RETAIL RESEARCH

Thailand • Resources

Energy Absolute (EA)

เจอจุดเข้าซื้อที่ดีแล้ว

BUY *[Prior:HOLD]*

Share Price	THB 42.00
12m Price Target	THB 47.50 (+13%)
Previous Price Target	*THB 47.50*

Rating Change

ราคาหุ้นอ่อนลง 12% สวนทางกำไรจะฟื้น +20.9% QoQ เพิ่มน้ำหนักเป็น ซื้อ

ราคาหุ้นปรับตัวลง 12% นับจากการปรับลดคำแนะนำของเราเมื่อ 10 ส.ค. จนล่าสุดเปิด upside แล้ว 13% ขณะที่ทิศทางไตรมาส 3/63 กำลังกลับเข้าสู่เส้นทางที่ดี คาดกำไรสุทธิ 1.4 พัน ลบ. จะฟื้นราว 20.9% QoQ จากไตรมาส 2/63 ที่เป็นจุดต่ำสุดของปี ส่วนพัฒนาการของโครงการใหม่ๆเริ่มทยอยจับต้องได้แล้วอีกด้วย เรามองเห็นโอกาสนี้เป็นจังหวะที่ดีในการสะสม "ซื้อ" ราคาเหมาะสมปี 2564 ที่ 47.50 บาท/หุ้น อิง P/E เฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี 25.5 เท่า ซึ่งได้ให้ส่วนลด 15% จากความเสี่ยงของการล่าช้าไว้แล้ว

คาดงบไตรมาส 3 จะล้างความผิดหวังในไตรมาส 2 ได้เบ็ดเสร็จ

กำไรสุทธิไตรมาส 2/63 ที่น่าผิดหวัง 1.1 พัน ลบ. หดตัว -20.8% QoQ -20.3% YoY นั้น จะเป็นจุดต่ำสุดของปี เพราะ (1) ผู้บริหารเผยว่า ปริมาณกระแสลมภาคใต้เดือน ก.ค.-ส.ค. ได้ฟื้นกลับมาแล้วจากพายุมูรสุม ทำให้เราคาดว่า โครงการหาดกังหัน 126MW น่าจะกลับมาผลิตกระแสไฟฟ้าฟื้นตัว +26.7% QoQ เป็นราว 185 ล้านหน่วย (2) ราคาขายไบโอดีเซล B100 คาดจะฟื้น +10.5% QoQ เช่นกัน จาก 28.96 เป็นราว 32.00 บาท/ ลิตร เข้าใกล้จุดที่ดีของปีที่ 36.15 บาท/ ลิตร จากอุปสงค์ฟื้นต่อเนื่องหลังคลายล็อคดาวน์ทั่วประเทศ (3) คาดไม่มีรายการพิเศษกดดันค่าใช้จ่ายขายและบริหารกว่า 52 ลบ. เหมือนไตรมาส 2/63 ในเบื้องต้นคาด EA จะมีกำไรปกติราว 1.4 พัน ลบ. ฟื้นตัวแรง +20.9% QoQ แต่จะยังหดตัว -21.1% YoY เพราะฐานกำไรสูงที่ได้อานิสงค์จากกระแสลมที่แรงผิดปกติ ก.ย. ปีก่อน และฐานค่าใช้จ่ายบริหารที่สูงขึ้นจากการมีโครงการใหม่ๆเดินหน้าหลายโครงการในปีนี้

โครงการใหม่เดินหน้า และเริ่มชัดเจนขึ้นเรื่อยๆ

โรงงานแบตฯ คงกำหนดตามเดิมปลายปีนี้, แผนส่งมอบรถยนต์ปีนี้ราว 180 คัน ยังคงไว้, เรือไฟฟ้ากำหนดเสร็จปีนี้ 10 ลำ และสร้างรายได้ต้นปีหน้า, ผลิตภัณฑ์ PCM มีรายได้แล้ว เป้า 300 ลบ. ปีนี้ ขณะเดียวที่กลุ่มธุรกิจใหม่เริ่มเป็นรูปเป็นร่าง โดย EA ได้เข้าซื้อหุ้น PP สัดส่วน 40% ใน NEX (ทำธุรกิจปล่อยเช่า และ ซ่อมบำรุงรถบัส) และถือหุ้นร่วมกันในบริษัท AAB (EA 55%, NEX 45%) ทำธุรกิจประกอบรถยนต์ไฟฟ้า โดยเราอยู่ระหว่างศึกษาโมเดลธุรกิจนี้

ความเสี่ยง

ธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน มีสัดส่วนรายได้กว่า 63% จะเริ่มทยอยหมดการสนับสนุนจากภาครัฐ (ระบบ Adder) ตั้งแต่ปี 2022 ซึ่งหากธุรกิจอื่นๆขึ้นมาไม่ทัน จำทำให้กำไรจะเริ่มเปลี่ยนเป็นขาลงในปี 2024

