

OCTOBER 28, 2020

ซื้อ


Catalyst: Positive

มูลค่าพื้นฐานปี 2021E: 3.60 บาท

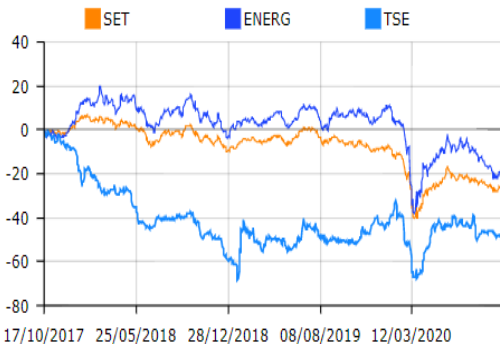
ราคาปิด 2.56 บาท

	FY20	FY21
Consensus EPS (Bt)	0.28	0.30
KTZ vs. consensus	n.a.	n.a.

Share data

Reuters / Bloomberg	TSE.BK/TSE TB
Paid-up Shares (m)	2,117.72
Par (Bt)	1.00
Market cap (Btbn/USDm)	5.00/173.00
Foreign limit/actual (%)	49.00/6.23
52-week High/Low (Bt)	3.52/1.54
Avg. daily T/O (shares 000)	14,312.00
NVDR (%)	0.25
Estimated free float (%)	38.94
Beta	0.96
URL	www.thaisolarenergy.com
CGR	
Anti-corruption	n.a.

Price Performance



Source: SET Smart

**หมายเหตุ: Krungthai Zmico เป็นที่ปรึกษา
ทางการเงินใน TSE**

ธีรภัทร เมธานุเคราะห์, no. 17619

terapatm@ktzmico.com

02-624-6248

ราคาหุ้นยังไม่สะท้อนโครงการที่กำลังพัฒนา

เราเริ่มวิเคราะห์หุ้น TSE ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" โดยมีมูลค่าที่เหมาะสมตามวิธี SOTP ที่ 3.60 บาทต่อหุ้น ทั้งนี้ เรามองว่าราคาหุ้นปัจจุบันยังไม่ได้สะท้อนมูลค่าโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาในประเทศญี่ปุ่นขนาด 147 MW หรือมีส่วน 47% ของกำลังการผลิตรวม โครงการนี้มีกำหนดจ่ายไฟในปลายปี 2022 ซึ่งจะช่วยให้บริษัทฯ มีกำไรเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัว ในปี 2023

รายได้มั่นคง จากสัญญาขายไฟฟ้าระยะยาว

โครงการโรงไฟฟ้าของ TSE จำนวน 41 โรง รวมกำลังการผลิตตามสัญญาขายไฟ 300 MW มีสัญญาขายไฟฟ้าระยะยาวเฉลี่ย 20 ปี รวมทั้งมีการกำหนดโครงสร้างและอัตราค่าไฟฟ้าตลอดอายุสัญญา ทั้งนี้ โครงการโรงไฟฟ้าเกือบทั้งหมดมีการจ่ายไฟเข้าระบบไปเรียบร้อยแล้ว ทำให้บริษัทฯ มีกระแสเงินสดที่ค่อนข้างมั่นคงระยะยาวจากรายได้การขายไฟฟ้า

ตั้งเป้ากำลังการผลิตเพิ่มขึ้นอีก 100 – 200 MW

บริษัทฯ อยู่ระหว่างการพัฒนาโครงการ Onikoube ที่เป็น Solar PV Farms ในประเทศญี่ปุ่นขนาดกำลังการผลิตติดตั้ง 147 MW และมีสัญญาขายไฟฟ้า 133 MW คิดเป็นสัดส่วน 47% ของกำลังการผลิตที่บริษัทเป็นเจ้าของ โครงการนี้มีกำหนดเดินเครื่องเชิงพาณิชย์ใน 4Q22 โดย TSE เตรียมที่จะลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานทางเลือกที่มีขนาดใหญ่ขึ้นที่กำลังการผลิตระหว่าง 100 – 200 MW หากทำได้ตามเป้าที่คาดหวัง บริษัทฯ จะมีกำลังผลิตไฟฟ้ารวม 760 MW ภายในปี 2023 หรือเพิ่มขึ้นเกือบ 50% จากปี 2020

คาดกำไรจะเติบโตอย่างมีนัยนับตั้งแต่ปี 2022

ในช่วงปี 2020–21 เราคาดการณ์กำไรสุทธิของ TSE ค่อนข้างทรงตัว แต่จะเห็นการเพิ่มขึ้นกำไรในปี 2022 ที่โครงการโรงไฟฟ้า Onikoube เริ่มขายไฟเข้าระบบในช่วงปลายปี และในปี 2023 ผลประกอบการเต็มปีของโครงการนี้จะช่วยให้บริษัทมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวจากระดับปัจจุบัน ทั้งนี้ ประมาณการกำไรสุทธิของเรายังไม่รวมกำลังการผลิต 100 – 200 MW ที่บริษัทฯ ตั้งเป้าไว้

Financial Valuations

FY Ended 31 Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenues (Bt mn)	561	1,349	1,469	1,503	1,792
Core Profit (Bt mn)	314	687	653	643	734
Net Profit	174	775	593	643	734
Core EPS (Bt)	0.16	0.33	0.31	0.30	0.35
Core EPS growth (%)	-25.8	104.3	-6.0	-1.6	14.1
EPS (Bt)	0.09	0.37	0.28	0.30	0.35
EPS growth (%)	-58.9	315.8	-24.2	8.4	14.1
Dividend (Bt/share)	0.54	0.06	0.10	0.10	0.15
BV (Bt)	2.58	2.66	3.00	3.19	3.42
PER (X)	28.4	6.9	9.1	8.5	7.3
EV/EBITDA (X)	32.3	11.7	11.5	12.0	13.8
PBV (x)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
Dividend yield (%)	21.1	2.3	3.9	3.9	5.9
ROE (%)	6.48	13.03	10.89	9.81	10.49
Net gearing (X)	1.81	1.64	1.44	1.53	2.05

