Yuanta Securities

**Initiate**
**SSP**

**Thailand : Renewable Energy** **30 September 2019**

## Action

**BUY**

**TP upside (downside) 51%**

**Close Sep 27, 2019**

| | |
|---|---|
| Price (THB) | 7.70 |
| 12M Target (THB) | 11.60 |
| Previous Target (THB) | - |

## What's new?

- ลงนามสัญญาร่วมพัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานลม ประเทศเวียดนาม จำนวน 48 MW เมื่อวันที่ 24 ก.ย. 62
- ตั้งเป้าเพิ่มกำลังผลิตเท่าตัวเป็น 400 MW ภายในระยะเวลา 5 ปีข้างหน้า
- ปัจจุบันกำลังการผลิตในมือทั้งหมดเพิ่มขึ้นถึง 5 เท่าตัวภายใน 5 ปี

## Our view

- ด้วยกำลังผลิตที่รอ COD จะหนุนกำไรปกติทำ New high ไปถึงปี 2565
- มี Upside โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม ประเทศเวียดนาม จำนวน 48 MW
- ราคาหุ้นยังซื้อขายที่ PER 2563 ต่ำเพียง 8.1 เท่า และเท่าราคา IPO ถือว่า Laggard ต่อกลุ่มอย่างมาก

**Company profile:** The Company's business is to generate and sell electricity from renewable energy as well as investing in companies that generate and sell electricity from renewable energy.


Research Analysts:

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

**Kochakorn Sutaruksanon**
Assistant Analyst


| | |
|---|---|
| Bloomberg code | SSP.TB |
| Market cap (THBmn) | 7,099.4 |
| Corporate Gov.Rating | 3 |
| 6M avg. daily turnover (THBmn) | 15.6 |
| Outstanding shares (mn) | 922.0 |
| Free float (%) | 34.2% |
| Major shareholders (%) | |
| Primary Energy Company | 16.4 |
| Primary Energy Company | 13.6 |
| UNITY I. CAPITAL LIMITED | 7.8 |

### Financial outlook (THBmn)

| Year to Dec | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|
| Revenue | 877 | 1,096 | 1,539 | 1,962 |
| EBITDA | 609 | 842 | 1,336 | 1,805 |
| Core Profit | 412 | 467 | 648 | 877 |
| Net Profit | 335 | 479 | 668 | 922 |
| Core EPS | 0.55 | 0.51 | 0.70 | 0.95 |
| Core EPS Growth (%) | - | (7) | 38.8 | 35.4 |
| DPS | - | 0.2 | 0.3 | 0.4 |
| Core P/E (x) | 14.1 | 15.2 | 11.0 | 8.1 |
| P/BV(x) | 1.7 | 1.8 | 1.6 | 1.2 |
| Div Yield (%) | - | 2.7 | 3.6 | 4.9 |
| Net gearing (%) | 92.4 | 162.0 | 163.3 | 160.8 |
| ROE (%) | 9.9 | 12.5 | 14.3 | 15.3 |

*Source: Company, Yuanta Research*

# SERMSANG POWER

## โรงไฟฟ้าที่ถูกลืม ถึงเวลาเป็นโรงไฟฟ้าที่ถูกรัก

### แข็งแกร่งด้วยเป้าหมายเพิ่มกำลังการผลิตเกินเท่าตัว

ปัจจุบัน SSP มีกำลังการผลิตที่ COD แล้วทั้งหมด 128 MW (112MWe) ทั้งในและต่างประเทศ และคาดจะ COD อีก 60 MW เป็น 188 MW ภายในปี 2565 ถือว่ามีกำลังการผลิตที่ COD แล้วเพิ่มขึ้น 5 เท่าตัวภายในระยะเวลา 5 ปี บริษัทตั้งเป้าเพิ่มกำลังผลิต 400 MW ภายในปี 2567 ล่าสุด SSP ได้ลงนามในสัญญาบริษัทร่วมกับ TTVN เพื่อพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม จำนวน 48 MW โดย SSP ที่ถือสัดส่วน 80% ในประเทศเวียดนาม ด้วยทุนจดทะเบียนราว 528 ลบ. เราคาดยังไม่รวมโครงการดังกล่าวไว้ในประมาณการเบื้องต้นคาดมีส่วนเพิ่มจากราคาเป้าหมายอีก 1.50 – 2.50 บาท

### กำไร New high ถึงปี 2565 แถม Upside จากโครงการใหม่

ด้วยฐานกำลังการผลิตปัจจุบันเพียง 128 MW ทำให้การได้โครงการใหม่ๆ ขนาดเพียง 20 – 30 MW ถือว่ามีความสำคัญต่อ SSP อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งคาดว่าจะทยอยประกาศต่อเนื่องจากนี้ โดยเฉพาะในเวียดนามและอินโดนีเซีย อย่างไรก็ตาม ด้วยกำลังการผลิตในมือที่รอทยอย COD ต่อเนื่องไปอีก 3 ปี (2563 – 2565) ปี 2563 รับรู้โครงการในเวียดนามและมองโกเลียเต็มปี พร้อม COD โครงการ Yamagane 1 ขนาด 30 MW ใน 3Q63 คาดกำไรปกติที่ 877 ลบ. (+35.4%) ทำระดับสูงสุดใหม่ ปี 2564 COD โครงการ Leo 1 ขนาด 20 MW คาดกำไรปกติเติบโต 13.7% และปี 2565 มีโครงการ Leo 2 ขนาด 10 MW เริ่ม COD หนุนกำไรปกติเติบโตอีก 12.1% ยังไม่รวมโครงการลมในเวียดนามอีก 48 MW คาดจะ COD ภายในปี 2565

### กำลังการผลิตเพิ่มมา 3 เท่า แต่ราคายังเท่า IPO เริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ"

กำไรปกติ 1H62 อยู่ที่ 287 ลบ. เติบโตถึง +11% YoY ด้วยอัตรากำไรขั้นต้นที่ 72% ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 44% ของกำไรปกติที่เราประมาณการณ์ทั้งปีที่ 648 ลบ. (+38.8% YoY) แตะระดับสูงสุดใหม่ และคาด EBITDA ทะลุ 1,000 ลบ. เป็นครั้งแรก โดยใน 3Q62 แม้จะเป็น Low season ของแดดตามผลของฤดูกาล แต่มีการรับรู้ผลประกอบการเต็มไตรมาสของโครงการ Binh Nguyen ในเวียดนาม ขนาด 40 MW (ถือ 80%) และโครงการ Khunsight Kundi ในมองโกเลีย ขนาด 15 MW (ถือ 75%) ทำให้กำไรปกติ 3Q62 อาจไม่ลดลง QoQ และโตสูง YoY ประมาณการกำไรปี 2563 ของเราที่ 877 ลบ. อีกทั้งยังไม่รวมโครงการใหม่ๆ ที่จะทยอยประกาศเพิ่มเติมอีกช่วงที่เหลือของปีนี้ ที่ราคา 7.70 บาทเท่ากับราคา IPO แต่มีกำลังการผลิตที่ COD แล้วมากกว่า ณ วัน IPO ถึง 3.2 เท่า ปัจจุบันซื้อขายที่ PER 2563 เพียง 8.1 เท่า Laggard กลุ่มค่อนข้างมาก จึงเป็นโอกาสในการลงทุน เราประเมินมูลค่า SSP ด้วยวิธี DCF ที่ WACC 4.1% ด้วย Terminal growth 0% **ได้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2563 ของ SSP ที่ 11.60 มี Upside gain 51% เริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ"**

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), THAICOM 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

### ทั้งโต ทั้งถูก Upside สูง เริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ"

ใช้วิธี Discount Cash Flow (DCF) ในการประเมินหุ้น SSP ที่ WACC 4.1% ด้วย Terminal growth 0% **ได้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2563 ที่ 11.60 บาท มี Upside gain 51% เริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ"** คาดกำไรปกติในปี 2563 จะทำระดับสูงสุดใหม่ที่ 877 ลบ. เติบโต 35.4% YoY จากการจำหน่ายเชิงพาณิชย์เต็มปีของโครงการในเวียดนามและมองโกเลีย รวม 55 MW และคาดกำไรทำระดับสูงสุดใหม่ได้ถึงปี 2565 ปัจจุบัน ซื้อขาย PER 2562 – 2563 ที่ 11.0x และ 8.1x ตามลำดับ ต่ำกว่ากลุ่มที่ราว 15x อีกทั้งราคาปิดวันที่ 27 ก.ย. ที่ 7.70 บาทกลับมาเท่ากับราคา IPO แต่กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นจากเมื่อ IPO แล้วถึง 3 เท่าตัว จึงเป็นโอกาสในการซื้อ

