

# COMPANY NOTE

31 สิงหาคม 2561

Sector : MAI / RESOURCES

ราคาปิด 8.65 บาท

## SERMSANG POWER PLC.(SSP)

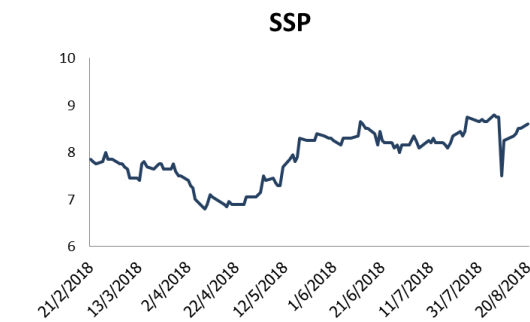
“ซื้อ” ราคาเหมาะสม 11.20 บาท

EARNINGS FORECAST					
Year to Dec	2558A	2559A	2560A	2561E	2562E
Net profits (Btm)	67.2	448.6	339.8	555.3	689.0
EPS (Bt)	9.73	64.94	0.37	0.60	0.75
EPS Growth (%)	n.a.	567.3	-99.4	63.4	24.1
P/E (x)	0.9	0.1	23.5	14.4	11.6
DPS (Bt)	0.0	0.0	0.21	0.24	0.30
Yield (%)	0.0	0.0	2.4	2.8	3.5
BV (Bt)	114.9	187.7	3.7	4.0	4.5
P/BV (x)	0.1	0.0	2.3	2.1	1.9

Source: Company Report and Globlex Securities Estimates

PERTINENT INFORMATION	
SET Index	1,720.43
Market Cap.	Bt7,975 mn
Total shares	922m common share Par Bt1.00
<b>Major Shareholders (as of 10 May 2018)</b>	
บริษัท ไพรมารี่ เอนเนจี้ จำกัด	30.01 %
Unity I. Capital Limited	21.27 %
นายวิวัฒน์ ไกรพิสิทธิ์กุล	7.50 %
นางสาวรัชฎรณีย์ ไกรพิสิทธิ์กุล	3.75 %
% free float	29.89 %

Source: สรุปรหัสสนเทศ



**Analyst:** Nuttawut Wongyaowarak  
02 672 5936  
nuttawut@globlex.co.th

**Assistant Analyst:** Tossapon Wilaiprapakorn

Anti-Corruption score : N/A

Corporate Governance Rating : N/A

Quarterly performance (Btm)	2Q61	2Q60	%YoY	1Q61	%QoQ	1H61	1H60	%YoY
Revenue	301.4	231.1	30%	222.4	36%	523.8	449.5	17%
Cost of good sold	81.3	41.9	94%	52.6	55%	133.9	83.3	61%
Selling & admin exp.	29.3	40.3	-27%	37.3	-21%	66.6	77.5	-14%
Interest exp.	35.8	39.2	-9%	26.5	35%	62.3	77.4	-19%
Taxes	0.0	0.0	0%	0.0	-47%	0.1	-0.0	-327%
Net profits	152.8	110.5	38%	106.6	43%	259.3	212.9	22%

Source: Financial Statement and Globlex Securities estimated

### ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 61 เพิ่มขึ้น 20%

จากโครงการในมองโกเลียที่คาดว่าจะ COD ได้ก่อนกำหนด

- รายงานกำไรสุทธิ 2Q61 อยู่ที่ 153 ลบ. เดบิต 43%QoQ และ 38%YoY
- ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 61 เพิ่มขึ้น 20% จากโครงการในมองโกเลียที่คาดว่าจะ COD ได้ก่อนกำหนด
- แสวงหาโอกาสการลงทุนในประเทศเวียดนาม
- คงคำแนะนำ “ซื้อ” ปรับเพิ่มราคาเหมาะสมสู่ 11.20 บาท

