCB	SPALI	THIP	TSC	WACOAL
AMATA	BTW	CPN	GEL	INTUCH	LHFG	NCL	PLANET	Q-CON	SCC	SPI	THREL	TSR	WAVE
AMATAV	BWG	CSS	GFPT	IRPC	LIT	NKI	PORT	QH	SCCC	SPRC	TIP	TSTH	WHA
ANAN	CFRESH	DELTA	GGC	IVL	LPN	NSI	PPS	QTC	SCN	SSSC	TISCO	TTA	WHAUP
AOT	CHEWA	DEMCO	GOLD	JKN	MAKRO	NVD	PR9	RATCH	SDC	STA	TK	TTCL	WICE
AP	CHO	DRT	GPSC	JSP	MALEE	NYT	PREB	ROBINS	SEAFCO	STEC	TKT	TTW	WINNER
ARROW	CK	DTAC	GRAMMY	K	MBK	OISHI	PRG	RS	SEAOIL	SVI	TMB	TU	
BAFS	CKP	DTC	GUNKUL	KBANK	MBKET	OTO	PRM	S	SE-ED	SYNTEC	TMILL	TVD	
BANPU	CM	EA	HANA	KCE	MC	PAP	PSH	S & J	SELIC	TASCO	TNDT	TVO	

													
2S	ASIMAR	BLA	DCC	FVC	J	LOXLEY	NINE	PRINC	SFP	SSC	TEAM	TNR	UP
ABM	ASK	BPP	DCON	GENCO	JAS	LRH	NOBLE	PSTC	SIAM	SSF	TEAMG	TOG	UPF
ADB	ASN	BROOK	DDD	GJS	JCK	LST	NOK	PT	SINGER	SST	TFG	TPA	UPOIC
AF	ASP	CBG	DOD	GL	JCKH	M	NTV	QLT	SIRI	STANLY	TFMAMA	TPAC	UT
AGE	ATP30	CEN	EASON	GLOBAL	JMART	MACO	NWR	RCL	SKE	STPI	THG	TPBI	UWC
AH	AUCT	CENDEL	EGL	GLOW	JMT	MAJOR	OCC	RICHY	SKR	SUC	THRE	TPCORP	VNT
AHC	AYUD	CGH	EE	GULF	JWD	MBAX	OGC	RML	SKY	SUN	TIPCO	TPOLY	WIJK
AIT	B	CHG	EPG	HPT	KBS	MEGA	ORI	RWI	SMIT	SUSCO	TITLE	TRITN	XO
ALLA	BA	CHOTI	ERW	HTC	KCAR	METCO	OSP	S11	SMK	SUTHA	TIW	TRT	YUASA
ALT	BBL	CHOW	ESTAR	HYDRO	KGI	MFC	PATO	SAAM	SMPC	SWC	TKN	TSE	ZEN
AMANAHA	BDMS	CI	ETE	IVN	KIAT	MK	PB	SALEE	SMT	SYMC	TKS	TSTE	ZMICO
AMARIN	BEC	CIMBT	FLOYD	IFS	KOOL	MODERN	PDG	SAMCO	SNP	SYNEX	TM	TVI	
APCO	BEM	CNS	FN	INET	KWC	MOONG	PDI	SANKO	SONIC	T	TMC	TVT	
APSC	BFIT	COLOR	FNS	INSURE	KWM	MPG	PL	SAPPE	SPA	TACC	TMD	TWP	
AQUA	BGC	COM7	FORTH	IRC	L&E	MSC	PLAT	SAWAD	SPC	TAE	TMI	TWPC	
ARIP	BGRIM	COTTO	FPI	IRCP	LALIN	MTI	PM	SCG	SPGC	TAKUNI	TMT	UBIS	
ASAP	BIZ	CRD	FPT	IT	LANNA	NEP	PPP	SCI	SPVI	TBSP	TNITY	UEC	
ASIA	BJC	CSC	FSMART	TID	LDC	NETBAY	PRECHA	SCP	SR	TCC	TNL	UMI	
ASIAN	BJCHI	CSP	FSS	ITEL	LHK	NEX	PRIN	SE	SRICHA	TCMC	TNP	UOBKH	