FYE Dec (THB m)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenue	11,552	14,887	15,848	18,501	18,802
EBITDA	6,956	9,774	10,819	11,006	10,815
Core net profit	4,087	5,922	6,566	6,959	6,857
Net profit	4,981	5,922	6,566	6,959	6,857
Core EPS (THB)	1.10	1.59	1.76	1.87	1.84
Core EPS growth (%)	8.8	44.9	10.9	6.0	(1.5)
Net DPS (THB)	0.25	0.30	0.39	0.41	0.40
Core P/E (x)	38.8	27.6	23.9	22.5	22.8
P/BV (x)	8.7	7.0	5.4	4.6	4.0
Net dividend yield (%)	0.6	0.7	0.9	1.0	1.0
ROAE (%)	30.4	28.5	25.2	22.0	18.5
ROAA (%)	7.9	9.2	9.5	10.3	10.2
EV/EBITDA (x)	26.4	20.1	17.5	16.7	16.6
Net gearing (%) (incl perps)	121.4	128.3	101.8	72.5	50.7
Consensus net profit	-	-	6,210	6,892	6,984
MKE vs. Consensus (%)	-	-	5.7	1.0	(1.8)

Source: Company; Maybank

Jaroonpan Wattanawong
jaroonpan.w@maybank-ke.co.th
(66) 2658 6300 ext 1404

Company description

The company engages in Renewable energy business including solar & wind farms

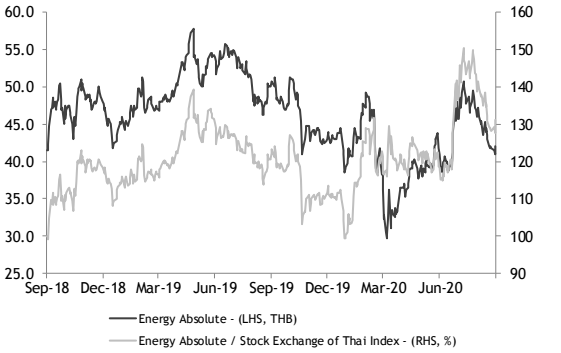
Statistics

Bloomberg code	EA TB
Corporate Governance Rating	
Anti Corruption	Declared
52w high/low (THB)	51.25/29.75
3m avg turnover (USDm)	23.5
Free float (%)	39.7
Issued shares (m)	3,730
Market capitalisation	THB156.7B
	USD5.0B

Major shareholders:

นายสมโภชน์ อาหุนัย	23.5%
UBS AG Singapore brance	23.2%
Sotus & Faith #1 Limited	5.4%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(11)	1	(16)
Relative to index (%)	(9)	10	8

Source: FactSet

ESG
Tear Sheet Insert

ESG

jaroonpan.w@maybank-ke.co.th

Business Model & Industry Issues

- บริษัทฯ พัฒนาการดำเนินธุรกิจมาอย่างต่อเนื่อง เริ่มจาก ธุรกิจไบโอดีเซล และโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ไปยังธุรกิจที่ใช้เทคโนโลยีที่สูงขึ้นเพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการด้านพลังงานในอนาคต ได้แก่ ธุรกิจสถานีอัดประจุไฟฟ้า ภายใต้แบรนด์ "EA Anywhere" ธุรกิจยานยนต์ไฟฟ้าภายใต้แบรนด์ "MINE Mobility" รวมถึงธุรกิจแบตเตอรี่และระบบกักเก็บพลังงาน เพื่อให้เกิดการใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพและเกิดประโยชน์สูงสุด โดยเฉพาะอย่างยิ่งการใช้พลังงานสะอาดจากธรรมชาติ นอกจากนี้บริษัทฯ ยังคงวิจัยและพัฒนาเทคโนโลยี และใช้นวัตกรรมต่อยอดธุรกิจที่มีอยู่ปัจจุบัน เพื่อยกระดับคุณภาพของสินค้า ทำให้เกิดการใช้วัตถุดิบและทรัพยากรอย่างคุ้มค่า เช่นการพัฒนาโครงการกรีนดีเซลและ Bio-PCM ซึ่งจะช่วยเพิ่มศักยภาพการแข่งขันที่กว้างขึ้นกว่าเดิม จากระดับประเทศไปสู่ระดับภูมิภาค และระดับโลกต่อไป ตามแผนกลยุทธ์ระยะยาวของบริษัทฯ ที่มุ่งจะเป็นผู้นำในธุรกิจพลังงานและธุรกิจที่เกี่ยวเนื่อง โดยใช้เทคโนโลยีที่ทันสมัย และเป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม
- ธุรกิจมี 3 กลุ่ม (1) ธุรกิจไบโอดีเซล ผลิตน้ำมัน B100 (2) โรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน พลังงานแสงอาทิตย์ 12 โครงการ กำลังการผลิตรวม 278 เมกะวัตต์ โรงไฟฟ้าพลังงานลม 5 โครงการ กำลังการผลิตรวม 386 เมกะวัตต์ (3) ธุรกิจอื่นๆ เช่น ผลิตและจำหน่ายแบตเตอรี่, สถานีอัดประจุไฟฟ้า สำหรับรถยนต์ไฟฟ้า และ ธุรกิจวิจัยและพัฒนา และ ธุรกิจด้านการตลาดและประชาสัมพันธ์

Material E issues

- บริษัทฯ ตระหนักถึงความสำคัญของการมีส่วนร่วมในการดูแลรักษาสังคมและสิ่งแวดล้อมให้มีคุณภาพที่ดี และได้ดำเนินกิจกรรมเพื่อส่งเสริมและสนับสนุนให้มีการพัฒนาสังคมและสิ่งแวดล้อมที่ยั่งยืน
- บริษัทฯ จัดทำนโยบายด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมระบุไว้ในคู่มือบริษัท โดยมีสาระสำคัญดังนี้ ดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม, มุ่งมั่นในการดำเนินการเพื่อลดและป้องกันการเกิดมลพิษ, ปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อกำหนดและระเบียบวิธีปฏิบัติที่เกี่ยวข้องอย่างเคร่งครัด และ พัฒนาและปรับปรุงมาตรฐานการปฏิบัติงานให้สอดคล้องกับข้อกำหนดด้านสิ่งแวดล้อมอย่างต่อเนื่อง
- ในปี 2562 ปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกทางตรงและทางอ้อม รวมทั้งกลุ่มบริษัท เท่ากับ 55,083 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า และมี สัดส่วนการปล่อยก๊าซเรือนกระจกโดยรวมของกลุ่มบริษัท 3.68 ตัน คาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าต่อรายได้ 1 ล้านบาท
- ในปี 2562 บริษัทฯ ได้รางวัล 3Rs Awards และ 3Rs+ Awards จากกระทรวงอุตสาหกรรม ในด้านผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์ ระดับเหรียญเงิน จากการเข้าร่วมโครงการพัฒนาศักยภาพการใช้ ประโยชน์กากของเสียจากการผลิตน้ำมันไบโอดีเซลตามหลัก 3Rs (Reduce Reuse and Recycle) นอกจากนี้บริษัทฯ ยังได้ เข้าร่วมโครงการพัฒนานวัตกรรมใหม่จากวัสดุที่ไม่ใช้แล้ว โดย เทคโนโลยีการผลิตที่สะอาดตามหลัก 3Rs ร่วมกับ ม.พระจอมเกล้าพระนครเหนือ

Material S issues

- บริษัทฯ ตระหนักถึงการพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืนไปกับสิ่งแวดล้อมและสังคม ซึ่งไม่ใช่เพียงเพื่อสร้างรากฐานทางธุรกิจของบริษัทฯให้แข็งแกร่งเท่านั้น แต่ยังมุ่งมั่นสร้างประโยชน์และพัฒนาชุมชนควบคู่ไปกับการดำเนินธุรกิจ บริษัทฯกำหนดการดำเนินกิจกรรมเพื่อสังคมภายใต้นโยบายและหลักกำกับดูแลกิจการที่ดี มีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ ตลอดจนการสร้างสรรค์ประโยชน์และพัฒนาชุมชน และเพื่อให้บริษัทฯ และบริษัทในเครือ ได้นำแนวปฏิบัติด้านความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมมาใช้เป็นส่วนหนึ่งในการบริหารจัดการกระบวนการทางธุรกิจ (CSR-in-Process) จึงได้กำหนดนโยบาย ได้แก่ "นโยบายความรับผิดชอบต่อสังคม"
- บริษัทได้จัดทำการรับฟังความคิดเห็นจากชุมชนตามที่ทางการกำหนดก่อนการลงทุนสร้างโรงไฟฟ้าอีกทั้งมีการติดตามความคิดเห็น ข้อเสนอแนะตลอดจนความต้องการของชุมชนอย่างต่อเนื่องและใกล้ชิดโดยจัดให้มีทีมงานชุมชนสัมพันธ์ประจำโรงงานแต่ละแห่ง เพื่อเป็นผู้ติดตาม และประสานงาน และรับฟังความคิดเห็นต่างๆ โดยตรง เพื่อทราบถึงปัญหาความต้องการความคาดหวังของชุมชน และนำผลสำรวจมาวิเคราะห์และจัดทำแผนในการดำเนินงานให้ตอบสนองความต้องการของชุมชน

Key G metrics and issues

- บริษัทฯ ตระหนักถึงความสำคัญของการมีบรรษัทภิบาล หรือการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance) จึงได้นำ "หลักการกำกับดูแลกิจการ" ที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาเป็นแนวทางในการดำเนินงานของบริษัทฯ เพื่อให้มีระบบการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ ซึ่งจะช่วยสร้างความเชื่อมั่น และความมั่นใจ ต่อผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน ผู้มีส่วนได้เสียและ ผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย
- ในการดำเนินธุรกิจ บริษัทฯ ตระหนักถึงสิทธิของผู้ถือหุ้นทุกท่าน ตลอดจนคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ดังนั้นเพื่อให้ผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียไว้วางใจและมั่นใจในการดำเนินงานของบริษัทคณะกรรมการบริษัทจึงได้กำหนดนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี และกำหนดให้บุคลากรทุกระดับยึดถือเป็นแนวทางในการปฏิบัติ รวมถึงมอบหมายให้คณะกรรมการบรรษัทภิบาล ทำหน้าที่กำกับดูแล รักษามาตรฐานการปฏิบัติ ทบทวน และปรับปรุง ให้มีความสอดคล้องตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- สำหรับผู้ถือหุ้นแล้ว บริษัทฯ มุ่งมั่นในการสร้างความเติบโตอย่างมีคุณภาพและมั่นคง เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่ยั่งยืน จากการทำงานที่มีประสิทธิภาพ และผลประกอบการที่ดีของบริษัทฯ เคารพสิทธิของผู้ถือหุ้นให้ได้รับข้อมูลที่จำเป็นโดยเท่าเทียมกัน และเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้องตามความเป็นจริง ดำเนินธุรกิจด้วยความซื่อสัตย์ สุจริต โปร่งใส เป็นธรรม