การประเมินมูลค่าหุ้น TSE

เราประเมินมูลค่าหุ้นที่เหมาะสม TSE โดยวิธี Sum-of-the-Parts (SOTP) จากมูลค่าส่วนลดกระแสเงินสด (DFC) ของโครงการโรงไฟฟ้าในแต่ละประเภทรวม 3.60 บาทต่อหุ้น (Figure 1) ทั้งนี้ มูลค่ากิจการของบริษัทฯ กว่าครึ่งหนึ่งมาจากโครงการโรงไฟฟ้า PV Solar Farm ที่ประเทศญี่ปุ่น ถัดมาเป็นโครงการโรงไฟฟ้า PV Solar Farm ที่ประเทศไทย (สัดส่วน 60%) โรงไฟฟ้าชีวมวล และโครงการผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ติดตั้งบนหลังคาตามลำดับ โดยมูลค่าหุ้นที่เหมาะสมของเราจึงไม่รวมโครงการในอนาคตที่บริษัทตั้งเป้าไว้ในอีก 3 ข้างหน้า จำนวนรวม 100 – 200 MW

Figure 1: การประเมินมูลค่าหุ้น TSE ด้วยวิธี Sum-of-the-Parts

Value of Power Plant Type	Btmn	%	Key Parameters	
PV Solar Farm - Thailand	5,686	24	Risk free rate	1.33%
Solar PV Rooftops	1,083	5	Risk Premium	13.67%
Biomass	3,798	16	Beta	1.244
PV Solar Farm - Japan	13,179	55	Cost of Equity	18.34%
Total Firm Vaue	23,746		Cost of Debt	3.98%
Net Debt	16,120		D/E Ratio	2.6:1
Total Equity Value	7,627		Tax rate	20%
Per Share (Bt)	3.60		WACC	8.0%

Source: KTZ Research

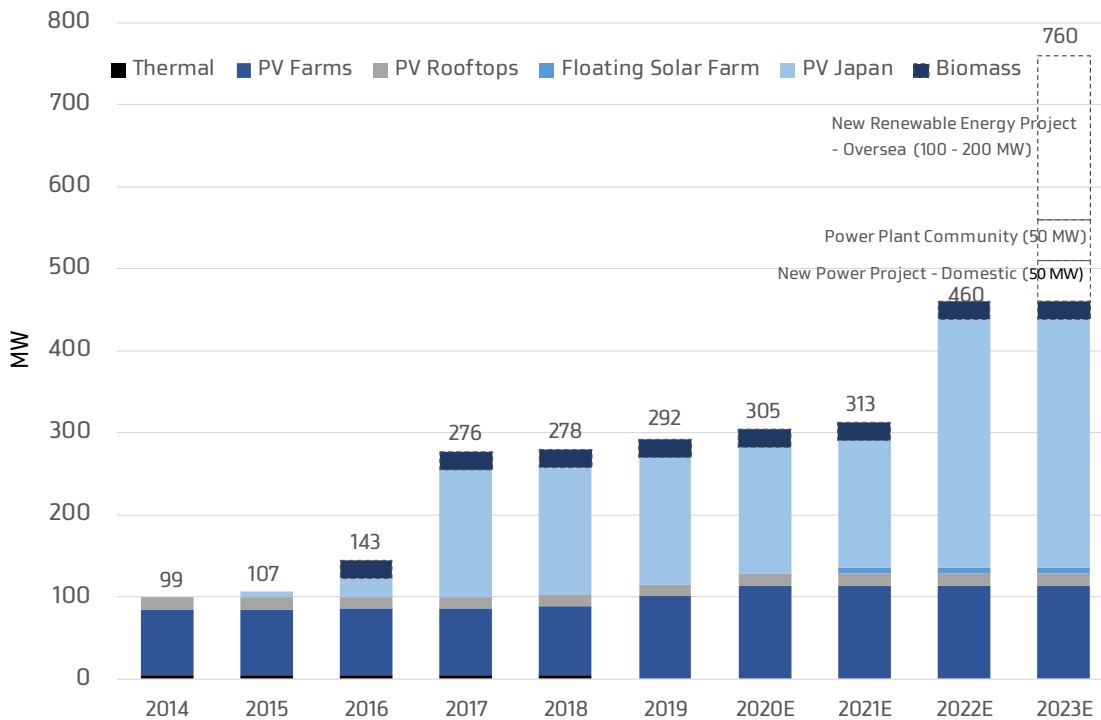
แนะนำ “ซื้อ” โดยมีมูลค่าเหมาะสม 3.60 บาท

เราเริ่มวิเคราะห์หุ้น TSE ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” โดยมีมูลค่าที่เหมาะสม 3.60 บาทต่อหุ้น เรามองว่าราคาหุ้นปัจจุบันยังไม่ได้สะท้อนมูลค่าเพิ่มที่มาจากโครงการในอนาคต โดยเฉพาะโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Onikoube ที่ประเทศญี่ปุ่น ขนาดกำลังการผลิต 147 MW ซึ่งมีสัดส่วน 47% ของกำลังการผลิตทั้งหมดที่บริษัทฯ เป็นเจ้าของ (หากไม่รวมมูลค่าเพิ่มของโครงการนี้ มูลค่าที่เหมาะสมจะอยู่ที่ 2.50 บาท ซึ่งใกล้เคียงกับราคาหุ้นปัจจุบัน) นอกจากนี้ ด้วยความสามารถของ TSE ในการขยายกำลังการผลิตที่ผ่านมาได้อย่างต่อเนื่อง เพื่อผลักดันการเติบโตของกิจการเป็นเครื่องยืนยันถึงความสำเร็จในการขยายธุรกิจ รวมทั้งความพร้อมด้านการเงิน จะทำให้บริษัทฯ มีโอกาสสูงที่จะดำเนินการโครงการในอนาคตตามที่ได้ตั้งเป้าไว้

รายได้มั่นคงจากสัญญาขายไฟฟ้าระยะยาว

โครงการโรงไฟฟ้าทุกโรงภายใต้การจัดการของ TSE และบริษัทในกลุ่มที่อยู่ในประเทศอยู่ภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (Power Purchased Agreements - PPAs) กับการไฟฟ้านครหลวง (กฟน.) และการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) ส่วนโครงการโรงไฟฟ้าต่างประเทศทั้งหมดอยู่ที่ประเทศญี่ปุ่นมีสัญญาขายไฟฟ้าให้กับบริษัทไฟฟ้า รวมทั้งมีการกำหนดโครงสร้างและอัตราค่าไฟฟ้าตลอดอายุสัญญา ทำให้บริษัทฯ มีกระแสเงินสดที่ค่อนข้างมั่นคงระยะยาวจากรายได้การขายไฟฟ้า ณ สิ้นเดือน ส.ค. 2020 TSE มีโรงไฟฟ้าที่อยู่ภายใต้การจัดการ จำนวน 41 โรง ทั้งในประเทศและต่างประเทศรวมกำลังการผลิตติดตั้ง (Installed Capacity) 360 MW โดยทุกโรงมีสัญญาขายไฟฟ้า (Selling Capacity) รวม 300 MW Figure 3 แสดงถึงโรงไฟฟ้า 41 โรง ภายใต้การจัดการของ TSE (ข้อมูล ณ สิ้นเดือน ส.ค. 2020) (Figure 3) ซึ่งมีทั้งกำลังการผลิต ที่ตั้ง สัดส่วนการถือหุ้น วันที่จ่ายไฟเข้าระบบเชิงพาณิชย์ (Commercial Operation Date: COD) อายุสัญญา และอัตราค่าไฟฟ้าที่รับซื้อ ทั้งนี้ โครงการโรงไฟฟ้าเกือบทั้งหมดมีการจ่ายไฟเข้าระบบไปเรียบร้อยแล้ว ยกเว้นโครงการโรงไฟฟ้า Onikoube ในประเทศญี่ปุ่น ขนาดกำลังการผลิตติดตั้ง 147 MW ที่อยู่ระหว่างการพัฒนาซึ่งมีกำหนดจ่ายไฟในปลายปี 2022 ทั้งนี้ โรงไฟฟ้าในกลุ่มบริษัทของ TSE แม้มีการจ่ายไฟเข้าระบบไปแล้วแต่ก็ถือว่ายังใหม่ โดยมีอายุสัญญาการขายไฟฟ้าที่เหลือเฉลี่ยราว 20 ปี

Figure 2: กำลังการผลิตในปี 2014–23E



Sources: TSE and KTZ Research

มูลค่าเพิ่มจากโครงการในอนาคต

เราเชื่อว่าด้วยความสามารถของ TSE ในการขยายกำลังการผลิตที่ผ่านมา รวมทั้งความพร้อมด้านการเงินจะช่วยให้บริษัทฯ ขยายกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง โดยในช่วง 6 ปีที่ผ่านมา (Figure 2) กำลังการผลิตไฟฟ้าของบริษัทเพิ่มขึ้นจาก 99 MW (ตามสัญญาขายไฟฟ้า) ในปี 2014 มาเป็น 305 MW ในปี 2020 หรือเพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 21% บริษัทฯ อยู่ระหว่างการพัฒนาโครงการ Onikoube ที่เป็น Solar PV Farms ในประเทศ ญี่ปุ่น ขนาดกำลังการผลิตติดตั้ง 147 MW และมีสัญญาขายไฟฟ้า 133 MW โดยโครงการ Onikoube มีกำหนดเดินเครื่องเชิงพาณิชย์ใน 4Q22 หรืออีก 2 ปีข้างหน้า ตามแผนงานของ TSE ภายใน 3 ปีข้างหน้า (2021–23) บริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทางเลือกที่มี PPA จำนวน 50 MW นอกจากนี้ บริษัทฯ มีแผนที่จะเข้าไปประมูลโรงไฟฟ้าชุมชนรวม PPA ราว 50 MW สำหรับโครงการในต่างประเทศ TSE เตรียมที่จะเข้าลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานทางเลือกที่มีขนาดใหญ่ขึ้นหรือมีขนาดกำลังการผลิตระหว่าง 100 – 200 MW ซึ่งหาก TSE ทำได้ตามเป้าที่วางไว้ บริษัทฯ จะมีกำลังผลิตไฟฟ้ารวม 760 MW ภายในปี 2023 หรือเพิ่มขึ้นเกือบ 50% จากปี 2020