**Figure 1: Valuation table**

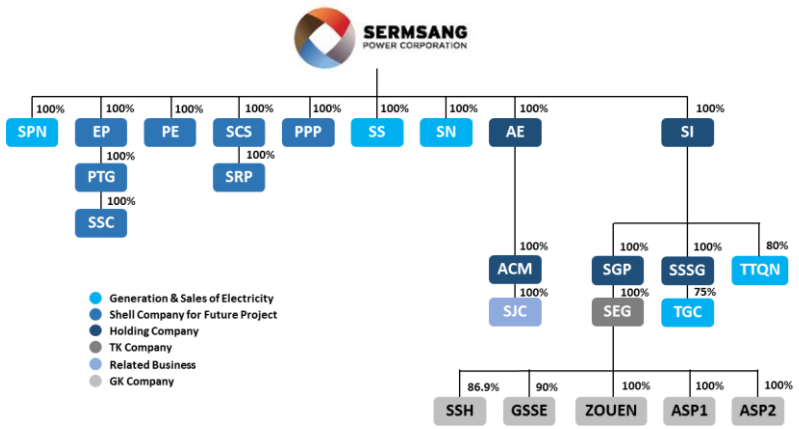
| Discounted rate | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| WACC | 4.1% | | | | |
| #of share | 922 | | | | |
| | 2020F | 2021F | 2022F | 2023F | 2024F |
| **Thailand** | | | | | |
| OCF | 723 | 727 | 730 | 678 | 682 |
| Terminal growth (%) | 0% | | | | |
| DCF | 4,793 | | | | |
| **Japan** | | | | | |
| OCF | 495 | 750 | 1,010 | 1,014 | 1,018 |
| Terminal growth (%) | 0% | | | | |
| DCF | 13,014 | | | | |
| **Vietnam & Mongolia** | | | | | |
| OCF | 184 | 186 | 189 | 191 | 194 |
| Terminal growth (%) | 0% | | | | |
| DCF | 2,123 | | | | |
| Less Financial debt | 10,859 | | | | |
| Cash | 1,612 | | | | |
| Enterprise value | 10,683 | | | | |
| TP 2020 | 11.59 | | | | |

*Source: Yuanta Research*

## ข้อมูลทั่วไปของบริษัท

บริษัท เสริมสร้าง พาวเวอร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (SSP) ดำเนินธุรกิจในอุตสาหกรรมพลังงานหมุนเวียน ประกอบด้วย บริษัทย่อยในไทย 12 แห่ง และบริษัทย่อยในต่างประเทศ 12 แห่ง

**Figure 2: Company's Subsidiaries**




*Source: Company*

หากแบ่งธุรกิจตามภูมิประเทศแล้วสามารถแบ่งออกเป็น 4 ประเทศหลัก ดังนี้

**ประเทศที่ 1 ประเทศไทย** กำลังการผลิตตามสัญญาทั้งหมด 50 MW ด้วยขนาดกำลังการติดตั้งทั้งหมด 62 MW มี 2 โรงไฟฟ้าหลัก คือ

1. **โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์** (Solar power plant) สัญญาซื้อขายไฟฟ้าทั้งสิ้น 2 โครงการ รวมขนาดกำลังการผลิตตามสัญญา 45 MW ด้วยขนาดกำลังการติดตั้งทั้งหมด 57 MW ประกอบด้วย

   (1) โครงการเสริงสร้างโซลาร์ (SPN) เป็นโครงการเดียวที่ได้รับส่วนเพิ่มราคารับซื้อไฟฟ้า (Adder) ที่ 6.5 บาทต่อกิโลวัตต์ – ชั่วโมง (KWh) เป็นเวลา 10 ปี ขนาดกำลังการผลิตตามสัญญา 40 MW ด้วยขนาดกำลังการติดตั้ง 52 MW ต่ออายุสัญญาได้คราวละ 5 ปี จำหน่ายเชิงพาณิชย์ไปเมื่อ ก.พ. 2558

   (2) โครงการโซลาร์ อผศ. จังหวัดราชบุรี ได้รับค่าไฟแบบ Feed-in-Tariff (FiT) ที่ 4.12 บาทต่อกิโลวัตต์ – ชั่วโมง (KWh) ขนาดการผลิตตามสัญญาและขนาดการติดตั้ง 5 MW อายุโครงการ 25 ปี จำหน่ายเชิงพาณิชย์ไปเมื่อ พ.ย. 2561

รวมปัจจุบันจำหน่ายเชิงพาณิชย์ไปแล้วทั้ง 2 โครงการ ด้วยขนาดกำลังการผลิตตามสัญญาที่ 45 MW

2. **การผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ติดตั้งบนหลังคา** (Solar rooftop power plant) มีทั้งหมด 5 โครงการ รวมขนาดการผลิตตามสัญญาและขนาดการติดตั้งทั้งหมด 5.1 MW อายุโครงการ 25 ปี ซึ่งยังไม่ถูกรวมไว้ในประมาณการ ประกอบด้วย

   (1) โครงการ SNNP 1 จำนวน 0.384 MW จำหน่ายเชิงพาณิชย์ไปเมื่อ ไตรมาส 1 ปี 2561

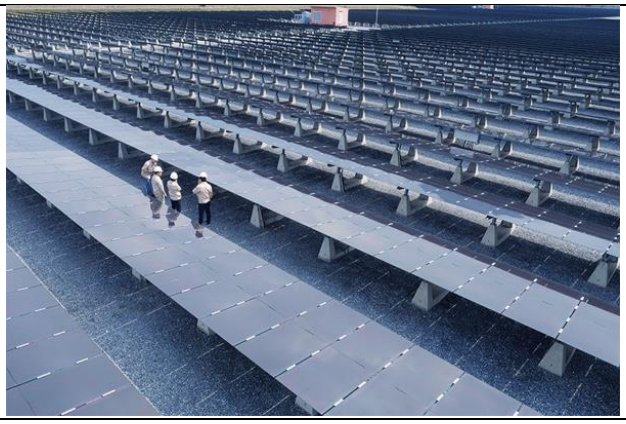
   (2) โครงการ SNNP 2 จำนวน 0.998 MW จำหน่ายเชิงพาณิชย์ไปเมื่อ ไตรมาส 1 ปี 2561

   (3) โครงการ Do Home จำนวน 3 MW จำหน่ายเชิงพาณิชย์ไปเมื่อ ไตรมาส 1 ปี 2561

   (4) โครงการ SNNP 3 จำนวน 0.384 MW จำหน่ายเชิงพาณิชย์ไปเมื่อ ไตรมาส 2 ปี 2562

   (5) โครงการ SNNP 4 จำนวน 0.307 MW จำหน่ายเชิงพาณิชย์ไปเมื่อ ไตรมาส 3 ปี 2562

**Figure 3: Solar Power in Thailand**



*Source: Company*

**ประเทศที่ 2 ประเทศญี่ปุ่น** กำลังการผลิตตามสัญญาทั้งหมด 83 MW ด้วยขนาดกำลังการติดตั้งทั้งหมด 103.5 MW มี 1 โรงไฟฟ้าหลักคือ โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar power plant) สัญญาซื้อขายไฟฟ้าทั้งสิ้น 4 โครงการ ประกอบด้วย

(1) โครงการ Hidaka ได้รับค่าไฟแบบ Feed-in-Tariff (FiT) ที่ 40 เยนต่อกิโลวัตต์ – ชั่วโมง (KWh) ขนาดกำลังการผลิตตามสัญญา 17 MW ด้วยขนาดกำลังการติดตั้ง 21 MW อายุโครงการ 20 ปี จำหน่ายเชิงพาณิชย์ไปเมื่อ มี.ค. 2561