Quarterly income statement						
(Bt mn)	**3Q20F**	**2Q20**	**QoQ**	**3Q19**	**YoY**	**Note**
Revenues	4,545	4,128	10.1%	4,103	10.8%	Southern w ind speed rebound
COGs	2,454	2,244	9.4%	1,814	35.3%	
Gross profits	**2,091**	**1,884**	**11.0%**	**2,289**	**(8.7%)**	
Gross margin (%)	46.0%	45.6%	-	55.8%	-	better peformance of Southern w ind farm
SG&A	344	392	(12.3%)	189	81.8%	No extra expanses around THB50m
Operating profit	1,747	1,492	17.1%	2,100	(16.8%)	
Operating margin (%)	38.4%	36.1%	-	51.2%	-	
EBITDA	**2,501**	**2,245**	**11.4%**	**2,783**	**(10.1%)**	
EBITDA margin (%)	55.0%	54.4%	-	67.8%	-	
Interest expense	407	408	(0.1%)	383	6.4%	
Share profit from associates	(2)	(2)		(6)		
Normalised earning	**1,391**	**1,153**	**20.7%**	**1,763**	**(21.1%)**	
Extra ordinary gain (loss)						
- Forex gain (loss)	0	(20)	(100.0%)	(84)	(100.0%)	
- Financial measure value	0	17	n.m.	0	n.m.	
- Sell of fixed asset	0	0	n.m.	0	n.m.	
Net profit	**1,391**	**1,149**	**21.0%**	**1,679**	**(17.1%)**	
EPS (Bt) before extra item	0.37	0.31	20.7%	0.47	(21.1%)	
EPS (Bt)	**0.37**	**0.31**	**21.0%**	**0.45**	**(17.1%)**	
Source : Company reports and MBKET						
	1,443					
Revenue breakdown						
(%)	**3Q20F**	**2Q20**	**QoQ**	**3Q19**	**YoY**	**Note**
Electric capacity - solar	278	278	0.0%	278	0.0%	No new capacity
Electric capacity - w ind	386	386	0.0%	386	0.0%	No new capacity
Electric output (m Khw)						
solar	175	175	(0.0%)	140	24.9%	
w ind	185	146	26.7%	274	(32.5%)	Rebound from 2Q20, but may low er than last year
Revenue Portion						
Biodiesel	34%	34%		21%		better selling price as stronger demand after lock-dow n
Glycerine	3%	2%		1%		
Electric sales + Adder	63%	63%		76%		
Source : Company reports and MBKET						

Figure 1 : Key assumption table					
	2019	**2020F**	**2021F**	**2022F**	**2023F**
Revenue breakdown					
Electric sales	11,786	11,740	11,693	11,647	11,505
Bio diesel	3,418	3,538	3,658	3,778	3,898
EV car sales		216	2,784	3,000	3,000
EV car sales (unit)		180	2,320	2,500	2,500
GPM	54.6%	56.6%	50.3%	49.5%	48.8%
Source : MKET Research					

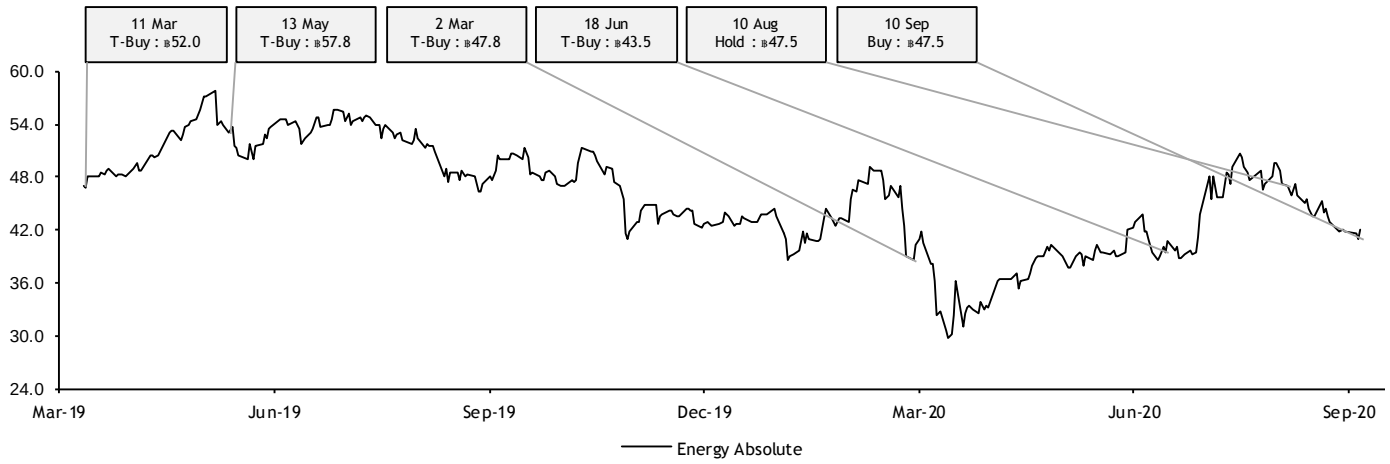
Figure 2 : Valuation Matrix		
Target P/E	**2020F**	**2021F**
15.50	27.28	28.92
20.50	36.09	38.25
25.50	44.89	47.57
30.00	52.81	55.97
35.00	61.61	65.30
40.00	70.41	74.63
45.00	79.21	83.95
Source : MKET Research		

