

BUY

TP: Bt10.70

Closing price: Bt8.50

Upside/downside 25.9%

Sector	mai / Resources
Paid-up shares (shares mn)	922.00
Market capitalization (Bt mn)	7,837.00
Free float (%)	29.76
12-mth daily avg. turnover (Bt mn)	134.02
12-mth trading range (Bt)	10.70 / 6.70

Major shareholders (%)

บริษัทไพรมาร์ เอนเนอจี้ จำกัด	30.01
UNITY I.CAPITAL LIMITED	18.88
นาย วิวรรณ ไกรพิสิทธิ์กุล	7.54

Financial highlights

Year to 31 Dec	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue (Bt mn)	878	1,293	1,687	2,651
Normalized profit (Bt mn)	335	573	715	1,146
Net profit (Bt mn)	335	573	715	1,146
Normalized EPS (Bt)	0.36	0.62	0.78	1.24
EPS (Bt)	0.36	0.62	0.78	1.24
Norm. EPS growth (%)	-24.9	70.9	24.8	60.2
EPS growth (%)	-24.9	70.9	24.8	60.2
P/E (x)	21.2	12.1	9.7	6.0
P/BV (x)	2.15	1.89	1.69	1.45
EV/EBITDA (x)	16.78	10.77	9.73	6.52
DPS (Bt)	0.21	0.25	0.31	0.50
Dividend yield (%)	2.66	3.32	4.14	6.63
ROE (%)	14.74	16.48	18.50	25.90

Source: Company data, AWS Research

Thailand Research Department

Mr. Adisak Prombun,
License No. 14543,
Tel: 02 680 5056

รุดลงทุนในเวียดนาม กำลังการผลิตไฟฟ้าทะเลภูเขา

- ▶ เรามีมุมมองเป็นบวกต่อการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวันที่ 17 ส.ค. 61 ที่ผ่านมา ในฐานะการเงินบริษัทยังแข็งแกร่งและมีแนวโน้มเติบโตดีจากกำลังการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องอีก 3 ไตรมาส
- ▶ SSP เข้าลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar Farm) ในประเทศเวียดนาม TTQN กำลังผลิตติดตั้ง 49.61 MW คาดช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทอีกประมาณ 1.00 บาทต่อหุ้น
- ▶ กำลังการผลิตตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าเพิ่มขึ้นเป็น 244 MW สูงกว่าเป้าหมายบริษัทที่ 200 MW แล้ว
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 10.70 บาทต่อหุ้น ด้วยวิธี Discounted Cash Flow

เรามีมุมมองเป็นบวกต่อการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวันที่ 17 ส.ค. 61 ที่ผ่านมา โดยแนวโน้มผลประกอบการในช่วงครึ่งหลังของปี 2561 ต่อเนื่องถึงปี 2562 ยังเติบโตดีจากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องอีก 3 ไตรมาส ได้แก่

1. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Zouen ในญี่ปุ่น กำลังผลิตติดตั้ง 8 MW เริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) แล้วในวันที่ 1 ส.ค. 61 เร็วกว่ากำหนดการเดิมในไตรมาส 4/61 และ โครงการ Solar Rooftop ของ DoHome ขนาดกำลังการผลิต 3 MW รอรับรับรู้รายได้ในไตรมาส 3/61
2. โครงการโรงไฟฟ้าสำหรับหน่วยงานราชการ/องค์กรสงเคราะห์ทหารผ่านศึก จ.ราชบุรี (WVO) กำลังการผลิตติดตั้ง 5 MW เริ่ม COD ในไตรมาส 4/61
3. โครงการ Khunsight Kundi ในประเทศมองโกเลีย กำลังการผลิตติดตั้ง 16.4 MW รวมกำลังผลิต 21.4 MW เริ่ม COD ในไตรมาส 1/62

SSP เข้าลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar Farm) ในประเทศเวียดนาม TTQN กำลังผลิตติดตั้ง 49.61 MW ถือหุ้น 80% ซึ่งมีมูลค่าการทำรายการในครั้งนี้รวมไม่เกิน 17.6 ล้านดอลลาร์ เริ่มก่อสร้างเดือน ก.ย. 61 นี้ คาดสามารถขายไฟฟ้าเข้าระบบ (COD) ได้ทันภายในกำหนด มิ.ย.62 เนื่องจากบริษัททำสัญญากับผู้รับเหมาก่อสร้างที่มีประสบการณ์เรียบร้อยแล้วประกอบกับพื้นที่ก่อสร้างอยู่ห่างจากสายส่งหลักเพียง 3 กิโลเมตร นอกจากนี้สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนช่วยให้ราคาแผง Solar cell จากจีนลดลงส่งผลบวกต่อผลตอบแทน (IRR) ของโครงการ คาดช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทอีกประมาณ 1.00 บาทต่อหุ้น

กำลังการผลิตตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าเพิ่มขึ้นเป็น 244 MW สูงกว่าเป้าหมายบริษัทที่ 200 MW ทั้งนี้โครงการโรงไฟฟ้า Solar Farm ในประเทศเวียดนาม TTQN ช่วยให้กำลังการผลิตติดตั้งปี 2562 จากเดิม 107 MW เพิ่มขึ้นเป็น 157 MW เมื่อรวมกับโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในญี่ปุ่นอีก 2 โครงการ มีกำหนด COD ในปี 2563 ได้แก่ Yamaka ขนาดกำลังการผลิต 47 MW และ Leo ขนาดกำลังการผลิต 40 MW ช่วยบริษัทที่กำลังการผลิตตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าเพิ่มขึ้นเป็น 244 MW สูงกว่าเป้าหมายบริษัทที่ 200 MW แล้ว

คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 10.70 บาทต่อหุ้น เราประเมินมูลค่าเหมาะสมด้วยวิธี Discounted Cash Flow อิงสมมติฐาน WACC 4.0% และไม่มี Terminal growth กำหนดค่า Beta ของ SSP ที่ 0.7 ได้ราคาเป้าหมายที่ 10.70 บาทต่อหุ้น ยังไม่รวมมูลค่าโครงการโรงไฟฟ้า Solar Farm ในประเทศเวียดนาม TTQN คงมุมมองเป็นบวกต่อบริษัทและคงคำแนะนำ "ซื้อ"

Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Total revenue	869	878	1,293	1,687	2,651
Cost of goods sold	(169)	(168)	(276)	(406)	(675)
Gross profit	700	710	1,017	1,282	1,976
SG&A	(114)	(220)	(220)	(287)	(451)
Operating Profit	586	490	797	995	1,525
Share of gain (loss) of JVs	0	0	0	0	0
Other income	8	5	8	10	16
EBIT	593	496	805	1,005	1,542
Financial cost	(146)	(147)	(120)	(151)	(172)
Pretax profit	447	349	685	855	1,369
Income tax expenses	0	(8)	(103)	(128)	(205)
Profit after tax	447	341	582	726	1,164
Minority interests	(1)	(5)	(9)	(11)	(18)
Normalized profit	446	335	573	715	1,146
Extraordinaries items	0	0	0	0	0
Net profit	446	335	573	715	1,146
EBITDA	713	615	933	1,204	1,747
Normalized EPS (Bt)	0.48	0.36	0.62	0.78	1.24
Net EPS (Bt)	0.48	0.36	0.62	0.78	1.24
DPS (Bt)	0.00	0.21	0.25	0.31	0.50

Statement of Financial Position

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Current Assets	586	1,800	549	548	728
Non-current Assets	4,377	6,469	6,793	8,963	9,373
Total assets	4,963	8,270	7,342	9,511	10,101
Current Liabilities	444	815	454	602	954
Non-current Liabilities	3,255	4,066	3,021	4,488	3,839
Total liabilities	3,699	4,881	3,476	5,090	4,793
Paid-up capital	726	2,452	2,452	2,452	2,452
Retained Earnings	856	1,200	1,629	2,316	3,197
Total shareholders' equity	1,352	3,536	4,080	4,759	5,848
Minority interest (MI)	55	114	214	339	540
Total equity	1,297	3,422	3,866	4,420	5,308
Total liabilities and equity	4,996	8,303	7,342	9,511	10,101
BVPS	1.41	3.71	4.19	4.79	5.76

Cash Flow Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Pretax Profit	447	349	685	855	1,369
Depreciation & Amortization	119	120	128	199	205
Operating Cash Flow	663	477	636	858	1,204
CAPEX	0	(1,862)	(268)	(2,195)	(189)
Investing Cash Flow	(1,282)	(2,212)	(452)	(2,369)	(615)
Dividend Payment	0	0	(229)	(286)	(458)
Financing Cash Flow	666	2,962	(1,562)	1,421	(625)
Inc. (Dec.) in cash	48	1,227	(1,378)	(90)	(36)
Foreign currency translation	0	0	0	0	0
Beginning cash	320	367	1,592	215	125
Ending cash	367	1,592	215	125	89

Quarterly Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Total revenue	230	218	212	222	299
Cost of goods sold	(42)	(42)	(42)	(53)	(81)
Gross profit	188	176	170	169	218
SG&A	(40)	(71)	(71)	(37)	(29)
Operating Profit	148	105	98	132	188
Share of gain (loss) of JVs	0	0	0	0	0
Other income	1	1	3	1	3
EBIT	149	105	102	133	191
Financial cost	(39)	(44)	(26)	(26)	(36)
Pretax profit	110	61	76	106	155
Income tax expenses	0	(8)	(0)	(0)	0
Profit after tax	110	53	76	106	155
Minority interests	(1)	(1)	(3)	1	(2)
Normalized profit	109	53	73	107	153
Extraordinaries items	0	0	0	0	0
Net profit	109	53	73	107	153
Normalized EPS (Bt)	0.12	0.06	0.08	0.12	0.17
Net EPS (Bt)	0.12	0.06	0.08	0.12	0.17

Key Financial Ratios

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Sales growth (%)	2.7%	1.0%	47.3%	30.5%	57.1%
Normalized profit growth (%)	-10.5%	-24.8%	70.9%	24.8%	60.2%
Net profit growth (%)	-10.5%	-24.8%	70.9%	24.8%	60.2%
Normalized EPS growth (%)	-10.6%	-24.9%	70.9%	24.8%	60.2%
EPS growth (%)	-10.6%	-24.9%	70.9%	24.8%	60.2%
Gross margin (%)	80.6%	80.9%	78.6%	76.0%	74.5%
SG&A expenses to sales (%)	13.1%	25.1%	17.0%	17.0%	17.0%
Operating margin (%)	67.4%	55.8%	61.6%	59.0%	57.5%
EBITDA margin (%)	82.0%	70.1%	72.2%	71.4%	65.9%
Normalized profit margin (%)	51.3%	38.2%	44.3%	42.4%	43.2%
Net profit margin (%)	51.3%	38.2%	44.3%	42.4%	43.2%
Effective tax rate (%)	0.0%	2.3%	15.0%	15.0%	15.0%
ROA (%)	10.4%	5.1%	7.5%	8.6%	11.9%
ROE (%)	43.8%	14.7%	16.5%	18.5%	25.9%
EV/EBITDA	15.9	21.2	12.1	9.7	6.0
Net debt to equity (x)	2.5	0.9	0.8	1.1	0.8
P/E (x)	15.9	21.2	12.1	9.7	6.0
P/BV (x)	5.7	2.1	1.9	1.7	1.5
Dividend Yield (%)	0.0%	2.7%	3.3%	4.1%	6.6%

Main Assumptions

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Effective Capacity (MW)	52	52	72	101	155