(2) โครงการ Zouen ได้รับค่าไฟแบบ Feed-in-Tariff (FiT) ที่ 36 เยนต่อกิโลวัตต์ – ชั่วโมง (KWh) ขนาดกำลังการผลิตตามสัญญา 6 MW ด้วยขนาดกำลังการติดตั้ง 8 MW อายุโครงการ 20 ปี จำหน่ายเชิงพาณิชย์ไปเมื่อ ส.ค. 2561

(3) โครงการ Yamaga 1 ได้รับค่าไฟแบบ Feed-in-Tariff (FiT) ที่ 36 เยนต่อกิโลวัตต์ – ชั่วโมง (KWh) ขนาดกำลังการผลิตตามสัญญา 30 MW ด้วยขนาดกำลังการติดตั้ง 34.5 MW อายุโครงการ 20 ปี คาดจะจำหน่ายเชิงพาณิชย์ มิ.ย. 2563

(4) โครงการ Leo แบ่งออกเป็น 2 phase ซึ่งได้รับค่าไฟแบบ Feed-in-Tariff (FiT) ที่ 36 เยนต่อกิโลวัตต์ – ชั่วโมง (KWh) อายุโครงการ 20 ปี Phase 1 ขนาดกำลังการผลิตตามสัญญาที่ 20 MW ด้วยขนาดกำลังการติดตั้ง 26 MW คาดจะจำหน่ายเชิงพาณิชย์ ก.ค. 2564 และ Phase 2 ขนาดกำลังการผลิตตามสัญญาที่ 10 MW ด้วยขนาดกำลังการติดตั้ง 14 MW คาดจะจำหน่ายเชิงพาณิชย์ปี 2565

รวมปัจจุบันจำหน่ายเชิงพาณิชย์ไปแล้วทั้ง 2 โครงการ ด้วยขนาดกำลังการผลิตตามสัญญาที่ 23 MW คือ Hidaka และ Zouen และอยู่ในระหว่างการพัฒนาอีก 2 โครงการ ด้วยขนาดกำลังการผลิตตามสัญญาที่ 60 MW คือ Yamaga 1 และ Leo (Phase 1 และ Phase 2)

**Figure 4: Solar Power in Japan**

*Source: Company*

**ประเทศที่ 3 ประเทศเวียดนาม** กำลังการผลิตตามสัญญาทั้งหมด 40 MW ด้วยขนาดกำลังการติดตั้งทั้งหมด 49.6 MW มี 1 โรงไฟฟ้าหลักคือ โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar power plant) คือโครงการ Binh Nguyen Solar ได้รับค่าไฟแบบ Feed-in-Tariff (FiT) ที่ 0.0935 ดอลลาร์สหรัฐต่อกิโลวัตต์ – ชั่วโมง (KWh) อายุโครงการ 20 ปี จำหน่ายเชิงพาณิชย์ไปเมื่อ มี.ค. 2562

**ประเทศที่ 4 ประเทศมองโกเลีย** กำลังการผลิตตามสัญญาทั้งหมด 15 MW ด้วยขนาดกำลังการติดตั้งทั้งหมด 16.4 MW มี 1 โรงไฟฟ้าหลักคือ โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar power plant) คือโครงการ Khunsight Kundi ได้รับค่าไฟแบบ Feed-in-Tariff (FiT) ที่ 0.162 ดอลลาร์สหรัฐต่อกิโลวัตต์ – ชั่วโมง (KWh) อายุโครงการ 12 ปี จำหน่ายเชิงพาณิชย์ไปเมื่อ ก.ค 2562

ข้อด้อยของโครงการในเวียดนามและมองโกเลีย คือ มีต้นทุนทางการเงินที่สูงแต่เป็นใบเบิกทางในการสร้างโอกาสในการได้โครงการใหม่ๆ ในอนาคต อย่างไรก็ตามบริษัทมีแผน Refinance เพื่อลดต้นทุนดอกเบี้ยซึ่งเป็น Upside ต่อประมาณการ

**Figure 5: Solar Power in Vietnam**

*Source: Company*

**Figure 6: List of in production projects**

| Country | Project name | Type | Installated (MW) | Contracted (MW) | Equity (MW) | COD date (D/M/Y) | Project life | Tariff |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Thailand | SPN | Solar farm | 52 | 40 | 40 | 2/2/2015 | 5 | Adder 6.5 THB/KWh |
| | SNNP1 | Solar Rooftop | 0.384 | 0.384 | 0.384 | 1Q18 | 25 | - |
| | SNNP2 | Solar Rooftop | 0.998 | 0.998 | 0.998 | 1Q18 | 25 | - |
| | Do Home | Solar Rooftop | 3 | 3 | 3 | 1Q18 | 25 | - |
| | Solar WVO | Solar farm | 5 | 5 | 5 | 30/11/2018 | 25 | FiT 4.12 THB/KWh |
| | SNNP 3 | Solar Rooftop | 0.384 | 0.384 | 0.384 | 2Q19 | 25 | - |
| | SNNP 4 | Solar Rooftop | 0.307 | 0.307 | 0.307 | 3Q19 | 25 | - |
| Japan | Hidaka | Solar farm | 21 | 17 | 15 | 1/3/2018 | 20 | FiT 40 JPY/KWh |
| | Zouen | Solar farm | 8 | 6 | 6 | 1/8/2018 | 20 | FiT 36 JPY/KWh |
| Vietnam | Binh Nguyen Sc | Solar farm | 50 | 40 | 30 | 27/3/2019 | 20 | FiT 0.0935 USD/KWh |
| Mongolia | Khunsight Kun | Solar farm | 16 | 15 | 11 | 6/7/2019 | 12 | FiT 0.162 USD/KWh |

*Source: Company*

**Figure 7: List of developing projects**

| Country | Project name | Type | Installated (MW) | Contracted (MW) | Equity (MW) | COD date (D/M/Y) | Project life | Tariff |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Japan | Yamaga 1 | Solar farm | 34.5 | 30 | 27 | 30/6/2020 | 20 | FiT 36 JPY/KWh |
| | Leo (phase 1) | Solar farm | 26 | 20 | 20 | 31/7/2021 | 20 | FiT 36 JPY/KWh |
| | Leo (phase 2) | Solar farm | 14 | 10 | 10 | 2022 | 20 | FiT 36 JPY/KWh |

*Source: Company*

## ก้าวสำคัญ ก้าวสู่นอกประเทศ

### กำลังการผลิตที่มีแต่เพิ่มขึ้น

หลังได้โครงการ SPN ในประเทศ จำนวน 40 MW และเข้าซื้อในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2558 SSP เริ่มเข้าสู่การขยายกำลังการผลิตในประเทศเมื่อปี 2561 จนถึงปัจจุบันมีสัดส่วนกำลังการผลิตในต่างประเทศที่ COD แล้วถึง 61% เริ่มจาก โครงการ Hidaka และ Zouen ประเทศญี่ปุ่น จำนวน 17 MW และ 6 MW ตามลำดับ ซึ่งเป็นครั้งแรกที่ SSP มีกำลังการผลิตที่ต่างประเทศ

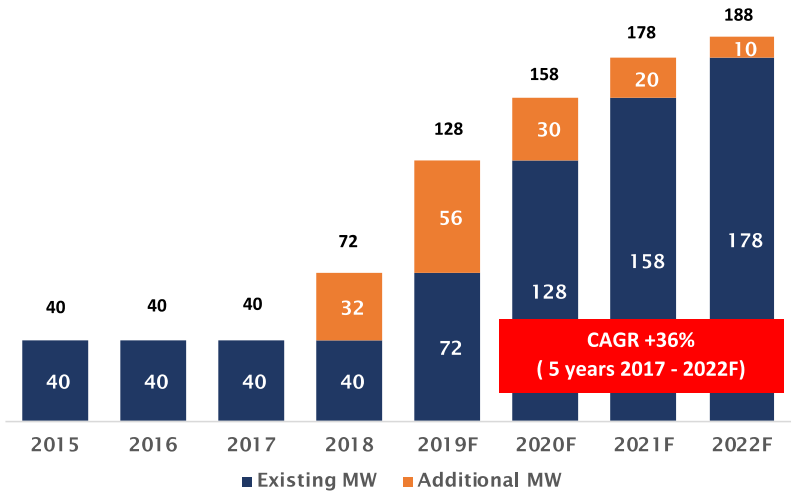
ในปี 2562 มีการจำหน่ายเชิงพาณิชย์เพิ่ม 56 MW ประกอบด้วย โครงการ Solar rooftop จำนวน 1 MW (ยังไม่รวมไว้ในประมาณการ), โครงการ Binh Nguyen ประเทศเวียดนาม จำนวน 40 MW ในเดือน มี.ค. และ โครงการ Khunsight Kundi ประเทศมองโกเลีย จำนวน 15 MW ในเดือน ก.ค.

ในปี 2563 จะมีโครงการจำหน่ายเชิงไฟพาณิชย์เพิ่ม 30 MW คือ โครงการ Yamaga 1 ในญี่ปุ่น จากนั้นในปี 2564 จะมีโครงการจำหน่ายเชิงไฟพาณิชย์เพิ่ม 20 MW จากโครงการ Leo Phase 1 ในญี่ปุ่น

ในปี 2565 มีจะมีโครงการจำหน่ายเชิงไฟพาณิชย์เพิ่ม 10 MW จากโครงการ Leo Phase 2 ในญี่ปุ่น ทำให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นจาก 40 MW ในปี 2560 เป็น 188 MW ในปี 2565 หรือเพิ่มขึ้น 5 เท่าตัว

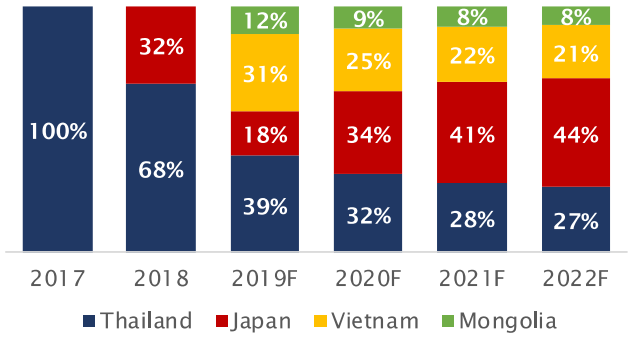
นอกจากนี้ SSP ยังมีโอกาสในการได้กำลังผลิตใหม่ในประเทศญี่ปุ่น เวียดนาม และมองโกเลียเพิ่มเติม เพราะมีประสบการณ์แล้ว และยังมองหาโอกาสการลงทุนในประเทศที่มีศักยภาพสูงที่ประเทศอื่นในภูมิภาค อาทิ มาเลเซีย และอินโดนีเซีย เพื่อให้บรรลุเป้าหมายของบริษัทที่จะเพิ่มกำลังผลิตเป็น 400 MW ภายในระยะเวลา 5 ปี จากปัจจุบันที่มีอยู่ 236 MW (รวม 48 MW ของโครงการใหม่ในเวียดนาม)

**Figure 8: MW growth in Portfolio**




*Source: Company, Yuanta Research*

**Figure 9: Breakdown MW by countries in %**




*Source: Company, Yuanta Research*

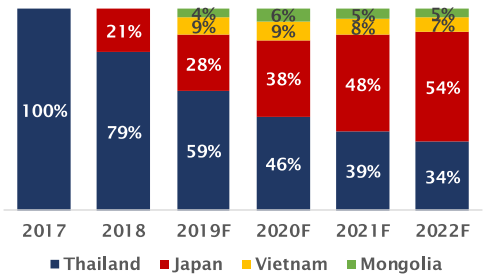
## กระจายความเสี่ยงทางรายได้ ผ่านการลงทุนในหลากหลายประเทศ

SSP กระจายความเสี่ยงผ่านการขยายกำลังผลิตไปในหลากหลายประเทศ ส่งผลให้ความเสี่ยงด้านแหล่งรายได้และกำไรของบริษัทลดลง ในปี 2560 สัดส่วนรายได้ 100% มาจากประเทศไทยเพียงอย่างเดียว ในปี 2561 สัดส่วนรายได้จากประเทศไทยลดลงเป็น 79% ของรายได้ทั้งหมด และ อีก 21% เป็นสัดส่วนรายได้ใหม่ที่เพิ่มมาจากประเทศญี่ปุ่น ในปี 2562 คาดสัดส่วนรายได้จากประเทศไทยลดลงเป็น 59% ของรายได้ทั้งหมด สัดส่วนรายได้จากประเทศญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นเป็น 28% ขณะที่มีสัดส่วนรายได้เพิ่มเข้ามาใหม่จากประเทศเวียดนาม และมองโกเลียที่ 9% และ 4% ตามลำดับ ในปี 2565 เป็นปีที่ทั้ง 4 โครงการของประเทศญี่ปุ่นได้จำหน่ายเชิงพาณิชย์ครบทุกโครงการ ดังนั้นสัดส่วนรายได้จากประเทศญี่ปุ่นจะเพิ่มขึ้นเป็น 54% ของรายได้ ขณะที่สัดส่วนรายได้จากประเทศไทยลดลงเป็น 34% และสัดส่วนรายได้จากประเทศเวียดนาม และมองโกเลียเป็น 7% และ 5% ตามลำดับ

สัดส่วนรายได้ในไทยมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง เพราะการแข่งขันที่สูงขึ้น โอกาสการปรับลดของค่าไฟในไทยที่มากขึ้น รวมถึงการที่ประชาชนสามารถเข้ามามีส่วนร่วมในการซื้อขายไฟฟ้าได้ด้วยตนเอง ดังนั้น SSP จึงกระจายความเสี่ยงโดยการลงทุนในประเทศที่มีศักยภาพสูง ทำให้ในอนาคตเราจะเห็นสัดส่วนรายได้ที่เปลี่ยนไป โดยจะมีสัดส่วนรายได้จากประเทศอื่นๆมากขึ้น

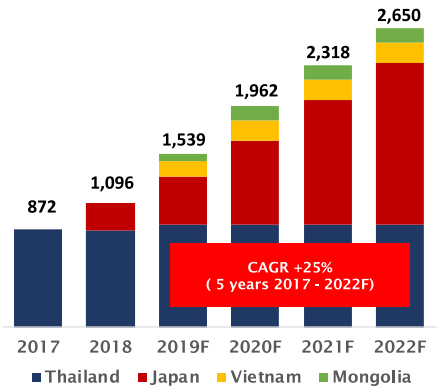
SSP ไม่เพียงแต่ลดความผันผวนของรายได้และกำไรผ่านการลงทุนหลากหลายประเทศ แต่ยังลดความผันผวนของรายได้และกำไรรายไตรมาสที่ผลของฤดูกาลมาเกี่ยวข้อง ซึ่งปัจจุบัน SSP มีเพียงโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ทำให้ผลประกอบการ 1H จะดีกว่า 2H โดย SSP ได้เพิ่มหน่วยธุรกิจพลังงานทดแทนลม เข้ามาใน Portfolio เพราะผลประกอบการของธุรกิจลมจะดีใน 2H ช่วยปรับสมดุลกำไรรายไตรมาสของบริษัท โดยเมื่อวันที่ 24 ก.ย. 2562 ได้ลงสัญญาพัฒนาร่วมกับบริษัท TTVN เพื่อดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานลม ประเทศเวียดนาม จำนวน 48 MW โดย SSP ถือหุ้นร้อยละ 80 ด้วยทุนจดทะเบียน 400 พันล้านเวียดนามดอง หรือราวๆ 528 ลบ. ซึ่งเรายังไม่รวมไว้ในประมาณการ อีกทั้งโอกาสในการลงทุนรูปแบบอื่นๆในประเทศที่มีศักยภาพสูงในเอเชียในอนาคต

**Figure 10: Breakdown revenue by countries in %**



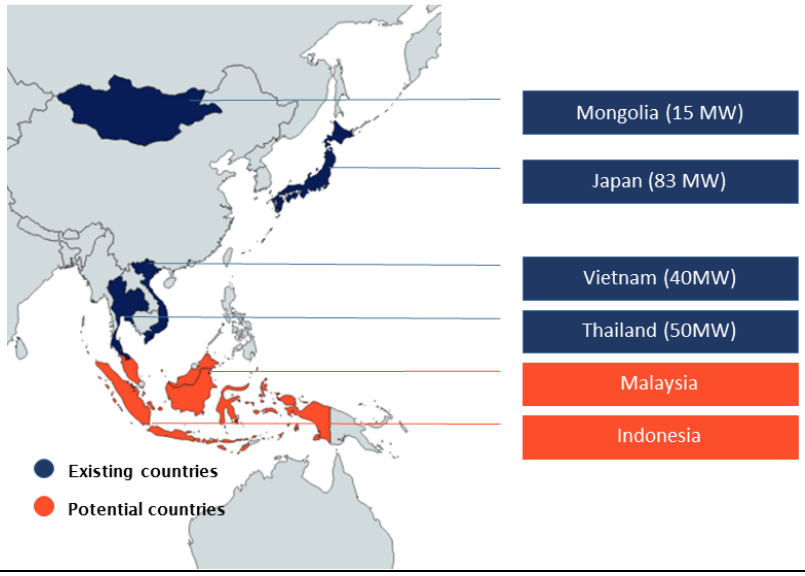

*Source: Company, Yuanta Research*

**Figure 11: Breakdown revenue by countries in %**




*Source: Company, Yuanta Research*

**Figure 12: Breakdown MW by countries in %**

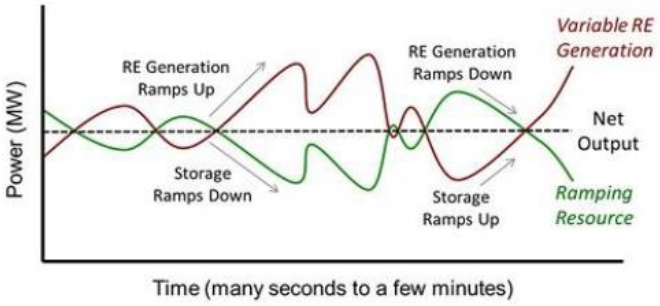



*Source: Company, Yuanta Research*

## รายแรกที่ใช้ Solar + Battery ในญี่ปุ่น

SSP เสนอมิติใหม่ของการจำหน่ายไฟฟ้า โดยรูปแบบธุรกิจเป็นพลังงานหมุนเวียนคู่กับแบตเตอรี่ ซึ่งเป็นรายแรกของประเทศญี่ปุ่น โดยเริ่มที่โครงการ Hidaka จุดประสงค์เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการจ่ายไฟ ลดความผันผวนของกระแสไฟทำให้โรงไฟฟ้าสามารถจ่ายไฟได้ตลอด 24 ชม. โดยการกักเก็บพลังงานช่วงที่ผลิตไฟเกิดความต้องการไว้ในแบตเตอรี่ เปลี่ยนพลังงานทางเลือก (Alternative Power) เป็นพลังงานหลัก (Conventional Power) ถือเป็นโอกาสสำคัญของบริษัท ในการขยายกำลังการผลิตไฟฟ้าโดยใช้รูปแบบธุรกิจพลังงานหมุนเวียนคู่กับแบตเตอรี่ทั้งในประเทศญี่ปุ่นเอง ประเทศไทย และประเทศอื่นๆ ซึ่งกำลังเป็นแนวโน้มในอนาคต เนื่องจากรูปแบบธุรกิจนี้มีความเสถียรภาพมากกว่าการใช้พลังงานหมุนเวียนในการจำหน่ายไฟเพียงอย่างเดียว ตรงตามวัตถุประสงค์ PDP 2018 ที่ต้องการนำเสนอโรงไฟฟ้าคู่กับแบตเตอรี่ ถึงแม้ว่าปัจจุบันราคาแบตเตอรี่จะค่อนข้างสูง แต่ก็มีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง

**Figure 13: Energy Stability by using Solar with Battery**




*Source: TDRI*

## ผลประกอบการ

### แนวโน้ม 2H62

แม้ในไตรมาส 3 เป็น Low season ของแดดตามผลของฤดูกาล แต่การรับรู้ผลประกอบการเต็มไตรมาสของโครงการ Binh Nguyen ในเวียดนามที่ COD เมื่อ 27 มี.ค. จำนวน 40 MW อายุสัญญา 20 ปี (ถือหุ้น 80%), การเปิดโครงการใหม่ของ Khunsight Kundi ในมองโกเลียที่ COD เมื่อ 6 ก.ค. ที่ผ่านมา จำนวน 15 MW อายุสัญญา 12 ปี (ถือหุ้น 75%) และโครงการ Solar rooftop จำนวน 1 MW ที่ยังไม่รวมไว้ในประมาณการ รวมกำลังผลิตเพิ่มขึ้น 56 MW ทำให้ปัจจุบันมีกำลังการผลิตที่ดำเนินงานแล้ว 128 MW จาก 72 MW ในปี 2561 เติบโต 77.8% ช่วยหนุนกำไรปกติให้ทรงตัว QoQ และโตราว 50% YoY ที่ 160 - 170 ลบ.

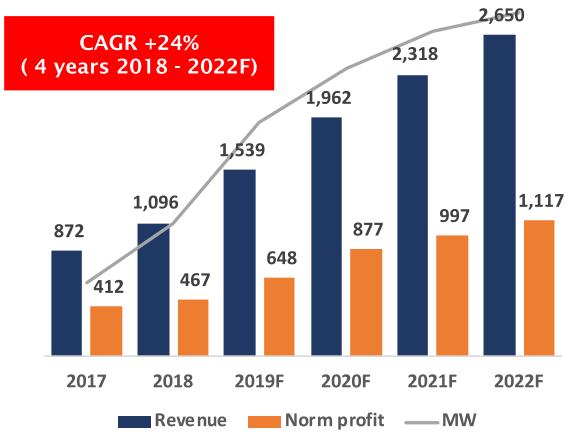
### กำไรปกติจะทำ New high ไปอีก 3 ปี ถึงปี 2565

คาดกำไรปกติจะไต่ระดับสูงสุดใหม่ 3 ปีติดต่อกัน ไปถึงปี 2565 จากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น ปี 2563 คาดจะจำหน่ายเชิงพาณิชย์เพิ่มอีก 1 โครงการ คือ Yamagane 1 จำนวน 30 MW ทำให้กำลังการผลิตทั้งปีเพิ่มขึ้นเป็น 158 MW เติบโต 23% เราคาดรายได้ปี 2563 ที่ 1,962 ลบ. (+27.4% YoY) ด้วยอัตรากำไรขั้นต้นที่ 73% ส่วนกำไรปกติคาดทำระดับสูงสุดใหม่ที่ 877 ลบ. (+35.4% YoY)

ในปี 2564 คาดจะจำหน่ายเชิงพาณิชย์โครงการ Leo Phase 1 จำนวน 20 MW ทำให้กำลังการผลิตขยับขึ้นมาอยู่ที่ 178 MW หนุนกำไรปกติเติบโต 13.7% YoY เป็น 997 ลบ. ปี 2565 มีโครงการ Leo Phase 2 เข้ามาอีกจำนวน 10 MW รวมกำลังการผลิตอยู่ที่ 188 MW คาดกำไรปกติแตะระดับ 1,000 ลบ. เป็นปีแรกที่ 1,117 ลบ. (+12.1% YoY) คิดเป็นการเติบโตของกำไรปกติที่ 24% CAGR 4 ปี (2561 – 2565F)

แม้ว่าโรงไฟฟ้าในระบบ Adder จะหมดในปี 2568 แต่ด้วยเป้าหมายในการขยายกำลังการผลิตให้ได้ถึง 400 MW ใน 5 ปี (Secure แล้ว 59%) คาดว่าทำให้ผลประกอบการของ SSP จะไม่ลดลงเมื่อสิ้นสุดช่วงเวลาให้ Adder แล้ว

**Figure 14: Revenue, Norm Profit & MW**

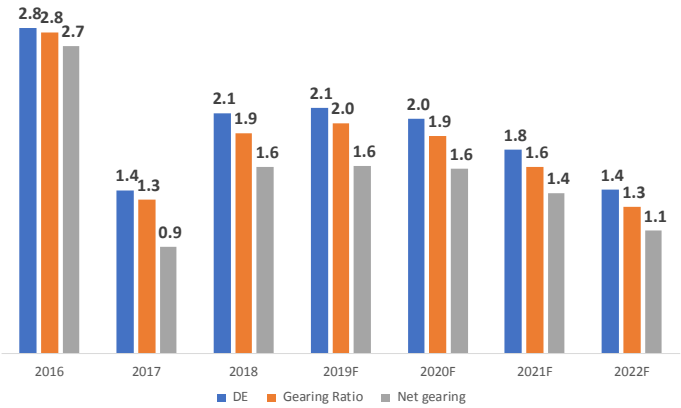



*Source: Company, Yuanta Research*

### ฐานะทางการเงิน

ในปี 2563 คาด DE Ratio ลดลงเล็กน้อยเป็น 2.0x จาก 2.1x ในปี 2562 เนื่องจากได้ลงทุนโครงการใหญ่ๆ ที่ประเทศเวียดนามและมองโกเลียไปแล้ว ในขณะที่ Net Gearing Ratio คาดคงที่ที่ 1.6x อย่างไรก็ตาม DE Ratio และ Gearing Ratio ที่ค่อนข้างสูง เพราะโครงการในญี่ปุ่นสามารถใช้เงินกู้ได้ถึง DE Ratio 4 เท่า แม้จะใช้เงินกู้สูง แต่ก็มีต้นทุนดอกเบี้ยในญี่ปุ่นต่ำเพียงไม่เกิน 2% โดยระดับหนี้ของ SSP มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเล็กน้อย จากการลงทุนโครงการใหม่ๆ ในอนาคต เพื่อให้บรรลุเป้าหมายในการเพิ่มกำลังผลิตเกินเท่าตัว แต่มีจุดแข็งที่กระแสเงินสดสูงจากกากรดำเนินงาน สูงถึง 1,000 – 1,500 ลบ./ปี สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยจ่ายและหนี้สินทางการเงินที่ถึงกำหนดชำระใน 1 ปีกว่า 2 เท่า

**Figure 15: DE Ratio, Gearing Ratio, Net Gearing Ratio**




*Source: Company, Yuanta Research*

## ธุรกิจที่ยังไม่ได้รวมในประมาณการ

1. โครงการ Solar rooftop จำนวน 5 MW
2. โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม ประเทศเวียดนาม จำนวน 48 MW

## ความเสี่ยง

1. ความแปรปรวนของสภาพอากาศ และภัยพิบติทางธรรมชาติ อาทิ จำนวนเมฆที่ปกคลุมอาจส่งผลถึงความเข้มของแสงแดด
2. ความเสี่ยงเชิงนโยบายกฎหมาย กฎระเบียบ และอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากดำเนินธุรกิจในต่างประเทศ
3. ความเสี่ยงเชิงนโยบายพลังงานทั้งในและต่างประเทศ รวมทั้งการแข่งขันที่สูงขึ้นซึ่งมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าไฟและผลตอบแทนในอนาคต
4. จำนวนกู้ยืมที่เพิ่มขึ้น จากแผนลงทุนในอนาคต
5. โรงไฟฟ้าพลังงานลมในเวียดนามขนาด 48 MW ยังไม่มีการลงนามในสัญญารับซื้อขายไฟอย่างเป็นทางการ

**Balance Sheet**

| Year as of Dec (THB mn) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| Cash & ST investment | 1,411 | 1,125 | 1,654 | 1,612 | 1,610 |
| Inventories | - | - | - | - | - |
| Accounts receivable | 151 | 409 | 574 | 732 | 865 |
| Others | 238 | 481 | 439 | 439 | 439 |
| **Current assets** | 1,800 | 2,015 | 2,667 | 2,783 | 2,913 |
| LT investments | - | 97 | 97 | 97 | 97 |
| Net fixed assets | 6,081 | 9,303 | 11,414 | 14,567 | 16,775 |
| Others | 388 | 478 | - | - | - |
| **Other assets** | 6,469 | 9,878 | 11,511 | 14,664 | 16,871 |
| **Total assets** | 8,270 | 11,893 | 14,178 | 17,446 | 19,784 |
| Accounts payable | 257 | 504 | 616 | 837 | 1,061 |
| ST borrowings | 522 | 520 | 362 | 462 | 523 |
| Others | 4 | 123 | - | - | - |
| **Current liabilities** | 783 | 1,147 | 978 | 1,300 | 1,584 |
| Long-term debts | 4,062 | 6,868 | 8,679 | 10,397 | 11,055 |
| Others | 4 | 19 | - | - | - |
| **Long-term liabilities** | 4,066 | 6,888 | 8,679 | 10,397 | 11,055 |
| **Total liabilities** | 4,848 | 8,035 | 9,657 | 11,697 | 12,639 |
| Paid-in capital | 922 | 922 | 922 | 922 | 922 |
| Capital surplus | 1,544 | 1,544 | 1,544 | 1,544 | 1,544 |
| Retained earnings | 856 | 1,149 | 2,056 | 3,283 | 4,680 |
| Others | 100 | 243 | - | - | - |
| **Shareholders' equity** | 3,422 | 3,858 | 4,522 | 5,750 | 7,146 |
| **Total Equity** | 8,270 | 11,893 | 14,179 | 17,446 | 19,785 |

*Source: Company data, Yuanta Research*

**Cash Flow**

| Year to Dec (THB mn) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| Net profit | 343 | 481 | 720 | 1,016 | 1,183 |
| Depr & amortization | 120 | 214 | 387 | 526 | 666 |
| Change in working cap. | (39) | 38 | (70) | (36) | 191 |
| Others | 145 | 157 | - | - | - |
| **Operating cash flow** | 568 | 889 | 1,036 | 1,506 | 2,040 |
| Capex | (1,961) | (3,369) | (1,690) | (2,728) | (2,274) |
| Change in LT inv. | 23 | (344) | - | - | - |
| Change in other assets | 72 | 194 | (84) | (19) | (20) |
| **Investment cash flow** | (1,866) | (3,518) | (1,774) | (2,747) | (2,294) |
| Change in share capital | 1,734 | - | - | - | - |
| Net change in debt | 1,113 | 2,936 | 1,664 | 1,818 | 718 |
| Other adjustments | (288) | (555) | (397) | (619) | (467) |
| **Financing cash flow** | 2,559 | 2,381 | 1,267 | 1,199 | 251 |
| **Impact from changes in FX rate** | (2) | (39) | - | - | - |
| **Net cash flow** | 1,259 | (287) | 529 | (42) | (3) |
| **Free cash flow** | 1,411 | 1,125 | 1,654 | 1,612 | 1,610 |

*Source: Company data, Yuanta Research*

**Profit and Loss**

| Year to Dec (THB mn) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Sales** | 872 | 1,096 | 1,539 | 1,962 | 2,318 |
| Cost of goods sold | 168 | 316 | 387 | 526 | 666 |
| **Gross profit** | 704 | 780 | 1,153 | 1,436 | 1,652 |
| Operating expenses | 220 | 167 | 203 | 157 | 185 |
| **Operating profit** | 484 | 613 | 950 | 1,279 | 1,467 |
| Interest income | - | - | - | - | - |
| Interest expense | (147) | (148) | (230) | (263) | (284) |
| Net interest | (147) | (148) | (230) | (263) | (284) |
| Net Invst.Inc.(loss) | - | - | - | - | - |
| Net oth non-op.Inc.(loss) | 5 | 15 | - | - | - |
| Net extraordinaries | - | - | - | - | - |
| Pretax income | 343 | 481 | 720 | 1,016 | 1,183 |
| Income taxes | 8 | 2 | 52 | 95 | 130 |
| Net profit | 335 | 479 | 668 | 922 | 1,053 |
| Minority interest | (5) | (3) | 20 | 45 | 55 |
| **Net profit attributable to the parent** | 340 | 482 | 648 | 877 | 997 |
| EBITDA | 609 | 842 | 1,336 | 1,805 | 2,133 |
| EPS (THB) | 0.45 | 0.52 | 0.70 | 0.95 | 1.08 |