FYE 31 Dec	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	33.9	30.8	23.9	22.5	22.8
Core P/E (x)	38.8	27.6	23.9	22.5	22.8
P/BV (x)	8.7	7.0	5.4	4.6	4.0
P/NTA (x)	8.7	7.0	5.4	4.6	4.0
Net dividend yield (%)	0.6	0.7	0.9	1.0	1.0
FCF yield (%)	0.9	nm	1.4	4.0	4.2
EV/EBITDA (x)	26.4	20.1	17.5	16.7	16.6
EV/EBIT (x)	35.8	27.1	23.8	22.6	22.5
INCOME STATEMENT (THB m)					
Revenue	11,551.9	14,886.9	15,847.6	18,501.0	18,802.3
Gross profit	5,883.7	8,134.5	8,973.5	9,314.9	9,303.3
EBITDA	6,955.9	9,773.8	10,819.0	11,005.8	10,815.3
EBIT	5,122.8	7,256.3	7,956.9	8,138.6	7,943.1
Net interest income /(exp)	(1,086.4)	(1,386.3)	(1,435.9)	(1,218.4)	(1,000.8)
Associates & JV	(6.3)	(14.3)	(12.8)	(11.5)	(10.4)
Exceptionals	894.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	4,924.7	5,855.8	6,508.1	6,908.7	6,931.9
Income tax	(29.4)	10.8	0.0	(10.4)	(138.1)
Minorities	86.2	55.0	57.8	60.6	63.7
Discontinued operations	(894.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	4,981.5	5,921.5	6,565.9	6,958.9	6,857.5
Core net profit	4,086.9	5,921.5	6,565.9	6,958.9	6,857.5
BALANCE SHEET (THB m)					
Cash & Short Term Investments	5,522.6	10,040.5	4,143.4	1,082.7	2,221.9
Accounts receivable	1,650.8	2,665.8	2,641.3	3,083.5	3,133.7
Inventory	330.0	757.7	423.8	438.1	452.5
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	47,619.8	51,440.4	58,859.0	59,041.8	59,219.6
Intangible assets	2,877.6	2,792.8	0.0	0.0	0.0
Investment in Associates & JVs	164.2	166.3	166.3	166.3	166.3
Other assets	1,042.5	2,356.3	2,474.1	2,597.8	2,727.7
Total assets	**59,207.6**	**70,219.7**	**68,707.9**	**66,410.2**	**67,921.8**
ST interest bearing debt	3,080.8	4,967.0	8,606.6	4,615.6	4,552.4
Accounts payable	150.2	285.3	158.9	164.3	169.7
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	26,138.6	36,977.4	26,382.0	22,426.2	18,533.7
Other liabilities	10,320.0	3,124.0	3,247.0	3,376.0	3,512.0
Total Liabilities	**39,690.0**	**45,353.2**	**38,394.5**	**30,582.5**	**26,767.5**
Shareholders Equity	18,138.7	23,364.5	28,811.4	34,325.8	39,652.3
Minority Interest	1,379.0	1,502.0	1,502.0	1,502.0	1,502.0
Total shareholder equity	**19,517.6**	**24,866.5**	**30,313.3**	**35,827.7**	**41,154.2**
Perpetual securities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total liabilities and equity	**59,207.6**	**70,219.7**	**68,707.9**	**66,410.2**	**67,921.8**
CASH FLOW (THB m)					
Pretax profit	4,924.7	5,855.8	6,508.1	6,908.7	6,931.9
Depreciation & amortisation	1,833.0	2,517.5	2,862.2	2,867.2	2,872.2
Adj net interest (income)/exp	1,086.4	1,386.3	1,435.9	1,218.4	1,000.8
Change in working capital	(87.2)	(1,307.5)	232.0	(451.2)	(59.2)
Cash taxes paid	(29.4)	10.8	0.0	(10.4)	(138.1)
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	7,192.7	8,703.2	9,639.2	9,352.7	9,646.8
Capex	(5,703.4)	(14,661.4)	(7,488.0)	(3,050.0)	(3,050.0)
Free cash flow	1,489.3	(5,958.2)	2,151.2	6,302.7	6,596.8
Dividends paid	(746.0)	(932.0)	(1,119.0)	(1,444.5)	(1,531.0)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	1,418.6	12,702.6	(6,955.8)	(7,946.8)	(3,955.8)
Other invest/financing cash flow	(1,134.3)	(1,220.4)	25.9	27.2	28.6
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	1,027.7	4,591.9	(5,897.6)	(3,061.4)	1,138.6

FYE 31 Dec	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	(0.2)	28.9	6.5	16.7	1.6
EBITDA growth	7.2	40.5	10.7	1.7	(1.7)
EBIT growth	3.3	41.6	9.7	2.3	(2.4)
Pretax growth	32.6	18.9	11.1	6.2	0.3
Reported net profit growth	32.6	18.9	10.9	6.0	(1.5)
Core net profit growth	8.8	44.9	10.9	6.0	(1.5)
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	60.2	65.7	68.3	59.5	57.5
EBIT margin	44.3	48.7	50.2	44.0	42.2
Pretax profit margin	42.6	39.3	41.1	37.3	36.9
Payout ratio	18.7	18.9	22.0	22.0	22.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	43.1	39.8	41.4	37.6	36.5
Revenue/Assets (x)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Assets/Equity (x)	3.3	3.0	2.4	1.9	1.7
ROAE (%)	30.4	28.5	25.2	22.0	18.5
ROAA (%)	7.9	9.2	9.5	10.3	10.2
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	59.2	69.6	79.6	66.3	70.1
Days receivable outstanding	52.3	52.2	60.3	55.7	59.5
Days inventory outstanding	14.5	29.0	30.9	16.9	16.9
Days payables outstanding	7.7	11.6	11.6	6.3	6.3
Dividend cover (x)	5.3	5.3	4.5	4.5	4.5
Current ratio (x)	0.7	2.3	0.8	0.9	1.2
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	1.5	1.5	1.8	2.2	2.5
Net gearing (%) (incl perps)	121.4	128.3	101.8	72.5	50.7
Net gearing (%) (excl. perps)	121.4	128.3	101.8	72.5	50.7
Net interest cover (x)	4.7	5.2	5.5	6.7	7.9
Debt/EBITDA (x)	4.2	4.3	3.2	2.5	2.1
Capex/revenue (%)	49.4	98.5	47.3	16.5	16.2
Net debt/ (net cash)	23,696.9	31,903.9	30,845.2	25,959.2	20,864.2

Source: Company; Maybank

Historical recommendations and target price: Energy Absolute (EA)



APPENDIX I:TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้น ผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ(บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank Kim Eng" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทางMaybank Kim Eng ดังนั้น Maybank Kim Eng และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ อาจ เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank Kim Eng ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank Kim Eng รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือมีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้Maybank Kim Eng มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้า และ/หรือพนักงานของ Maybank Kim Eng ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank Kim Eng และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank Kim Eng เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank Kim Eng และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณะชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศข้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือ ประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้ถูกรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิ่งในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นการประเมินจากด้านเทคนิก และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิกอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิกได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Kim Eng Research จำกัด ("Maybank KERPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ Maybank KERPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ Maybank KERPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MBKET") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (Maybank Kim Eng Thailand) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (Maybank Kim Eng Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย Maybank Kim Eng Thailand มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก http://kelive.maybank-ke.co.th) ในขณะที่ Maybank Kim Eng Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น.ทั้งนี้ MBKET Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MBKET ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MBKET Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MBKET Retail ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อนอาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

MBKET อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวเนื่องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MBKET หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

กรรมการอิสระ / ผู้บริหารของ MBKET อาจทำหน้าที่ / หรือเคยทำหน้าที่เป็นกรรมการอิสระของบริษัท ทีพีไอโพลีนเพาเวอร์ จำกัด (มหาชน) ซึ่ง MBKET ได้ทำการออกบทวิเคราะห์นี้ อย่างไรก็ตาม กรรมการอิสระ / ผู้บริหารไม่ได้มีส่วนร่วมในกระบวนการตัดสินใจ ไม่ว่าจะเป็นการเริ่มวิเคราะห์หรือกิจกรรมการวิจัยทุกรูปแบบ ความคิดเห็นและ / หรือคำแนะนำที่ให้ไว้ในรายงานการวิจัยขึ้นอยู่กับการวิเคราะห์ของแผนกวิจัยของ MKET เท่านั้น

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินกรอบปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนโดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมิได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียง ผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย MKE เพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Kim Eng Securities USA Inc ("Maybank KESUSA") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank KESUSA ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก MKE ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อจำกัดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า Maybank KESUSA ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวเนื่องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Kim Eng Securities (London) จำกัด (¨Maybank KESL´) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกจำกัดความเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์**: เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย Maybank KERPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย**: PT Kim Eng Securities (¨PTKES¨) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับของ BAPEPAM LK **ไทย**: MBKET (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของกระทรวงการคลัง และกลต. **ฟิลิปปินส์**: MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม**: บริษัท Kim Eng Vietnam Securities จำกัด (¨KEVS¨) (ใบอนุญาตเลขที่ 71/UBCK-GP) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam,**ฮ่องกง**: KESHK (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย**: บริษัท Kim Eng Securities India Private จำกัด (¨KESI¨) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited (จดทะเบียนเลขที่: INF/INB 231 452435) และ Bombay Stock Exchange (จดทะเบียนเลขที่ INF/INB 011452431) ซึ่งอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ Securities and Exchange Board of India ทั้งนี้ KESI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) **สหรัฐฯ**: Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861

อังกฤษ: Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538)เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

Disclosure of Interest

มาเลเซีย: MKE และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชธนกิจ, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 11 กันยายน 2563, Maybank KERPL และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ไทย: MBKET อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวเนื่องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MBKET หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

ฮ่องกง: KESHK อาจมีความสนใจด้านการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ หรือเป็นหลักทรัพย์ใหม่ที่อ้างอิงบน Paragraph 16.5 (a) ของ Hong Kong Code of Conduct for Persons Licenses โดยการกำกับของ The Securities and Futures Commission

ณ วันที่ 11 กันยายน 2563, KESHK และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา MKE อาจมี หรือให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวเนื่องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับการให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securitjes ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก MKE

Definition of Ratings

Maybank Kim Eng Retail Research uses the following rating system

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
TRADING BUY/TAKE PROFIT/ HOLD	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
SELL	Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

Maybank Kim Eng Institutional Research uses the following rating system

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
HOLD	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
SELL	Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2019

△△△△△

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

TVD		
TVO		
U		
UAC		
UV		
VGI		
VIH		
WACOAL		
WAVE		
WHA		
WHAUP		
WICE		
WINNER		

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

△△△△

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

△△△

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

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2562 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

Anti-Corruption Progress Indicator 2019

ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC									
2S	AMATA	CHOTI	EPCO	ITEL	MFEC	ROJNA	SPALI	TRITN	
ABICO	ANAN	CHOW	ESTAR	JAS	MPG	RWI	STANLY	TVO	
AF	B	CI	ETE	JSP	NEP	SAAM	SYNEX	UV	
AI	BM	CMC	FPI	JTS	NOK	SAPPE	TAE	UWC	
AIRA	BPP	COL	FTE	KWG	NWR	SCI	TAKUNI	WHAUP	
ALT	BUI	DDD	ICHI	LDC	ORI	SEAOIL	TMC	XO	
AMA	CHG	DELTA	INOX	LIT	PRM	SHANG	TOPP	YUASA	
AMARIN	CHO	EFORL	IRC	META	PSL	SKR	TPP	ZEN	
ได้รับการรับรอง CAC									
ADVANC	CEN	GBX	KCE	NINE	PRINC	SENA	TFI	TU	
AIE	CENTEL	GC	KGI	NKI	PSH	SGP	TFMAMA	TVD	
AKP	CFRESH	GCAP	KKP	NMG	PSTC	SIRI	THANI	TVI	
AMANAH	CGH	GEL	KSL	NNCL	PT	SIS	THCOM	TWPC	
AP	CHEWA	GFPT	KTB	NSI	PTG	SITHAI	THIP	U	
APCS	CIG	GGC	KTC	OCC	PTT	SMIT	THRE	UBIS	
AQUA	CIMBT	GJS	KWC	OCEAN	PTTEP	SMK	THREL	UEC	
ARROW	CM	GOLD	L&E	OGC	PTTGC	SMPC	TIP	UKEM	
ASK	CNS	GPSC	LANNA	PAP	PYLON	SNC	TIPCO	UOBKH	
ASP	COM7	GSTEEL	LHK	PATO	Q-CON	SNP	TISCO	VGI	
AYUD	CPALL	GUNKUL	LPN	PB	QH	SORKON	TKT	VIH	
BAFS	CPF	HANA	LRH	PCSGH	QLT	SPACK	TMB	VNT	
BANPU	CPI	HARN	M	PDG	QTC	SPC	TMD	WACOAL	
BAY	CPN	HMPRO	MAKRO	PDI	RATCH	SPI	TMILL	WHA	
BBL	CSC	HTC	MALEE	PDJ	RML	SPRC	TMT	WICE	
BCH	DCC	ICC	MBAX	PE	ROBINS	SRICHA	TNITY	WIIK	
BCP	DEMCO	IFS	MBK	PG	S&J	SSF	TNL	TRUE	
BCPG	DIMET	INET	MBKET	PHOL	SABINA	SSI	TNP		
BGRIM	DRT	INSURE	MC	PL	SAT	SSSC	TNR		
BJCHI	DTAC	INTUCH	MCOT	PLANB	SC	SST	TOG		
BKI	DTC	IRPC	MFC	PLANET	SCB	STA	TOP		
BLA	EASTW	IVL	MINT	PLAT	SCC	SUSCO	TPA		
BROOK	ECL	K	MONO	PM	SCCC	SVI	TPCORP		
BRR	EGCO	KASET	MOONG	PPP	SCG	SYNTEC	TRU		
BSBM	FE	KBANK	MSC	PPS	SCN	TASCO	TSC		
BTS	FNS	KBS	MTI	PREB	SE-ED	TCAP	TSTH		
BWG	FSS	KCAR	NBC	PRG	SELIC	TFG	TTCL		
N/A									
7UP	AWC	COMAN	GLAND	KIAT	NDR	RBF	SMART	THANA	TYCN
A	B52	COTTO	GLOBAL	KKC	NER	RCI	SMT	THE	UAC
A5	BA	CPH	GLOCON	KOOL	NETBAY	RCL	SOLAR	THG	UMI
AAV	BAM	CPL	GPI	KTECH	NEW	RICH	SONIC	THL	UMS
ABM	BAT-3K	CPR	GRAMMY	KTIS	NEWS	RICHY	SPA	THMUI	UNIQ
ACAP	BC	CPT	GRAND	KUMWEL	NEX	RJH	SPCG	TIGER	UP
ACC	BCT	CPW	GREEN	KUN	NFC	ROCK	SPG	TITLE	UPA
ACE	BDMS	CRANE	GSC	KWM	NOBLE	ROH	SPORT	TIW	UPF
ACG	BEAUTY	CRD	GTB	KYE	NPK	RP	SPVI	TK	UPOIC
ADB	BEC	CSP	GULF	LALIN	NTV	RPC	SQ	TKN	UREKA
AEC	BEM	CSR	GYT	LEE	NUSA	RPH	SR	TKS	UT
AEONTS	BFIT	CSS	HFT	LH	NVD	RS	SSC	TM	UTP
AFC	BGC	CTW	HPT	LHFG	NYT	RSP	SSP	TMI	UVAN
AGE	BGT	CWT	HTECH	LOXLEY	OHTL	S	STAR	TMW	VARO
AH	BH	D	HUMAN	LPH	OISHI	S11	STARK	TNDT	VCOM
AHC	BIG	DCON	HYDRO	LST	OSP	SAFARI	STC	TNH	VI
AIT	BIZ	DCORP	ICN	MACO	OTO	SALEE	STEC	TNPC	VIBHA
AJ	BJC	DOD	IFEC	MAJOR	PACE	SAM	STHAI	TOA	VL
AJA	BKD	DOHOME	IHL	MANRIN	PAE	SAMART	STI	TPAC	VNG
AKR	BLAND	DTCI	III	MATCH	PAF	SAMCO	STPI	TPBI	VPO
ALL	BLISS	EA	ILINK	MATI	PERM	SAMTEL	SUC	TPCH	VRANDA
ALLA	BOL	EASON	ILM	MAX	PF	SANKO	SUN	TPIPL	WAVE
ALUCON	BR	ECF	IMH	M-CHAI	PICO	SAUCE	SUPER	TPIPP	WG
AMATAV	BROCK	EE	INGRS	MCS	PMO	SAWAD	SUTHA	TPLAS	WIN
AMC	BSM	EIC	INSET	MDX	PJW	SAWANG	SVH	TPOLY	WINNER
AOT	BTNC	EKH	IP	MEGA	PK	SCP	SVOA	TPS	WORK
APCO	BTW	EMC	IRCP	METCO	PLE	SDC	SWC	TQM	WORLD
APEX	CAZ	EPG	IT	MGT	PMTA	SE	SYMC	TR	WP
APP	CBG	ERW	ITD	MIDA	POLAR	SEAFCO	T	TRC	WPH
APURE	CCET	ESSO	J	MILL	POMPUI	SEG	TACC	TRT	WR
AQ	CCP	EVER	JCK	MITSIB	PORT	SF	TAPAC	TRUBB	YCI
ARIN	CGD	F&D	JCKH	MJD	POST	SFLEX	TBSP	TSE	ZIGA
ARIP	CHARAN	FANCY	JCT	MK	PPM	SFP	TC	TSF	ZMICO
AS	CHAYO	FLOYD	JKN	ML	PPPM	SGF	TCC	TSI	
ASAP	CHUO	FMT	JMART	MM	PR9	SHR	TCCC	TSR	
ASEFA	CITY	FN	JMT	MODERN	PRAKIT	SIAM	TCJ	TSTE	
ASIA	CK	FORTH	JUBILE	MORE	PRECHA	SIMAT	TCMC	TTA	
ASIAN	CKP	FPT	JUTHA	MPIC	PRIME	SINGER	TCOAT	TTI	
ASIMAR	CMAN	FSMART	JWD	MTC	PRIN	SISB	TEAM	TTT	
ASN	CMO	FVC	KAMART	MVP	PRO	SKE	TEAMG	TTW	
ATP30	CMR	GENCO	KC	NC	PROUD	SKN	TGPRO	TVT	
AU	CNT	GIFT	KCM	NCH	PTL	SKY	TH	TWP	
AUCT	COLOR	GL	KDH	NCL	RAM	SLP	THAI	TWZ	

Source : Thai Institute of Directors

คำชี้แจง ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC