

COMPANY NOTE

25 พฤษภาคม 2561

Sector : MAI / RESOURCES

ราคาปิด 8.25 บาท

SERMSANG POWER PLC.(SSP)

“ซื้อ” ราคาเหมาะสม 10.50 บาท

EARNINGS FORECAST					
Year to Dec	2558A	2559A	2560A	2561E	2562E
Net profits (Btm)	67.2	448.6	339.8	464.9	466.1
EPS (Bt)	9.73	64.94	0.37	0.50	0.51
EPS Growth (%)	n.a.	567.3	-99.4	36.8	0.3
P/E (x)	0.8	0.1	22.4	16.4	16.3
DPS (Bt)	0.0	0.0	0.21	0.20	0.20
Yield (%)	0.0	0.0	2.48	2.44	2.45
BV (Bt)	114.9	187.7	3.7	4.0	4.3
P/BV (x)	0.1	0.0	2.2	2.1	1.9

Source: Company Report and Globlex Securities Estimates

PERTINENT INFORMATION	
SET Index	1,732.51
Market Cap.	Bt7,606 mn
Total shares	922m common share Par Bt1.00
Major Shareholders (as of 10 May 2018)	
บริษัท ไพรมารี่ เอนเนจี้ จำกัด	30.01 %
Unity I. Capital Limited	21.27 %
นายวิวัฒน์ ไกรพิสิทธิ์กุล	7.50 %
นางสาวฉัตรฐกรณ์ ไกรพิสิทธิ์กุล	3.75 %
% free float	29.89 %

Source: สรุปรายชื่อหุ้น



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)	1Q61	1Q60	%yoy	4Q60	%QoQ	FY60	FY59	%yoy
Revenue	222.4	218.4	2%	209.0	6%	877.1	878.7	0%
Cost of good sold	52.6	41.4	27%	42.1	25%	167.6	169.0	-1%
Selling & admin exp.	37.3	37.2	0%	71.0	-48%	219.9	114.2	93%
Interest exp.	28.5	38.1	-31%	25.7	3%	146.9	146.1	1%
Taxes	0.0	-0.0	-248%	0.1	-82%	8.1	-0.0	-144538%
Net profits	106.6	102.4	4%	72.8	46%	339.8	448.6	-24%

Source: Financial Statement and Globlex Securities estimated

คงประมาณการกำไรปี 61 เดบิต 37%YoY จากการ COD โรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นได้ตามแผนงาน

- รายงานกำไรสุทธิ 1Q61 อยู่ที่ 106.6 ลบ. เดบิต 4 %YoY และ 46 %QoQ
- คงประมาณการกำไรปี 61 เดบิต 37% YoY จากการ COD โรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นได้ตามแผนงาน
- คาดเปิดโรงไฟฟ้าได้เร็วกว่าแผน และมองหาโอกาสการขยายธุรกิจเพิ่มเติม
- ลงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเหมาะสม 10.50 บาท

ประเด็นสำคัญในการลงทุน :

- รายงานกำไรสุทธิ 1Q61 อยู่ที่ 106.6 ลบ. เดบิต 4 %YoY และ 46 %QoQ : รายงานกำไรสุทธิ 1Q61 อยู่ที่ 106.6 ลบ. เดบิต 4 %YoY และ 46 %QoQ และรายได้อยู่ที่ 222.4 ลบ. เดบิต 2 %YoY เนื่องจากบริษัทเริ่มรับรู้รายได้โครงการฮิดากะ (21 MW) และโครงการโซลาร์รูฟท็อป 2 โครงการ SNNP1 และ SNNP2 (รวม 1.38 MW) ในช่วงเดือน มิ.ย. 61 และบริษัทมีการชำระคืนเงินกู้ระยะยาวของบริษัทประมาณ 715 ลบ. ทำให้ค่าใช้จ่ายทางการเงินลดลงอย่างมีนัยสำคัญเหลือ 26.5 ลบ. -30.6 %YoY พร้อมทั้งได้ปรับโครงสร้างเงินกู้ภายในกลุ่มบริษัทจากระยะสั้นให้เป็นระยะยาว ทำให้ผลกำไร/ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่เกิดขึ้นบันทึกในส่วนอื่นของผู้ถือหุ้นแทนการบันทึกในงบกำไรขาดทุนของบริษัทซึ่งเริ่มใช้ตั้งแต่ 1Q61 เป็นต้นไปซึ่งเป็นไปตามมาตรฐานบัญชีและผู้สอบบัญชีให้ความเห็นชอบแล้ว
- คงประมาณการกำไรปี 61 เดบิต 37%YoY จากการ COD โรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นได้ตามแผนงาน : คาด 2H61 จะรับรู้รายได้จากโครงการโซลาร์รูฟท็อปกับบริษัทโตโฮม (SCOD 3Q61, 3 MW) และโครงการโซเอ็น (SCOD 4Q61, 8 MW) เพิ่มเติมจากไตรมาส 1Q61 ที่ COD ไปแล้ว 3 โครงการ ส่งผลให้คาดว่าบริษัทจะมีรายได้จากการขายไฟ 1,149 ลบ. เดบิต 31 %YoY แต่อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะลดลงจาก 81% ในปี 60 เหลือ 77 % ในปี 61 เนื่องจากโครงการที่ญี่ปุ่นมีอัตรากำไรขั้นต้นที่ต่ำกว่าโครงการในไทย และคาดการณ์กำไรสุทธิปี 61 อยู่ที่ 464 ลบ. เดบิต 37 %YoY เนื่องจากไม่มีค่าใช้จ่ายในการ IPO และต้นทุนทางการเงินที่ต่ำลง รวมถึงขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่เกิดขึ้นที่ลดลงจากปีก่อนสำหรับแนวโน้มกำไร 2Q61 มีแนวโน้มเดบิตทั้ง YoY และ QoQ เนื่องจากรับรู้โรงไฟฟ้าฮิดากะและโซลาร์รูฟท็อป 2 โครงการ SNNP1 และ SNNP2 เต็มไตรมาสช่วยหนุนผลประกอบการ
- คาดเปิดโรงไฟฟ้าได้เร็วกว่าแผน และมองหาโอกาสการขยายธุรกิจเพิ่มเติม : หลังจากรับฟัง Analyst Meeting มีประเด็นเพิ่มเติม 3 ประเด็นคือ 1) โครงการโรงไฟฟ้าโซเอ็นที่ญี่ปุ่นและโรงไฟฟ้า Khunshight Kundi ที่มองโกเลีย (16.4 MW) มีโอกาส COD เร็วกว่าคาดที่ 3Q61 และ 4Q61 ตามลำดับ ซึ่งเร็วกว่ากำหนดหนึ่งไตรมาส จะทำให้ทั้งปีบริษัทมีกำลังการผลิตรวมที่ 107 MW จาก 52 MW ในปี 60 2) ได้มีการปรับโครงสร้างทางการเงินหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ได้ต้นทุนการเงินที่ต่ำลงทั้งในไทยและญี่ปุ่น 3) บริษัทมีแผนการลงทุนโซลาร์ฟาร์มทั้งในและต่างประเทศต่อเนื่อง อาทิ มองโกเลีย ญี่ปุ่น หรือ เวียดนาม คาดจะสรุปได้ภายใน 3Q61 อย่างน้อย 1 โครงการ ไม่เกิน 100 MW
- ลงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเหมาะสม 10.50 บาท: เราประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธี DCF ใช้สมมติฐาน WACC 3.77% (ดูรายละเอียดสมมติฐานได้ในตารางที่ 1) และ Terminal Growth = 0 ได้ราคาที่เหมาะสมที่ 10.50 บาท (ยังไม่รวมโครงการ Khunshight Kundi ในประเทศมองโกเลีย) มี Upside รวบรวม 27% จากราคาปัจจุบัน จึงยังคงคำแนะนำ “ซื้อ”

Disclaimer : ความเห็นที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้เป็นเพียงการนำเสนอข้อมูลตามความเชื่อและความเห็นเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ผู้ลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ลงทุน การดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์โดยผู้ลงทุน

การเปิดเผยข้อมูลของสมาคมผู้สื่อข่าวการเงินไทย (IOD) ในเรื่องเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสมาคมผู้สื่อข่าวการเงินไทยที่จะเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัทแก่ผู้ถือหุ้นและผู้สนใจทั่วไป การเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวจะไม่กระทบต่อการดำเนินงานของบริษัท และสมาคมผู้สื่อข่าวการเงินไทยจะดำเนินการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวต่อไป

การเปิดเผยผลการประเมินด้วยวิธี DCF ความเห็นที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้เป็นเพียงการนำเสนอข้อมูลตามความเชื่อและความเห็นเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ผู้ลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ลงทุน การดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์โดยผู้ลงทุน

การประเมินด้วยวิธี DCF ความเห็นที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้เป็นเพียงการนำเสนอข้อมูลตามความเชื่อและความเห็นเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ผู้ลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ลงทุน การดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์โดยผู้ลงทุน

ความเสี่ยง : 1. แสงอาทิตย์อาจมีความเข้มแสงน้อยกว่าที่คาดการณ์ไว้
2. แผงโซลาร์เซลล์เสื่อมสภาพเร็วกว่าที่คาด

ตารางที่ 1 สมมติฐาน Weighted Average Cost of Capital

สมมติฐาน WACC		3.77%	
Cost of Equity		Cost of debt	
Rf	2.42%	Kd	2.80%
Rp	5.4%	%Kd	82.3%
Equity BETA	1.413	Tax	13%
Ke	10%		
%Ke	17.69%		

(ที่มา : บล.โกลเบล็ก)

ตารางที่ 2 รายละเอียดโครงการในไทยของ บมจ.เสริมสร้างพาวเวอร์ (ที่มา : บริษัทเสริมสร้างพาวเวอร์)

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

ตารางที่ 3 รายละเอียดโครงการในญี่ปุ่นของ บมจ.เสริมสร้างพาวเวอร์ (ที่มา : บริษัทเสริมสร้างพาวเวอร์)

โครงการในญี่ปุ่น	โครงการฮิเดกะ	โครงการยามากะ	โครงการริเซ็น	โครงการชิโอ	โครงการยามากะ2
สัดส่วนการลงทุนโดย SSP	ร้อยละ 86.9	ประมาณร้อยละ 90.0	ประมาณร้อยละ 100.0	ประมาณร้อยละ 100.0	ประมาณร้อยละ 100.0
ประเภทธุรกิจ	พลังงานแสงอาทิตย์	พลังงานแสงอาทิตย์	พลังงานแสงอาทิตย์	พลังงานแสงอาทิตย์	พลังงานแสงอาทิตย์
ที่ตั้ง	จังหวัดฮกไกโด	จังหวัดคุมาโมโตะ	จังหวัดคุมาโมโตะ	จังหวัดชิซุโอกะ	จังหวัดคุมาโมโตะ
กำลังการผลิตติดตั้ง	21 เมกะวัตต์	34.5 เมกะวัตต์	8 เมกะวัตต์	40 เมกะวัตต์	12.5 เมกะวัตต์
ปริมาณพลังงานไฟฟ้าเสนอ ขายตามสัญญา	17 เมกะวัตต์	30 เมกะวัตต์	6 เมกะวัตต์	30 เมกะวัตต์	10 เมกะวัตต์
โครงสร้างค่าไฟฟ้า	FIT 40 เยน/kW-h	FIT 36 เยน/kW-h	FIT 36 เยน/kW-h	FIT 36 เยน/kW-h	ยังไม่ประกาศ
ระยะเวลาซื้อขายไฟฟ้า	20 ปี	20 ปี	20 ปี	20 ปี	ยังไม่ประกาศ
สถานะโครงการ	อยู่ระหว่างการพัฒนา	อยู่ระหว่างการพัฒนา	อยู่ระหว่างการพัฒนา	อยู่ระหว่างการพัฒนาขั้นต้น	อยู่ระหว่างการพัฒนาขั้นต้น
SCOD	COD(1 มี.ค. 61)	2Q2563	4Q2561	2Q2563	2Q2563