*Source: Company data, Yuanta Research*

**Key Ratios**

| Year to Dec | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Growth (% YoY)** | | | | | |
| Sales | 0 | 26 | 40 | 27 | 18 |
| Op profit | (18) | 28 | 51 | 35 | 15 |
| EBITDA | (15) | 38 | 59 | 35 | 18 |
| Net profit | (24) | 42 | 34 | 35 | 14 |
| EPS | - | 16 | 34 | 35 | 14 |
| **Profitability (%)** | | | | | |
| Gross margin | 81 | 71 | 75 | 73 | 71 |
| Operating margin | 56 | 57 | 62 | 65 | 63 |
| EBITDA margin | 70 | 77 | 87 | 92 | 92 |
| Net profit margin | 39 | 42 | 42 | 45 | 43 |
| ROA | 5 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| ROE | 10 | 12 | 14 | 15 | 14 |
| **Stability** | | | | | |
| Gross debt/equity (%) | 142 | 208 | 214 | 203 | 177 |
| Net cash (debt)/equity (%) | 92 | 162 | 163 | 161 | 139 |
| Int. coverage (X) | 3.3 | 4.1 | 4.1 | 4.9 | 5.2 |
| Int. & ST debt cover (X) | 0.7 | 0.9 | 1.6 | 1.8 | 1.8 |
| Cash flow/int. cover (X) | 3.9 | 6.0 | 4.5 | 5.7 | 7.2 |
| Cash flow/int. & ST debt (X) | 0.85 | 1.33 | 1.75 | 2.08 | 2.53 |
| Current ratio (X) | 2.3 | 1.8 | 2.7 | 2.1 | 1.8 |
| Quick ratio (X) | 2.3 | 1.8 | 2.7 | 2.1 | 1.8 |
| Net debt (THBmn) | 3,161 | 6,252 | 7,386 | 9,247 | 9,968 |
| BVPS (THB) | 4.5 | 4.2 | 4.9 | 6.2 | 7.8 |
| **Valuation Metrics (X)** | | | | | |
| P/E | 17.1 | 14.7 | 11.0 | 8.1 | 7.1 |
| P/FCF | 4.11 | 6.31 | 4.29 | 4.40 | 4.41 |
| P/B | 1.7 | 1.8 | 1.6 | 1.2 | 1.0 |
| P/EBITDA | 9.5 | 8.4 | 5.3 | 3.9 | 3.3 |
| P/S | 6.7 | 6.5 | 4.6 | 3.6 | 3.1 |

*Source: Company data, Yuanta Research*

# Corporate Governance Report Rating (CG Score)

| | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ADVANC | AKP | AMATA | AMATAV | ANAN | AOT | AP | BAFS | BANPU | BAY | BCP | BCPG | BRR | BTS |
| BWG | CFRESH | CHO | CK | CKP | CM | CNT | COL | CPF | CPI | CPN | CSS | DELTA | DEMCO |
| DRT | DTAC | DTC | EA | EASTW | EGCO | GC | GEL | GFPT | GGC | GOLD | GPSC | GRAMMY | GUNKUL |
| HANA | HMPRO | ICC | ICHI | INTUCH | IRPC | IVL | JSP | KBANK | KCE | KKP | KSL | KTB | KTC |
| LHFG | LIT | LPN | MAKRO | MBK | MCOT | MINT | MONO | MTC | NCL | NKI | NVD | NYT | OISHI |
| OTO | PCSGH | PDJ | PG | PHOL | PLANB | PLANET | PPS | PRG | PSH | PSL | PTG | PTT | PTTEP |
| PTTGC | PYLON | Q-CON | QH | QTC | RATCH | ROBINS | S &J | SABINA | SAMART | SAMTEL | SAT | SC | SCB |
| SCC | SCCC | SDC | SE-ED | SIS | SITHAI | SNC | SPALI | SPRC | SSSC | STEC | SVI | SYNTEC | TASCO |
| TCAP | THAI | THANA | THANI | THCOM | THIP | THREL | TIP | TISCO | TKT | TMB | TNDT | TOP | IRC |
| TRU | TRUE | TSC | TSTH | TTCL | TU | TVD | UAC | UV | VGI | VIH | WACOAL | WAVE | WHA |
| WINNER | | | | | | | | | | | | | |

| | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2S | AAV | ACAP | AGE | AH | AHC | AIRA | AIT | AKR | ALLA | ALT | AMA | AMANAH | APCO |
| AQUA | ARIP | ARROW | ASIA | ASIMAR | ASK | ASN | ASP | ATP30 | AU | AUCT | AYUD | BA | BBL |
| BDMS | BEC | BEM | BFIT | BGRIM | BIZ | BJC | BJCHI | BLA | BOL | BPP | BROOK | BTW | CBG |
| CEN | CENTEL | CGH | CHEWA | CHG | CHOW | CI | CIMBT | CNS | COM7 | COMAN | CPALL | CSC | CSP |
| DCC | DCORP | DDD | EASON | ECF | ECL | EE | EPG | ERW | ETE | FN | FNS | FORTH | FPI |
| FSMART | FVC | GBX | GCAP | GLOBAL | GLOW | GULF | HARN | HPT | HTC | HYDRO | ICN | ILINK | INET |
| IRC | ITD | JAS | JCKH | JKN | JWD | K | KBS | KCAR | KGI | KKC | KOOL | KTIS | L&E |
| LANNA | LDC | LH | LHK | LOXLEY | LRH | LST | M | MACO | MAJOR | MALEE | MBKET | MC | MEGA |
| METCO | MFC | MFEC | MK | MOONG | MSC | MTI | NCH | NEP | NINE | NOBLE | NOK | NSI | NTV |
| NWR | OCC | OGC | ORI | PAP | PATO | PB | PDI | PJW | PLAT | PM | PORT | PPP | PREB |
| PRECHA | PRINC | PRM | PT | QLT | RICHY | RML | RS | RWI | S | S11 | SALEE | SANKO | SAWAD |
| SCG | SCI | SCN | SE | SEAFCO | SEAOIL | SELIC | SENA | SFP | SIAM | SINGER | SIRI | SKE | SMK |
| SMPC | SMT | SNP | SORKOR | SPC | SPI | SPPT | SPVI | SR | SSF | SST | STA | SUC | SUSCO |
| SUTHA | SWC | SYMC | SYNEX | TACC | TAE | TAKUNI | TBSP | TCC | TEAM | TFG | TFMAMA | THRE | TICON |
| TIPCO | TK | TKN | TKS | TM | TMC | TMI | TMILL | TMT | TNITY | TNL | TNP | TNR | TOA |
| TOG | TPA | TPAC | TPBI | TPCORP | TRITN | TRT | TSE | TSR | TSTE | TTA | TTW | TVI | TVO |
| TWP | TWPC | U | UMI | UOBKH | UP | UPF | UPOIC | UT | UWC | VNT | WHAUP | WICE | WIIK |
| XO | YUASA | ZMICO | | | | | | | | | | | |

| | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 7UP | ABICO | ABM | AEC | AEONTS | AF | AJ | ALUCON | AMARIN | AMC | AS | ASAP | ASEFA | ASIAN |
| BCH | BEAUTY | BGT | BH | BIG | BLAND | BM | BR | BROCK | BSBM | BTNC | CCET | CCP | CGD |
| CHARAN | CHAYO | CITY | CMO | CMR | COLOR | CPL | CPT | CRD | CSR | CTW | CWT | D | DCON |
| DIGI | DIMET | EKH | EMC | EPCO | ESSO | ESTAR | FE | FLOYD | FOCUS | FSS | FTE | GENCO | GIFT |
| GJS | GLAND | GPI | GREEN | GTB | GYT | HTECH | IFS | IHL | III | INOX | INSURE | IRCP | IT |
| TIEL | J | JCK | JMART | JMT | JTS | JUBILE | KASET | KCM | KIAT | KWC | KWG | KYE | LALIN |
| LEE | LPH | MATCH | MATI | MBAX | M-CHAI | MDX | META | MILL | MJD | MM | MODERN | MPG | NC |
| NDR | NETBAY | NNCL | NPK | OCEAN | PAF | PDG | PF | PICO | PIMO | PK | PL | PLE | PMTA |
| PPPM | PRIN | PSTC | PTL | RCI | RCL | RJH | ROJNA | RPC | RPH | SAMCO | SAPPE | SCP | SF |
| SGF | SGP | SKN | SKR | SKY | SLP | SMIT | SOLAR | SPA | SPCG | SPG | SQ | SRICHA | SSC |
| SSP | SYANLY | STPI | SUN | SUPER | SVOA | T | TCCC | TCMC | THE | THG | THMUI | TIC | TITLE |
| TIW | TMD | TOPP | TPCH | TPIPP | TPOLY | TTI | TVT | TYCN | UEC | UMS | UNIQ | VCOM | VIBHA |
| VPO | WIN | WORK | WP | WPH | ZIGA | | | | | | | | |

