FINANSIA SYRUS

1 กันยายน 2560

MAI พลังงาน-สาธารณูปโภค

SSP

บมจ. เสริมสร้าง พาวเวอร์ คอร์ปอเรชั่น

Current	Previous	IPO Price	2017 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2016
--	--	--	8.95	--	--	--

IPO details	
ผู้ออกหลักทรัพย์	SSP
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	276.375 (หุ้นใหม่ 230.375)
ราคาเสนอขาย(บาท)	
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	1
ระยะการจองซื้อ	
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	
แกนนำการจัดจำหน่าย	บล.กสิกรไทย
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บล.กสิกรไทย

Consolidated earnings

(Btmn)	2016	2017E	2018E	2019E
Normalized profit	449	434	523	553
Net profit	449	434	523	553
EPS (Bt)-Normalized	0.65	0.47	0.57	0.60
EPS (Bt)	0.65	0.47	0.57	0.60
% Norm EPS growth	-9.7	-27.5	20.5	5.7
Dividend (Bt)	0.06	0.14	0.17	0.18
BV/share (Bt)	1.80	3.30	3.70	4.12
EV/EBITDA (x)	nm	Nm	Nm	Nm
PER (x) - Normalized	nm	Nm	Nm	Nm
PER (x)	nm	Nm	Nm	Nm
PBV (x)	nm	Nm	Nm	Nm
Dividend yield (%)	nm	Nm	Nm	Nm
YE no. of shares (mn)	691	922	922	922
No. of share-fully diluted	691	922	922	922
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซียไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท เสริมสร้าง พาวเวอร์ คอร์ปอเรชั่น (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

Analyst: PornsookAmonvadekul
Register No.: 004973
Tel: 0-2646-9964
Email: pornsook.a@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com

สร้างเสริมกำลังผลิตไฟ เสริมสร้างกำไร 3-4 ปีข้างหน้า

SSP เป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่จะมีกำลังผลิตไฟโดยมีสัญญาขายไฟระยะยาว (PPA) รองรับ เพิ่มจากปัจจุบัน 3.4 เท่าตัว ภายในปี 2020 หลัก ๆ จากโครงการใหม่ในประเทศญี่ปุ่น หากการดำเนินงานเป็นไปตามแผน คาดว่ากำไรปกติในปี 2018 จะโต 20.5% และโตเฉลี่ย 16.4% ใน 3 ปีข้างหน้า (2017-2020) (CAGR) เราประเมินราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2017 (หลังเพิ่มทุน) ที่ 8.95 บาท โดยวิธี SOTP ที่ราคาเป้าหมายดังกล่าว คิดเป็น PE Multiple ปี 2017 ที่ 19.0 เท่า และปี 2018 ที่ 15.8 เท่า

กำลังผลิตที่มีสัญญา PPA รองรับขยายตัวต่อเนื่อง

กลุ่ม SSP มีโครงการโรงไฟฟ้าปัจจุบันที่ดำเนินการแล้ว คือ โครงการเสริมสร้าง โซลาร์ (SPN) กำลังผลิตตามสัดส่วนถือหุ้น 40 MW มีรายได้ขายไฟฟ้าให้ EGAT ภายใต้สัญญา PPA ราคาขายไฟกำหนดที่ค่าไฟฐาน+Ft และได้ Adder 6.50 บาทต่อหน่วย และปัจจุบันมีโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้างและพัฒนารวม 8 โครงการ กำลังผลิตติดตั้งตามสัดส่วนลงทุนรวม 116.2 MW ซึ่งจะทำให้กำลังผลิตตามสัดส่วนลงทุนเพิ่มจาก 52 MW ในปี 2016 เป็น 168.2 MW ภายในปี 2020 คิดเป็นอัตราเพิ่ม 34.1% ต่อปี (CAGR) โดยจะทยอย COD ใน ช่วง 3-4 ปีข้างหน้า และโครงการใหม่หลักๆ เป็นโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่น สัญญาขายไฟ 20 ปี ราคาขายไฟคงที่ 36-40 เยนต่อหน่วย

คาดกำไรปกติปี 2017 อ่อนตัวเล็กน้อย แต่ปีหน้าจะโต 20.5% และ 3 ปีข้างหน้าโตเฉลี่ย 16.4% ต่อปี (CAGR)

คาดกำไรปกติในปี 2017 อ่อนลงเล็กน้อย 3.2% ส่วนใหญ่จากค่าใช้จ่าย SG&A เพิ่มขึ้นจากค่าใช้จ่ายเกี่ยวเนื่องในการพัฒนาโครงการและขยายธุรกิจ แต่คาดว่าในปี 2018 กำไรปกติจะโต 20.5% จากโครงการ Hidaka (Equity MW 18.2 MW) ที่คาดจะ COD ใน 1Q18 และ, โครงการ Zouen (Equity MW 8 MW) จะ COD ใน 4Q18 และกำไรปกติจะเพิ่มมากอีกครั้งตั้งแต่ 2Q20 จากการเริ่ม COD ของ 3 โครงการ คือ โครงการ Yamaga (Equity MW 31.1 MW), โครงการ Yamaga 2 (Equity MW 12.5 MW), และโครงการ Leo (Equity MW 40 MW)

ศักยภาพการเพิ่มกำลังผลิตในอนาคตตามการขยายตัวของความต้องการใช้ไฟฟ้าในภูมิภาค

ธุรกิจโรงไฟฟ้ายังมีศักยภาพการเติบโตต่อเนื่องตามความต้องการใช้ไฟฟ้าเพิ่มในประเทศและประเทศในภูมิภาคในอนาคต โดยกำลังผลิตใหม่มาจากทั้งโรงไฟฟ้าแบบพลังงานใช้แล้วหมดไป (Conventional power generation) และโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน ซึ่งรัฐบาลหลายประเทศมีนโยบายส่งเสริม

ประเมินราคาเป้าหมายตามพื้นฐานปี 2017 ที่ 8.95 บาท

เราประเมินราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานของหุ้น SSP ปี 2017 (หลังเพิ่มทุน) ที่ 8.95 บาท โดยวิธี Sum-of-the-Parts (SOTP) รวมมูลค่าจากโครงการโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการแล้วและอยู่ระหว่างการก่อสร้างและพัฒนาที่มีสัญญาขายไฟฟ้า (PPA) ที่ราคาเป้าหมายดังกล่าว คิดเป็น PE Multiple ปี 2017 ที่ 19.0 เท่า และ PE Multiple ปี 2018 ที่ 15.8 เท่า

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท เสริมสร้าง พาวเวอร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ SSP ประกอบธุรกิจโดยการถือหุ้นในบริษัทอื่น (Holding Company) ซึ่งดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนและธุรกิจเกี่ยวเนื่องอื่นทั้งในและต่างประเทศ

ธุรกิจหลักของกลุ่มบริษัทฯ ปัจจุบัน คือ ธุรกิจลงทุนและพัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ซึ่งประกอบด้วย

