

Sermsang Power Corp. (SSP TB)

หุ้นไฟฟ้าลงทุนระยะยาว



SUPANNA SUWANKIRD

662 – 617 4972
supanna.suw@thanachartsec.co.th

PATTADOL BUNNAK

Assistant Analyst
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

เรามอง SSP เป็นหุ้นที่เหมาะสมกับการลงทุนระยะยาว คาดกำไรโต 12-40% ในปี 2018-21F จากกำลังผลิตไฟฟ้าในมือที่จะทยอยดำเนินการในช่วง 2018-21F เรามองว่ามูลค่า SSP มี upside จากโอกาสขยายกำลังผลิตในอนาคตจากทั้งในไทยและเอเชียจากนโยบายภาครัฐที่สนับสนุนพลังงานทดแทน และมีประเมินมูลค่าของกระแสเงินสดของ SSP ไว้ที่ 8.2 พันลพ.

ประเมินมูลค่าที่ 8.2 พันลพ.

บริษัท เสริมสร้าง เพาเวอร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (SSP) เป็นบริษัทผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ปัจจุบันมีกำลังการผลิตตามสัญญาในมือทั้งหมด 134MW เราประเมินมูลค่าหุ้น SSP แบบ Sum-of-the-Parts ด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) ได้ 8.2 พันลพ. (WACC 4.5-6.2%) เทียบเป็น PE ที่ 9-17x ในปี 2018-21F (เฉลี่ยกลุ่มที่ 8-22x) เราชอบ SSP เพราะ 1) เรามองว่า SSP มีกำไรเติบโตดีราว 12-40% ในปี 2018-21F และมี EBITDA margin มากกว่า 70% และ 2) เรามองว่า SSP มีโอกาสที่จะมีมูลค่าสูงขึ้นได้จากโอกาสขยายกำลังการผลิตพลังงานทดแทนในอนาคตทั้งในไทย ญี่ปุ่นและประเทศอื่นๆในเอเชีย

เติบโตอย่างมั่นคงจากกำลังการผลิตในมือ

จากกำลังการผลิตไฟฟ้าสุทธิตามสัญญาทั้งหมดในมือ 40MW เป็นกำลังการผลิตจากโรงไฟฟ้าในประเทศไทย ซึ่งได้เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้ว(ภายใต้สัญญาซื้อขายแบบ Adder 6.50 บาท/หน่วย) ส่วนโครงการโซลาร์ Rooftop สัญญา 25ปี และ โครงการโซลาร์สหกรณ์ WVO (สัญญาซื้อขายแบบ FIT 4.12บาท/Kwh) สัญญา25ปี จะทยอยเปิดดำเนินการในปี 2017-18F และอีก 88MW ในญี่ปุ่นอยู่ในระหว่างก่อสร้างและพัฒนา (ได้รับสัญญาค่าไฟฟ้าแบบ FIT 36-40 เยน/Kwhเป็นเวลา 20 ปี) จะเปิดดำเนินการในปี 2018-20F

มี upside ในการขยายกำลังผลิตในอนาคต

SSP ตั้งเป้าหมายจะมีกำลังผลิตติดตั้ง 200MW ภายในปี 2020 โดยมองว่ายังมีความต้องการไฟฟ้าพลังงานทดแทนสูงมากในไทย ญี่ปุ่นและเอเชีย โดยของไทย รัฐบาลต้องการปรับเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนในแผนพัฒนาและผลิตไฟฟ้า 20 ปี เป็น 40% ของกำลังผลิตติดตั้งในปี 2036 จาก 30% (ปัจจุบันเข้าระบบ 11-12%) และรัฐมีแผนเปิดประมูลโครงการ SPP Hybrid จำนวน 300MW ใน 4Q17 ส่วนในญี่ปุ่น พลังงานไฟฟ้าแสงอาทิตย์ถูกกำหนดเป็นสัดส่วน 22-24% ของไฟฟ้าทั้งหมดในปี 2030 (ปัจจุบัน 15%) ในขณะที่ในประเทศเวียดนาม มาเลเซีย และ อินโดนีเซีย กำหนดสัดส่วนพลังงานทดแทนที่ 13% 20% และ 23%) เรามองว่า SSP มีโอกาสขยายกำลังผลิตเพิ่มขึ้นได้ในอนาคต จากประสบการณ์ที่มีอยู่ และมองการขยายกำลังผลิตในอนาคตเป็น upside

ความเสี่ยงอยู่ในระดับที่รับได้

เรามองว่าปัจจัยเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และมูลค่าโครงการของ SSP คือ 1). การล่าช้าในการเปิดดำเนินการของโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่น อย่างไรก็ตามเราได้คาดการณ์ให้โรงไฟฟ้าญี่ปุ่นทั้ง 5 เปิดทำการล่าช้ากว่าเป้าหมายของบริษัทไป 6 เดือน และ 2) อัตราการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินเยน ทุกๆ 1 % ของ เงินเยนที่เปลี่ยนแปลงจะกระทบต่อ ประมาณการกำไรสุทธิของ SSP ที่ 10% แต่จะกระทบต่อกำไรปกติแค่ 1-2%

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2016A	2017F	2018F	2019F
Sales	869	825	994	1,294
Net profit	447	381	488	547
Norm profit	466	396	488	547
Net profit gr (%)	(10.2)	(14.9)	28.2	12.0
Norm profit gr (%)	(6.5)	(15.1)	23.4	12.0
ROE (%)	45.8	17.4	14.1	14.5
Net D/E (%)	250.4	143.2	223.5	264.8

COMPANY INFORMATION

Trading Date	na
IPO price (Bt)	na
IPO Shares (m shares)	276
Market cap (US\$ m)	na
Listed shares (m shares)	922
Free float (%)	30
Sector	Resource
Major Shareholder	กลุ่มครอบครัวไกรพิสิทธิ์กุล 70.0%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Disclaimer :

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งได้รับแต่งตั้งเป็นผู้จัดทำนายและรับปรึกษาการจำหน่ายหุ้นของผู้ออกหลักทรัพย์โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งสามารถแสดงให้เห็นถึงการมีส่วนได้ส่วนเสียจากการลงทุนแต่ไม่ได้มีเจตนาแนะนำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้นการตัดสินใจเพื่อลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง จึงให้เป็นดุลยพินิจของลูกค้าเป็นสำคัญ ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชนจะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้
(Black out period) 2 ก.ย. 2560-วันสุดท้ายในการจอง
ซื้อหุ้น (Last subscription date)
ผู้ลงทุนควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวน
ก่อนตัดสินใจลงทุน



Disclaimer (Public Offering)

This document has been prepared by **Thanachart Securities** (“**TNS**”) independently of Sermsang Power Corporation Public Company Limited, any other syndicate member or any of their respective affiliates.

The information and opinions in this document are entirely those of **TNS** as part of its internal research activity and not as a manager or underwriter of any offering or as an agent of or financial advisor to the company or any other syndicate member or any of their respective affiliates. **TNS** has no authority whatsoever to make any representation or warranty on behalf of the company or any other syndicate member or any of their respective affiliates in connection with any proposed offering or otherwise.

This document is confidential and is being furnished to you solely for your information and may not be reproduced or redistributed to any other person or published, in whole or in part, for any purpose.

Neither this document nor any copy of it may be taken or, transmitted into the united states, its territories or possessions (the “united states”), or distributed, directly or indirectly, in the united states or to any u.s. person (as defined under regulations under the U.S. Securities Act of 1933, as amended (the “U.S. Securities Act”), including any resident of the United States or any corporation, partnership or other entity created or organized under the laws of the united states. The distribution of this document in other jurisdictions may also be restricted by law and persons into whose possession this document comes should inform themselves about and observe any such restrictions. By accepting this report you agree to be bound by the foregoing instructions. The shares in the company have not been registered under the U.S. securities act and may not be offered or sold within the United States or to, or for the account or benefit of, U.S. persons, except pursuant to an exemption from, or in a transaction not subject to, the registration requirements of the U.S. Securities Act.

Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Canada, or distributed or re-distributed in Canada or to any individual outside Canada who is a resident of Canada.

Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Japan, or distributed or re-distributed in Canada or to any individual outside Japan who is a resident of Japan.

This document does not constitute or form part of any offer for sale or solicitation of any offer to buy any securities nor shall it or any part of it form the basis of or be relied on in connection with any contract or commitment whatsoever. Any decision to purchase shares in any offering should be made solely on the basis of the information to be contained in the final offering memorandum to be published in due course in relation to the offering.

The information contained in this document is subject to change without notice, its accuracy is not guaranteed and it may not contain all material information concerning the company. Accordingly, no representation or warranty, express or implied, is made as to, and no reliance should be placed on, the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information, projections and opinions contained in this document. None of the company, any syndicate member or any of their respective affiliates or directors, members, officers or employees shall have any liability whatsoever (in negligence or otherwise) for any loss howsoever arising from any use of this document or its contents or otherwise arising in connection with this document. None of the company, any syndicate member or any of their respective affiliates or directors, members, officers or employees may from time to time purchase, subscribe for, add to or dispose of any securities of the company (or may have done so before publication of this report) or make a market or act as principal in any transactions in such securities.