Figure 3: โครงการผลิตไฟฟ้าของ TSE

	Project	% Holding	Location	Installed COD	Capacity (MW)	PPA (MW)	Tenor (Yrs)	Equity Capacity (MW)	Power Purchase Rate (THB/kWh)		
THAILAND											
PV-Solar Farm	1	PV01	60%	Kanchanaburi	Sep-13	10.5	8.0		6.3		
	2	PV02	60%	Suphanburi	Jul-13	10.5	8.0		6.3		
	3	PV03	60%	Suphanburi	Oct-13	10.5	8.0		6.3		
	4	PV04	60%	Suphanburi	Nov-13	10.5	8.0	5 Yrs with	6.3	Base Tariff + FT	
	5	PV05	60%	Suphanburi	Dec-13	10.5	8.0	automatic	6.3	+ Adder 6.5 THB/kWh	
	6	PV06	60%	Kanchanaburi	Jun-14	10.5	8.0	renewal	6.3	(10 years from COD)	
	7	PV07	60%	Kanchanaburi	Mar-14	10.5	8.0		6.3		
	8	PV08	60%	Kanchanaburi	Jun-14	10.5	8.0		6.3		
	9	PV09	60%	Suphanburi	Apr-14	10.5	8.0		6.3		
	10	PV10	60%	Suphanburi	May-14	10.5	8.0		6.3		
	11	EES	100%	Krabi	Dec-18	5.0	4.3	25	5.0	Fit 4.12	
	12	INS	100%	Ang Thong	Dec-15	2.0	2.0	25	2.0	Fit 5.86	
	13	SSP	100%	Ang Thong	Mar-13	10.5	8.0	5 Yrs with automatic renewal	10.5	Base Tariff + FT + Adder 8.0 THB/kWh (8 years from COD)	
Floating Solar	14	FS	100%	Prachinburi	2Q21	8.0	8.0	25	8.0	Private PPA	
Solar Farm (Co-Op)	15	SLC	100%	Prachuap Kirikhan	Dec-16	1.0	1.0	25	1.0	Fit 4.12	
	16	BSS	100%	Ayutthaya	Dec-16	5.0	5.0	25	5.0	Fit 5.66	
PV-Commercial	17	RT 01	100%	Lopburi	Sep-14	1.0	1.0	25	1.0		
	Rooftop	18	RT 02	100%	Phare	Feb-15	1.0	1.0	25	1.0	
		19	RT 03	100%	Nakorn Sawan	Jun-15	1.0	1.0	25	1.0	
	20	RT 04	100%	Chumporn	Sep-14	1.0	1.0	25	1.0		
	21	RT 05	100%	Surat Thani	Dec-14	1.0	1.0	25	1.0		
	22	RT 06	100%	Nakhon Si Thammarat	Jul-15	1.0	1.0	25	1.0		
	23	RT 07	100%	Hat Yai	Oct-15	1.0	1.0	25	1.0	Fit 6.16	
	24	RT 08	100%	Ubon Ratchathanee	Mar-15	1.0	1.0	25	1.0		
	25	RT 09	100%	Khao Yai	Nov-14	1.0	1.0	25	1.0		
	26	RT 10	100%	Bangkok	Feb-15	1.0	1.0	25	1.0		
	27	RT 11	100%	Bangkok	Nov-14	1.0	1.0	25	1.0		
	28	RT 12	100%	Bangkok	Jul-15	1.0	1.0	25	1.0		
	29	RT 13	100%	Bangkok	Jul-15	1.0	1.0	25	1.0		
	30	RT 14	100%	Bangkok	Aug-15	1.0	1.0	25	1.0		
Biomass	31	BSW	100%	Surat Thani	Mar-18	6.0	4.6	20	6.0	Fit 4.24	
	32	OSW 01	100%	Nakhon Si Thammarat	Aug-18	9.9	8.8	15Y4M	9.9	+ Premium 0.30	
	33	OSW 02	100%	Nakhon Si Thammarat	Oct-18	9.9	8.8	15Y4M	9.9	(8 Years from COD)	
JAPAN											
PV-Solar Farm	34	Kuno	100%	Ibaraki	Aug-15	0.65	0.50	20	0.7		
	35	Shima	100%	Toyama	Mar-16	1.43	1.25	20	1.4		
	36	Hikemi	100%	Ishikawa	Apr-16	1.86	1.50	20	1.9		
	37	Ryugasaki	100%	Ibaraki	Sep-16	2.36	1.75	20	2.4	Fit 32 - 36 Yen	
	38	Sakura	100%	Toyama	Nov-17	2.55	1.99	20	2.6		
	39	Jyoso	100%	Ibaraki	May-18	1.59	1.25	20	1.6		
	40	Hanamizuki	100%	Ishikawa	Jan-19	18.10	13.50	20	18.1		
	41	Onikoube	100%	Miyagi	4Q22	147.0	133.6	20	147.0		
Total					352	300		310			

Sources: TSE and KTZ Research

คาดการณ์กำไรสุทธิใน 3Q20 เพิ่มขึ้น จากโครงการลงทุนเพิ่มและกำไรจากการขายเงินลงทุน

สำหรับ 1H20 TSE มีกำไรสุทธิ 249 ลดลง 30% YoY เนื่องจากผลขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่เกิดขึ้นจริง 71 ล้านบาท จากหนี้เงินกู้ต่างประเทศ หากไม่รวมรายการดังกล่าวบริษัทจะมีกำไรสุทธิ 320 ล้านบาท ลดลง 16% YoY แม้รายได้ของ TSE ในช่วง 1H20 อยู่ที่ 790 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 18% YoY จาก 1) การรับรู้รายได้เต็มไตรมาสของโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ซื้อเข้ามาในปี 2019 รวม 18 MW และ 2) การรับรู้ผลการดำเนินงานโรงไฟฟ้าโครงการ Hanamizuki ที่ประเทศญี่ปุ่นขนาดกำลังการผลิต 18.1 MW แต่บริษัทฯ มีค่าใช้จ่ายการขายและบริหารที่เพิ่มขึ้น จากค่าที่ปรึกษาสำหรับโครงการในอนาคตและค่าเพื่อการด้อยค่าของสินทรัพย์ (Figure 4) ส่วน 3Q20 บริษัทฯ ได้เข้าไปซื้อโรงไฟฟ้าโครงการ EES ที่จังหวัดกระบี่ ขนาดกำลังการผลิตติดตั้ง 5 MW (สัญญาขายไฟฟ้า 4.3 MW) ในเดือน ก.ค. 2020 โดยโรงไฟฟ้า EES มี PPA และได้มีการจ่ายไฟเข้าระบบแล้วทำให้บริษัทฯ รับรายได้เข้ามาทันทีราว 28 ล้านบาทต่อปี นอกจากนี้ ในเดือน ก.ย. 2020 บริษัทฯ มีการขายเงินลงทุนในบริษัทย่อย คือ บริษัท บีเอสโซลาร์ เอ็นเนอร์ยี จำกัด (BSE) ซึ่งคาดว่าจะมีกำไรจากการขายเงินลงทุนราว 11 ล้านบาทที่จะบันทึกในผลประกอบการ 3Q20 โดยเราประมาณการกำไรสุทธิใน 3Q20 ของ TSE จะอยู่ในราว 168 ล้านบาท ลดลง 28% YoY แต่เพิ่มขึ้น 16% QoQ ส่วนประมาณการกำไรสุทธิของเราในช่วง 9M20 จะอยู่ที่ 428 ล้านบาท ลดลง 23% YoY คิดเป็น 72% ของประมาณการกำไรสุทธิปี 2020 ของเรา

Figure 4: ผลประกอบการรายไตรมาส

Profit and Loss (Btmn)											YTD
Year-end 31 Dec	2Q19	1Q20	2Q20	% YoY	% QoQ	1H20	% YoY	2019	2020E	% YoY (% of 2020E)	
Revenue	372	371	419	40	13	790	17.6	1,349	1,469	8.9	54
Gross profit	151	130	161	59	24	290	15.1	438	541	23.5	54
SG&A	(46)	(52)	(94)	41	81	(147)	29.2	(233)	(367)	57.5	40
EBITDA	198	170	171	42	1	342	6.5	570	565	-0.9	61
Interest expenses	(68)	(63)	(93)	103	49	(156)	36.7	(149)	(356)	138.9	44
Other income	13	5	2	(71)	(55)	7	(66.4)	25	39	56.0	18
Income tax	1	(1)	1	(562)	207	0	(94.3)	(5)	(5)	-	nm.
Other extraordinary items	(6)	(14)	1	(112)	105	15	124.8	68	11	-83.8	-
Gn (Ls) from affiliates	174	169	170	6	1	339	1.4	660	664	0.6	51
Net profit (loss)	208	7	242	65	mm.	249	(29.9)	775	593	-23.5	42
Core profit (loss)	224	188	146	(6)	(22)	333	(12.3)	687	653	-4.9	51
Reported EPS (Bt)	0.11	0.00	0.11	(16)	(23)	0.11	(18.9)	0.37	0.28	-24.3	39
Gross margin (%)	40.6	34.9	38.4			36.7		32.5	36.8		
EBITDA margin (%)	53.1	45.8	40.8			43.3		42.2	38.6		
Net margin (%)	56.0	1.8	57.8			31.5		57.4	40.4		
Current ratio (x)	0.4	0.6	1.4			1.4		0.8	0.1		
Interest coverage (x)	1.7	1.1	0.7			1.0		2.0	2.6		
Debt / equity (x)	1.9	1.8	2.0			2.0		1.7	2.6		
BVPS (Bt)	2.6	2.7	2.7			2.7		2.7	3.0		
ROE (%)	7.1	11.8	12.0			12.0		13.0	10.9		

Source: KTZ Research

คาดการณ์กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวในปี 2023

ในปี 2020 เราคาดการณ์กำไรสุทธิของ TSE ที่ 593 ล้านบาท ลดลง 24% YoY แต่หากไม่รวมอัตราแลกเปลี่ยนและรายการพิเศษ บริษัทฯ จะมีกำไรปกติ 653 ล้านบาท ลดลง 5% YoY ส่วนในปี 2021 คาดกำไรจะทรงตัว ก่อนที่จะเพิ่มขึ้นเป็น 734 ล้านบาท ในปี 2022 จากการรับรู้รายได้โครงการ Onikoube ที่จะเริ่มรับรู้รายได้และทำไร่อเข้ามาใน 4Q22 และในปี 2023 ที่ TSE จะรับรู้ผลประโยชน์เพิ่มเติมของโครงการ Onikoube เราประมาณการว่าบริษัทจะมีกำไรสุทธิสูงเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัว จากระดับปัจจุบัน

แม้มีโครงการลงทุนขนาดใหญ่ แต่อัตรานี้สินต่อทุนยังต่ำ

แม้ TSE จะอยู่ระหว่างการขยายกำลังการผลิตไฟฟ้า แต่ฐานะการเงินของบริษัทยังคงแข็งแกร่ง ระหว่างปี 2020 บริษัทฯ ได้กู้เงินเข้ามา 8.8 พันล้านบาท เพื่อเป็น Project Finance สำหรับโครงการ Onikoube ที่ญี่ปุ่น แต่สัดส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนยังต่ำที่ 1.4 เท่า และคาดว่าในช่วง 3 ปีข้างหน้าจะอยู่ในระดับเฉลี่ย 2.0 เท่า ซึ่งยังต่ำกว่าสัดส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่บริษัทฯ ต้องดำรงไม่เกิน 3 เท่า โดยหนี้ก้อนนี้บริษัทฯ ยังไม่ต้องมีภาระที่จ่ายคืนเงินกู้ออกไปจนถึงหลังปี 2022 (ที่โรงไฟฟ้านี้จะจ่ายไฟเข้าระบบ)

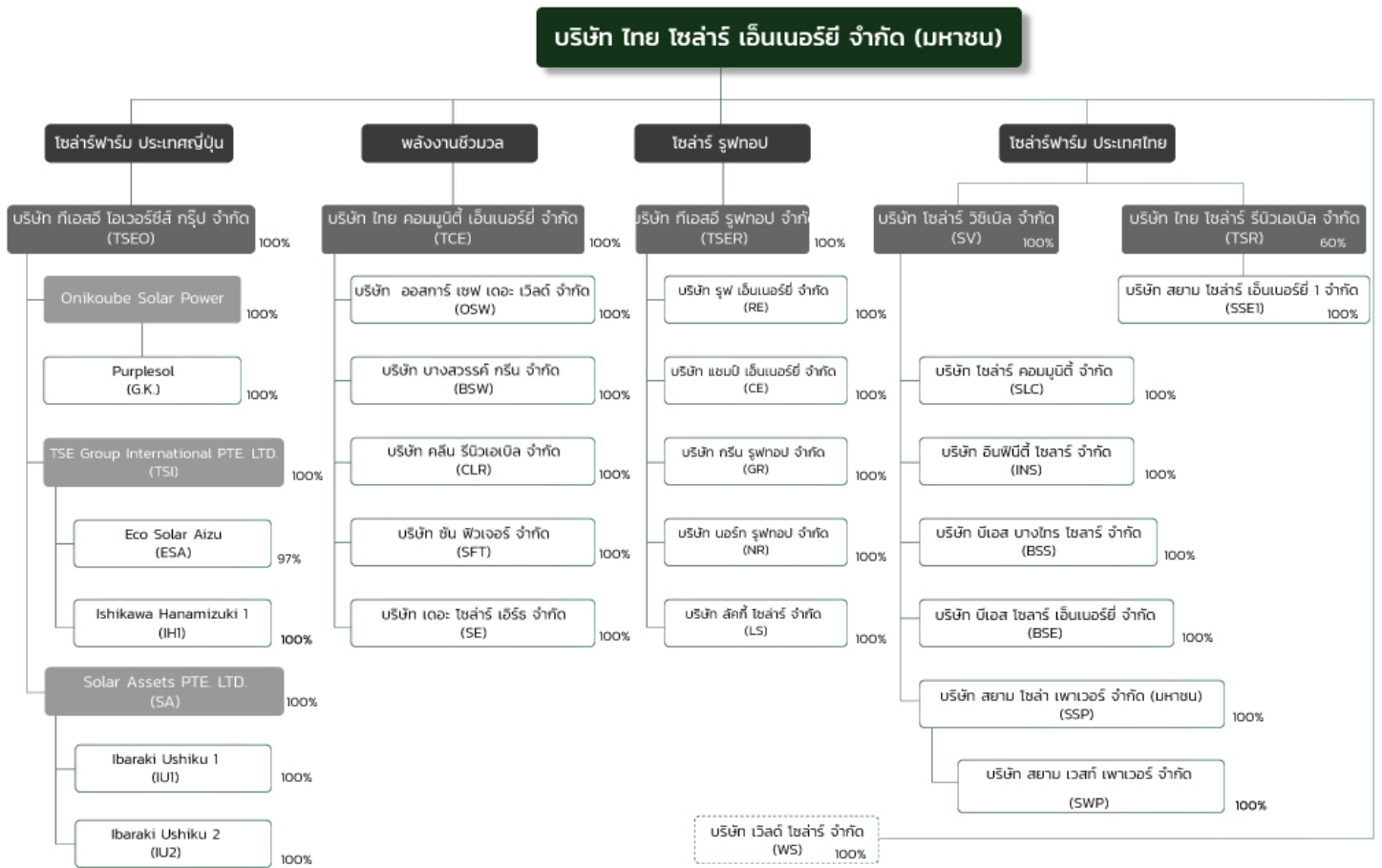
ปัจจัยเสี่ยงหลักคือปริมาณผลิตไฟฟ้า

เราประเมินปัจจัยเสี่ยงหลักของ TSE มาจากปริมาณผลิตไฟฟ้าที่จะได้ตามแผนการผลิตหรือไม่ เนื่องจากโรงไฟฟ้าของ TSE ส่วนใหญ่ใช้พลังงานแสงอาทิตย์ ดังนั้น ปริมาณไฟฟ้าที่ผลิตได้ขึ้นอยู่กับความเข้มข้นของแสงในแต่ละช่วงเวลาซึ่งมีผลกระทบจากการเปลี่ยนของภูมิอากาศที่อยู่นอกเหนือการควบคุม ส่วนโรงไฟฟ้าชีวมวลขึ้นอยู่กับวัตถุดิบที่ใช้เป็นเชื้อเพลิงซึ่งเป็นไม้สับ ทำให้บริษัทต้องทำการจัดซื้อไม้สับให้เพียงพอต่อการผลิตในแต่ละปี ซึ่งอาจได้รับผลกระทบจากการสามารถจัดหาไม้สับได้ไม่เพียงพอ และต้นทุนราคาไม้สับที่มีการผันผวนตามฤดูกาล อย่างไรก็ตาม โครงการโรงไฟฟ้า PV Solar Farm จำนวน 10 โครงการ (PV01-PV10) รวม 80 MW (TSE ถือหุ้นสัดส่วน 60%) ได้รับการประกันปริมาณพลังงานไฟฟ้าขั้นต่ำที่ผลิตได้ (Output Performance Guarantees) จากผู้รับเหมาแบบเบ็ดเสร็จ เป็นระยะเวลา 10 ปี นับจากวันจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบเชิงพาณิชย์ ทำให้บริษัทฯ มีรายได้ขั้นต่ำและลดความเสี่ยงไปได้ในระดับหนึ่ง

ลักษณะธุรกิจ

บมจ. ไทยโซลาร์เอ็นเนอร์ยี (TSE) ก่อตั้งขึ้นในปี 2008 เพื่อดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน โดยมุ่งเน้นการดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ นอกจากนี้ TSE ยังมีเป้าหมายในการขยายการลงทุนในธุรกิจผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนประเภทอื่น ๆ เช่น พลังงานชีวมวล พลังงานลม พลังงานชีวภาพ พลังงานขยะ เป็นต้น ณ สิ้นเดือน ส.ค. 2020 TSE มีโรงไฟฟ้าที่อยู่ภายใต้การจัดการจำนวน 41 โรง ทั้งในประเทศและต่างประเทศรวมกำลังการผลิตติดตั้ง (Installed Capacity) 360 MW โดยทุกโรงมีสัญญาขายไฟฟ้า (Selling Capacity) รวม 300 MW ทั้งนี้ โครงการในประเทศ TSE จัดอยู่ในประเภทผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็กมาก (Very Small Power Producer: VSPP) ที่มีปริมาณพลังงานที่ผลิตได้ แต่ละรายไม่เกิน 10 MW โดยโครงการโรงไฟฟ้าในประเทศอยู่ภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (Power Purchased Agreements - PPAs) กับการไฟฟ้านครหลวง (กฟน.) และการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) ส่วนโครงการโรงไฟฟ้าต่างประเทศทั้งหมดอยู่ที่ประเทศญี่ปุ่นมีสัญญาขายไฟฟ้าให้กับบริษัทไฟฟ้า ทั้งนี้โครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ของ TSE มีทั้งที่ติดตั้งอยู่บนบริเวณพื้นดิน (Solar Farm) และที่ติดตั้งบนหลังคา (Solar Rooftop) นอกจากนี้ ยังมีโครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์แบบลอยน้ำ (Floating Solar)

Figure 5: โครงสร้างบริษัทฯ



Source: TSE

Financial Table

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenues	561	1,349	1,469	1,503	1,792
Cost of sales and service	(435)	(911)	(928)	(945)	(1,009)
Gross profit	126	438	541	558	782
SG&A	(207)	(233)	(367)	(376)	(448)
EBITDA	443	570	565	579	740
Depreciation & amortization	(157)	(341)	(352)	(365)	(370)
EBIT	286	229	212	214	370
Interest expense	(123)	(147)	(356)	(357)	(345)
Other income / exp.	53	25	39	32	35
EBT	267	804	561	587	765
Corporate tax	(84)	(5)	(18)	(19)	(25)
Forex gain (loss)	2	5	(71)	-	-
Extra items	(296)	68	11	-	-
Equity shared earnings	610	660	669	664	667
Minority interests	9	24	(4)	-	-
Net profit	174	775	593	643	734
Reported EPS	0.09	0.37	0.28	0.30	0.35
Fully diluted EPS	0.09	0.40	0.28	0.30	0.35
Core net profit	314	687	653	643	734
Core EPS	0.16	0.33	0.31	0.30	0.35
Dividend (Bt)	0.01	0.06	0.10	0.10	0.15
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash and equivalents	561	644	7,695	5,436	191
PP&E-net	6,928	7,550	9,103	10,493	15,238
Other assets	6,299	6,679	4,972	5,084	4,970
Total assets	14,689	15,870	23,584	22,869	22,611
ST debt & current portion	2,587	1,793	1,104	738	833
Long-term debt	6,880	8,095	15,767	15,029	14,196
Total liabilities	9,775	10,238	17,221	16,117	15,379
Minority interests	144	4	4	4	4
Shareholder equity	4,915	5,632	6,364	6,753	7,232
Total liab. & shareholder equity	14,689	15,870	23,584	22,869	22,611
CASH FLOW (Btm)					
Net income	174	775	593	643	734
Depreciation & amortization	157	341	352	365	370
Change in working capital	(496)	103	(197)	(47)	(122)
FX, non-cash adjustment & others	447	(197)	125	(36)	44
Cash flow from operations	282	1,021	874	925	1,026
Capex (Invest)/Divest	(2,245)	(434)	(1,906)	(1,755)	(5,115)
Others	(3)	(933)	468	(232)	118
Cash flow from investing	(2,248)	(1,367)	(1,438)	(1,988)	(4,997)
Debt financing (repayment)	4,374	247	8,038	(738)	(833)
Equity financing	-	530	-	-	-
Dividend payment	(10)	(105)	(254)	(254)	(254)
Others	(98)	(240)	(169)	(205)	(187)
Cash flow from financing	2,102	428	7,615	(1,196)	(1,274)
Net change in cash	136	83	7,052	(2,259)	(5,245)
Free cash flow	(1,973)	587	(1,032)	(830)	(4,089)
FCF per share (Bt)	(1.02)	0.30	(0.37)	(0.30)	(1.48)
PROFITABILITY					
Revenue growth (%)	145.1	140.3	8.9	2.3	19.2
EBITDA growth (%)	nm.	182.8	1.3	3.1	13.0
EPS growth (%)	-25.8	104.3	-6.0	-1.6	14.1
Gross margin (%)	22.5	32.4	36.8	37.1	43.1
EBITDA margin (%)	78.9	92.9	86.4	87.1	82.7
Operating margin (%)	47.5	59.6	38.2	39.1	42.4
Net margin (%)	31.0	57.4	40.4	42.8	41.3
Core profit margin (%)	55.9	50.9	44.5	42.8	41.3
Effective tax rate (%)	31.3	0.6	3.2	3.2	3.2
FINANCIAL QUALITY					
Total debt (Btm)	9,467	9,888	16,871	15,767	15,029
Net debt (Cash) (Btm)	8,906	9,244	9,175	10,331	14,838
Net debt to equity (x)	1.81	1.64	1.44	1.53	2.05
Interest coverage (x)	680.9	639.4	59.7	59.8	107.1

หมายเหตุ:

Krungthai Zmico มีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็น KTB และ ZMICO ลูกค้าโปรดใช้วิจารณญาณในการตัดสินใจก่อนการลงทุนในหลักทรัพย์ KTB และ ZMICO
 มีกรรมการของบริษัทเป็นกรรมการใน BCP, KBS, MAJOR, MK, PACE, PSL, SVH, VNG, ZMICO, JKN
 มีผู้บริหารของบริษัทเป็นกรรมการใน NFC
 เป็นที่ปรึกษาทางการเงินใน ZMICO, TSE, ASAP

Corporate Governance Report (CGR)

Source: Sec, สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

 ดีเลิศ (90 - 100 คะแนน)	 ดีพอใช้ (60 - 69 คะแนน)
 ดีมาก (80 - 89 คะแนน)	 ผ่าน (50 - 59 คะแนน)
 ดี (70 - 79 คะแนน)	No Logo N/A (ต่ำกว่า 50 คะแนน)

Anti-corruption Progress Indicator

Source: Sec, โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC)

- **ระดับที่ 1 มินโอบาย (Committed)** : มีคำมั่นหรือติดคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติตามเป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง
- **ระดับที่ 2 ประกาศเจตนารมณ์ (Declared)** : มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในทำนองเดียวกัน
- **ระดับที่ 3 มีมาตรการป้องกัน (Established)** : มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ
- **ระดับที่ 4 ได้รับการรับรอง (Certified)** : มีการสอบทานจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ด. ให้ความเห็นชอบ และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อให้ความเชื่อมั่นอย่างเป็นอิสระจากหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)
- **ระดับที่ 5 ขยายผลผู้ที่เกี่ยวข้อง (Extended)** : มีการขยายผลการดำเนินนโยบายต่อต้านการทุจริตสู่ผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่อุปทาน และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกรณีทุจริตที่เกิดขึ้น
- **เปิดเผยบ้างแต่ไม่มีนโยบายที่ชัดเจน**
- **ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย**

Disclaimer

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่พิจารณาแล้วว่ามีที่น่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ มีอาจรับรองความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าวได้ บทวิเคราะห์ และความคิดเห็นที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการ และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยมีต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า จึงมีอาจถือเป็นการชักชวน หรือเสนอแนะในการซื้อ/ขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน อนึ่ง บริษัทสงวนลิขสิทธิ์ในการนำข้อมูลในเอกสารนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปใช้ประโยชน์ ทำซ้ำ ดัดแปลง หรือเผยแพร่ต่อสาธารณชน เว้นแต่ได้รับหนังสืออนุญาตจากบริษัทฯ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ การกล่าวอ้างต้องไม่ก่อให้เกิดความเข้าใจผิด หรือสร้างความเสียหายแก่บริษัทฯ รวมถึงต้องอ้างอิงถึงวันที่ในเอกสารของบริษัทฯ อย่างชัดเจนด้วย

คำแนะนำการลงทุน**คำแนะนำสำหรับหุ้น**

ซื้อ: คาดให้ผลตอบแทนรวม 15% หรือมากกว่า ในระยะเวลา 12 เดือนข้างหน้า
ถือ: คาดให้ผลตอบแทนรวม ระหว่าง น้อยกว่า 15% ถึง -10% ในระยะเวลา 12 เดือนข้างหน้า
ขาย: คาดให้ผลตอบแทนรวมติดลบมากกว่า 10% ในระยะเวลา 12 เดือนข้างหน้า
 ผลตอบแทนรวมในที่นี้หมายถึง ผลรวมของส่วนต่างระหว่างราคาเป้าหมาย และราคาหุ้น กับอัตราผลตอบแทนเงินปันผลคาดหวัง
 นอกจากนี้ NTZ ยังได้กำหนด "**แนวโน้ม**" เพื่อสะท้อนเหตุการณ์ที่อาจส่งผลกระทบต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในระยะสั้น (ไม่เกิน 6 เดือน) โดยแบ่งแนวโน้ม เป็น 3 ระดับ คือ
เป็นบวก หมายถึงอาจมีเหตุการณ์ที่ทำให้ราคาหุ้นปรับขึ้นได้ในระยะสั้น
เป็นลบ หมายถึงอาจมีเหตุการณ์ที่ทำให้ราคาหุ้นปรับลดลงในระยะสั้น และ
เป็นกลาง คือไม่มีปัจจัยที่คาดว่าจะกระทบต่อราคาหุ้นในระยะสั้น
 ทั้งนี้ ปัจจัยต่างๆ เหล่านี้ ประกอบไปด้วยการประกาศผลประกอบการ การปรับประมาณการของนักวิเคราะห์ ประกาศของบริษัทจดทะเบียน การเปลี่ยนแปลงผู้บริหาร การเปิดตัวสินค้าใหม่ ข้อพิพาททางกฎหมาย การควบรวมกิจการ เป็นต้น

คำแนะนำของกลุ่มอุตสาหกรรม

มากกว่าตลาด: คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดอย่างน้อย 10% ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า
เท่ากับตลาด: คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนใกล้เคียงกับตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า
ต่ำกว่าตลาด: คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า