

15 November 2018

Buy, Target: Bt11.00 (+39%)

Event 3Q18 Results review

Revisions

EPS	No change
Recommendation	No change
Target price	No change

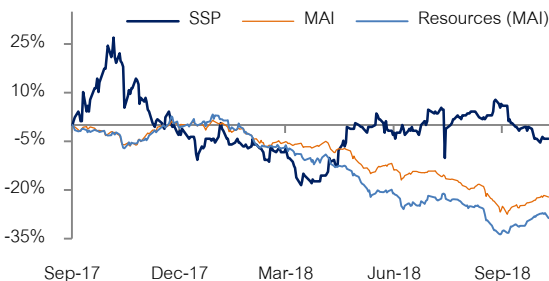
Stock data

Stock price (Bt)	7.90
Mkt. cap. (Bt mn)	7,651
Shares outstanding (mn)	922
Avg. daily turnover (Bt mn)	32
Free float (%)	30
CG rating	n.a.

Financial summary

FY:Dec (Bt mn)	17A	18E	19E	20E
Revenue	872	1,118	1,409	2,058
EBITDA	609	878	1,089	1,577
Net profit	340	562	667	912
EPS (Bt)	0.45	0.61	0.72	0.99
Growth	-99.3%	35.5%	18.6%	36.7%
Core EPS (Bt)	0.45	0.61	0.72	0.99
Growth	-99.3%	35.5%	18.6%	36.7%
DPS (Bt)	0.00	0.21	0.22	0.30
Div. yield	0.0%	2.6%	2.7%	3.8%
PER (x)	23.1	13.0	10.9	8.0
Core PER (x)	23.1	13.0	10.9	8.0
EV/EBITDA (x)	16.8	11.8	10.1	7.6
PBV (x)	2.3	1.8	1.6	1.3
ROE	9.9%	14.1%	14.3%	16.4%
Net gearing	86.8%	77.7%	79.3%	85.2%

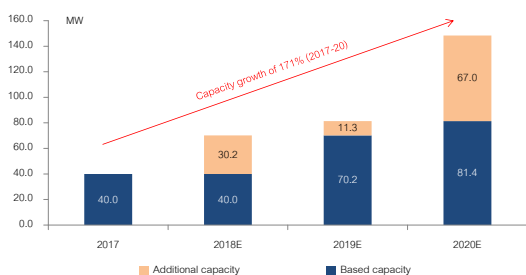
Share price performance



Source: Aspen

Return (%)	1M	3M	6M	1Y
Absolute	3.05	22.46	6.29	n.m.
Relative to SET	0.56	28.85	14.81	n.m.

Net profit growth



Source: Company data, KTBST estimates

Analyst: Saranrat Panthachotirat (Reg. No. 028916)

Assistant analyst: Poonpat Chaikumhan, CFA (Reg. No. 028916)

3Q18 กำไรปกติออกมาตามคาด, 4Q18 จะทำสถิติสูงสุดใหม่

ประกาศกำไรปกติ 3Q18 ที่ 124 ล้านบาท -17% QoQ จาก Seasonal impact ในช่วงฤดูฝนซึ่งกระทบโครงการโซลาร์ในไทย อย่างไรก็ตามกำไรปกติเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน +9% YoY จากกำลังการผลิตตามสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นราว 9MW ระหว่างปี ทั้งนี้เราคงประมาณการกำไรปกติปี 2018 (+19% YoY) โดยคาด 4Q18 จะกลับมาเติบโต QoQ และเป็นจุดสูงสุดของปีหลังรับรู้โครงการใหม่และผ่านช่วง Low season ทั้งนี้เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเหมาะสม 11.00 บาท อิงวิธี DCF (Average WACC 5.0%, no terminal growth)

กำไรปกติ 3Q18 ตามคาด ลด QoQ โดย Seasonal impact

ประกาศกำไรสุทธิ 3Q18 ที่ 118 ล้านบาท (-22% QoQ, +119% YoY) อย่างไรก็ตามหากตัดรายการพิเศษออกกำไรปกติอยู่ที่ 124 ล้านบาท ใกล้เคียงกับที่เราคาด -17%QoQ จาก Seasonal impact ซึ่งเป็นฤดูฝนกระทบโครงการโซลาร์ในไทย อย่างไรก็ตามกำไรปกติเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน +9% YoY จากกำลังการผลิตตามสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นราว 9MW ระหว่างปี (โครงการ Zouen 6MW และ DoHome 3MW) ทั้งนี้รวมกำลังการผลิตตามสัดส่วน ณ สิ้น 3Q18 อยู่ที่ 65MW