In addition, research reports distributed in Thailand should contain the following legends:

TNS is acting as or has been acting as the co-underwriter for the offering of the shares of Sermsang Power Corporation Public Company Limited.

Investors should read the prospectus in detail before making a decision to invest in the shares of Sermsang Power Corporation Public Company Limited.

Investors may refer to a report on the results of sale of securities to the public which Sermsang Power Corporation Public Company Limited has submitted to the office of the Thai securities and exchange commission for information with respect to the size of the offering, the offering price, the allocation of shares to directors, management, other parties related to the company and among syndicate members, and other information.

Investors should read the prospectus in detail before making a decision to invest in the shares of Sermsang Power Corporation Public Company Limited.

ประเมินมูลค่า 8.2 พันลพ.

เราประเมินมูลค่าของกระแสเงินสด SSP แบบ Sum-of-the Parts ที่ 8.2 พันลพ. โดยใช้ DCF

เราประเมินมูลค่าปัจจุบันของ SSP ไว้ที่ 8.2 พันลพ. โดยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) แบบ Sum-of-the-Parts โดยมีอัตราคิดลด (WACC) ที่ 4.5-6.2% โดยประมาณการดังกล่าวคิดจากกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ตามสัญญาในมือทั้งหมด 134MW แยกได้ดังนี้

- 1) เปิดดำเนินการแล้ว (SPN) ในประเทศไทย 40MW
- 2) โครงการในระหว่างการก่อสร้างและพัฒนา: 88MW ในประเทศญี่ปุ่น (Hidaka Yamaga Zouen Leo และ Yamaga2) และ 6.4MW ในไทย (SNNP1 SNNP2 และ WVO)

การประเมินมูลค่าปัจจุบันของเรา เราให้ค่า terminal value สำหรับโครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ SPN ในประเทศไทย เพราะภายใต้สัญญาแบบ Adder ซึ่งเป็นสัญญาการขายไฟฟ้าแบบ non-firm สามารถต่ออายุสัญญาได้ทุก ๆ 5 ปี โดยไม่กำหนดวันหมดอายุ นอกจากนี้ เราใช้การคาดการณ์แบบระยะหวังสำหรับการเริ่มต้นดำเนินการเชิงพาณิชย์ของโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นทั้ง 5 โครงการ โดยกำหนดให้ล่าช้าออกไปอีก 6 เดือนจากที่ SSP ตั้งเป้าหมายไว้

ส่วน WACC ที่เราใช้เป็นอัตราระหว่างโครงการที่เปิดดำเนินการแล้ว และโครงการที่อยู่ภายใต้การก่อสร้างและการพัฒนา โดยสำหรับโครงการที่เปิดดำเนินการแล้วเราให้ค่าเบต้าที่ 0.8 และสำหรับโครงการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างและการพัฒนา เราให้เบต้าที่ 1.1 ใน EX. 3 เราแสดงมูลค่าปัจจุบันของ SSP ที่ 8.2 พันลพ. จากระดับ WACC ช่วง 4.5-6.2%

Ex 1: WACC สำหรับโครงการในไทย

Risk-free rate (%)	4.5
Market risk premium (%)	7.5
Cost of debt (%)	6.0
Debt to total assets (%)	75.0
Tax rate (%)	20.0
Beta	0.8
Cost of equity (%)	11.0
WACC (%)	6.2

Source: Thanachart estimates

Ex 2: WACC สำหรับโครงการในญี่ปุ่น

Risk-free rate (%)	4.5
Market risk premium (%)	7.5
Cost of debt (%)	3.0
Debt to total assets (%)	80.0
Tax rate (%)	20.4
Beta	1.1
Cost of equity (%)	13.0
WACC (%)	4.5

Source: Thanachart estimates

Ex 3: SOTP-derived DCF-based Valuation

	(Bt m)	WACC (%)
Power plants in Thailand	4,752	6.2
Power plants in Japan (Hidaka, Yamaga and Zouen)	995	4.5
Power plants in Japan (Leo and Yamaga2)	581	4.5
Parent Company	1,840	
Total	8,168	

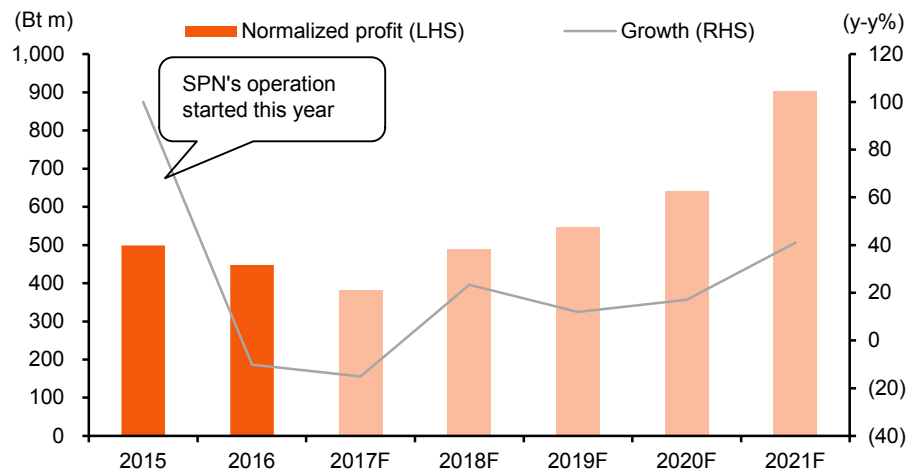
Source: Thanachart estimates

แนวทางการลงทุน

มุมมองบวกของเราต่อธุรกิจของ SSP มีดังนี้

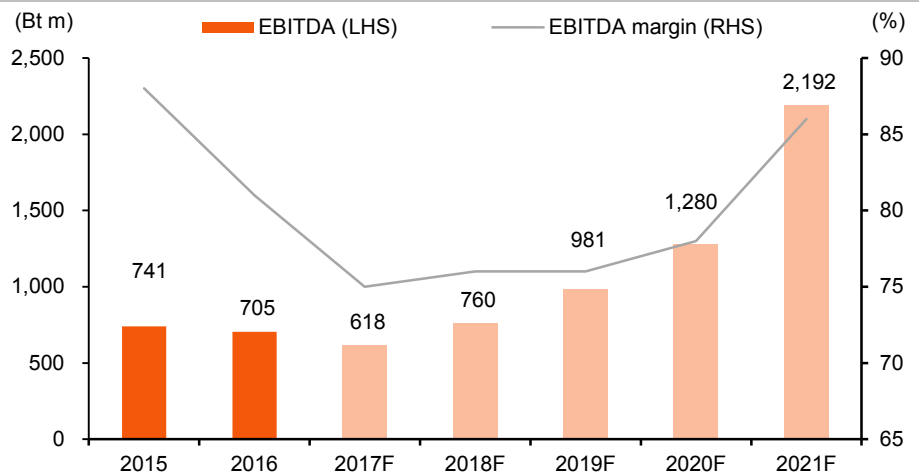
- 1) เรามองว่า SSP จะมีผลประกอบการเติบโตต่อเนื่องในปี 2018-2021
 - ในปี 2018F เราคาดว่า SSP จะมีกำไรเติบโต 23% เนื่องจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Hidaka ในประเทศญี่ปุ่นขนาดกำลังผลิตตามสัญญา 15MW รวมถึงโรงไฟฟ้าโซลาร์สหกรณ์ (WVO) 5MW จะเริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ โดยเราคาดการณ์ว่า Hidaka จะเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ใน 3Q18 (SSP คาด 1Q18) และ WVO จะเปิดใน 4Q18 และโรงไฟฟ้า Rooftop ทั้ง 2 โครงการ ได้แก่ SNNP1 และ SNNP2 (0.4MW และ 1MW) จะเปิดดำเนินการใน 4Q17
 - ในปี 2019F คาดกำไรเติบโต 12% เนื่องจากโครงการ Hidaka และ WVO ผลิตเต็มปี บวกการเปิดดำเนินการของโรงงานไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Zouen ขนาด 6MW ใน 2Q19 (SSP คาด 4Q18)
 - ในปี 2020F คาดกำไรเติบโต 17% เนื่องจากโครงการ Yamaga Leo และ Yamaga 2 เปิดดำเนินการในช่วงปลายปี (SSP คาด กลางปี)
 - ในปี 2021F คาดกำไรเติบโต 41% เมื่อโรงไฟฟ้าทุกโรงดำเนินการเต็มปี
- 2) มีโอกาสขยายกำลังการผลิตในอนาคต เนื่องจากยังมีความต้องการขยายกำลังผลิตพลังงานทดแทนในเอเชียสูง เรามองว่าการที่ SSP มีประสบการณ์การลงทุนทั้งในไทย และญี่ปุ่น จะช่วยให้มีช่องทางขยายธุรกิจได้อีกมาก โดยในประเทศไทยรัฐบาลมีแผนที่จะปรับปรุงแผนพัฒนาและผลิตไฟฟ้า (2015-2036) โดยจะปรับเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนเป็น 40% ในปี 2036 จาก 30% (ปัจจุบันที่ 11-12%) (Energy Policy and Planning Office) ส่วนสถาบันพลังงานทดแทนของประเทศญี่ปุ่น คาดการณ์ว่าอุตสาหกรรมไฟฟ้าพลังงานทดแทนของประเทศญี่ปุ่นยังคงเติบโตสูง โดยจะสัดส่วนเป็น 22-24% ของกำลังการผลิตไฟฟ้าทั้งหมดในปี 2030 (ปัจจุบันที่ 15%) (Japan Renewable Energy Institute and Electricity Review Japan 2009-2016) นอกจากนี้อุตสาหกรรมไฟฟ้าพลังงานทดแทนในประเทศอื่นๆ ในเอเชียยังเป็นอีกหนึ่งช่องทางในการเติบโตที่ดี เนื่องจากถูกประมาณการว่าจะเติบโตถึง 6% ในอัตราเฉลี่ย 5 ปี (จากปี 2015-20)
- 3) เราคาดว่าเงินทุนที่ระดมจาก IPO จะช่วยให้ SSP มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง และสามารถขยายกำลังผลิตได้โดยไม่ต้องเพิ่มทุนสำหรับทุกโครงการในมือ เนื่องจากธนาคารและสถาบันการเงินยอมรับโครงสร้างอัตราหนี้สินต่อทุน (net debt-equity) ในสัดส่วนที่สูงมาก ตัวอย่างเช่นในไทยสัดส่วนยอมรับอัตราหนี้สินต่อทุนสูงถึง 75%-25% ในญี่ปุ่น 80%-20% เนื่องจากผู้รับซื้อไฟฟ้าเป็นผู้ประกอบกิจการไฟฟ้าเอกชน จากการคำนวณของเรา SSP จะมีโครงสร้างอัตราหนี้สินสุทธิ-ส่วนผู้ถือหุ้นสูงสุดที่ 2.8x ในปี 2020 ซึ่งต่ำกว่า threshold ที่ 3.0x
- 4) ธุรกิจโรงไฟฟ้ามีความเสี่ยงจากการดำเนินงานค่อนข้างต่ำโดยธรรมชาติ แม้เราจะมองว่า SSP มีความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และโอกาสในการล่าช้าของการเปิดดำเนินการของโรงไฟฟ้าในประเทศญี่ปุ่น แต่อย่างไรก็ตามเรามองว่าปัจจัยดังกล่าวไม่น่าส่งผลมากนักต่อประมาณการกำไรและมูลค่าปัจจุบัน (ดูรายละเอียด ความเสี่ยงต่อกรณีการลงทุนของเรา ในเรื่องถัดไป)

Ex 4: กำไรของ SSP มีการเติบโตอยู่ในอัตราที่สูง



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: มี EBITDA และ EBITDA Margin สูง



Sources: Company data, Thanachart estimates

ความเสี่ยงต่อกรณีการลงทุนของเรา

ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนจะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรสุทธิของ SSP

ความผันผวนของค่าเงิน: เนื่องจากรายได้และค่าใช้จ่ายต่างๆของโครงการโรงไฟฟ้าในประเทศญี่ปุ่นของ SSP ถูกนับรวมเข้ามาในบริษัทภายใต้วิธี consolidation ดังนั้นความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินเยนต่อเงินบาทสามารถส่งผลกระทบต่อกำไรปกติและกำไรสุทธิของ SSP งบ กำไร-ขาดทุนได้

อย่างไรก็ตาม เราได้ทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของอัตราเปลี่ยนแปลงค่าเงิน โดยทุกๆ 1% ของเงินเยนที่เปลี่ยนแปลงต่อเงินบาท จะส่งผลกระทบต่อกำไรปกติของ SSP ที่ 1-2% แต่จะกระทบต่อกำไรสุทธิ 10%

Ex 6: Sensitivity Analysis ของกำไรต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน

2018F	-1%	Our Case	+1%
100JPY/Baht	30.70	31.00	31.31
Net profit (Bt m)	543	488	434
Fx gain (loss)	(56)	0	56
Normalized profit (Bt m)	487	488	490

Source: Thanachart estimates

เรามองว่าความเสี่ยงจากการ
ล่าช้าในการเปิดดำเนินการ
ของโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่น จะไม่
ส่งผลกระทบต่อธุรกิจของ SSP
มากนัก

การล่าช้าในการเปิดดำเนินการของโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่น เนื่องจากเรามองเห็นถึงความยากในการก่อสร้าง
โรงไฟฟ้าในประเทศญี่ปุ่น เช่น จากกฎหมายที่เข้มงวด ที่อาจก่อให้เกิด ค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น และเวลาที่มากขึ้นหากการก่อสร้างส่งผลกระทบต่อผู้อยู่อาศัยในพื้นที่ ดังนั้นประมาณการของเรา เราจึงใช้การคาดการณ์
อย่างระมัดระวังโดยให้โรงไฟฟ้าญี่ปุ่นเปิดดำเนินการล่าช้ากว่าเป้าหมายที่ SSP ตั้งไว้ 6 เดือน

ความเสี่ยงจากการปรับลดอัตราค่าไฟฟ้า (FIT) และอายุสัญญาซื้อขายไฟฟ้า เนื่องจากรัฐบาลญี่ปุ่น
กำหนดให้โครงการรับซื้อไฟฟ้าจากพลังแสงอาทิตย์ที่ยื่นขอเสนอผลิตไฟฟ้าทุกโครงการหลังเดือนสิงหาคม
2016 ต้องได้รับ Grid connection permit จากผู้ประกอบกิจการไฟฟ้าเอกชน ก่อน 1Q17 และต้องสร้างเสร็จ
ภายใน 3 ปี มิฉะนั้นอัตราค่าไฟฟ้าที่เคยได้รับในอดีตจะถูกปรับลดลงเหลือเท่ากับอัตราที่รัฐบาลกำหนดในปี
ปัจจุบัน (24 เยน/หน่วย) และอายุสัญญาซื้อขายไฟฟ้าจะถูกปรับลดลงจาก 20 ปีตามระยะเวลาที่ล่าช้า อย่างไรก็ตาม
เราก็ตามเราไม่ได้กังวลในเรื่องนี้เพราะโรงไฟฟ้าของ SSP ทุกโรงได้รับ Grid connection permit จากผู้ผลิต
ไฟฟ้าเอกชน ก่อนเดือนสิงหาคม-2016 ดังนั้นในกรณีเลวร้ายจากความล่าช้าจากที่เกิดขึ้นจะไม่ส่งผลกระทบต่อ
ราคาขายไฟฟ้าได้ที่ 36-40 เยน/หน่วย และอายุสัญญา

ธุรกิจบริษัท

SSP มีพอร์ตธุรกิจไฟฟ้า 34%
อยู่ในประเทศไทย และอีก
66% อยู่ในญี่ปุ่น

ธุรกิจของ กลุ่มบริษัท จัดตั้งในปี 2010 ปัจจุบัน SSP มีกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนถือหุ้นตามสัญญา
134MW (กำลังติดตั้ง 168MW) สามารถแบ่งตามประเทศได้เป็น 35% ในประเทศไทย และ 65% ในประเทศ
ญี่ปุ่นโดยปัจจุบัน SSP มีบริษัทย่อยทั้งหมดจำนวน 16 บริษัท

กำลังผลิตตามสัญญาสุทธิในประเทศไทย 46MW

ในปัจจุบัน SSP มีโรงไฟฟ้าในประเทศไทยที่เปิดดำเนินการแล้ว 1 โรง ได้แก่ โครงการเสริมสร้างโซลาร์
(SPN) เริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ตั้งแต่ปี 2015 ตั้งอยู่ที่จังหวัดลพบุรี มีกำลังการผลิตติดตั้งตามสัญญาที่
40MW โครงการ SPN ได้ขายไฟฟ้าอยู่ภายใต้สัญญาผู้ผลิตไฟฟ้าย่อยรายเล็ก หรือ SPP มีผู้รับซื้อไฟฟ้าคือ การ
ไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย หรือ กฟผ. แบบ non-firm โดยสามารถที่จะต่อสัญญาได้ทุก ๆ 5 ปี ไม่มี
กำหนดสัญญาหมดอายุ นอกจากนี้ยังรับสิทธิประโยชน์ค่าไฟฟ้าส่วนเพิ่มเติม (Adder) ที่ 6.5 บาท/หน่วย เพิ่ม
จากสูตรค่าไฟฟ้าฐานและค่าปรับเชื้อเพลิง (Ft) เป็นระยะเวลา 10 ปี SPN ยังคงอยู่ภายใต้สัญญาการขาย
ไฟฟ้า

นอกจากนี้ SSP ยังมีโครงการ SNNP1 และ SNNP2 (ถือหุ้น 100%) เป็น solar rooftop ในประเทศไทย
ขนาด 0.4MW และ 1MW ตามลำดับ ขายไฟฟ้าให้ Srinanaporn Marketing Co., Ltd และได้รับอัตราค่า
ไฟฟ้าเป็นแบบ Ft+Tou ตลอดอายุสัญญา 25ปี ทั้งนี้ SSP คาดการณ์ว่าโครงการ SNNP1 และ SNNP2 จะ
พร้อมเปิดดำเนินการในปี 2H17 และ โครงการโซลาร์สหกรณ์ WVO กำลังการผลิตตามสัญญา 5MW จะเปิด
ดำเนินการเชิงพาณิชย์ในช่วงปลายปี 2018 (การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค หรือ กฟภ เป็นผู้รับซื้อไฟ)

THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN. THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

นอกจากธุรกิจโรงไฟฟ้าไฟฟ้าในประเทศไทย SSP ได้ขยายธุรกิจเข้าไปสู่ญี่ปุ่นด้วยเช่นกัน

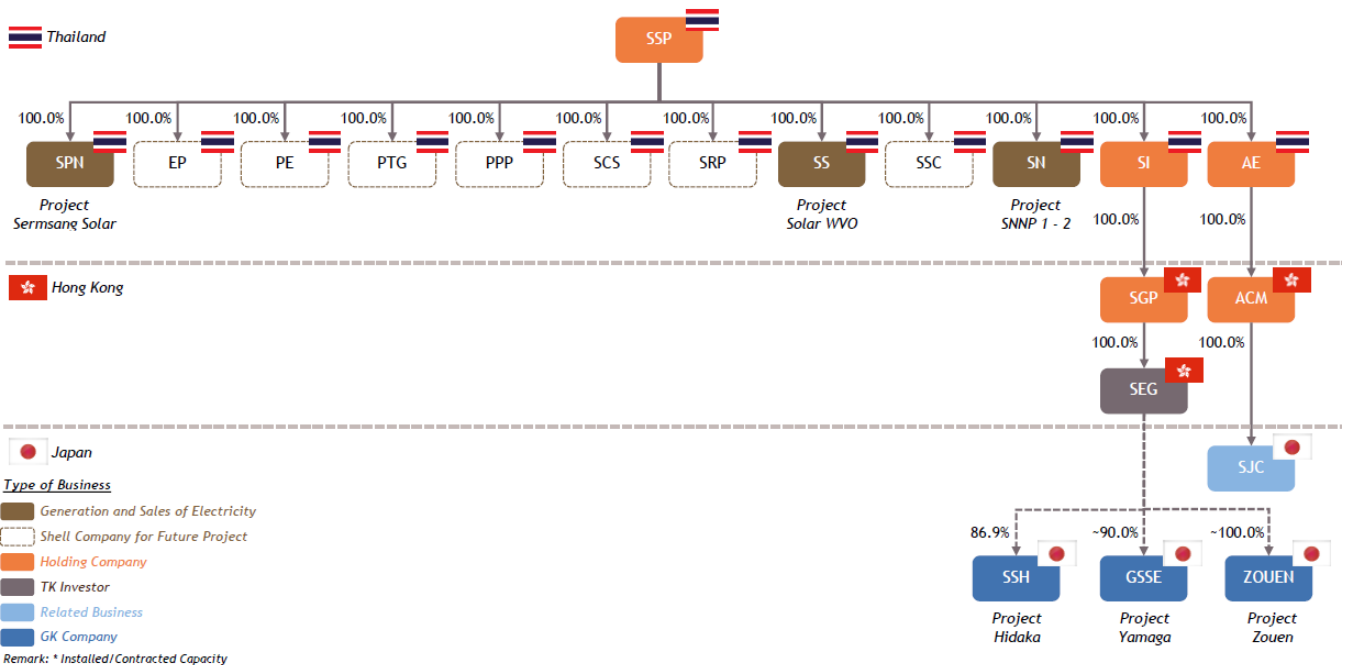
กำลังผลิตตามสัญญาสิทธิในญี่ปุ่น 88MW

SSP มีโครงการลงทุนผลิตไฟฟ้าแสงอาทิตย์ 5 โครงการในประเทศไทย โดยจัดตั้งบริษัทลูก Surge Energy corporation Limited หรือ SEG (ถือหุ้น 100%) เป็นบริษัท Holding ซึ่งลงทุนในโครงการ Hidaka Yamaga Zouen Leo และ Yamaga2 ทั้งนี้การลงทุนของโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นจะมีโครงสร้างการลงทุนแบบ Godo Kaisha – Tokumei Kumiai (GK-TK) คือ SEG เป็นเพียงผู้ลงทุน โดยไม่มีส่วนร่วมในการบริหาร และบริษัทเจ้าของโครงการต้องจัดหาผู้ดำเนินการญี่ปุ่นมาบริหารและจัดการ

โรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ Hidaka ขนาด 15MW (คิดตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าจากการถือหุ้น 86.9%) ได้รับสัญญาซื้อขายไฟฟ้าแบบ Feed in Tariff (FiT) คงที่ 40 เยน/Kwh ตลอดระยะเวลา 20 ปี จาก Hokkaido Electric Power Co., Ltd และโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Yamaga ขนาด 27MW (คิดตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าจากการถือหุ้น 90%) ได้รับสัญญาซื้อขายไฟฟ้าแบบ Feed in Tariff (FiT) คงที่ 36 เยน/Kwh ตลอดระยะเวลา 20 ปี โดยมี Kyushu Electric Power Inc. เป็นผู้รับซื้อไฟฟ้า โดยปัจจุบันทั้งสองโครงการอยู่ในระหว่างก่อสร้าง และมี Kandenko Co Ltd. เป็นผู้รับเหมาเบ็ดเสร็จ SSP คาดว่าจะพร้อมเปิดดำเนินการในช่วงต้นปี 2018 และ กลางปี 2020

โรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ Zouen ขนาด 6MW (คิดตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าจากการถือหุ้น 100%) อยู่ในขั้นตอนระหว่างการพัฒนาโครงการ มีผู้รับซื้อไฟฟ้า Kyushu Electric Power Inc. โดยเป็นสัญญาการซื้อขายไฟฟ้าแบบ Feed in Tariff (FiT) มีอัตราค่าไฟฟ้าคงที่ที่ 36 เยน/KWh ตลอดระยะเวลา 20 ปี และกำลังอยู่ในระหว่างขั้นตอนเลือกผู้รับเหมา และเจรจาสัญญาให้กับธนาคาร SSP คาดว่าโครงการนี้จะสามารถเปิดดำเนินการในช่วงปลายปี 2018 นอกจากนี้ SSP ยังมีกำลังการผลิตติดตั้งตามสัญญาอีก 40MW (Leo และ Yamaga 2) ซึ่งกำลังอยู่ภายใต้การพัฒนา โดยได้รับสัญญาซื้อขายไฟฟ้าแบบ Feed in Tariff (FIT) คงที่ 36 เยน/Kwh เป็นเวลา 20ปี และคาดว่าจะเปิดดำเนินการแข่งขันพาณิชย์ในช่วงกลางปี 2020 โดยมี Tokyo Electric Power Company Holdings, Inc. และ Kyushu Electric Power Inc. เป็นผู้รับซื้อไฟฟ้า ตามลำดับ

Ex 7: โครงสร้างธุรกิจของ SSP



Source: Company data

THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN. THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

Ex 8: กำลังการผลิตของ SSP

	Location	Type	Installed cap. (MW)	Contracted capacity (MW)	Ownership (%)	Equity MW owned (%)	Power equivalent (Mwe)	TNS's COD Target	SSP's COD Target
Projects – In operation									
Thailand									
Sermsang Solar (SPN)	Lopburi	Solar farm	52.0	40.0	100	40.0	40.0	COD	COD
Subtotal			52.0	40.0		40.0	40.0		
Projects – Under construction									
Thailand									
SNNP project 1	Samut Sakhon	Solar rooftop	0.4	0.4	100	0.4	0.4	4Q17	4Q17
Japan									
Hidaka	Hokkaido	Solar farm	21.0	17.0	86.9	14.8	14.8	3Q18	1Q18
Yamaga	Kumamoto	Solar farm	34.5	30.0	90	27.0	27.0	4Q20	2Q20
Subtotal			55.9	47.4		42.2	42.2		
Projects – Under development									
Thailand									
The War Veterans Organization of Thailand (WVO)	Ratchaburi	Solar farm	5.0	5.0	100	5.0	5.0	4Q18	4Q18
Japan									
SNNP project 2	Ratchaburi	Soalr rooftop	1.0	1.0	100	1.0	1.0	4Q17	4Q17
Zouen	Kumamoto	Solar farm	8.0	6.0	100	6.0	6.0	2Q19	4Q18
Leo	Shizuoka	Solar farm	40.0	30.0	100	30.0	30.0	4Q20	2Q20
Yamaga 2	Kumamoto	Solar farm	12.5	10.0	100	10.0	10.0	4Q20	2Q20
Subtotal			66.5	52.0		52.0	52.0		
Total			174.4	139.4		134.2	134.2		

Source: Company data

THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN. THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

โอกาสในการเพิ่มกำลังการผลิต

SSP มีเป้าหมายได้การเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัญญาเป็น 200MW ในปี 2020 vs. 168MW กำลังการผลิตติดตั้งในมือในปัจจุบัน (กำลังผลิตตามสัญญา 134MW) โดยบริษัทมองเห็นโอกาสขยายธุรกิจในประเทศไทย ประเทศญี่ปุ่น และประเทศอื่นๆในทวีปเอเชีย เช่น จีน เวียดนาม ไต้หวัน อินโดนีเซีย เนื่องจากรัฐบาลในประเทศดังกล่าวได้มีนโยบายในการสนับสนุนธุรกิจไฟฟ้าพลังงานทดแทน เห็นได้จากการสัดส่วนพลังงานทดแทนในแผนพัฒนาพลังงานของประเทศดังกล่าวเพิ่มขึ้นอยู่ที่ราว 20-30% ของกำลังผลิตในอีก 10-20 ปีข้างหน้า เนื่องจากเรามองว่าผู้บริหารของ SSP นั้นมีประสบการณ์ในธุรกิจไฟฟ้าพลังงานทดแทน

รัฐบาลตั้งเป้าหมายให้ประเทศไทยมีกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนที่ 19GW ในปี 2036 (ปัจจุบันที่ 5.5GW)

ในประเทศไทย ตามแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศไทยในปี 2015 (2015-2036) รัฐบาลตั้งเป้าหมายการบริโภคเชื้อเพลิงที่สมดุลมากขึ้น โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อลดสัดส่วนการใช้กำลังการผลิตไฟฟ้าจากก๊าซธรรมชาติเป็น 30-40% (จาก 65%) ภายในปี 2036 โดยจะเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานถ่านหินเป็น 20-25% จาก 20% และพลังงานทดแทนเป็น 15-20% จาก 8% สำหรับกลุ่มพลังงานทดแทน รัฐบาลตั้งเป้าหมายกำลังการผลิตที่ 19GW ภายในปี 2036 (จาก 5.5GW ในปี 2015) (Energy Policy and Planning Office)

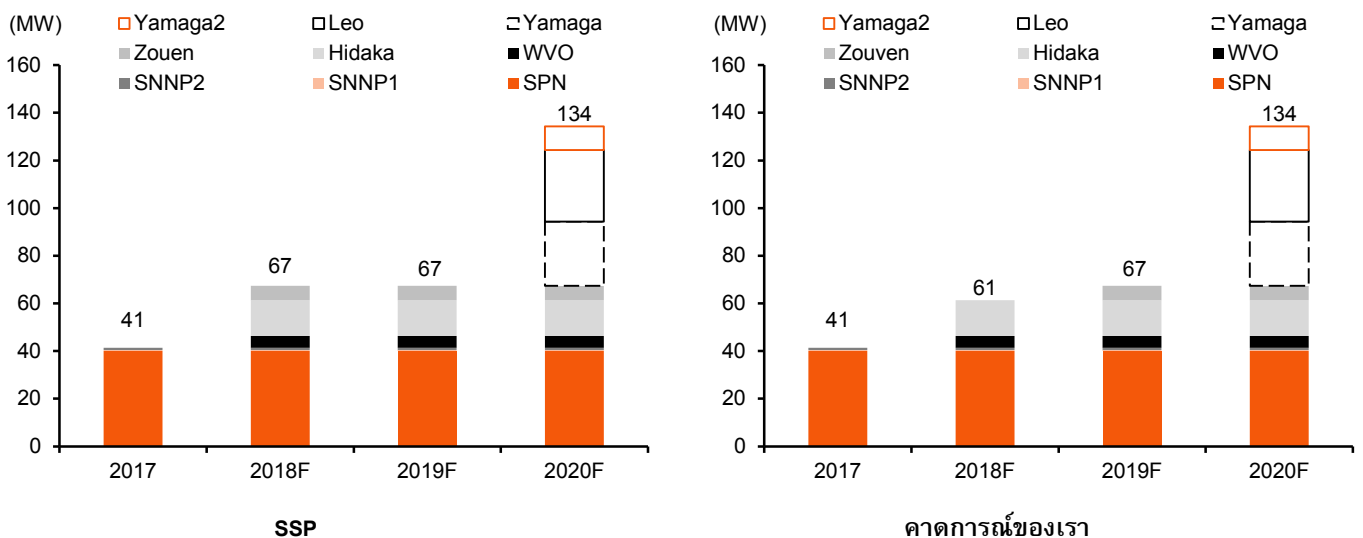
รัฐบาลคาดว่าจะมีการปรับตัวเลขในแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศไทยในปี 2015 (2015-2036) โดยต้องการปรับเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนในแผนพัฒนาและกำลังการผลิตผลิตไฟฟ้าเป็น 40% ของกำลังผลิตติดตั้งในปี 2036 จาก 30% (ปัจจุบันเข้าระบบ 11-12%) เพื่อดำเนินแผนรัฐมีกำหนดเปิดประมูลโครงการ SPP Hybrid จำนวน 300MW ใน 4Q17 (ขนาดไม่เกิน 50MW)

อุตสาหกรรมไฟฟ้าพลังงานทดแทนในญี่ปุ่นถูกคาดการณ์ว่าจะได้ขึ้นเฉลี่ย 16% ต่อปีจนถึงปี 2030

ในประเทศญี่ปุ่น เรามองว่า SSP มีโอกาสที่ดีในการเติบโตในประเทศญี่ปุ่น เนื่องจากรัฐบาลญี่ปุ่นตั้งเป้าหมายพลังงานทดแทนในประเทศไว้เป็นสัดส่วนที่สูงถึง 22-24% ของกำลังผลิตในปี 2030 (ทั้งนี้คาดการณ์การผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์จะมีสัดส่วนเป็น ~30% ของกำลังการผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานหมุนเวียนทั้งหมด) เป็นผลสืบเนื่องจากรัฐต้องการลดความพึ่งพาโรงไฟฟ้านิวเคลียร์ (จากเหตุการณ์การระเบิดของโรงไฟฟ้านิวเคลียร์ Fukushima Daiichi ปี 2011) นอกจากนี้ในปี 2012 Ministry of Economy, Trade and Industry (METI) ได้เริ่มใช้ระบบ Feed-in-Tariff (FIT) ซึ่งกำหนดให้ผู้ประกอบกิจการไฟฟ้าเอกชนต้องรับซื้อไฟฟ้าจากผู้ผลิตไฟฟ้าพลังงานทดแทนในปริมาณและอัตราที่ METI กำหนด เป็นผลให้กำลังการผลิตไฟฟ้าโดยพลังงานหมุนเวียนของประเทศญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นในอัตราเฉลี่ย 3 ปี ที่ 31% (2012-2015) จากแค่ 9% ในช่วงก่อนปี 2012 อย่างไรก็ตาม METI ประกาศปรับลดอัตราค่าไฟฟ้าแบบ FIT จากสูงสุด 40 เยน/Kwh มาถึงปัจจุบัน 24 เยน/Kwh เนื่องจากราคาดันทุนแผงโซลาร์ลดลงและมีผู้สนใจเสนอขายกำลังผลิตโซลาร์เป็นจำนวนมาก ทำให้ผลตอบแทน (EIRR) ของโรงไฟฟ้าโซลาร์ลดลง นอกจากนี้รัฐบาลมีแนวโน้มจะเปลี่ยนวิธีการรับซื้อไฟฟ้าจากวิธี FIT มาเป็น การรับซื้อแบบประกวดราคา ซึ่งอาจทำให้ลดต่ำลงอีก อย่างไรก็ตามเรามองว่ายังมีโอกาสที่ SSP สามารถเข้าซื้อกิจการโครงการที่มี FIT สูงและยังให้ผลตอบแทนที่ดีได้

แม้ว่าการรับซื้อไฟฟ้าจะเปลี่ยนไปเป็นแบบการประมูลราคาในอนาคต เรามองว่า SSP จะโตโดยการขยาย volume ได้

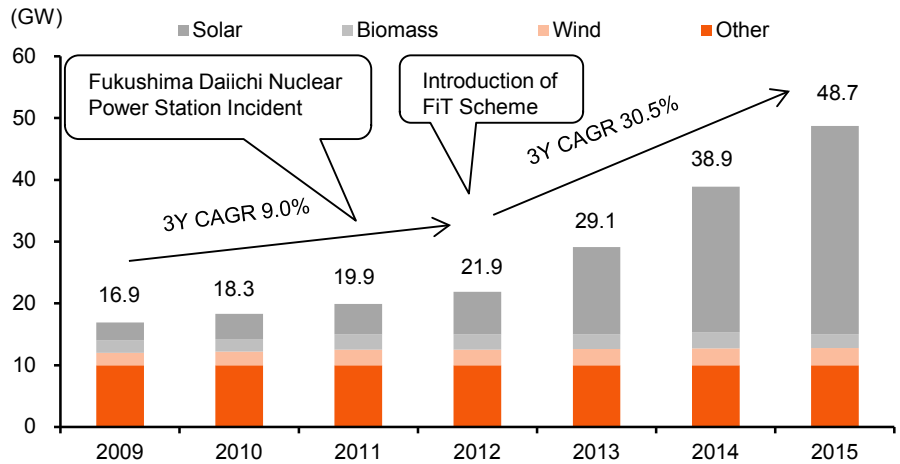
Ex 9: กำหนดการเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ของบริษัทฯ Vs. คาดการณ์ของเรา (กำลังการผลิตตามสัญญาตามสัดส่วนการถือหุ้น)



Source: Japan Renewable Energy Institute

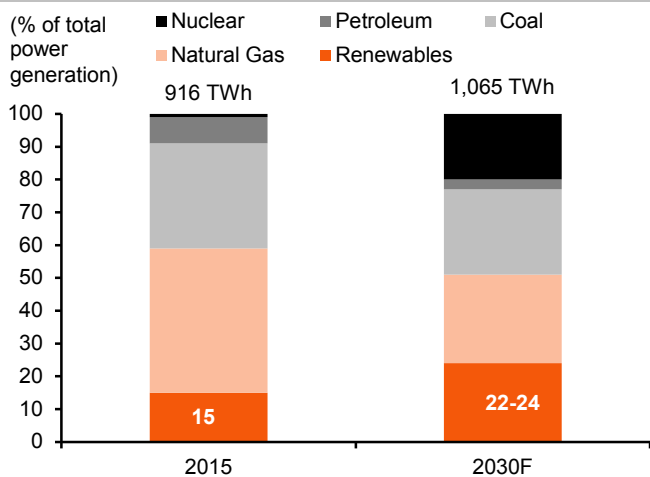
THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN. THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

Ex 10: อุตสาหกรรมการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนในญี่ปุ่นมีอัตราการเติบโตสูง



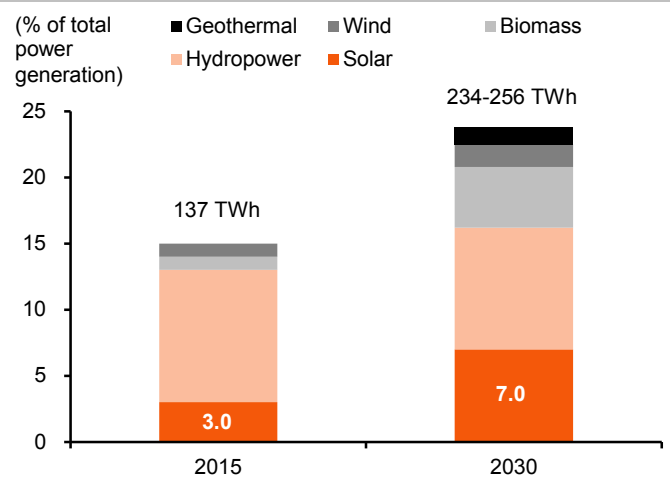
Source: Japan Renewable Energy Institute

Ex 11: สัดส่วนกำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศญี่ปุ่น



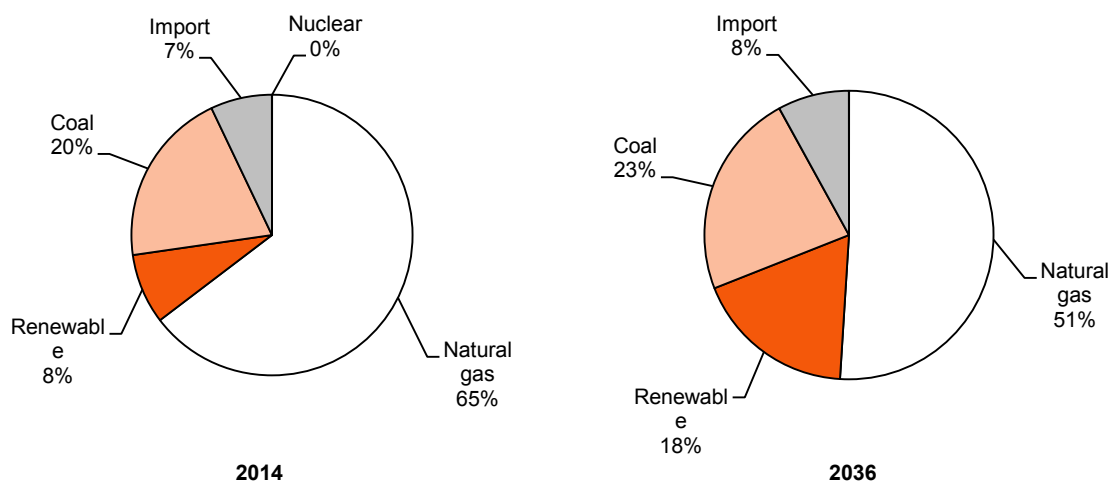
Sources: Japan Renewable Energy Institute and Electricity Review Japan 2009-2016, The Federation of Electrical Power Company of Japan

Ex 12: เป้าการเติบโตของสัดส่วนพลังงานแสงอาทิตย์ในญี่ปุ่น



Sources: Japan Renewable Energy Institute and Electricity Review Japan 2009-2016, The Federation of Electrical Power Company of Japan

Ex 13: สัดส่วนของอุตสาหกรรมไฟฟ้าในประเทศไทย



Source: PDP 2015, Ministry of Energy of Thailand

THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN. THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

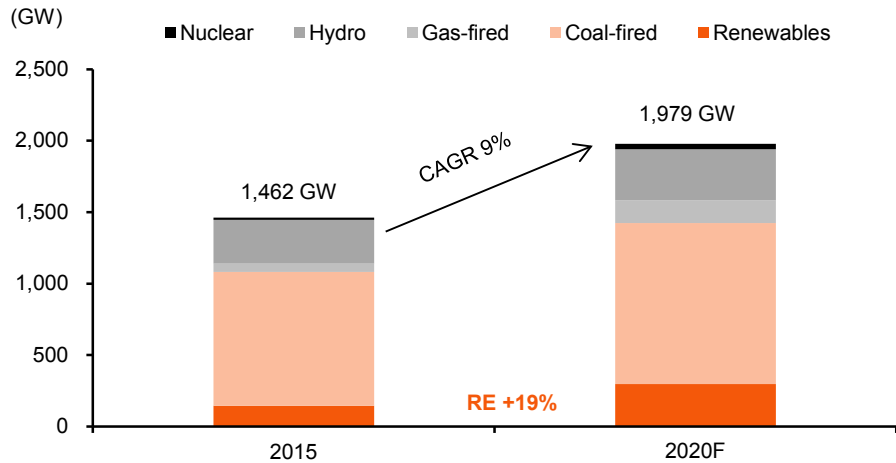
เรามองว่าโอกาสในการขยายธุรกิจของ SSP ไปสู่ประเทศอื่นๆในเอเชียเป็น upside ต่อมูลค่าของบริษัท

อุตสาหกรรมไฟฟ้าในทวีปเอเชียเป็นอีกหนึ่งตัวเลือกของการขยายธุรกิจ

นอกจากนี้ เรามองว่า SSP ยังมีโอกาสขยายในอุตสาหกรรมไฟฟ้าในทวีปเอเชียด้วย เช่น ในประเทศจีน ตั้งเป้าหมายมีพลังงานไฟฟ้าพลังงานทดแทนใน 5 ปี (2015-20) อยู่ที่ 9% เนื่องจากรัฐบาลจีนได้ลงนามในประกาศความร่วมมือกับรัฐบาลสหรัฐอเมริกาเรื่องการลดโลกร้อน โดยจีนจะเพิ่มสัดส่วนเชื้อเพลิงจากพลังงานทดแทนสูงขึ้นเป็นร้อยละ 20 ของการใช้พลังงานทั้งหมดภายในปี 2030 โดยคาดว่าจีนจะมีกำลังการผลิตไฟฟ้ารวมถึง 1,979GW ภายในปี 2020 (จาก 1,462GW ในปี 2015) ด้วยมาตรการปัจจุบันที่จะปิดโรงไฟฟ้าฟอสซิลขนาดเล็กที่ไม่เป็นไปตามมาตรฐานการปล่อยมลภาวะ และจะให้การสนับสนุนการเปิดโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนมากขึ้น เช่นพลังงานแสงอาทิตย์ (National Power Planning Research Center, National Bureau of Statistics of China, Frost & Sullivan)

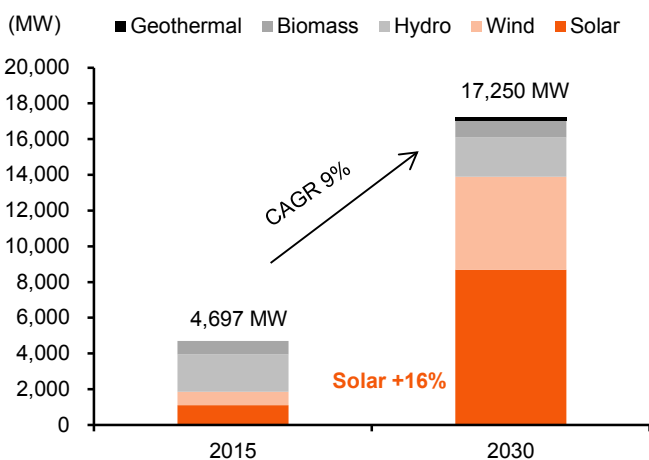
นอกจากประเทศจีน เราคงมองว่าการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนยังเป็นที่ต้องการมากขึ้นของประเทศอื่นๆในทวีปเอเชียเช่นกัน อย่างไรก็ตาม เนื่องจากในปัจจุบัน SSP ได้มุ่งเน้นการขยายธุรกิจในประเทศไทยและญี่ปุ่นเป็นหลัก เราจึงยังไม่ได้นับรวมโอกาสในการขยายกำลังการผลิตในประเทศอื่นๆในทวีปเอเชีย และคิดเป็น upside ต่อประมาณการมูลค่าของ SSP ของเรา

Ex 14: การเติบโตของกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนในจีน



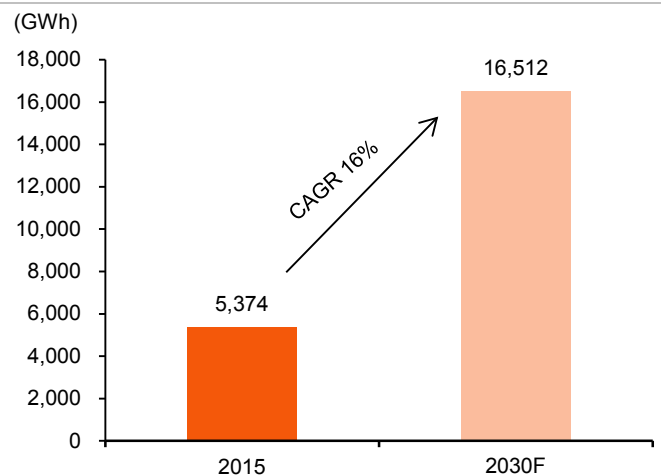
Sources: National Power Planning Research Center, National Bureau of Statistics of China, Frost & Sullivan

Ex 15: การเติบโตของการผลิตไฟฟ้าพลังงานทดแทนในไต้หวัน



Source: Bureau of Energy Ministry of Economic Affairs

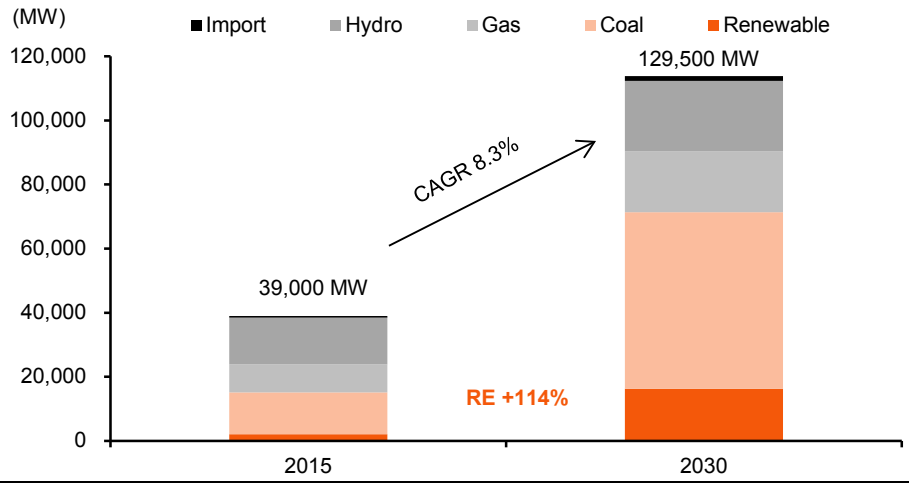
Ex 16: การเติบโตของการผลิตไฟฟ้าพลังงานทดแทนในมาเลเซีย



Sources: National Renewable Energy Policy and Action Plan (2009)

THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN. THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

Ex 17: การเติบโตของการผลิตไฟฟ้าพลังงานทดแทนในเวียดนาม



Source: The revised National Development Plan VII (PDP 7 rev)

THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN. THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

Ex 18: โครงการที่เปิดดำเนินการแล้ว

	Description
Project Sermasang Solar	
Business type	Solar power plant
Project owner	SPN
Investment type	Directly invested
SSP's shareholding	100.00%
Location	Lopburi Province, Thailand
Installed/PPA MW	52/40 MW
Solar cell technology	Thin Film Silicon
Land details	889-0-55 rais (privately owned)
Project status	COD
COD date	2-Feb-15
Power purchaser	Electricity Generating Authority of Thailand (EGAT)
PPA details	SPP(Non-firm), 5 years (renewable term of 5 years)
Adder	THB 6.5/KWh (10 years from COD)
EPC contractor	Consortium <ul style="list-style-type: none"> • Sharp Corporation • Italian-Thai Development PCL. • Italthai Engineering Co., Ltd
O&M contractor	Sharp Solar Solution Asia Co., Ltd
Tax incentive	BOI Privilege <ul style="list-style-type: none"> • Exempt from corporate income tax for the first 8 years • 50% reduction in corporate income tax for 5 years after year 8th • Exempt from withholding tax on dividend payment for the first 8 years

Source: Company data

THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN. THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

Ex 19: โครงการที่อยู่ในระหว่างการก่อสร้าง

	Description
Project SNNP I	
Business type	Solar rooftop
Project owner	SN
Client / location	Srinanaporn Marketing Co., Ltd / Samut Sakhon, Thailand
Installed capacity	384 KW
Project status	Under construction
SCOD date	4Q17
Total project cost	Not exceeding Bt15m
Term	25 years
Project Hidaka	
Business type	Solar power plant
Project owner	SSH (GK Company)
Investment type	Through SEG, as TK Investor, under GK-TK Investment Structure
Investment percentage	86.90%
Solar Irradiation*	1,460 KWh/sq.m./annum
Location	Hokkaido, Japan
Installed/PPA MW	21/17 MW
Solar cell technology	Polycrystalline Silicon
Land details	617-1-32 rais (surface right)
Project status	Under construction (commencement in August 2016)
SCOD date	Approximately quarter 1, 2018
Total project cost	Not exceeding JPY 7,820.0mm
Power purchaser	Hokkaido Electric Power Co., Ltd
Purchase price	Under FiT Scheme of JPY 40/KWh
Purchase term	20 years
Tax incentive	Under GK-TK Investment Structure, TK distribution of GK Company to TK investor can be used as tax deductible expense at GK Company level
Project Yamaga	
Business type	Solar power plant
Project owner	GSSE (GK Company)
Investment type	Through SEG, as TK Investor, under GK-TK Investment Structure
Investment percentage	Approximately 90.0%
Solar irradiation*	1,460KWh/sq.m./annum
Location	Kumamoto, Japan
Installed/PPA MW	34.5/30 MW
Solar Cell Technology	Polycrystalline Silicon
Land Details	Approximately 404-0-46 rais(surface right)
Project Status	Under construction
SCOD date	Approximately quarter 2, 2020
Total project cost	Approximately JPY12,215.9 mm
Power purchaser	Kyushu Electric Power Co., Inc
Purchase price	Under FiT Scheme of JPY 36/KWh
Purchase term	20 years

Source: Company data

Ex 20: โครงการที่อยู่ภายใต้การพัฒนา

	Description
Project SNNP II	
Business Type	Solar rooftop
Project owner	SN
Client / Location	Srinanaporn Marketing Co., Ltd / Ratchaburi, Thailand
Installed Capacity	998 KW
Project Status	Under development
SCOD date	Quarter 4, 2017
Total project cost	Not exceeding Bt36m
Term	25 years
Project Zouen	
Business type	Solar power plant
Project owner	ZOUEN (GK Company)
Investment type	Through SEG, as TK Investor, under GK-TK Investment Structure
Investment percentage	Approximately 100.0%
Solar irradiation*	1,512KWh/sq.m./annum
Location	Kumamoto, Japan
Installed/PPA MW	8/6 MW
Solar Cell Technology	Polycrystalline Silicon
Land Details	Approximately 77-2-27 rais (surface right)
Project Status	Under development
SCOD date	Approximately quarter 4, 2018
Total project cost	Approximately JPY2,800m -JPY 3,000m
Power purchaser	Kyushu Electric Power Co., Inc
Purchase price	Under FiT Scheme of JPY 36/KWh
Purchase term	20 years
Project Leo	
Business type	Solar power plant
Project owner	TBD
Investment type	Through SEG, as TK Investor, under GK-TK Investment Structure
Investment percentage	Approximately 100.0%
Solar irradiation*	1,413 KWh/sq.m./annum
Location	Shizuoka, Japan
Installed/PPA MW	40/30 MW
Solar Cell Technology	Polycrystalline Silicon
Land Details	Approximately 756-1-9 rais
Project Status	Under development
SCOD date	Approximately quarter 2, 2020
Total project cost	Approximately JPY15,000m -JPY 15,100m
Power purchaser	Tokyo Electric Power Company Holdings, Inc
Purchase price	Under FiT Scheme of JPY 36/KWh
Purchase term	20 years

Source: Company data

THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN. THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

Ex 20: โครงการที่อยู่ภายใต้การพัฒนา (ต่อ)

	Description
Project Yamaga2	
Business type	Solar power plant
Project owner	TBD
Investment type	Through SEG, as TK Investor, under GK-TK Investment Structure
Investment percentage	Approximately 100.0%
Solar irradiation*	TBD
Location	Kumamoto, Japan
Installed/PPA MW	12.5/10 MW
Solar Cell Technology	TBD
Land Details	TBD
Project Status	Under early development
SCOD date	Approximately quarter 2, 2020
Total project cost	Approximately JPY 4,700
Power purchaser	Kyushu Electric Power Inc.
Purchase price	Under FiT Scheme of JPY 36/KWh
Purchase term	20 years

Source: Company data

THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN. THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เสริมสร้าง เพาเวอร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (SSP) เป็นบริษัทผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ SSP มีกำลังการผลิตไฟฟ้าติดตั้งในมือ 168MW (กำลังผลิตติดตั้งตามสัญญา 134MW) โดย SSP มีโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่เปิดดำเนินการแล้ว 1 แห่งในประเทศไทย ได้แก่ โครงการ เสริมสร้างโซลาร์ (SPN) ทั้งนี้ บริษัทมีโครงการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างอีก 3 แห่ง ได้แก่ SNNP1 โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Hidaka และ Yamaga ในประเทศไทยและญี่ปุ่น และยังมีโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาอีก 5 แห่ง ได้แก่โครงการ Zouen Leo และ Yamaga2 ในประเทศญี่ปุ่น WVO และ SNNP2 ในไทย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้บริหารมีประสบการณ์ในการดำเนินงานในธุรกิจโรงไฟฟ้า

W — Weakness

- ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนสามารถส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทได้

O — Opportunity

- ความต้องการไฟฟ้าที่สูงในเอเชีย-แปซิฟิก
- กำลังการผลิตพลังงานทดแทนมีแนวโน้มเติบโต ซึ่งสร้างพื้นที่ในการขยายตัวใหม่ๆ

T — Threat

- ความเสี่ยงเกี่ยวกับความล่าช้าในการก่อสร้างโรงไฟฟ้าในประเทศญี่ปุ่น

THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN. THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

INCOME STATEMENT

เรามองว่า SSP จะมีการเติบโตของกำไรที่ดีที่ 12-31% ในปี 2018-20F รวมถึงมี EBITDA margin ที่ 70%+

FY ending Dec (Bt m)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Sales	846	869	825	994	1,294
Cost of sales	159	169	167	235	358
Gross profit	687	700	659	759	936
% gross margin	81.2%	80.6%	79.8%	76.4%	72.4%
Selling & administration expenses	55	95	135	155	206
Operating profit	632	605	523	604	730
% operating margin	74.7%	69.6%	63.4%	60.8%	56.4%
Depreciation & amortization	109	119	95	155	251
EBITDA	741	724	618	760	981
% EBITDA margin	87.6%	83.3%	74.9%	76.4%	75.8%
Non-operating income	6	8	14	20	16
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(140)	(146)	(142)	(129)	(186)
Pre-tax profit	498	466	396	496	560
Income tax	(0)	(0)	0	8	13
After-tax profit	498	466	396	488	547
% net margin	58.9%	53.6%	48.0%	49.1%	42.3%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	(19)	(15)	0	0
NET PROFIT	498	447	381	488	547
Normalized profit	498	466	396	488	547

BALANCE SHEET

การลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าใหม่ ทำให้มี fixed asset เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

FY ending Dec (Bt m)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
ASSETS:					
Current assets:	538	586	1,709	1,450	1,222
Cash & cash equivalent	320	367	1,400	1,100	800
Account receivables	156	152	136	163	213
Inventories	0	0	0	0	0
Others	62	66	174	186	209
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	2,964	3,685	7,288	10,790	13,228
Other assets	123	692	657	791	1,030
Total assets	3,625	4,963	9,655	13,031	15,480
LIABILITIES:					
Current liabilities:	651	411	59	80	119
Account payables	20	33	46	64	98
Bank overdraft & ST loans	37	0	0	0	0
Current LT debt	580	364	0	0	0
Others current liabilities	14	14	13	16	21
Total LT debt	2,178	3,251	6,223	9,284	11,366
Others LT liabilities	3	4	4	4	5
Total liabilities	2,831	3,666	6,286	9,369	11,490
Minority interest	0	55	55	55	55
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	693	691	922	922	922
Share premium	0	0	1,613	1,613	1,613
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	38	35	35	35	35
Retained earnings	63	516	744	1,037	1,365
Shareholders' equity	794	1,242	3,314	3,607	3,935
Liabilities & equity	3,625	4,963	9,655	13,031	15,480

เรามองว่าหนี้ของ SSP จะลดลงในปี 2017F และมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นจากเงินสดจาก IPO

Sources: Company data, Thanachart estimates

THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN. THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Earnings before tax	498	466	396	496	560
Tax paid	0	0	0	(8)	(13)
Depreciation & amortization	109	119	95	155	251
Chg In working capital	(430)	17	29	(9)	(16)
Chg In other CA & CL / minorities	14	53	(58)	(168)	(204)
Cash flow from operations	192	655	462	467	579
Capex	(362)	(840)	(3,698)	(3,657)	(2,690)
ST loans & investments	76	0	(111)	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(219)	(570)	96	24	(52)
Cash flow from investments	(506)	(1,410)	(3,714)	(3,633)	(2,742)
Debt financing	670	801	2,593	3,061	2,081
Capital increase	225	(3)	1,844	0	0
Dividends paid	0	0	(152)	(195)	(219)
Warrants & other surplus	(362)	3	0	0	0
Cash flow from financing	534	802	4,284	2,866	1,863
Free cash flow	(170)	(185)	(3,236)	(3,190)	(2,111)

Capex ในปี 2016-19F สูง
เนื่องจากเงินลงทุนใน
โครงการโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่น

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Growth Rate					
Sales (%)	na	2.7	(5.1)	20.5	30.2
Net profit (%)	na	(10.2)	(14.9)	28.2	12.0
Normalized profit (%)	na	(6.5)	(15.1)	23.4	12.0
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	81.2	80.6	79.8	76.4	72.4
Operating margin (%)	74.7	69.6	63.4	60.8	56.4
EBITDA margin (%)	87.6	83.3	74.9	76.4	75.8
Net margin (%)	58.9	53.6	48.0	49.1	42.3
D/E (incl. minor) (x)	3.5	2.8	1.8	2.5	2.8
Net D/E (incl. minor) (x)	3.1	2.5	1.4	2.2	2.6
Interest coverage - EBIT (x)	4.5	4.1	3.7	4.7	3.9
Interest coverage - EBITDA (x)	5.3	5.0	4.4	5.9	5.3
ROA - using norm profit (%)	14.9	10.9	5.4	4.3	3.8
ROE - using norm profit (%)	81.4	45.8	17.4	14.1	14.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	81.4	45.8	17.4	14.1	14.5
- asset turnover (x)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	75.5	70.5	65.1	62.9	57.7
- leverage (x)	5.5	4.2	3.2	3.3	3.8
- interest burden (%)	78.0	76.1	73.6	79.4	75.1
- tax burden (%)	100.0	100.0	100.0	98.4	97.6

Net gearing ลดลงอย่างมี
นัยสำคัญเนื่องจากมีเงินสด
เพิ่มขึ้นจากการ IPO

Sources: Company data, Thanachart estimates

General Disclaimers And Disclosures:

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent.

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of TNS. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which TNS or TCAP or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither TNS, TCAP nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, TNS, TCAP and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

TNS, TCAP and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. TNS, TCAP, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. TNS, TCAP or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, we look at two areas, ie, the sector outlook and the sector weighting. For the sector outlook, an arrow pointing up, or the word "Positive", is used when we see the industry trend improving. An arrow pointing down, or the word "Negative", is used when we see the industry trend deteriorating. A double-tipped horizontal arrow, or the word "Unchanged", is used when the industry trend does not look as if it will alter. The industry trend view is our top-down perspective on the industry rather than a bottom-up interpretation from the stocks we cover. An "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 - 617 4900

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th

Pimpaka Nichgaroon, CFA

Head of Research

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Kalvalee Thongsomaung

Food, Hotel, Media

kalvalee.tho@thanachartsec.co.th

Rata Limsuthiwanpoom

Industrial Estate, Property Fund, REITs

rata.lim@thanachartsec.co.th

Siriporn Arunothai

Small Cap Research, Healthcare

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Witchanan Tambamroong

Technical Analyst

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

Sittichet Rungrassameephat

Assistant Analyst, Quantitative

sittichet.run@thanachartsec.co.th

Adisak Phupiphathirungul, CFA

Retail Market Strategy

adisak.phu@thanachartsec.co.th

Pattarawan Wangmingmat

Senior Technical Analyst

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

Saksid Phadthananarak

Construction, Transportation

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Supanna Suwankird

Energy, Utilities

supanna.suw@thanachartsec.co.th

Nuttapop Prasitsuksant

Assistant Analyst

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

Thaloengsak Kucharoenpaisan

Assistant Analyst

thaloengsak.kuc@thanachart.co.th

Chak Reungsinpinya

Energy, Petrochemical

chak.reu@thanachartsec.co.th

Phannarai Tiyapittayarut

Property, Retail

phannarai.von@thanachartsec.co.th

Sarachada Sornsong

Bank, Financial, Telecom

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

Wichaya Wongpanuwich, CFA, FRM

Analyst, Retail Market

wichaya.won@thanachartsec.co.th

Pattadol Bunnak

Assistant Analyst

pattadol.bun@thanachartsec.co.th