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 Range | Number of Logo | Description |
|---|---|---|
| 90 - 100 | | Excellent |
| 80 - 89 | | Very Good |
| 70 - 79 | | Good |
| 60 - 69 | | Satisfactory |
| 50 - 59 | | Pass |

# Anti-Corruption Progress Indicator

## Companies that have declared their intention to join CAC

| | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| A | ABICO | AIE | AJ | AMATA | AMATA | AMATAV | ANAN | AOT | APCO | ARROW | ASIAN | B | BJC | BLAND |
| BLISS | BM | BPP | BR | BUI | CEN | CGH | CHG | CHO | CHOTI | CI | CIMBT | CITY | COL | CPR |
| DDD | EFORL | EKH | ESTAR | ETE | FLOYD | FN | FPI | FTE | GPI | GYT | ICHI | ILINK | INSURE | IRC |
| ITEL | JAS | JTS | KWG | LDC | LEE | LIT | LRH | MATCH | MATI | META | MFEC | MILL | MTC | NCL |
| NEP | NWR | ORI | PAP | PK | PLANB | POST | PRM | PRO | PSL | PYLON | QTC | ROJNA | RWI | SAPPE |
| SCI | SHANG | SPALI | SST | SYANLY | SUPER | SWC | SYMC | SYNEX | TAKUNI | THE | THIP | TKN | TMC | TNR |
| TOPP | TPP | TRITN | TTI | TVO | UEC | UKEM | UPA | UREKA | UWC | VIH | XO | YUASA | | |

## Companies certified by CAC

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

## N/A

| | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2S | APEX | BIZ | CPL | ESSO | IEC | KTECH | MODERN | PAF | RPH | SINGER | SUC | TIW | TSTE | WG |
| 7UP | APURE | BKD | CPT | EVER | IHL | KTIS | MPG | PERM | RS | SITHAI | SUN | TK | TSTH | WHA |
| AAV | AQ | BOL | CRANE | F&D | III | KWM | MPIC | PF | RSP | SKN | SUPER | TKN | TTCL | WICE |
| ABM | AQUA | BROCK | CRD | FANCY | INGRS | KYE | MVP | PICO | RWI | SKR | SVH | TKT | TTTM | WINNER |
| ACAP | ARIP | BSM | CSP | FC | INOX | LALIN | NC | PIMO | S & J | SKY | SVI | TMB | TTW | WORK |
| ACC | AS | BTNC | CSR | FMT | IRCP | LH | NCH | PJW | SAAM | SLP | SWC | TMILL | TU | WORLD |
| ADAM | ASAP | BTW | CSS | FOCUS | IT | LOXLEY | NDR | PLE | SABINA | SMART | TACC | TNDT | TWP | WP |
| ADB | ASEFA | CBG | CTW | FORTH | ITD | LPH | NER | POLAR | SALEE | SMIT | TAE | TNH | TWPC | WPH |
| AEC | ASIA | CCET | CWT | FSMART | J | LST | NETBAY | POMPUI | SAM | SMPC | TASCO | TNITY | TYCN | WR |
| AEONTS | ASIMAR | CCP | D | FVC | JCK | LTX | NEW | PORT | SAMART | SNC | TC | TNR | U | XO |
| AF | ASN | CGD | DCON | GENCO | JCKH | LVT | NEWS | POST | SAMCO | SONIC | TCAP | TOG | UBIS | YNP |
| AFC | ATP30 | CHARAN | DCORP | GIFT | JCT | MACO | NFC | PPP | SAMTEL | SORKON | TCCC | TPBI | UMS | YUASA |
| AGE | AU | CHAYO | DELTA | GL | JKN | MAJOR | NOBLE | PRAKIT | SANKO | SPACK | TCJ | TPCH | UNIQ | ZMICO |
| AH | AUCT | CHOW | DIGI | GLAND | JMART | MANRIN | NOK | PREB | SAPPE | SPG | TCMC | TPCORP | UOBKH | |
| AHC | BA | CHUO | DNA | GLOBAL | JMT | MAX | NPK | PRG | SAWAD | SPI | TEAM | TPIPP | UPA | |
| AI | BAT-3K | CK | DOD | GRAMMY | JSP | M-CHAI | NPPG | PRINC | SAWANG | SPPT | TEAMG | TPLAS | UPOIC | |
| AIRA | BCT | CKP | DTCI | GRAND | JUBILE | MCS | NTV | PTT | SC | SPRC | TFG | TPOLY | UREKA | |
| AIT | BDMS | CMAN | EA | GREEN | JUTHA | MDX | NUSA | RATCH | SDC | SQ | TH | TPP | UTP | |
| AJA | BEAUTY | CMC | EARTH | GTB | JWD | MEGA | NVD | RCL | SE | SR | THAI | TR | UV | |
| AKR | BEC | CMO | EASON | GULF | KAMART | METCO | NYT | RICH | SEAFCO | SRICHA | THANA | TRC | UWC | |
| ALLA | BEM | CMR | ECF | HFT | KC | MGT | OHTL | RICHY | SEAOIL | SSF | THANI | TRITN | VCOM | |
| ALT | BFIT | CNT | EE | HPT | KCM | MIDA | OISHI | RJH | SE-ED | SSSC | THIP | TRU | VGI | |
| ALUCON | BGC | COLOR | EIC | HTECH | KDH | MJD | OSP | RML | SFP | STEC | THMUI | TRUE | VIBHA | |
| AMA | BGT | COMAN | EMC | HUMAN | KIAT | MK | OTO | ROH | SGF | STHAI | THRE | TSF | VIH | |
| AMARIN | BH | COTTO | EPG | HYDRO | KKC | ML | PACE | ROJNA | SGP | STI | TICON | TSI | VNT | |
| AMC | BIG | CPH | ERW | ICN | KOOL | MM | PAE | RPC | SIMAT | STPI | TIP | TSR | WACOAL | |

<u>Disclosure</u>: List of companies that intend to join Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programfrom Thaipat Institute (last update: 27 January 2017)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 flr., Rama 4 Road, Phra khanong, Khlong Toei, Bangkok 10110
Tel. 0 2120 3770 Fax. 0 2339 3865

**Crystal Park**
199, Building D, 1st 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 11th Floor, Room 1101, Phaholyothin Road, Chatuchak, Bangkok 10900
Tel. 0 2120 3700 Fax. 0 2541 1505

**Silom Road**
62 Thaniya Building, Room 408, 410 4th 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, 18th 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, 3rd Floor, Phahonyothin Road, Samsen Nai, Phaya Thai, Bangkok, 10400
Tel. 02 120 3350 Fax. 02 619 0552

**ASOKE**
50 GMM Grammy Place, 18th 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-Muamg, 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. |
|---|---|---|---|
| Apisit Limthumrongkul | Technical Analyst | apisit.l@yuanta.co.th | 0-2009-8052 |
| Pongpat Khamchoo, CMT | Technical Analyst | pongpat.k@yuanta.co.th | 0-2009-8079 |
| Pridi Luprasit | Assistant Technical Analyst | | |

| Data Support | |
|---|---|
| Somjit Viroontanee | Support |
| Angsumalin Kumvong | Support |
| Peeraya Wiangphoem | Support |