													
A	ASEFA	BR	CITY	D	GLOCON	JTS	MATI	NDR	PK	RPC	SQ	TNH	VIBHA
ABICO	AU	BROCK	CMAN	DIMET	GPI	JUBILE	M-CHAI	NER	PLE	RPH	SSP	TOPP	VPO
ACAP	B52	BSBM	CMC	EKH	GREEN	KASET	MCS	NNCL	PMTA	SF	STI	TPCH	WIN
AEC	BCH	BSM	CMO	EMC	GTB	KCM	MDX	NPK	POST	SGF	SUPER	TPIPP	WORK
AEONTS	BEAUTY	BTNC	CMR	EPCO	GYT	KKC	METS	NUSA	PPM	SGP	SVOA	TPLAS	WP
AI	BGT	CCET	CPL	ESSO	HTECH	KWG	MGT	OCEAN	PROUD	SKN	TCCC	TQM	WPH
ALUCON	BH	CCP	CPT	FE	HUMAN	KYE	MJD	PAF	PTL	SLP	THE	TTI	ZIGA
AMC	BIG	CGD	CSR	FTE	IHL	LEE	MM	PF	RCI	SMART	THMUI	TYCN	
APURE	BLAND	CHARAN	CTW	GIFT	INGRS	LPH	MVP	PICO	RJH	SOLAR	TIC	UTP	
AS	BM	CHAYO	CWT	GLAND	INOX	MATCH	NC	PIMO	ROJNA	SPG	TIGER	VCOM	

Corporate Governance Report - The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (IOD) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) and the market for Alternative Investment (MAI) disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey may be changed after that date, Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd does not confirm nor certify the accuracy of such survey results.

Score	Rang Number of Logo	Description
90 - 100		Excellent
80 - 89		Very Good
70 - 79		Good
60 - 69		Satisfactory
50 - 59		Pass
Less than 50	No logo given	N/A

Anti-Corruption Progress Indicator

Companies that have declared their intention to join CAC

2S	ABICO	AF	AI	AIRA	ALT	AMA	AMARIN	AMATA	ANAN	B	BM	BPP	BUI	CHG
CHO	CHOTI	CHOW	CI	CMC	COL	DDD	DELTA	EFORL	EPCO	ESTAR	ETE	FPI	FTE	ICHI
INOX	IRC	ITEL	JAS	JSP	JTS	KWG	LDC	LIT	META	MFEC	MPG	NEP	NOK	NWR
ORI	PRM	PSL	ROJNA	RWI	SAAM	SAPPE	SCI	SEOIL	SHANG	SKR	SPALI	STANLY	SYNEX	TAE
TAKUNI	TMC	TOPP	TPP	TRITN	TVO	UV	UWC	WHAUP	XO	YUASA	ZEN			