1. **โครงการที่เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) แล้ว 1 โครงการ** ได้แก่ โครงการเสริมสร้าง โซลาร์ กำลังการผลิตติดตั้งรวม 52 เมกะวัตต์ (MW) ปริมาณพลังงานไฟฟ้าเสนอขายตามสัญญารวม 40 MW ตั้งอยู่ที่จังหวัดลพบุรี ภายใต้การดำเนินการของบริษัทย่อย “SPN”
2. **โครงการระหว่างก่อสร้าง 3 โครงการ** กำลังการผลิตติดตั้งรวม 55.9 MW ปริมาณพลังงานไฟฟ้าเสนอขายตามสัญญา 47.4 MW ประกอบด้วย

- โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศญี่ปุ่น จำนวน 2 โครงการ ได้แก่ (1) โครงการฮิดะกะ (Hidaka) ภายใต้การดำเนินการของ SSH กำลังการผลิตติดตั้ง 21 MW ปริมาณพลังงานไฟฟ้าเสนอขายตามสัญญา 17 MW ตั้งอยู่ที่อำเภอฮิดะกะ จังหวัดฮอกไกโด และ (2) โครงการยามากะ (Yamaga) ภายใต้การดำเนินการของ GSSE กำลังการผลิตติดตั้ง 34.5 MW ปริมาณพลังงานไฟฟ้าเสนอขายตามสัญญา 30 MW ตั้งอยู่ที่อำเภอยามากะ จังหวัดคุมาโมโต้

- โครงการในประเทศไทย จำนวน 1 โครงการ คือ โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ติดตั้งบนหลังคา (Solar Rooftop) โครงการ SNNP 1 กำลังการผลิตติดตั้ง 384 กิโลวัตต์ ตั้งอยู่ที่จังหวัดสมุทรสาคร

3. โครงการระหว่างพัฒนาและยังไม่ได้เริ่มก่อสร้าง 5 โครงการ กำลังการผลิตติดตั้งรวม 66.9 MW ปริมาณพลังงานไฟฟ้าเสนอขายตามสัญญา 52.0 MW ประกอบด้วย

- โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ติดตั้งบนหลังคา (Solar Rooftop) ในประเทศไทย 2 โครงการ ได้แก่ (1) โครงการ SNNP 2 ภายใต้การดำเนินการของ SN กำลังการผลิตติดตั้ง 998 กิโลวัตต์ ตั้งอยู่ที่จังหวัดราชบุรี และ (2) โครงการโซลาร์ อผศ. จังหวัดราชบุรี ผ่าน SS กำลังการผลิตติดตั้ง 5 MW ปริมาณพลังงานไฟฟ้าเสนอขายตามสัญญา 5 MW

- โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศญี่ปุ่น 3 โครงการ ได้แก่ (1) โครงการ Zouen กำลังการผลิตติดตั้ง 8 MW ปริมาณพลังงานไฟฟ้าเสนอขายตามสัญญา 6 MW ตั้งอยู่ที่อำเภอมาชิกิ จังหวัดคุมาโมโต้ (“โครงการโซเอ็น”Zouen) (2) โครงการยามากะ 2 (Yamaga 2) กำลังการผลิตติดตั้ง 12.5 MW ปริมาณพลังงานไฟฟ้าเสนอขายตามสัญญา 10 MW ตั้งอยู่ใกล้โครงการ Yamaga ที่อำเภอยามากะ จังหวัดคุมาโมโต้ และ (3) โครงการ Leo กำลังการผลิตติดตั้ง 40 MW ปริมาณพลังงานไฟฟ้าเสนอขายตามสัญญา 30 MW ตั้งอยู่ที่จังหวัดชิซูโอกะ

นอกจากนี้ บริษัทอยู่ระหว่างการศึกษาความเป็นไปได้ ธุรกิจลงทุนและพัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนประเภทอื่นๆ ทั้งในและต่างประเทศ เช่น โรงไฟฟ้าพลังงานลม โรงไฟฟ้าพลังงานก๊าซชีวภาพ โรงไฟฟ้าพลังงานชีวมวล และโรงไฟฟ้าพลังงานขยะ เป็นต้น รวมทั้ง การศึกษาความเป็นไปได้ทางธุรกิจของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศญี่ปุ่น เพิ่มเติม และในกลุ่มประเทศในเขตอาเซียน รวมทั้ง มีนโยบายที่จะขยายธุรกิจไปสู่ธุรกิจที่เกี่ยวเนื่องกับการผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน เช่น ธุรกิจออกแบบ จัดหาวัสดุอุปกรณ์ และก่อสร้างโครงการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ รวมถึงธุรกิจผลิต และ/หรือ จัดหาวัตถุดิบหรือเชื้อเพลิงชีวมวลให้แก่โรงไฟฟ้าพลังงานชีวภาพ ชีวมวล เป็นต้น

โครงการโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ที่เปิดดำเนินการแล้ว

โครงการ	ผู้ซื้อไฟ	ที่ตั้ง	กำลังผลิตตามสัญญา (MW)	% ถือหุ้น	กำลังผลิตตามสัญญาตามสัดส่วนถือหุ้น (MW)	วันเริ่ม COD	อายุสัญญา (ปี)
โครงการเสริมสร้างโซลาร์	กฟผ. (EGAT)	จ.ลพบุรี	40.0	100%	40.0	ก.พ.2015	5 ปี และต่อคราวละ 5 ปี
รวม			**40.0**		**40.0**		

Source: SSP filing

โครงการโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ที่อยู่ระหว่างก่อสร้างและพัฒนา

โครงการ	ผู้ซื้อไฟ	ที่ตั้ง	สถานะ	ปริมาณขายไฟตามสัญญา (MW)	ถือหุ้น	ปริมาณขายไฟตามสัญญาตามสัดส่วนถือหุ้น (MW)	คาดเริ่ม COD	อายุสัญญา (ปี)
1.โครงการ Hidaka	Hokkaido Electric Power Co.	เมืองฮอกไกโด ประเทศญี่ปุ่น	อยู่ระหว่างก่อสร้าง	17.0	86.9%	14.8	1Q18	20
2.โครงการ Zouen	Kyushu Electric Power Co.	เมืองคุมาโมโต้ ประเทศญี่ปุ่น	อยู่ระหว่างพัฒนา	6.0	100%	6.0	4Q18	20
3.SNNP 1	Srinanaporn Marketing Co.	จ.สมุทรสาคร	อยู่ระหว่างก่อสร้าง	0.4	100%	0.4	4Q17	25
4.SNNP 2	Srinanaporn Marketing Co.	จ.ราชบุรี	อยู่ระหว่างพัฒนา	1.0	100%	1.0	4Q17	25
5.โครงการ Yamaga	Kyushu Electric Power Co.Inc	เมืองคุมาโมโต้ ประเทศญี่ปุ่น	อยู่ระหว่างก่อสร้าง	30.0	90%	27.0	2Q20	20
6.โครงการโซลาร์อผศ.	กฟภ.	จ.ราชบุรี	อยู่ระหว่างดำเนินการตามเงื่อนไขของ อผศ.	5.0	100%	5.0	4Q18	25
7.โครงการ Yamaga 2	Kyushu Electric Power Co.Inc	เมืองคุมาโมโต้ ประเทศญี่ปุ่น	อยู่ระหว่างพัฒนา	10.00	100%	10.00	2Q20	20
8.โครงการ Leo	Tokyo Electric Power Company .Holdings Inc.	เมืองชิซุโอกะ ประเทศญี่ปุ่น	อยู่ระหว่างพัฒนา	30.0	100%	30.0	2Q20	20
รวม				**99.4**		**94.2**		