### ประเด็นสำคัญในการลงทุน :

- รายงานกำไรสุทธิ 2Q61 อยู่ที่ 153 ลบ. เดบิต 43%QoQ และ 38%YoY: รายงานกำไรสุทธิ 2Q61 ที่ 153 ลบ. เดบิต 43%QoQ และ 38%YoY สอดคล้องกับรายได้จากการขายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น 30%YoY สู่ 301 ลบ. เนื่องจากตั้งแต่ 1Q61 มีการรับรู้รายได้จากโครงการอิตาคะ(21 MW) และโครงการโซลาร์รูฟท็อป 2 โครงการรวม 1.4 MW (SNNP1 และ SNNP2) ที่เริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) แล้ว และมีการปรับนโยบายบัญชี ทำให้ไม่ต้องบันทึกค่าใช้จ่ายในการก่อสร้างและกำไร/ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่เกิดขึ้นของบริษัทย่อยผ่านงบกำไรขาดทุน หากพิจารณาเฉพาะกำไรจากการดำเนินงานช่วง 2Q61 จะอยู่ที่ 151 ลบ. เพิ่มขึ้น 13%YoY
- ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 61 เพิ่มขึ้น 20% จากโครงการในมองโกเลียที่คาดว่าจะ COD ได้ก่อนกำหนด : ปรับประมาณการกำไรปี 61 เพิ่มขึ้นจากเดิม 20% สู่ 556 ลบ. โดยกำไรสุทธิในช่วง 1H61 มีสัดส่วนเป็น 47% ของประมาณการกำไรทั้งปี และปรับกำไรปี 62 เพิ่มขึ้นจากเดิม 29% สู่ 691 ลบ. คาดรายได้รวมปี 61 อยู่ที่ 1,193 ลบ. เดบิต 36%YoY เพิ่มขึ้นจากเดิม 4% ซึ่งคาดแนวโน้มกำไรสุทธิ 2H61 จะอยู่ที่ 297 ลบ. เดบิต 14%HoH จากโครงการ Zouen (8 MW) ที่ COD ตั้งแต่วันที่ 1 ส.ค. และคาดว่าโครงการอื่นจะสามารถทำได้ตามกำหนดการได้แก่ โครงการโซลาร์รูฟท็อป DoHome (SCOD 3Q61, 3 MW) โซลาร์ออฟส. (SCOD 4Q61, 5 MW) และคาดโครงการ Khunshight Kundi(16.4 MW) ประเทศมองโกเลียจะสามารถ COD ได้ตั้งแต่ 4Q61 เร็วกว่ากำหนดการเดิมที่ 1Q62 ส่งผลให้ ณ สิ้นปี 61 SSP จะมีกำลังการผลิตติดตั้งรวมทั้ง 107.4 MW อย่างไรก็ตามอัตราค่าไฟเริ่มต้นจะลดลงจาก 81% ในปี 60 เหลือ 75 % ในปี 61 เนื่องจากโครงการที่ญี่ปุ่นมีอัตราค่าไฟเริ่มต้นที่ต่ำกว่าโครงการในไทย แต่คาดว่าค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญจากปี 60 ที่ 220 ลบ. เหลือ 160 ลบ. ลดลง 27%YoY เนื่องจากไม่มีค่าใช้จ่ายในการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และไม่มีงบบันทึกค่าใช้จ่ายในการก่อสร้างหลังจากเปลี่ยนแปลงนโยบายบัญชี คาดอัตราค่าไฟสุทธิปี 61 ราว 47% เพิ่มขึ้นจาก 38% ในปี 60
- แสวงหาโอกาสลงทุนในประเทศเวียดนาม : ถ้าสุดบริษัทมีมติให้บริษัทย่อย Sermsang International(SSP ถือหุ้น 100%) เข้าลงนามซื้อหุ้นของบริษัท TTQN ซึ่งดำเนินโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ มีกำลังการผลิตติดตั้ง 49.61 MW ในประเทศเวียดนาม โครงการ Binh Nguyen Solar Power Plant ในสัดส่วนร้อยละ 80 มูลค่ารวมประมาณ 584.2 ลบ. คาดโครงการจะเริ่ม COD ได้ภายใน 2Q62 โดยรัฐบาลเวียดนามรับซื้อค่าไฟแบบ FiT(Feed-in-Tariff) 0.0935 USD/KWh เป็นระยะเวลา 20 ปี
- คงคำแนะนำ “ซื้อ” ปรับเพิ่มราคาเหมาะสมสู่ 11.20 บาท : เราประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธี DCF ใช้สมมติฐาน WACC 4.0% และ Terminal Growth = 0 ได้ราคาเหมาะสมเพิ่มขึ้นจาก 10.50 สู่ 11.20 บาท (รวมโครงการที่มองโกเลียแต่ยังไม่รวมโครงการที่เวียดนาม) มี Upside ราว 29% จากราคาปัจจุบัน จึงคงคำแนะนำ “ซื้อ”

Disclaimer : ความเห็นที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยอิงตามข้อมูลที่มีอยู่และเป็นความลับและเป็นทรัพย์สินของ บริษัทหลักทรัพย์ กลอบล็กซ์ จำกัด (มหาชน) โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆที่เกิดจากการใช้ข้อมูลในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยข้อมูลของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องเกี่ยวกับผู้ดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยเป็นการสำรวจประเมินข้อมูลที่มีอยู่และเป็นไปตามมาตรฐานของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เป็นเพียงข้อมูลเบื้องต้นเท่านั้น ไม่สามารถนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ กลอบล็กซ์ จำกัด มีนโยบายการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสและเป็นธรรม

การเปิดเผยผลการประเมินด้วยวิธี DCF มีความไม่แน่นอนเนื่องจากการใช้ข้อมูลที่มีอยู่เป็นเพียงข้อมูลเบื้องต้นเท่านั้น การเปลี่ยนแปลงของข้อมูลหรือการเปลี่ยนแปลงของสมมติฐานการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์อาจส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ได้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ กลอบล็กซ์ จำกัด มีนโยบายการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสและเป็นธรรม

การเปิดเผยผลการประเมินด้วยวิธี DCF มีความไม่แน่นอนเนื่องจากการใช้ข้อมูลที่มีอยู่เป็นเพียงข้อมูลเบื้องต้นเท่านั้น การเปลี่ยนแปลงของข้อมูลหรือการเปลี่ยนแปลงของสมมติฐานการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์อาจส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ได้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ กลอบล็กซ์ จำกัด มีนโยบายการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสและเป็นธรรม

การเปิดเผยผลการประเมินด้วยวิธี DCF มีความไม่แน่นอนเนื่องจากการใช้ข้อมูลที่มีอยู่เป็นเพียงข้อมูลเบื้องต้นเท่านั้น การเปลี่ยนแปลงของข้อมูลหรือการเปลี่ยนแปลงของสมมติฐานการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์อาจส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ได้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ กลอบล็กซ์ จำกัด มีนโยบายการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสและเป็นธรรม

ปัจจัยสนับสนุน	ความเสี่ยง
1. บริษัทสามารถหาโอกาสการลงทุนได้เพิ่มเติม 2. โรงไฟฟ้าสามารถ COD ได้ก่อนกำหนด	1. แสงอาทิตย์อาจมีความเข้มแสงน้อยกว่าที่คาดการณ์ไว้ 2. แผงโซลาร์เซลล์เสื่อมสภาพเร็วกว่าที่คาด

ตารางที่ 1 รายละเอียดโครงการในไทยของ บมจ.เสริมสร้างพาวเวอร์ (ที่มา : บริษัทเสริมสร้างพาวเวอร์)

โครงการในประเทศไทย	โครงการเสริมสร้าง โซลาร์	โครงการ SNNP 1	โครงการ SNNP 2	โครงการโซลาร์ฟาร์มเพื่อป้อนบริษัท ดูโฮม	โครงการโซลาร์ อณศ. จังหวัดราชบุรี
สัดส่วนการถือหุ้นโดย SSP	ร้อยละ 100.0	ร้อยละ 100.0	ร้อยละ 100.0	ร้อยละ 100.0	ร้อยละ 100.0
ประเภทธุรกิจ	พลังงานแสงอาทิตย์	Solar Rooftop	Solar Rooftop	Solar Rooftop	พลังงานแสงอาทิตย์
ที่ตั้ง	จังหวัดลพบุรี	จังหวัดสมุทรสาคร	จังหวัดราชบุรี	บริษัทดูโฮม 5 สาขา	จังหวัดราชบุรี
กำลังการผลิตติดตั้ง	52 เมกะวัตต์	384 กิโลวัตต์	998 กิโลวัตต์	3 เมกะวัตต์	5 เมกะวัตต์
ปริมาณพลังงานไฟฟ้าเสนอ ขายตามสัญญา	40 เมกะวัตต์	460,984 KW-hr/yr	1,122,279 KW-hr/yr	3 เมกะวัตต์	5 เมกะวัตต์
โครงสร้างค่าไฟฟ้า	ค่าพื้นฐาน+Adder(6.5บาท/KW-h)	FIT 3.44 บาท/KW-h	FIT 3.44 บาท/KW-h	ยังไม่ประกาศ	FIT 4.12 บาท/KW-h
ระยะเวลาซื้อขายไฟฟ้า	5 ปี และสามารถต่ออายุสัญญา ได้คราวละ 5 ปี	25 ปี	25 ปี	25 ปี	25 ปี
สถานะโครงการ	เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์	เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์	เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์	อยู่ระหว่างการพัฒนา	อยู่ระหว่างการพัฒนา
SCOD	COD ( 2 ก.พ. 58)	1Q2561	1Q2561	3Q2561	4Q2561

ตารางที่ 2 รายละเอียดโครงการในต่างประเทศของ บมจ.เสริมสร้างพาวเวอร์ (ที่มา : บริษัทเสริมสร้างพาวเวอร์)

โครงการในญี่ปุ่น	โครงการฮิเดคา	โครงการไซเซ็น	โครงการKhunshight Kundi	โครงการยามากะ	โครงการชิโอะ	โครงการยามากะ2
สัดส่วนการลงทุนโดย SSP	ร้อยละ 86.9	ประมาณร้อยละ 100.0	ประมาณร้อยละ 75	ประมาณร้อยละ 90.0	ประมาณร้อยละ 100.0	ประมาณร้อยละ 100.0
ประเภทธุรกิจ	พลังงานแสงอาทิตย์	พลังงานแสงอาทิตย์	พลังงานแสงอาทิตย์	พลังงานแสงอาทิตย์	พลังงานแสงอาทิตย์	พลังงานแสงอาทิตย์
ที่ตั้ง	จังหวัดฮอกไกโด	จังหวัดคุมาโมโตะ	เมือง Ulaanbaatar	จังหวัดคุมาโมโตะ	จังหวัดชิซึโอกะ	จังหวัดคุมาโมโตะ
กำลังการผลิตติดตั้ง	21 เมกะวัตต์	8 เมกะวัตต์	16.4 เมกะวัตต์	34.5 เมกะวัตต์	40 เมกะวัตต์	12.5 เมกะวัตต์
ปริมาณพลังงานไฟฟ้าเสนอ ขายตามสัญญา	17 เมกะวัตต์	6 เมกะวัตต์	15 เมกะวัตต์	30 เมกะวัตต์	30 เมกะวัตต์	10 เมกะวัตต์
โครงสร้างค่าไฟฟ้า	FIT 40 เยน/KW-h	FIT 36 เยน/KW-h	FIT USD 0.162/KW-h	FIT 36 เยน/KW-h	FIT 36 เยน/KW-h	ยังไม่ประกาศ
ระยะเวลาซื้อขายไฟฟ้า	20 ปี	20 ปี	12 ปี	20 ปี	20 ปี	ยังไม่ประกาศ
สถานะโครงการ	เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์	เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์	อยู่ระหว่างการพัฒนา	อยู่ระหว่างการพัฒนา	อยู่ระหว่างการพัฒนาขั้นต้น	อยู่ระหว่างการพัฒนาขั้นต้น
SCOD	COD(1 มี.ค. 61)	COD(1 ส.ค. 61)	1Q2562	2Q2563	2Q2563	2Q2563

รูปที่ 1 : กำหนดการเปิดดำเนินการโรงไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (ที่มา : บริษัทเสริมสร้างพาวเวอร์)