Companies certified by CAC

ADVANC	AIE	AKP	AMANAH	AP	APCS	AQUA	ARROW	ASK	ASP	AYUD	BAFS	BANPU	BAY	BBL
BCH	BCP	BCPG	BGRIM	BJCHI	BKI	BLA	BROOK	BRR	BSBM	BTS	BWG	CEN	CENTEL	CFRESH
CGH	CHEWA	CIG	CIMBT	CM	CNS	COM7	CPALL	CPF	CPI	CPN	CSC	DCC	DEMCO	DIMET
DRT	DTAC	DTC	EASTW	ECL	EGCO	FE	FNS	FSS	GBX	GC	GCAP	GEL	GFPT	GGC
GJS	GOLD	GPSC	GSTEEL	GUNKUL	HANA	HARN	HMPRO	HTC	ICC	IFS	INET	INSURE	INTUCH	IRPC
IVL	K	KASET	KBANK	KBS	KCAR	KCE	KGI	KKP	KSL	KTB	KTC	KWC	L&E	LANNA
LHK	LPN	LRH	M	MAKRO	MALEE	MBAX	MBK	MBKET	MC	MCOT	MFC	MINT	MONO	MOONG
MSC	MTI	NBC	NINE	NKI	NMG	NNCL	NSI	OCC	OCEAN	OGC	PAP	PATO	PB	PCSGH
PDG	PDI	PDJ	PE	PG	PHOL	PL	PLANB	PLANET	PLAT	PM	PPP	PPS	PREB	PRG
PRINC	PSH	PSTC	PT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	PYLON	Q-CON	QH	QLT	QTC	RATCH	RML
ROBINS	S & J	SABINA	SAT	SC	SCB	SCC	SCCC	SCG	SCN	SE-ED	SELIC	SENA	SGP	SIRI
SIS	SITHAI	SMIT	SMK	SMPK	SNC	SNP	SORKON	SPACK	SPC	SPI	SPRC	SRICHA	SSF	SSI
SSSC	SST	STA	SUSCO	SVI	SYNTEC	TASCO	TCAP	TFG	TFI	TFMAMA	THANI	THCOM	THIP	THRE
THREL	TIP	TIPCO	TISCO	TKT	TMB	TMD	TMILL	TMT	TNITY	TNL	TNP	TNR	TOG	TOP
TPA	TPCORP	TRU	TRUE	TSC	TSTH	TTCL	TU	TVD	TVI	TWPC	U	UBIS	UEC	UKEM
UOBKH	VGI	VIH	VNT	WACOAL	WHA	WICE	WIJK							

N/A

7UP	A	A5	AAV	ABM	ACAP	ACC	ACE	ACG	ADB	AEC	AEONTS	AFC	AGE	AH
AHC	AIT	AJ	AJA	AKR	ALL	ALLA	ALUCON	AMATAV	AMC	AOT	APCO	APEX	APP	APURE
AQ	ARIN	ARIP	AS	ASAP	ASEFA	ASIA	ASIAN	ASIMAR	ASN	ATP30	AU	AUCT	AWC	B52
BA	BAT-3K	BC	BCT	BDMS	BEAUTY	BEC	BEM	BFIT	BGC	BGT	BH	BIG	BIZ	BJC
BKD	BLAND	BLISS	BOL	BR	BROCK	BSM	BTNC	BTW	CAZ	CBG	CCET	CCP	CGD	CHARAN
CHAYO	CHUO	CITY	CK	CKP	CMAN	CMO	CMR	CNT	COLOR	COMAN	COTTO	CPH	CPL	CHPR
CPT	CPW	CRANE	CRD	CSP	CSR	CSS	CTW	CWT	D	DCON	DCORP	DOD	DOHOME	DTCI
EA	EASON	ECF	EE	EIC	EKH	EMC	EPG	ERW	ESSO	EVER	F&D	FANCY	FLOYD	FMT
FN	FORTH	FPT	FSMART	FVC	GENCO	GIFT	GL	GLAND	GLOBAL	GLOCON	GPI	GRAMMY	GRAND	GREEN
GSC	GTB	GULF	GYT	HFT	HPT	HTECH	HUMAN	HYDRO	ICN	IFEC	IHL	III	ILINK	ILM
INGRS	INSET	IP	IRCP	ITD	J	JCK	JCHK	JCT	JKN	JMART	JMT	JUBILE	JUTHA	
JWD	KAMART	KC	KCM	KDH	KIAT	KKC	KOOL	KTECH	KTIS	KUMWEL	KWM	KYE	LALIN	LEE
LH	LHFG	LOXLEY	LPH	LST	MACO	MAJOR	MANRIN	MATCH	MATI	MAX	M-CHAI	MCS	MDX	MEGA
METCO	MGT	MIDA	MILL	MITSBIB	MJD	MK	ML	MM	MODERN	MORE	MPIC	MTC	MVP	NC
NCH	NCL	NDR	NER	NETBAY	NEW	NEWS	NEX	NFC	NOBLE	NPK	NTV	NUSA	NVD	NYT
OHTL	OISHI	OSP	OTO	PACE	PAE	PAF	PERM	PF	PICO	PIMO	PJW	PK	PLE	PMTA
POLAR	POMPUI	PORT	POST	PPM	PPPM	PR9	PRAKIT	PRECHA	PRIME	PRIN	PRO	PROUD	PTL	RAM
RBF	RCI	RCL	RICH	RICHY	RJH	ROCK	ROH	RP	RPC	RPH	RS	RSP	S	S11
SAFARI	SALEE	SAM	SAMART	SAMCO	SAMTEL	SANKO	SAUCE	SAWAD	SAWANG	SCP	SDC	SE	SEAFCO	SEG
SF	SFP	SGF	SHR	SIAM	SIMAT	SINGER	SISB	SKE	SKN	SKY	SLP	SMART	SMT	SOLAR
SONIC	SPA	SPCG	SPG	SPORT	SPVI	SQ	SR	SSC	SSP	STAR	STARK	STC	STEC	SITHAI
STI	STPI	SUC	SUN	SUPER	SUTHA	SVH	SVOA	SWC	SYMC	T	TACC	TAPAC	TBSP	TC
TCC	TCCC	TCJ	TCMC	TCOAT	TEAM	TEAMG	TGPRO	TH	THAI	THANA	THE	THG	THL	THMUI
TIGER	TITLE	TIW	TK	TKN	TKS	TM	TMI	TMW	TNDT	TNH	TNPC	TOA	TPAC	TPBI
TPCH	TPIPL	TPIPP	TPLAS	TPOLY	TPS	TQM	TR	TRC	TRT	TRUBB	TSE	TSF	TSI	TSR
TSTE	TTA	TTI	TTT	TTW	TVT	TWP	TWZ	TYCN	UAC	UMI	UMS	UNIQ	UP	UPA
UPF	UPOIC	UREKA	UT	UTP	UVAN	VARO	VCOM	VI	VIBHA	VL	VNG	VPO	VRANDA	WAVE
WG	WIN	WINNER	WORK	WORLD	WP	WPH	WR	YCI	ZIGA	ZMICO				

Disclosure: List of companies that intend to join Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption program from ThaiPat Institute which have 2 groups;

- Companies that have declared their intention to join CAC
- Companies certified by CA

Anti - Corruption Progress Indicator - The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by ThaiPat Institute is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies of the Office of the Securities and Exchange Commission. Thai Institute of Directors made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of ThaiPat Institute that is a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

Headquarter - Gaysorn 127 Gaysorn Tower, 14-16fl., Ratchadamri Rd., Lumpini, Pathumwan, Bangkok, 10330 Tel. 0 2009 8888 Fax. 0 2009 8889	Kluaynamthai 3803 Qiss, Room A1-G04, G fl., Rama 4 Road, Phra khanong, Khlong Toei, Bangkok 10110 Tel. 0 2120 3770 Fax. 0 2339 3865	Crystal Park 199, Building D, 1 st Floor, Room No.106-107 Praditmanutham Road, Lat Phrao, Ladprao, Bangkok10230 Tel. 0 2120 3510 Fax. 0 2515 0875
NGAMWONGWAN 408, 410, 412, 414, 416, 418, 420, 422, 424, 426, 428, 430 Ngamwongwan Shopping Center Building, Floor 11,Village No.2, Ngamwongwan Road, Bang Khen, Mueang Nontaburi District, Nontaburi, 11000 Tel. 0 2120 3100 Fax. 0 2550 0499	CHAENGWATTANA 99/9 Central Chaengwattana Unit No. 1106 11 fl. Bangtalard, Pakkret, Nontaburi 11120 Tel. 0 2120 3660 Fax. 0 2193 8149	Central Plaza Ladprao No. 1693 Office Building Central Ladprao 11 th Floor, Room 1101, Phaholyothin Road, Chatuchak, Bangkok 10900 Tel. 0 2120 3700 Fax. 0 2541 1505
Silom Road 62 Thaniya Building, Room 408, 410 4 th Floor, Silom Road, Suriyawong, Bangrak, Bangkok 10500 Tel. 0 2120 3380 Fax. 0 2235 6817	THA PHRA 129 The Mall Thapra Mall Building, 9th Floor, Ratchadapisek Road, Bukkalo, Thonburi, Bangkok 10600 Tel. 0 2120 3560 Fax. 0 2477 7217	NANA 142 Two Pacific Place 18fl., Sukhumvit Rd., North Klongtoey, Klongtoey, Bangkok, 10110 Tel. 0 2120 3200 Fax. 0 2254 9954
BONMARCHE 105/1 Room E204 Tessabarnsongkroa Rd, Ladyao, Jatujak, Bangkok 10900 Tel. 0 2120 3630 Fax. 0 2002 5551	BANGKAPI 3522 The Mall Bangkapi 8fl. Lat Phrao Rd., Klong Chan, Bangkapi, Bangkok, 10240 Tel. 0 2120 3000 Fax. 0 2363 3075	BANGNA 10393/56 Central City Bangna Tower 11fl., Bangna-Trad Rd., Bangna, Pra-kanong, Bangkok, 10260 Tel. 02 1203460 Fax. 02 7456467
PIN KLAO 7/129 Central Plaza Pinklao office Building, Tower A Room Number 21803/2, 18 th Floor, Baromrachachonnanee Road, Arunamarin, Bangkok Noi, Bangkok 10700 Tel. 0 2120 3030 Fax. 0 2433 7001	PARADISE 61Paradise Park 4fl. Srinakarin Rd.,Nongbon, Prawet, Bangkok, 10250 Tel. 02 120 3300 Fax. 02 780 2265	RATTANATHIBET 145 Tiwanond Rd., Tambon Bangkrasor, Amphoe Muang Nonthaburi, Nonthaburi, 11000 Tel. 0 2120 3270 Fax. 0 2580 7765
VACHARAPOL 78/26, SoiVacharaphol 2, ThaRaeng, Bangkhen, Bangkok 10230 Tel. 0 2120 3170 Fax. 0 2363 6629	YUANTA ARI 412/44-45 Baan Phahonyothin Place Building, 3 rd Floor, Phahonyothin Road, Samsen Nai, Phaya Thai, Bangkok, 10400 Tel. 02 120 3350 Fax. 02 619 0552	ASOKE 50 GMM Grammy Place, 18 th Floor, Sukhumvit 21 Road, Klongtoey Nua, Wattana, Bangkok 10110 Tel. 0 2120 3050 Fax. 0-2258 0374-5
AMARIN 496-502 Amarin Tower 8fl. Ploenchit Rd., Lumpini, Pathumwan, Bangkok, 10330 Tel. 0 2120 3241 Fax. 0 2256 9596	KHON KAEN 561/27-28 Na Muang Road, TambonNai Muang, Amphoe Muang, KhonKaen 40000 Tel. 0 4322 6944 Fax. 0 4322 5344	CHONBURI 98/16 Moo5, Tambon Huaykapi, Amphoe Muang, Chonburi 20130 Tel. 033 135130-59 Fax. 038 384794
CENTRAL CHONBURI No. 55 / 35-36 Moo 1, Samet, Muang, Chonburi, Chonburi 20000 Tel. 0 3313 5119 Fax. 0 3805 3839	CHIANG MAI 71 Floor 3, Thung Hotel Road, Wat Ket, Muang, Chiang Mai 50000 Tel. 052-081460, Fax. 053-240206	NAKHON SI THAMMARAT 155/8 Phatthanakan Khu Khwang Rd., Nai-Muang, Muang, Nakhon Si Thammarat, 80000 Tel. 0 7534 4955 Fax. 0 7534 4956
PITSANULOK 169/2-3-4 Baromtrailokanart Road, TambonNai Muang, Amphoe Muang, Pitsanulok, 65000 Tel. 055 105 400 Fax. 055 243 168	Phuket No. 1 / 6-7 Tungka Road, Talad Yai, Mueang Phuket 83000 Tel 0 7668 1700 Fax 0 7635 4020	SAMUT SAKHON 67/518 Village No.4, Ekachai Road, Khok Kham, Mueang, Samutsakhon 74000 Tel. 034 114300 Fax. 034 429202
RAYONG 125/1 Chan Udom Rd., Tambon choeng noen , Amphoe Muang, Rayong, 21000 Tel. 038 673900-12 Fax. 038 617490, 038619253	SURIN SOI 574 / 6-7 Moo 19, Nong Muang, Surin 32000 Tel. 0 4406 9040 Fax. 0 4451 2447	HUA HIN No. 8/89 Blueport Shopping Center Soi Nong Ka Village, Nong Ka District, Hua Hin, Prachuabkirikhan 77110 Tel. 0 3290 9612-4 Fax. 0 3252 3270
HAT YAI The Rise Residence Project 11/103 Prachayindee 5 Road, Hat yai, Songkhla 90110 Tel. 074 894 600, 074 894 666 Fax. 074 894 629, 074 894 687	UBON RATCHATHANI 941, 1st Floor, Chayangkul Road, Naimueang Sub-District, Mueang District, Ubon Ratchathani 34000 Tel. 0 4595 9456 Fax. 0 4531 2132	

Disclaimer:

This report is prepared by Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd for information purposes only. Information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable. However, Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd makes no warranties and gives no assurance as to its accuracy and completeness, so future results or events will not be responsible. Investors should carefully use discretion before making an investment. No part of this report can be reproduced, altered, copied or distributed without the prior written consent of Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd.

Ratings Definitions

- (1) (BUY) Return may exceed 15% over the next 12 months (including dividends)
- (2) (TRADING) Return may range between -10% to +15% over the next 3 months (including dividends)
- (3) (SELL) Return may be lower than -10% over the next 12 months (including dividends)
- (4) (Not Rated) Stock is not within research coverage

Opinions or recommendations contained herein are in the form of technical ratings and fundamental ratings. Fundamental ratings may differ from technical ratings. Investors are advised to review the information in this report carefully before making investment decisions

Research Department

Strategist		Sector	E-mail	Tel.
Padon Vannarat	Head of Research		padon.v@yuanta.co.th	0-2009-8060
Piyapat Patarapuvadol	Senior Strategist		piyapat.p@yuanta.co.th	0-2009-8062
Natapon Khamthakrue	Senior Strategist	Auto, MAI	natapon.k@yuanta.co.th	0-2009-8059
Thidarat Charoenwut	Assistant Analyst	Asset Allocation		
Paramaporn Rujakom	Assistant Analyst			

Fundamental Analyst		Sector	E-mail	Tel.
Veena Naidu	Institution Analyst		veena.n@yuanta.co.th	0-2009-8070
Wichuda Plangmanee	Fundamental Analyst	Construction Service, Commerce	wichuda.p@yuanta.co.th	0-2009-8069
Thakol Banjongruck	Fundamental Analyst	Media, Health Care	thakol.b@yuanta.co.th	0-2009-8067
Theethanat Jindarat	Fundamental Analyst	F&B, SMID Cap, Power&Utility	theethanat.j@yuanta.co.th	0-2009-8071
Supachai Wattanavitheskul	Fundamental Analyst	ICT, IE, Electronic, Transportation, Utility	supachai.w@yuanta.co.th	0-2009-8066
Parinth Nikornkittikosol	Fundamental Analyst	Energy, Petrochemical	parinth.n@yuanta.co.th	0-2009-8075
Trin Sittisawad	Fundamental Analyst	Banking, Finance	trin.s@yuanta.co.th	0-2009-8068
Kansiri Kara	Assistant Fundamental Analyst	Hotel		
Jaruchart Buchachart	Assistant Fundamental Analyst	Property		
Kochakorn Sutaruksanon	Assistant Fundamental Analyst	Power&Utility		
Sarin Wutthisirisart	Assistant Fundamental Analyst			
Kanin Angsunit	Assistant Institution Analyst			

Technical Analyst		E-mail	Tel.
Pongpat Khamchoo, CMT	Technical Analyst	pongpat.k@yuanta.co.th	0-2009-8079
Pridi Luprasit	Assistant Technical Analyst		
Napat Amonsongcharoen	Assistant Technical Analyst		

Data Support	
Somjit Viroontanee	Support
Angsumalin Kumvong	Support
Peeraya Wiangphoem	Support