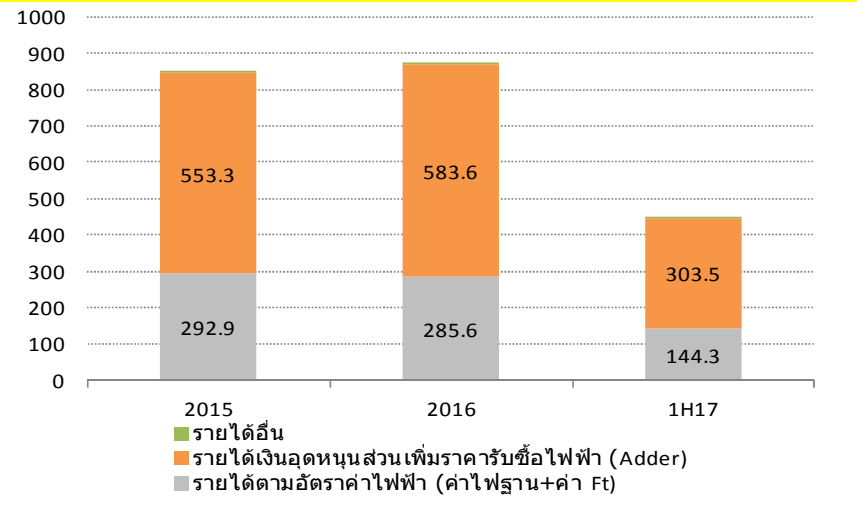
Source: SSP filing

โครงการโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ปัจจุบัน “โครงการเสริมสร้าง โซลาร์”

โครงการ Hidaka อยู่ระหว่างก่อสร้าง คาด COD 1Q18

โครงสร้างรายได้

ในช่วงปี 2015-1H17 SSP มีรายได้หลัก 99-100% มาจากการขายไฟฟ้า โดยเริ่มรับรู้รายได้จากการขายไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ให้กับกฟผ. (EGAT) ตั้งแต่เริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) โครงการ SPN ในเดือนก.พ.ปี 2015 โดยแบ่งเป็น (1) รายได้เงินอุดหนุนส่วนเพิ่มราคารับซื้อไฟฟ้า (Adder) ในอัตรา 6.50 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง (หน่วย) คิดเป็นสัดส่วน 65-68% โดยรายได้ Adder นี้ จะได้รับเป็นระยะเวลา 10 ปีตั้งแต่เริ่ม COD ถึงปี 2025 (2) รายได้ตามอัตราค่าไฟฟ้า (ค่าไฟฐาน บวก ค่า Ft) คิดเป็นสัดส่วน 32-34% และ (3) และรายได้อื่นๆ สัดส่วน ~1%



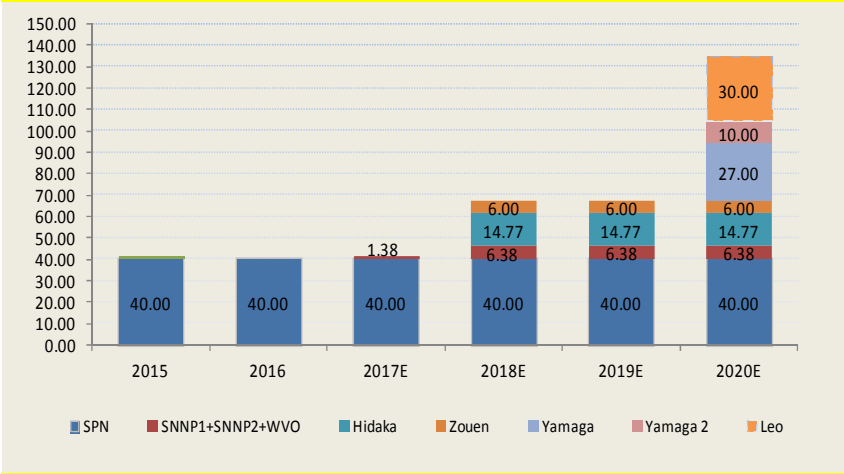
Source: SSP Filing

ประเด็นการลงทุน

กำลังผลิตไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์เพิ่มต่อเนื่อง โดยมีสัญญาขายไฟระยะยาว PPA รองรับ

กลุ่ม SSP มีโครงการหลักปัจจุบันที่ดำเนินการแล้ว คือ โครงการเสริมสร้าง โซลาร์ กำลังผลิตตามสัญญาตามสัดส่วนถือหุ้น 40 MW มีรายได้ขายไฟฟ้าให้ EGAT ภายใต้สัญญา PPA ระยะเวลา 5 ปีและต่ออัตโนมัติอีกคราวละ 5 ปี ทำให้มีรายได้ค่อนข้างแน่นอน โดยสัญญา PPA กำหนดปริมาณรับซื้อไฟ 40 MW และโครงสร้างราคาขายไฟกำหนดที่ราคาค่าไฟฐาน+Ft และได้ Adder 6.50 บาทต่อหน่วย และในอนาคต โครงการใหม่หลักๆ ในช่วงปี 2018-2021 จะเป็นโครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่นมากขึ้น โดยเป็นสัญญาระยะยาว 20 ปี และราคาขายไฟอัตราคงที่ 36-40 เยนต่อหน่วย และมีโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้างและพัฒนารวม 8 โครงการ กำลังผลิตติดตั้งรวม 122.4 MW และกำลังผลิตติดตั้งตามสัดส่วนลงทุนรวม 116.2 MW ซึ่งหากมีการดำเนินการตามแผนที่จะทยอย COD ในช่วง 2H17-2020 จะทำให้กำลังผลิตติดตั้งของกลุ่ม SSP ภายในปี 2020 จะเพิ่มเป็น 174.4 MW กำลังผลิตติดตั้งตามสัดส่วนถือหุ้นจะเพิ่มเป็น 168.2 MW คิดเป็นอัตราเพิ่ม 34.1% ต่อปี (CAGR) ใน 4 ปีข้างหน้า และปริมาณขายไฟตามสัญญาภายในปี 2020 จะเพิ่มเป็น 139.4 MW ปริมาณขายตามสัญญาตามสัดส่วนถือหุ้นจะเพิ่มเป็น 134.2 MW คิดเป็นอัตราเพิ่ม 35.3% ต่อปี (CAGR) ใน 4 ปีข้างหน้า

