บมจ. เสริมสร้าง พาวเวอร์ คอร์ปอเรชั่น (SSP)

23 ก.ค. 2562

ASIAwealth Securities Company Limited

BUY

AWS TP: Bt11.00

Closing price: Bt8.65
Upside/downside+27%

Sector	**Resources / Energy & Utilities**
Paid-up shares (shares mn)	**922.00**
Market capitalization (Bt mn)	**7,975.30**
Free float (%)	**34.24**
12-mth daily avg. turnover (Bt mn)	**11.90**
12-mth trading range (Bt)	**9.05 / 7.00**

Major shareholders (%)

บริษัทไพรมารี่ เอนเนอจี้ จำกัด	16.37
บริษัทไพรมารี่ เอนเนอร์จี้ จำกัด	13.63
UNITY I.CAPITAL LIMITED	7.82

Financial highlights

Year to 31 Dec	2018	2019E	2020E	2021E
Revenue (Bt mn)	1,096	1,788	2,943	3,592
Normalized profit (Bt mn)	482	653	1,137	1,394
Net profit (Bt mn)	482	653	1,137	1,394
Normalized EPS (Bt)	0.52	0.71	1.23	1.51
EPS (Bt)	0.52	0.71	1.23	1.51
Norm. EPS grow th (%)	41.8	35.6	74.0	22.6
EPS grow th (%)	41.8	35.6	74.0	22.6
P/E (x)	16.5	12.2	7.0	5.7
P/BV (x)	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	16.2	12.6	9.4	8.3
DPS (Bt)	0.2	0.3	0.5	0.6
Dividend yield (%)	2.5	3.3	5.7	7.0
ROE (%)	14.1	17.5	26.6	27.7

Source: Company data, AWS Research

Rating	CGR 2018	Thai CAC
SSP		n/a

Thailand Research Department
Vajiralux Sanglerdsillapachai
License No. 17385
Tel: 02 680 5077

คาดกำไรก้าวกระโดดตามจำนวนเมกะวัตต์ที่เพิ่มขึ้น

- ▶ คาด SSP มีกำไรสุทธิในไตรมาส 2/62 เท่ากับ 160 ล้านบาท (+5%YoY, +29%QoQ) หนุนโดย High Season และการเริ่ม COD โรงไฟฟ้าในเวียดนาม
- ▶ คาดแนวโน้มผลประกอบการไตรมาส 3/62 จะเติบโตต่อเนื่อง จากการรับรู้รายได้โรงไฟฟ้า Binh Nguyen ในเวียดนามเต็มไตรมาส รวมถึงรับรู้รายได้โรงไฟฟ้า Khunshight Kundi ในมองโกเลียตั้งแต่ 6 ก.ค.62
- ▶ เตรียมรับรู้รายได้จากโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์เพิ่มทั้งในญี่ปุ่นและเวียดนาม
- ▶ แนะนำซื้อ ให้ราคาเป้าหมาย 11.00 บาท ตามวิธี DCF

คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 2/62 เติบโตดี

คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 2/62 เท่ากับ 160 ล้านบาท (+5%YoY และ +29%QoQ) หนุนโดย (1) High Season ของ Solar Farm เนื่องจากฤดูร้อนในปีนี้ทั้งในประเทศไทยและญี่ปุ่นยาวนานกว่าปีก่อน ทำให้การรับรู้รายได้ของ Solar Farm ดีขึ้น (2) การรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ "Binh Nguyen" ในเวียดนาม ขนาดกำลังการผลิต 49.6 MW ตั้งแต่เดือน มิ.ย.62 ทั้งนี้ ณ สิ้นไตรมาส 2/62 กำลังการผลิตติดตั้ง (Install Capacity) เพิ่มเป็น 140 MW และกำลังการผลิตคิดตามสัดส่วนการถือหุ้น (Equity Capacity) ของ SSP เท่ากับ 128 MW

คาดกำไรสุทธิไตรมาส 3/62 เติบโตต่อเนื่อง

เราคาดว่าประกอบการไตรมาส 3/62 จะเติบโตโดดเด่น จากการรับรู้รายได้โรงไฟฟ้า Binh Nguyen ในเวียดนามเต็มไตรมาส รวมถึงการรับรู้รายได้ของ Khunshight Kundi ในมองโกเลียตั้งแต่ต้นไตรมาส โดยในไตรมาส 3/62 นี้ SSP รับรู้รายได้จากโครงการ Khunshight Kundi ในมองโกเลีย ขนาด 16.4 MW หลังจากบริษัทได้รับใบอนุญาตขายไฟฟ้าแสงอาทิตย์อย่างเป็นทางการจากรัฐบาลมองโกเลียตั้งแต่ 6 ก.ค.62 ทำให้ ณ สิ้นไตรมาส 3/62 กำลังการผลิตติดตั้ง (Install Capacity) จะเพิ่มเป็น 157 MW โดยสิ้นปี 2563 คาดว่าจะมีกำลังการผลิตติดตั้งเท่ากับ 192 MW และกำลังการผลิตคิดตามสัดส่วนการถือหุ้น (Equity Capacity) ของ SSP ณ สิ้นไตรมาส 3/62 จะเท่ากับ 140 MW และสิ้นปี 2563 เท่ากับ 171MW

เตรียมรับรู้รายได้จากโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์เพิ่มทั้งในญี่ปุ่นและเวียดนาม

ปัจจุบันยังมีโรงไฟฟ้าที่กำลังอยู่ระหว่างการก่อสร้างอีก 2 แห่งในประเทศญี่ปุ่น คือ Yamaga ขนาด 34.5 MW คาดว่า COD เดือน มิ.ย.63 และโรงไฟฟ้า Leo เฟส 1 และ 2 อีก ขนาด 26 MW และ 14 MW ที่เตรียม COD ในเดือน ก.ค.64 และในปี 2565 นอกจากนี้ บริษัทเตรียมลงทุนโครงการ Solar Farm ในเวียดนามระยะที่ 2 เนื่องจากเป็นประเทศที่ยังมีความต้องการผลิตไฟฟ้าจากแสงอาทิตย์ รวมถึงโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมในเวียดนามโดยกำหนดค่าไฟฟ้าในรูปแบบ Fit-in-Tariff ซึ่งให้ผลตอบแทนที่ดีกับผู้ลงทุน ซึ่งดีกว่าโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ในไทย และฟิลิปปินส์ ซึ่งจากนี้ไปคาดว่าจะเปิดเป็นการประมูลสร้างโรงไฟฟ้าโดยคัดเลือกผู้ชนะที่เสนอขายค่าไฟฟ้าในอัตราที่ถูกที่สุด (Bidding System) ทำให้ผลตอบแทนการลงทุนลดต่ำลงจากอดีตมาก

แนะนำซื้อ ให้ราคาเป้าหมาย 11.00 บาท

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ SSP จะเติบโตอย่างต่อเนื่องในช่วงปี 2562-2565 เนื่องจาก SSP มีโครงการเพิ่มกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง เราประมาณการกำไรสุทธิปี 2562 และ 2563 เท่ากับ 653 ล้านบาทและ 1,137 ล้านบาทตามลำดับ เราแนะนำซื้อ และให้ราคาเป้าหมาย 11.00 บาท ตามวิธี DCF อิงสมมติฐาน WACC 4.0% และไม่มี Terminal growth

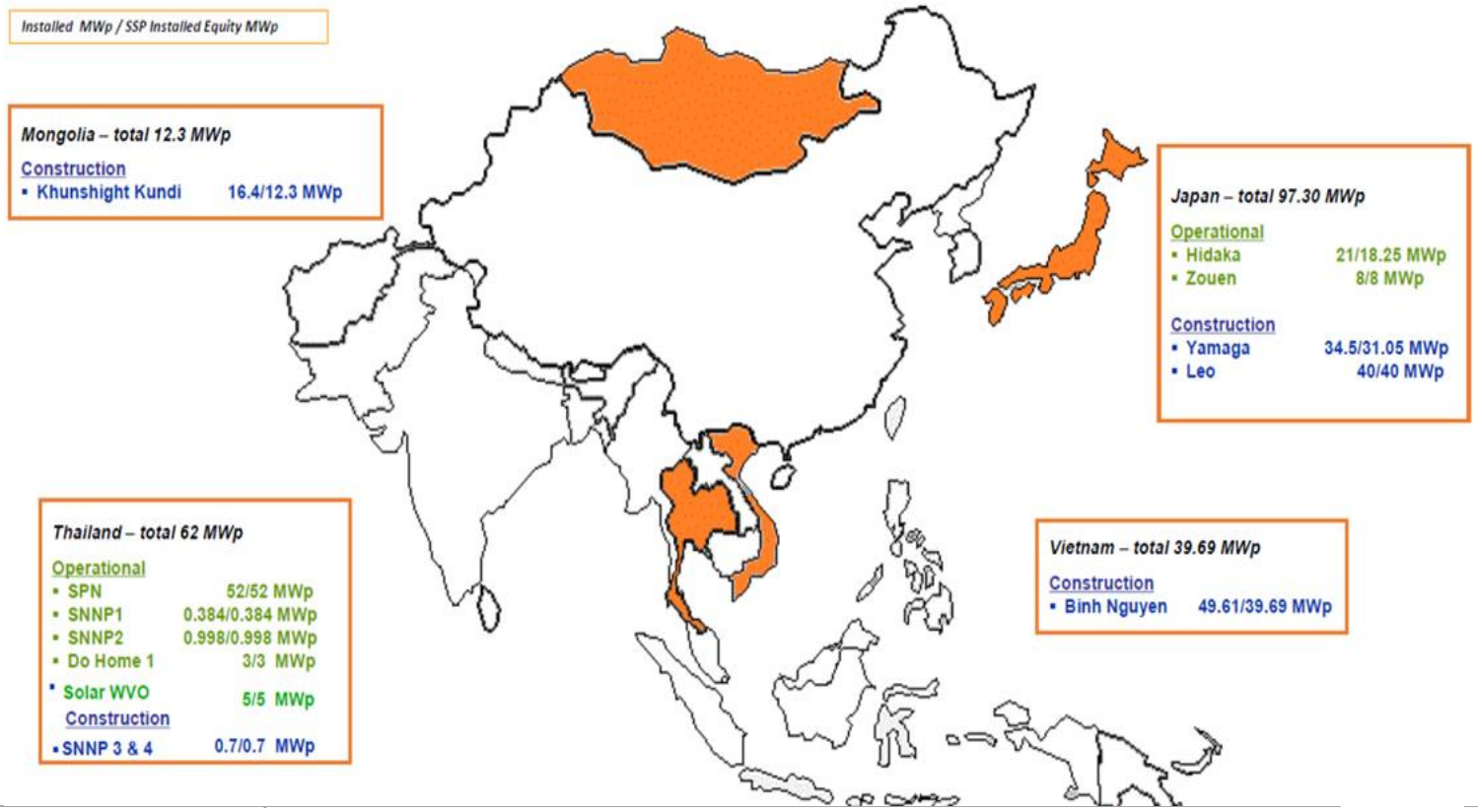
Quarterly Review

FY December 31 (Bt mn)	2Q18	1Q19	2Q19E	%YoY	%QoQ	2018	2019E	%YoY
Total revenue	**299**	**301**	**376**	**26%**	**25%**	**1,096**	**1,788**	**63.0%**
Cost of goods sold	(81)	(94)	(124)			(342)	(591)	
Gross profit	**218**	**207**	**252**	**16%**	**22%**	**754**	**1,196**	**58.5%**
SG&A expense	(29)	(41)	(53)			(167)	(268)	
Operating profit	**188**	**166**	**199**	**6%**	**20%**	**588**	**928**	**57.9%**
Share of gain (loss) of associates	-	-	-			-	-	
Other income	3	3	5			41	18	
EBIT	**191**	**169**	**204**	**7%**	**21%**	**629**	**946**	**50.5%**
Financial costs	(36)	(46)	(47)			(148)	(272)	
Pretax profit	**155**	**123**	**157**	**1%**	**28%**	**481**	**674**	**40.3%**
Income tax expenses	0	0	(0)			(2)	(34)	
Profit before MI	**155**	**123**	**157**	**1%**	**28%**	**479**	**641**	**33.8%**
Minority interests	(2)	1	3			3	13	
Normalized profit	**153**	**124**	**160**	**5%**	**29%**	**482**	**653**	**35.6%**
Extra-ordinary items	-	-	-			-	-	
Net Profit	**153**	**124**	**160**	**5%**	**29%**	**482**	**653**	**35.6%**
Normalized EPS (Bt)	**0.17**	**0.13**	**0.17**	**5%**	**29%**	**0.52**	**0.71**	**35.6%**
Net EPS (Bt)	**0.17**	**0.13**	**0.17**	**5%**	**29%**	**0.52**	**0.71**	**35.6%**

Financial ratio (%)								
Gross profit margin	72.8%	68.7%	67.0%			68.8%	66.9%	
SG&A expense	9.8%	13.6%	14.0%			15.2%	15.0%	
Normalized profit margin	51.1%	41.2%	42.5%			44.0%	36.6%	
Net profit margin	51.1%	41.2%	42.6%			44.0%	36.6%	

SERMSANG POWER CORPORATION

SSP Group Portfolio - Over 200 Equity MWp under Operation and Construction



Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Total revenue	872	1,096	1,788	2,943	3,592
Cost of goods sold	(168)	(342)	(591)	(1,069)	(1,322)
Gross profit	**704**	**754**	**1,196**	**1,874**	**2,270**
SG&A	(220)	(167)	(268)	(441)	(539)
Operating Profit	**484**	**588**	**928**	**1,432**	**1,731**
Share of gain (loss) of JVs	0	0	0	0	0
Other income	5	41	18	29	36
EBIT	**490**	**629**	**946**	**1,462**	**1,767**
Financial cost	(147)	(148)	(272)	(289)	(328)
Pretax profit	**343**	**481**	**674**	**1,173**	**1,439**
Income tax expenses	(8)	(2)	(34)	(59)	(72)
Profit after tax	**335**	**479**	**641**	**1,115**	**1,367**
Minority interests	5	3	13	22	27
Normalized profit	**340**	**482**	**653**	**1,137**	**1,394**
Extraordinaries items	0	0	0	0	0
Net profit	**340**	**482**	**653**	**1,137**	**1,394**
EBITDA	609	842	1,231	1,812	2,183
Normalized EPS (Bt)	**0.37**	**0.52**	**0.71**	**1.23**	**1.51**
Net EPS (Bt)	**0.37**	**0.52**	**0.71**	**1.23**	**1.51**
DPS (Bt)	**0.21**	**0.22**	**0.28**	**0.49**	**0.60**

Statement of Financial Position (Btmn)

Year to 31 Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Current Assets	1,800	2,015	1,253	1,485	1,716
Total assets	**8,270**	**11,893**	**13,303**	**15,641**	**17,709**
Current Liabilities	783	1,147	304	578	659
Non-current Liabilities	4,066	6,888	8,741	10,109	11,244
Total liabilities	**4,848**	**8,035**	**9,045**	**10,687**	**11,903**
Paid-up capital	2,452	2,385	2,385	2,385	2,385
Retained Earnings	1,149	1,541	2,223	3,060	3,895
Total shareholders' equity	**3,536**	**4,183**	**4,590**	**5,299**	**6,168**
Minority interest (MI)	114	325	332	346	362
Total equity	**3,422**	**3,858**	**4,258**	**4,953**	**5,806**
Total liabilities and equity	**8,270**	**11,893**	**13,303**	**15,641**	**17,709**
BVPS	**3.71**	**4.18**	**4.62**	**5.37**	**6.30**

Cash Flow Statement (Btmn

Year to 31 Dec	2017E	2018E	2019E	2017	2017E
Pretax Profit	343	481	674	1,173	1,439
Depreciation & Amortization	120	214	285	350	416
Operating Cash Flow	**482**	**561**	**924**	**1,350**	**1,660**
CAPEX	(1,862)	(3,138)	(2,156)	(1,952)	(1,970)
Investing Cash Flow	**(2,212)**	**(3,622)**	**(2,457)**	**(2,456)**	**(2,254)**
Dividend Payment	0	0	(261)	(455)	(558)
Financing Cash Flow	**2,966**	**2,961**	**766**	**1,043**	**659**
Inc. (Dec.) in cash	**1,236**	**(101)**	**(768)**	**(63)**	**65**
Foreign currency translatior	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Beginning cash	**367**	**1,601**	**1,462**	**694**	**631**
Ending cash	**1,601**	**1,462**	**694**	**631**	**696**

Quarterly Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Total revenue	222	299	291	285	301
Cost of goods sold	(53)	(81)	(88)	(120)	(94)
Gross profit	169	218	203	164	207
SG&A	(37)	(29)	(47)	(54)	(41)
Operating Profit	132	188	157	111	166
Share of gain (loss) of JVs	0	0	0	0	0
Other income	1	3	1	36	3
EBIT	133	191	158	147	169
Financial cost	(26)	(36)	(41)	(44)	(46)
Pretax profit	106	155	117	103	123
Income tax expenses	(0)	0	(0)	(1)	0
Profit after tax	106	155	116	101	123
Minority interests	1	(2)	2	3	1
Normalized profit	107	153	118	104	124
Extraordinaries items	0	0	0	0	0
Net profit	107	153	118	104	124
Normalized EPS (Bt)	**0.08**	**0.12**	**0.17**	**0.13**	**0.11**
Net EPS (Bt)	**0.08**	**0.12**	**0.17**	**0.13**	**0.11**

Key Financial Ratios

Year to 31 Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Sales growth (%)	0.3%	25.8%	63.0%	64.6%	22.1%
Normalized profit growth (%)	-23.8%	41.8%	35.6%	74.0%	22.6%
Net profit growth (%)	-23.8%	41.8%	35.6%	74.0%	22.6%
Normalized EPS growth (%)	-23.9%	41.8%	35.6%	74.0%	22.6%
EPS growth (%)	-23.9%	41.8%	35.6%	74.0%	22.6%
Gross margin (%)	80.8%	68.8%	66.9%	63.7%	63.2%
SG&A expenses to sales (%)	25.2%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
Operating margin (%)	55.5%	53.6%	51.9%	48.7%	48.2%
EBITDA margin (%)	69.9%	76.8%	68.9%	61.6%	60.8%
Normalized profit margin (%)	39.0%	44.0%	36.6%	38.6%	38.8%
Net profit margin (%)	39.0%	44.0%	36.6%	38.6%	38.8%
Effective tax rate (%)	2.4%	0.4%	5.0%	5.0%	5.0%
ROA (%)	5.1%	4.7%	5.1%	7.7%	8.2%
ROE (%)	14.9%	14.1%	17.5%	26.6%	27.7%
EV/EBITDA	23.5	16.5	12.2	7.0	5.7
Net debt to equity (x)	0.9	1.8	2.0	2.0	1.9
P/E (x)	23.5	16.5	12.2	7.0	5.7
P/BV (x)	2.4	2.3	2.0	1.7	1.5
Dividend Yield (%)	2.4%	2.5%	3.3%	5.7%	7.0%

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 – 100		ดีเลิศ
80 – 89		ดีมาก
70 – 79		ดี
60 – 69		ดีพอใช้
50 – 59		ผ่าน
Below 50	No logo given	N/A

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจ และประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย เวลท์ จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator **ของบริษัทจดทะเบียน**

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบาย และตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนโดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมู ลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี แบบ (56-1) รายงานประจำปี แบบ(56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมิได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานนี้จัดทำโดยฝ่ายวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย เวลท์ จำกัด เพื่อใช้ภายในบริษัทเท่านั้น บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่ต่อสาธารณชน ข้อมูลที่อ้างอิงในรายงานนี้ได้มาจากส่วนวิจัยพื้นฐานที่ผู้จัดทำได้พิจารณาแล้วว่าเชื่อถือได้ ซึ่งทัศนะต่างๆ ในรายงานนี้อิงอยู่บนพื้นฐานและการวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ผู้จัดทำไม่อาจยืนยันถึงข้อเท็จจริงหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าวได้และทัศนะต่างๆ อาจเปลี่ยนแปลงไป โดยที่ไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รวมไปถึงอาจไม่มีความสอดคล้องกับข้อมูลของส่วนกลยุทธ์การลงทุน นักลงทุนโปรดตรวจสอบข้อเท็จจริงและใช้ดุลยพินิจในการพิจารณา ความคิดเห็นและคำแนะนำที่ปรากฏในรายงานนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทไม่จำเป็นต้องเห็นด้วย บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่อาจเกิดขึ้นทั้งโดยทางตรงและทางอ้อมจากการใช้รายงานนี้ การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง นักลงทุนควรทำความเข้าใจอย่างถ่องแท้ต่อลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภทและควรศึกษาข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องก่อนการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์