คงประมาณการกำไรปกติปี 2018 โดย 4Q18 กำไรจะทำสถิติสูงสุด

คงประมาณการกำไรปกติปี 2018 ที่ 562 ล้านบาท (+19% YoY) ทั้งนี้ประมาณการกำไรปกติ 9M18E คิดเป็น 70% ของประมาณการทั้งปี อย่างไรก็ตามเรามอง 4Q18 จะกลับมาเติบโตได้ QoQ และเป็นจุดสูงสุดของปี หลังผ่านช่วง Low season ของโซลาร์ฟาร์มในไทยและรับรู้รายได้เต็มไตรมาสจากโครงการ Zouen และ DoHome พร้อมกับเริ่ม COD โครงการโซลาร์ฟาร์มฯ หนุนกำลังการผลิตตามสัดส่วนสิ้นปีอยู่ที่ 70MW (+75% YoY)

คงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 11.00 บาท

คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเหมาะสม 11.00 บาท อิงวิธี DCF (Average WACC 5.0%, no terminal growth) เราประเมินบริษัทมีศักยภาพในการเติบโตทั้งในและต่างประเทศ และการที่บริษัทมี Accumulative capacity ยังไม่มาก กอปรกับ Potential project ในอุตสาหกรรมปัจจุบันไม่ใช่โครงการขนาดใหญ่ ผลให้การได้ Project ใหม่ฯเพิ่มเติมในอนาคตจะสร้าง Earnings impact อย่างมีนัยสำคัญให้กับบริษัท นอกจากนี้ปัจจุบันยังเทรดไม่แพงด้วย PER เพียง 13X เมื่อเทียบค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่ 25X

Earnings review

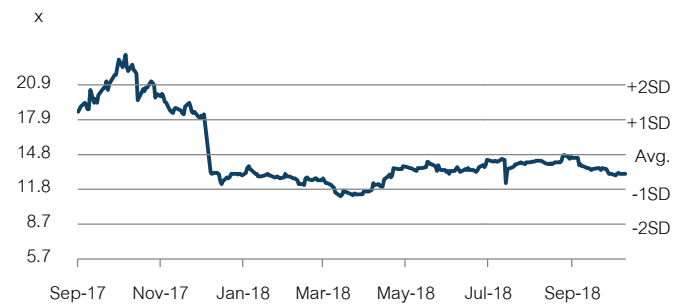
FY: Dec (Bt mn)	3Q18	3Q17	YoY	2Q18	QoQ	9M18	9M17	YoY
Revenues	291	218	33.6%	299	-2.5%	812	666	21.9%
CoGS	(88)	(42)	108.8	(81)	8.2%	(222)	(125)	76.8%
Gross profit	203	176	15.6%	218	-6.5%	590	541	9.1%
SG&A	(47)	(71)	-34.7%	(29)	59.0%	(113)	(149)	-23.9%
EBITDA	216	135	59.3%	245	-12.1%	631	483	30.5%
Other inc./exps	1	1	175.3	3	-47.3%	5	2	129.2
Interest expenses	(41)	(44)	-5.5%	(36)	15.6%	(104)	(121)	-14.4%
Income tax	(0)	(8)	-95.7%	0	N.A.	(0)	(8)	-95.4%
Core profit	124	114	8.9%	150	-16.9%	390	351	11.2%
Net profit	118	54	119.0	153	-22.4%	378	267	41.5%
EPS (Bt)	0.13	0.08	60.6%	0.17	-22.6%	0.41	0.39	5.8%
Gross margin	69.8%	80.7%		72.8%		72.7%	81.2%	
Net margin	40.7%	24.8%		51.1%		46.5%	40.1%	

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 security 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 investment 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 investment decisions.

Quarterly Income Statement

(Bt mn)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Sales	218	206	222	299	291
Cost of sales	(42)	(42)	(53)	(81)	(88)
Gross profit	176	164	169	218	203
SG&A	(71)	(71)	(37)	(29)	(47)
EBITDA	135	126	170	245	216
Finance costs	(44)	(26)	(26)	(36)	(41)
Core profit	114	113	116	150	124
Net profit	54	73	107	153	118
EPS	0.08	0.06	0.12	0.17	0.13
Gross margin	80.7%	79.5%	76.3%	72.8%	69.8%
EBITDA margin	62.0%	61.2%	76.7%	82.0%	74.0%
Net profit margin	24.8%	35.4%	48.1%	51.1%	40.7%

Price movement



Balance Sheet

FY: Dec (Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Cash & deposits	367	1,603	1,435	1,379	1,347
Accounts receivable	157	151	194	245	357
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	61	46	59	74	108
Total cur. assets	586	1,800	1,688	1,698	1,813
Investments	0	0	0	0	0
Fixed assets	3,685	5,427	5,906	7,184	9,005
Other assets	692	1,042	1,137	1,232	1,327
Total assets	4,963	8,270	8,732	10,113	12,144
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	33	257	197	377	478
Current maturities	362	510	580	580	580
Other current liabilities	16	16	16	16	16
Total cur. liabilities	411	783	793	973	1,073
Long-term debt	3,251	4,062	3,951	4,486	5,505
Other LT liabilities	4	4	4	4	4
Total LT liabilities	3,255	4,066	3,955	4,490	5,509
Total liabilities	3,666	4,848	4,748	5,463	6,582
Registered capital	692	922	922	922	922
Paid-up capital	691	922	922	922	922
Share premium	33	1,544	1,544	1,544	1,544
Retained earnings	516	856	1,229	1,696	2,334
Others	2	-14	0	0	0
Minority interests	55	114	100	100	100
Shares' equity	1,297	3,422	3,795	4,262	4,900

Cash Flow

FY: Dec (Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Net profit	449	340	562	667	912
Depreciation	119	120	152	215	316
Chg in working capital	15	229	(102)	129	(12)
Others	(2)	17	(13)	(15)	(34)
CF from operations	581	706	599	995	1,181
Capital expenditure	(1,349)	(1,980)	(726)	(1,588)	(2,232)
Others	(60)	(232)	0	0	0
CF from investing	(1,409)	(2,212)	(726)	(1,588)	(2,232)
Free cash flow	(829)	(1,506)	(127)	(592)	(1,050)
Net borrowings	859	959	(41)	535	1,018
Equity capital raised	(7)	1,742	0	0	0
Dividends paid	0	0	0	0	0
Others	24	41	0	0	0
CF from financing	876	2,742	(41)	535	1,018
Net change in cash	47	1,236	(168)	(57)	(32)

Key Assumptions

FY: Dec (Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Effective capacity	40	40	70	81	148

Income Statement

FY: Dec (Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Sales	869	872	1,118	1,409	2,058
Cost of sales	(169)	(168)	(228)	(315)	(464)
Gross profit	700	704	889	1,095	1,595
SG&A	(114)	(220)	(163)	(221)	(334)
EBITDA	713	609	878	1,089	1,577
Depre. & amortization	119	120	152	215	316
Equity income	0	0	0	0	0
Other income	8	5	0	0	0
EBIT	593	490	726	874	1,261
Finance costs	(146)	(147)	(134)	(149)	(216)
Income taxes	0	(8)	(20)	(41)	(104)
Net profit before MI	447	335	572	684	942
Minority interest	(1)	(5)	10	17	30
Core profit	487	472	562	667	912
Extraordinary items	(39)	(132)	0	0	0
Net profit	449	340	562	667	912






Key Ratios

FY: Dec (Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Growth -YoY					
Revenue	2.7%	0.3%	28.2%	26.1%	46.0%
EBITDA	-4.8%	-14.6%	44.1%	24.0%	44.8%
Net profit	566.2%	-24.3%	65.4%	18.6%	36.7%
Core profit	623.4%	-3.1%	19.0%	18.6%	36.7%
Profitability Ratio					
Gross profit margin	80.6%	80.8%	79.6%	77.7%	77.5%
EBITDA margin	82.0%	69.9%	78.6%	77.2%	76.6%
Core profit margin	56.1%	54.2%	50.3%	47.3%	44.3%
Net profit margin	51.6%	39.0%	50.3%	47.3%	44.3%
ROA	9.0%	4.1%	6.4%	6.6%	7.5%
ROE	34.6%	9.9%	14.1%	14.3%	16.4%
Stability					
D/E (x)	2.83	1.42	1.19	1.17	1.18
Net D/E (x)	2.50	0.87	0.78	0.79	0.85
Interest coverage ratio	0.25	0.30	0.18	0.17	0.17
Current ratio (x)	1.42	2.30	2.13	1.75	1.69
Quick ratio (x)	1.27	2.24	2.05	1.67	1.59
Per Share (Bt)					
Reported EPS	64.94	0.45	0.61	0.72	0.99
Core EPS	64.94	0.45	0.61	0.72	0.99
Book value	1.41	3.71	4.32	5.04	6.03
Dividend	0.00	0.00	0.21	0.22	0.30
Valuation (x)					
PER	N.A.	23.07	12.96	10.92	7.99
Core PER	N.A.	23.07	12.96	10.92	7.99
P/BV	N.A.	2.34	1.83	1.57	1.31
EV/EBTDA	N.A.	16.83	11.82	10.08	7.62
Dividend yield	N.A.	0.0%	2.6%	2.7%	3.8%

Source: Company data, KTBST research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2017

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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

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 percent 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 percent and positive 10 percent 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 percent 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 and excludes dividend yields of the stock.

Disclaimer: บทวิเคราะห์หรือฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ที่เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด 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 security 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 investment 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 investment decisions.