Equity Contracted MW



Source: Filing, FSS Estimates

โอกาสขยายกำลังผลิตเพิ่มในประเทศและในภูมิภาคตามแนวโน้มความต้องการใช้ไฟ

ภาวะอุตสาหกรรมไฟฟ้าในไทย

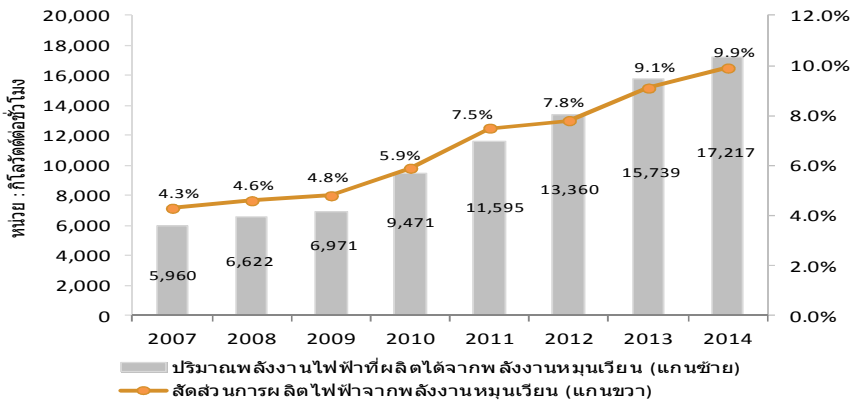
รัฐมีแผนเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนเป็น 20% ในปี 2036 จากปัจจุบัน 10%

ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (2004-2015) ความต้องการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้นในอัตรา 3.2% ต่อปี (CAGR) ใกล้เคียงกับการขยายตัวของ GDP ที่ 3.4% ต่อปี ทั้งนี้ จากแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศไทยในปี 2015-2036 (PDP 2015) คาดว่าความต้องการไฟฟ้าสูงสุดในช่วงปีดังกล่าวจะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 2.7% ต่อปี

เพื่อรองรับแนวโน้มความต้องการใช้ไฟฟ้าในอนาคตดังกล่าว โดยกำหนดสัดส่วนเชื้อเพลิงให้มีกำลังการสำรองไม่ต่ำกว่า 15% ของความต้องการไฟฟ้าสูงสุดและกระจายสัดส่วนการใช้เชื้อเพลิง ในด้านอุปทานไฟฟ้า คาดว่ากำลังผลิตไฟฟ้าในช่วง 20 ปีข้างหน้า จะเพิ่มจากสิ้นปี 2014 ที่มีกำลังการผลิตไฟฟ้า 37,612 เมกะวัตต์ (MW) ตั้งเป้าเพิ่มอีก 32,723 MW (สุทธิจากกำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าใหม่ 57,459 MW ลบกำลังผลิตของโรงไฟฟ้าเก่าที่จะหมดอายุในช่วงดังกล่าว 24,736 MW) เป็น 70,335 MW ในปี 2036

นอกจากนี้ เพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยงด้านเชื้อเพลิง แผน PDP 2015 มีเป้าหมายกระจายการใช้เชื้อเพลิงเพื่อทดแทนการใช้เชื้อเพลิงฟอสซิล โดยเฉพาะก๊าซธรรมชาติ ซึ่งในปี 2014 ใช้เป็นสัดส่วนอันดับ 1 ที่ 64% มีเป้าหมายจะลดสัดส่วนเป็น 45-50% ในปี 2026 และ 30-40% ในปี 2036 ขณะที่จะเพิ่มสัดส่วนของการใช้พลังงานหมุนเวียนหรือพลังงานทดแทน (Renewable Energy) เพิ่มจากปัจจุบันที่ 8-10% ให้เป็นระดับ 15-20% ภายในปี 2036 โดยภาครัฐมีมาตรการอุดหนุนต่างๆ รวมทั้งการกำหนดราคาขายไฟฟ้าคงที่ (Feed in Tariff: FiT) ในช่วงอายุสัญญาซื้อขายไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน 20 ปี จากเดิมใช้วิธีกำหนดส่วนเพิ่มราคารับซื้อไฟฟ้า (Adder)

ปริมาณไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนและสัดส่วนไฟฟ้าผลิตจากพลังงานหมุนเวียน



Source:, แผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือก 2015 – 2036 (AEDP 2015)

ตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ในแผน AEDP 2015 ภายในปี 2036 กำลังการผลิตตามสัญญาจากพลังงานหมุนเวียนจะอยู่ที่ 19,684.4 MW หรือคิดเป็นสัดส่วน 20.1% ของกำลังการผลิตไฟฟ้ารวม โดยโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์มีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นสูงสุด 4,701.5 MW รองลงมาคือโรงไฟฟ้าชีวมวลและพลังงานลม 3,118.2 MW และ 2,777.5 MW ตามลำดับ

เป้าเพิ่มกำลังผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนวียน ตามประเภทเชื้อเพลิง

ประเภทเชื้อเพลิง	ปี 2014 (MW)	เป้าหมายปี 2036 (MW)	เป้าหมายกำลังการผลิตเพิ่ม (MW)
ขยะชุมชน	65.7	500.0	434.3
ขยะอุตสาหกรรม	-	50.0	50.0
ชีวมวล	2,451.8	5,570.0	3,118.2
ก๊าซชีวภาพ (น้ำเสีย/ของเสีย)	311.5	600.0	288.5
พลังน้ำขนาดเล็ก	142.0	376.0	234
ก๊าซชีวภาพ (พืชพลังงาน)	-	680.0	680.0
พลังงานลม	224.5	3,002.0	2,777.5
พลังงานแสงอาทิตย์	1,298.5	6,000.0	4,701.5
พลังน้ำขนาดใหญ่	2,906.4	2,906.4	-
รวม	**7,400.4**	**19,684.4**	**12,284.0**

Source:, แผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือก 2015 – 2036 (AEDP 2015

ภาวะอุตสาหกรรมไฟฟ้าในญี่ปุ่น

รัฐบาลมีนโยบายเพิ่มสัดส่วนของโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน

METI (Ministry of Economy, Trade and Industry) ได้วางเป้าหมายเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน เป็น 22 - 24% ของกำลังการผลิตไฟฟ้าทั้งหมดในปี 2030 เพื่อเพิ่มเสถียรภาพทางพลังงานของประเทศ เนื่องจากต้องพึ่งพาการนำเข้าเชื้อเพลิงจากต่างประเทศอย่างมาก ทั้งนี้ ภายหลังการประกาศใช้กรอบการรับซื้อไฟฟ้าในรูปแบบกำหนดราคารับซื้อไฟฟ้าคงที่ FiT ในระยะยาว 20 ปี สัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนเพิ่มขึ้นจาก 10.4% ของปริมาณการผลิตไฟฟ้ารวมในปี 2006 เป็น 15.0% ในปี 2015 และคาดว่าจะเพิ่มเป็น 22-24% ในปี 2030

ทั้งนี้ สัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในปี 2030 คาดว่าจะมาจากพลังงานแสงอาทิตย์ 7.0% พลังงานลม 1.7% ชีวมวล ร้อยละ 3.7 - 4.6% พลังงานความร้อนใต้พิภพ 1.0 – 1.1% และพลังงานน้ำ 8.8 – 9.2%

แผนกลยุทธ์พลังงานของประเทศญี่ปุ่นปี 2014 (Strategic Energy Plan 2014) มีนโยบายสนับสนุนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ ภายใต้กรอบการรับซื้อไฟฟ้าในรูปแบบ FiT METI ได้กำหนดอัตราการรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ของโครงการที่ยื่นคำขอในแต่ละปี ดังนี้

ระยะเวลาที่ยื่นคำขอ	Feed-in Tariff (ไม่รวมภาษี) (เยนต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง)
1 กรกฎาคม 2012 – 31 มีนาคม 2013	40
1 เมษายน 2013 – 31 มีนาคม 2014	36
1 เมษายน 2014 – 31 มีนาคม 2015	32
1 เมษายน 2015 – 30 มิถุนายน 2015	29
1 กรกฎาคม 2015 – 31 มีนาคม 2016	27
1 เมษายน 2016 – 31 มีนาคม 2017	24

Source: Ministry of Economy, Trade and Industry (www.meti.go.jp)

ภายหลังการประกาศใช้กรอบการรับซื้อไฟฟ้าในรูปแบบ FiT ในปี 2012 กำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์จากโรงไฟฟ้าที่จดทะเบียนภายใต้กรอบการรับซื้อไฟฟ้าในรูปแบบ FiT เพิ่มขึ้นจาก 4.7 กิกะวัตต์ ในปี 2012 เป็น 80.8 กิกะวัตต์ ในสิ้นปี 2016 ในขณะที่กำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์จากโรงไฟฟ้าที่และเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้วเพิ่มขึ้นจาก 0.8 กิกะวัตต์ ในปี 2012 เป็น 32.0 กิกะวัตต์ ในสิ้นปี 2016

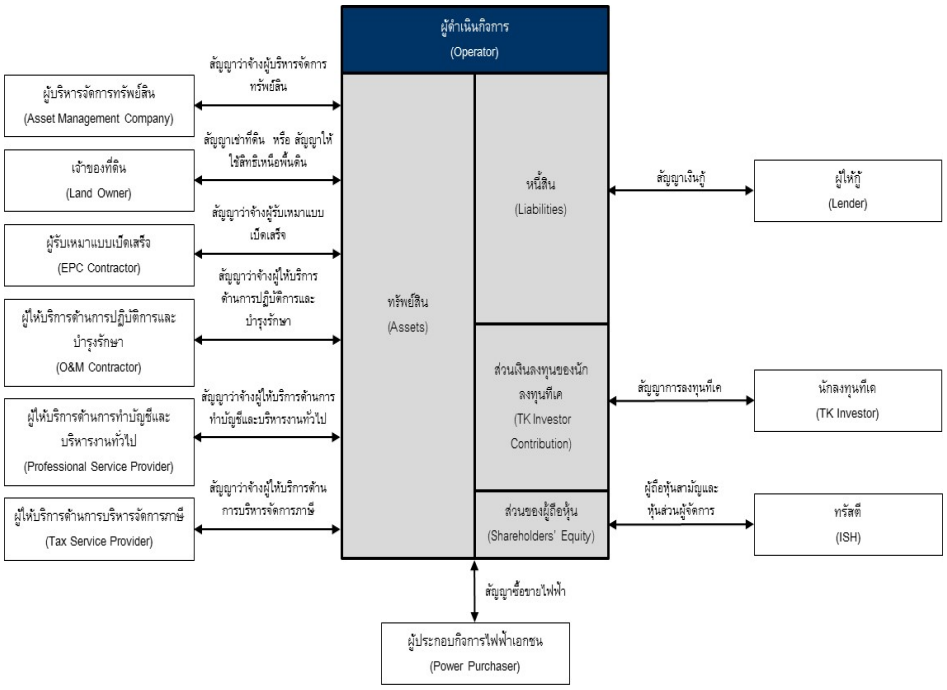
โครงสร้างการลงทุนแบบจีเค-ทีเค ในประเทศญี่ปุ่น

โครงสร้างการลงทุนแบบ จีเค-ทีเค เป็นรูปแบบการลงทุนประเภทหนึ่ง โดยนักลงทุนทีเค (TK Investor) และบริษัทจีเค (GK) ซึ่งเป็นนิติบุคคลในรูปแบบของบริษัทจำกัดประเภทหนึ่ง จะเข้าทำสัญญาการลงทุนทีเค (TK Agreement) ภายใต้สัญญาการลงทุนทีเคดังกล่าว บริษัทจีเค ทำหน้าที่เป็นผู้ดำเนินกิจการ (Operator) และนักลงทุนทีเคเป็นนักลงทุนที่ไม่มีส่วนร่วมในการบริหารจัดการการลงทุนแบบทีเค (หรือ Silent Partner) สัญญาการลงทุนทีเคดังกล่าวจัดทำขึ้นตามประมวลกฎหมายพาณิชย์ของประเทศญี่ปุ่น (Commercial Code of Japan)

นักลงทุนทีเค จะไม่มีส่วนร่วมในการบริหารจัดการหรือดำเนินงานประจำวันทั่วไป รวมถึงไม่มีอำนาจกระทำการแทนและไม่มีสิทธิออกเสียงในเรื่องที่เกี่ยวกับการบริหารจัดการและดำเนินงาน

ทั้งนี้ ในการประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์นั้น ผู้ลงทุนสามารถระบุลักษณะกิจกรรมสำคัญที่เกี่ยวข้องในการพัฒนา ก่อสร้างและดำเนินโครงการได้อย่างชัดเจน และเมื่อเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้ว เจ้าของโครงการสามารถควบคุม ดูแล และติดตามผลการดำเนินงาน โดยการระบุขอบเขตกิจกรรมที่สำคัญเหล่านั้นผ่านเงื่อนไขของสัญญาต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง ดังนั้นการกำหนดวัตถุประสงค์ในการลงทุน กิจกรรมสำคัญที่เกี่ยวข้องทั้งหมดในช่วงพัฒนาโครงการ จึงมีความสำคัญอย่างยิ่งในการควบคุมและบริหารโครงการเมื่อเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ให้ประสบความสำเร็จ

แผนภาพแสดงผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับโครงสร้างการลงทุนแบบจีเค-ทีเค ของกลุ่มบริษัทฯ

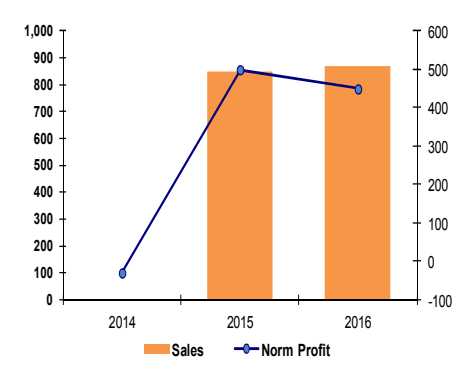


Source:,SSP Filing

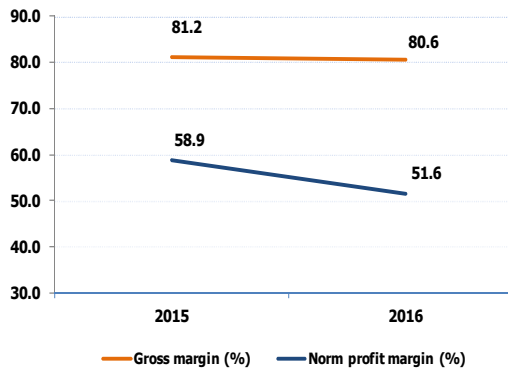
ผลการดำเนินงานในอดีต

ในปี 2014 กลุ่มบริษัทฯ อยู่ในช่วงพัฒนาและก่อสร้างโครงการโรงไฟฟ้าเสริมสร้าง โซลาร์ จึงยังไม่มีรายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้า ผลการดำเนินงานของกลุ่มบริษัทเป็นขาดทุนปกติ 30 ล้านบาท ก่อนเริ่มรับรู้รายได้และกำไรจากโครงการดังกล่าวในปี 2015 จำนวน 846 ล้านบาท และทำให้เป็นกำไรปกติ 498 ล้านบาท และในปี 2016 มีกำไรปกติ 447 ล้านบาท ลดลง 10.0% Y-Y แม้ Gross profit ใกล้เคียงปีก่อน และ Gross margin ยังอยู่ในระดับสูง 80.6% (ลดลงเล็กน้อยจากปีก่อนที่ 81.2%) จากโครงสร้างราคาขายไฟฟ้าโครงการเสริมสร้าง โซลาร์ ที่ได้รับ Adder สูง 6.50 บาทต่อหน่วย แต่มีค่าใช้จ่ายในการบริหาร (SG&A) เพิ่มขึ้น จากการขยายธุรกิจทั้งในและต่างประเทศ การเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาโครงการฮิดะกะ โครงการยามากะ และโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์โครงการอื่นในประเทศญี่ปุ่น

Norm Profit 2014-2016



Gross margin & Norm profit margin 2015-2016



Source: Filing, FSS Estimates

กำไร 1H17 ลดลง 21.2% Y-Y ส่วนใหญ่จากค่าใช้จ่ายบริหารเพิ่ม

ในช่วง 1H17 กลุ่มบริษัทฯ มีกำไรปกติ 213 ล้านบาท ลดลง 21.2% Y-Y และมีอัตรากำไรปกติที่ 47.5% ลดลงจากช่วง 1H16 ซึ่งอยู่ที่ 60.7% โดยการลดลงของกำไรส่วนใหญ่เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับผู้บริหารและพนักงานเพื่อรองรับการขยายธุรกิจทั้งในและต่างประเทศ และการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการก่อสร้างและพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศญี่ปุ่นซึ่งไม่ได้คิดเป็นต้นทุนสินทรัพย์ เช่น ค่าเช่าที่ดินระหว่างการก่อสร้างของโครงการ Hidaka ขณะที่รายได้จากการขายไฟฟ้าเพิ่มเล็กน้อย 0.7% Y-Y จากปริมาณขายไฟเพิ่มสุทธิกับค่า Ft ที่ลดลง และกำไรขั้นต้นเพิ่มเล็กน้อยเช่นกัน 1.3%

คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

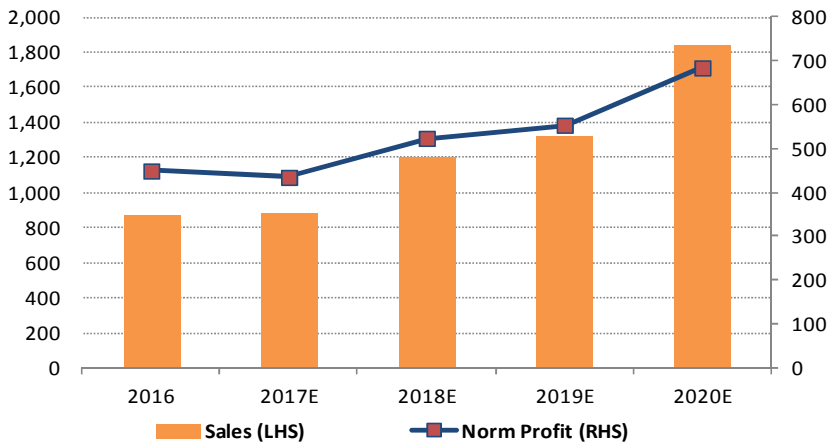
คาดกำไรปี 2017 อ่อนลงจากปีก่อนเล็กน้อย

คาดกำไรปกติในปี 2017 ที่ 434 ล้านบาท อ่อนลงเล็กน้อย 3.2% จากปีก่อน ส่วนใหญ่จากค่าใช้จ่าย SG&A เพิ่มขึ้น จากค่าใช้จ่ายเกี่ยวเนื่องในการพัฒนาโครงการและขยายธุรกิจดังกล่าว ขณะที่คาดรายได้ใกล้เคียงปีก่อน โดยใน 2H17 คาดเพิ่มขึ้น จาก 1H17 ตามค่า Ft ที่ปรับขึ้น 2 ครั้ง

คาดกำไรปี 2018 โต 20.5% และเฉลี่ย 3 ปีข้างหน้า (2017-2020) โต 16.4% ต่อปี (CAGR)

จากโครงการโรงไฟฟ้าที่ SSP ลงทุนในปัจจุบันที่ดำเนินงานแล้ว 1 โครงการ กำลังผลิต 52 MW และโครงการอยู่ระหว่างก่อสร้างและพัฒนารวม 8 โครงการ คาดว่าจะทำให้ภายในปี 2020 จะมีกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนการร่วมทุนเพิ่มเป็น 168.2 MW หรือเพิ่มขึ้น 3.2 เท่าตัว จากปี 2016 โดยกำลังผลิตติดตั้งที่จะเพิ่มส่วนใหญ่ในปี 2018 คือ โครงการ Hidaka Equity MW 18 MW COD 1Q18, โครงการ Zouen Equity MW 8 MW COD 4Q18 และจะเพิ่มมากอีกครั้งในปี 2020 จาก 3 โครงการที่คาด COD ใน 2Q20 คือ โครงการ Yamaga Equity MW 31 MW, Yamaga 2 Equity MW 12.5 MW, และ Leo Equity MW 40 MW

Sales & Norm Profit 2016- 2020E



Source : SSP Filing, FSS Estimates

การประเมินมูลค่าหุ้น

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานของหุ้น SSP ปี 2017 (หลังเพิ่มทุน) ที่หุ้นละ 8.95 บาท โดยวิธี Sum-of-the-Parts (SOTP) โดยรวมมูลค่าจากโครงการโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการแล้วและอยู่ระหว่างการก่อสร้างและพัฒนาที่มีสัญญาขายไฟฟ้า (PPA) แล้ว รวมเป็นกำลังผลิตตามสัดส่วนถือหุ้นที่ 168.2 MW ภายในปี 2020 ที่ราคาเป้าหมายดังกล่าว คิดเป็น PE Multiple ในปี 2017 ที่ 19.0 เท่า และ PE Multiple ปี 2018 ที่ 15.8 เท่า

Peer Comparison

	Mkt Cap (Bn THB)	PE 2017E	PE 2018E	EPS Growth 2017E	EPS Growth 2018E	PBV 2017E	PBV 2018E	ROE 2017E	ROE 2018E
BPP	81.5	16.6	14.6	17.4	13.6	2.1	2.0	12.2	13.1
BCPG	30.9	14.1	12.2	43.6	15.4	2.1	2.0	15.0	16.2
EGCO	114.8	11.7	10.1	19.7	16.0	1.4	1.3	12.0	13.1
GLOW	118.5	13.2	14.8	-1.7	-10.5	2.0	1.9	17.4	14.8
GPSC	57.7	18.6	16.0	16.5	15.7	1.6	1.5	7.8	10.6
RATCH	78.3	11.5	10.9	6.0	6.0	13.3	13.6	10.0	10.3
TPCH	7.1	20.8	14.2	64.5	46.8	3.1	2.7	15.0	19.1
EA	138.0	31.3	22.3	35.0	40.0	9.3	6.9	29.8	31.0
TSE	9.0	17.7	13.1	-17.5	34.5	1.8	1.7	10.8	13.4
Average		**17.3**	**14.2**	**20.4**	**19.7**	**4.1**	**3.7**	**14.4**	**15.7**

Source : FSS estimates, Bloomberg

โครงสร้างการถือหุ้น การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

SSP จะเพิ่มทุนจดทะเบียนจาก 691.6 ล้านบาท เป็น 922 ล้านบาท มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1.00 บาท โดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อเสนอขายให้กับประชาชนจำนวนไม่เกิน 230.4 ล้านหุ้น และนำหุ้นสามัญเดิมจากกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมมาเสนอขายอีกจำนวนไม่เกิน 46 ล้านหุ้น รวมเป็นจำนวนไม่เกิน 276.4 ล้านหุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วนไม่เกิน 30% ของทุนชำระแล้วภายหลังการเสนอขายหุ้นสามัญ

วัตถุประสงค์ในการใช้เงินเพิ่มทุน

วัตถุประสงค์การใช้เงิน	ระยะเวลาโดยประมาณ
1. ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน และเพื่อวัตถุประสงค์ทั่วไปของบริษัทฯ	ภายในปี 2020
2. ชำระคืนเงินกู้ของบริษัทฯ ให้แก่ธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย ซึ่งได้เบิกถอนมาใช้ลงทุนในโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาก่อนหน้านี้ (โครงการฮิดะกะ และโครงการยามากะ)	ภายในปี 2017
3. ใช้เป็นเงินลงทุนในโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้าง การพัฒนาและโครงการในอนาคตอื่น	ภายในปี 2018-2020

โครงสร้างผู้ถือหุ้น (%)

	ก่อน IPO	หลัง IPO
กลุ่มครอบครัวไกรพิสิทธิ์กุล		
1. บริษัท ไพรมารี่ เอนเนอจี้ จำกัด (“PME”)	40.0	30.0
2. Unityl.CapitalLimited (“UNITY”)	35.0	21.3
3. นายวิวรรธน์ ไกรพิสิทธิ์กุล	10.0	7.5
4. นางสาวธัณฐภรณ์ ไกรพิสิทธิ์กุล	5.0	3.8
5. นายปิยวัฒน์ ไกรพิสิทธิ์กุล	5.0	3.8
6. นายธนวรรธน์ ไกรพิสิทธิ์กุล	5.0	3.8
รวม	100.0	70.0
7. บุคคลทั่วไป นักลงทุนสถาบัน และผู้มีอุปการคุณของบริษัทฯ	-	30.0
จำนวนหุ้นรวม	**692ล้านหุ้น (PAR 1.00 บาท)**	**922ล้านหุ้น (PAR 1.00 บาท)**

นโยบายจ่ายเงินปันผล

บริษัทฯ มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและหลังหักสำรองต่างๆ ทุกประเภทที่กฎหมายกำหนดและบริษัทฯ กำหนดไว้ในแต่ละปี โดยคำนึงถึงผลการดำเนินงานและฐานะการเงินของบริษัท ภาระการลงทุน การสำรองเพื่อจ่ายคืนเงินกู้ยืม รวมทั้งความจำเป็นอื่นๆ

ปัจจัยความเสี่ยง

1. ความเสี่ยงจากการเป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจโดยการถือหุ้นในบริษัทอื่น (HoldingCompany)

2. ความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจ

2.1 ความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์

- ความเสี่ยงจากแสงอาทิตย์มีความเข้มของแสงน้อยกว่าที่คาดการณ์ไว้
- ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้รับเหมาแบบเบ็ดเสร็จ
- ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่
- ความเสี่ยงจากการภัยพิบัติทางธรรมชาติ หรือเหตุสุดวิสัย

2.2 ความเสี่ยงอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจในประเทศไทย

- ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐและหน่วยงานราชการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง
- ความเสี่ยงจากการไม่สามารถปฏิบัติตามเงื่อนไขของใบอนุญาตต่างๆ ได้อย่างครบถ้วน

2.3 ความเสี่ยงอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าในประเทศญี่ปุ่น

- ความเสี่ยงจากการสูญเสียรายได้จากการจำกัดปริมาณการรับซื้อไฟฟ้า (Curtailment)
- ความเสี่ยงจากการไม่สามารถหาวิศวกรไฟฟ้า (Chief Electrical Engineer) เพื่อดูแลการดำเนินงานโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศญี่ปุ่น

3. ความเสี่ยงด้านการบริหารจัดการ

- ความเสี่ยงจากการถูกผู้ถือหุ้นรายใหญ่ควบคุมเสียงของที่ประชุมผู้ถือหุ้น

4. ความเสี่ยงด้านการเงิน

- ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย
- ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

5. ความเสี่ยงจากการลงทุนในโครงการใหม่

- ความเสี่ยงจากการล่าช้าของการก่อสร้างและเริ่ม COD
- ความเสี่ยงจากการผลตอบแทนจากการลงทุนอาจไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์
- ความเสี่ยงจากการไม่สามารถปฏิบัติตามหน้าที่ที่กำหนดในสัญญาซื้อขายไฟฟ้าและใบอนุญาตอื่นๆ ที่สำคัญในการดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าในประเทศไทย
- ความเสี่ยงจากการจัดหาเงินลงทุนสำหรับใช้ในการประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน
- ความเสี่ยงจากการจัดหาที่ดินสำหรับใช้ในการประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน
- ความเสี่ยงจากการลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในต่างประเทศ

Income Statement (Consolidated)

(Btmn)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Revenue	869	883	1,195	1,316	1,842
Cost of sales	169	171	341	382	746
Gross profit	700	712	854	933	1,095
SG&A costs	114	131	118	124	130
Operating profit	586	580	736	809	965
Other income	8	5	6	6	6
EBIT	593	586	741	815	971
EBITDA	713	725	1,056	1,213	1,434
Interest charge	146	151	185	221	243
Tax on income	0	0	22	28	30
Normalized Profit	449	434	523	553	684
Extra items	0	0	0	0	0
Net Profit	449	434	523	553	684

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Btmn)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Net Profit	449	434	523	553	684
Depreciation etc.	119	137	224	287	463
Change in working capital	-241	26	60	82	206
Cash flow from operations	327	597	807	922	1,354
Capital expenditure	-840	-1,200	-3,500	-2,500	-2,200
Others	-569	-21	-20	-20	-21
Cash flow from investing	-1,409	-1,221	-3,520	-2,520	-2,221
Free cash flow	-1,082	-625	-2,713	-1,599	-867
Net borrowings	1,074	300	1,997	1,592	1,030
Equity capital raised	0	1,383	0	0	0
Others	54	-1	-143	-153	-190
Cash flow from financing	1,129	1,681	1,854	1,439	839
Net change in cash	47	1,057	-859	-159	-28

Balance Sheet (Consolidated)

(Btmn)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Cash&Equivalent	367	1,424	565	406	379
Accounts receivable	152	162	219	241	338
Inventory	0	0	0	0	0
Other current assets	66	71	96	105	147
Total current assets	586	1,657	880	753	864
Plant, property & equipment	3,685	4,748	8,024	10,238	11.975
Other assets	536	542	562	582	603
Total assets	4,963	7,118	9,638	11,744	13,613
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	33	33	65	73	143
Total current liabilities	411	451	594	708	1,053
Long-term debt	3,251	3,550	5,545	7,137	8,164
Total non-current liab.	3,254	3,554	5,551	7,144	8,173
Total liabilities	3,666	4,006	6,145	7,851	9,226
Registered capital	692	922	922	922	922
Paid up capital	691	922	922	922	922
Share premium	0	1,152	1,152	1,152	1,152
Retained Earnings	551	942	1,308	1,695	2,174
Minority Interests	55	72	86	99	114
Shareholders' equity	1,297	3,113	3,493	3,893	4,387

Source: Company data, FSS Estimates

Important Ratios (Consolidated)

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Growth (%)					
Sales	2.7	1.5	35.3	10.1	40.0
EBITDA	-4.6	1.3	33.7	14.1	30.2
Net profit	567.4	-3.2	20.5	5.7	23.7
Normalized profit	-10.0	-3.2	20.5	5.7	23.7
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	80.6	80.6	71.5	71.0	59.5
EBITDA margin	82.0	81.8	80.8	83.7	77.9
EBIT margin	68.3	66.3	62.0	62.0	52.7
Normalized profit margin	51.6	49.2	43.8	42.0	37.1
Net profit margin	51.6	49.2	43.8	42.0	37.1
Normalized ROA	9.0	6.1	5.4	4.7	5.0
Normalize ROE	36.1	14.3	15.4	14.6	16.0
Normalized ROCE	13.0	8.8	8.2	7.4	7.7
Risk (x)					
D/E	3.0	1.3	1.8	2.1	2.2
Net D/E	2.7	0.8	1.6	2.0	2.1
Net debt/EBITDA	4.6	3.6	5.8	6.8	6.1
Per share data (Bt)					
EPS - Reported	0.65	0.47	0.57	0.60	0.74
EPS - Normalized	0.65	0.47	0.57	0.60	0.74
EBITDA	1.03	0.78	1.05	1.19	1.56
Book value	1.80	3.30	3.70	4.12	4.63
Dividend	0.06	0.14	0.17	0.18	0.22
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E					
P/E - Normalized					
P/BV					
EV/EBITDA					
Dividend yield (%)					

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่
999/9 อาคารดิ ออฟฟิศเศส แอท
เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25
ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์
(สายงานสนับสนุน) 1768
อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31
ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ
เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา อัลม่าลิงค์
25 อาคารอัลม่าลิงค์ ชั้น 9,14,15
ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์
496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์
ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1
7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์
ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404
ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์
เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา บางกะปิ
3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3
ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว
แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ
จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา บางนา
1093 อาคารเซ็นทรัลซิตี้ทาวเวอร์ 1
ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105
หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3)
แขวงบางนา เขตบางนา
จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา สินธร 1
130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1
ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา เคี่ยนหงวน (สินธร 2)
140/1 อาคารเคี่ยนหงวน 2 ชั้น 18
ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา สินธร 3
130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 3
ชั้น 19 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา ลาดพร้าว
555 อาคารรสา ทาวเวอร์ 2
ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน
แขวงจตุจักร เขตจตุจักร
จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา ประชาชื่น
105/1 อาคารบี ชั้น 4
ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว
เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา รังสิต
1/832 พหลโยธิน 60
ต.คูคต อ.ลำลูกกา
จ.ปทุมธานี

สาขา ไทยซัมมิท
1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์
ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ
เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา รัตนาธิเบศร์
68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนาธิเบศร์
ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี
จ.นนทบุรี

สาขา ศรีราชา
135/99 (ดีกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท
ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา
จ.ชลบุรี

สาขา ขอนแก่น 1
311/16 ถ.กลางเมือง
ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น
จ.ขอนแก่น

สาขา ขอนแก่น 2
เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2
ถ.ศรีจันทร์ใหม่
ต. ในเมือง
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น

สาขา ขอนแก่น 3
311/1
ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมบึง)
ต. ในเมือง
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น

สาขา อุดรธานี
104/6 ชั้น 2
อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน)
ถ.อุดรดุษฎี ต. หมากแข้ง
อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี

สาขา เชียงใหม่ 1
308
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่

สาขาเชียงใหม่ 2
310
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมือง จ.เชียงใหม่

สาขาเชียงใหม่ 3
อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1
ห้อง B1-1, B1-2
ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่
เชียงใหม่

สาขา เชียงราย
353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก
อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย

สาขา แม่สาย
119 หมู่ 10 ต.แม่สาย
อ.แม่สาย จ.เชียงราย

สาขา นครราชสีมา
1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7
สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา
ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง
อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา

สาขา สมุทรสาคร
1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก
ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร
จ.สมุทรสาคร

สาขา นครปฐม
28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์
อ.เมือง จ.นครปฐม

สาขา ภูเก็ต
22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า
ถ.หลวงพ่อวัดฉลอง
ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต
จ.ภูเก็ต

สาขา หาดใหญ่ 1
200/221, 200/223
อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2
ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่
อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

สาขา หาดใหญ่ 2
106 ถ.ประชาธิปัตย์ ต.หาดใหญ่
อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

สาขา หาดใหญ่ 3
200/222, 200/224, 200/226
อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2
ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่
อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

สาขา กระบี่
223/20 ถ.มหาราช ต.ปากน้ำ
อ.เมือง จ.กระบี่

สาขา ตรัง
59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง
อ.เมืองตรัง จ.ตรัง

สาขา สุราษฎ์ธานี
173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่
ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎ์ธานี
จ.สุราษฎ์ธานี

สาขา ปัตตานี
300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล
อ.เมือง จ.ปัตตานี

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน **ต่ำกว่า** มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน **ต่ำกว่า** มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน **สูงกว่า** มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น"	เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด"	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ **สูงกว่า ตลาด**
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด"	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ **เท่ากับ ตลาด**
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด"	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ **ต่ำกว่า ตลาด**

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุนลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2016

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2559 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 28 ตุลาคม 2559) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC