

6 November 2020

Thai Solar Energy

Sector: Energy & utilities

อยู่ใน mode ของการลงทุนระยะยาว เพื่อการเติบโตในอนาคต

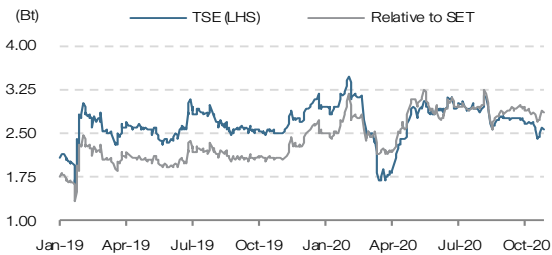
Bloomberg ticker	TSE TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt2.52
Target price	Bt3.40
Upside/Downside	+33%
EPS revision	n.a.

Bloomberg target price	n.a.
Bloomberg consensus	Buy 0 / Hold 0 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt3.52 / Bt1.68
Market cap. (Bt mn)	1,688
Shares outstanding (mn)	291
Avg. daily turnover (Bt mn)	2
Free float	53%
CG rating	Very good
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2018A	2019A	2020E	2021E
Revenue	561	1,349	1,521	1,673
EBITDA	534	1,458	1,480	1,569
Net profit	174	775	729	799
EPS (Bt)	0.09	0.40	0.34	0.38
Growth	-58.5%	338.5%	-14.0%	9.7%
Core EPS (Bt)	0.09	0.37	0.34	0.38
Growth	-60.2%	303.7%	-6.6%	9.7%
DPS (Bt)	0.01	0.06	0.10	0.11
Div. yield	0.2%	2.4%	4.1%	4.5%
PER (x)	27.8	6.4	7.4	6.7
Core PER (x)	27.8	6.9	7.4	6.7
EV/EBITDA (x)	31.5	11.5	11.4	10.7
PBV (x)	1.0	1.0	0.9	0.8

Bloomberg consensus				
Net profit	174	775	n.a.	n.a.
EPS (Bt)	0.09	0.40	n.a.	n.a.



Source: Aspen

Price performance				
	1M	3M	6M	12M
Absolute	-6.6%	-12.4%	-12.4%	2.4%
Relative to SET	-2.2%	-2.2%	-6.1%	26.9%

Major shareholders		Holding
1. PME Energy Co., Ltd.		36.98%
2. Dr. Cathleen Maleenont		8.72%
3. Wave Entertainment Plc.		9.01%

Analyst: Athipu Visavaveja (Reg. no. 002546)

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์หุ้น TSE ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมายที่ 3.40 บาท อิง 2021E PER ที่ 9x (เทียบเท่า -1.25SD below 7-year average PER) จากเหตุผลหลักดังนี้

1) TSE อยู่ระหว่างการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Onikoube ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ในญี่ปุ่น ซึ่งมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่ 133 MW ปัจจุบันอยู่ระหว่างการก่อสร้าง โดยมีแผนที่จะเริ่มการผลิตในไตรมาส 4 ปี 2022 ทั้งนี้โครงการนี้จะเข้ามาช่วยรักษารายได้ของบริษัททดแทนโรงไฟฟ้าหลักในไทยที่กำลังการผลิตตามสัญญาที่ 80 MW ซึ่งจะมีรายได้ลดลงเพราะส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้า หรือ Adder ซึ่งเริ่มทยอยหมดอายุตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นไป นอกจากนี้ TSE มีการขยายกำลังการผลิตโดยการก่อสร้างโครงการพลังแสงอาทิตย์ลอยน้ำ ที่นิคมอุตสาหกรรมอมรินทร์บุรี จ.ปราจีนบุรีเมื่อม.ย.2020 (จะเริ่มเดินการผลิต ในเดือนมี.ค.2021) ขนาด 8 MW และซื้อกิจการโครงการโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ที่กระบี่เมื่อ ก.ค.2020 ขนาด 5 MW 2) เราประเมินกำไรสุทธิปี 2020E ปรับตัวลง -14% YoY อยู่ที่ 729 ล้านบาท โดยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายจะเพิ่มขึ้นค่อนข้างมากในปี 2020 จากค่าใช้จ่ายที่ปรึกษาโครงการก่อนที่ปรับตัวขึ้นในปี 2021 โดยเราประเมินกำไรสุทธิปี 2021E จะฟื้นตัวขึ้น +9% YoY อยู่ที่ 799 ล้านบาท

ราคาหุ้น underperform SET -2% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา เนื่องจากเป็นหุ้นที่ต้องใช้เวลาระยะยาวในการที่จะต้องรับรู้รายได้ ทั้งนี้ TSE เริ่มเดินหน้าก่อสร้างโครงการ Onikoube ซึ่งคาดว่าจะช่วยให้บริษัทมี growth story ในอนาคตและตลาดยังไม่ได้สะท้อนปัจจัยดังกล่าว เราจึงเริ่มต้นให้คำแนะนำหุ้น TSE "ซื้อ"

KEY HIGHLIGHTS

- **เดินหน้าโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นเพื่อทดแทน Adder ที่จะลดลง** TSE อยู่ระหว่างการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Onikoube ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ในญี่ปุ่น ซึ่งมีกำลังการผลิต Install Capacity 147 MW และมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่ 133 MW ด้วย FIT ที่ 36 เยน (10.6 บาท) ตั้งอยู่ที่ Miyaki ประเทศญี่ปุ่น ปัจจุบันอยู่ระหว่างการก่อสร้าง โดยมีแผนที่จะเริ่มการผลิตในไตรมาส 4 ปี 2022 (ได้รวมไว้ในประมาณการแล้ว) ทั้งนี้โครงการนี้จะเข้ามาช่วยรักษารายได้ของบริษัททดแทนโรงไฟฟ้าหลักในไทยที่กำลังการผลิตตามสัญญาที่ 80 MW ซึ่งจะมีรายได้ลดลงอย่างรวดเร็วเพราะส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้า หรือ Adder ซึ่งเริ่มทยอยหมดอายุตั้งแต่ปี 2023-2024 ทั้งนี้บริษัทคาดว่าจะการเข้ามาของโรงไฟฟ้า Onikoube ในปลายปี 2022 หรือต้นปี 2023 จะทำให้บริษัทที่กำลังการผลิตอยู่ที่ประมาณ 448 MW ในปี 2023 ซึ่งเป็นช่วงก้าวกระโดดของกำลังการผลิต หลังจากที่มีการเติบโตเล็กน้อยในช่วงปี 2020-2021 ที่มีกำลังการผลิตอยู่ประมาณ 305-318 MW ซึ่งเรามองว่าตลาดยังไม่ได้สะท้อนปัจจัยบวกดังกล่าว
- **ประเมินกำไรสุทธิอ่อนตัวลงในปี 2020E แต่จะฟื้นขึ้นในปี 2021E** เราประเมินกำไรสุทธิปี 2020E ปรับตัวลง -14% YoY อยู่ที่ 729 ล้านบาท โดยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายจะเพิ่มขึ้นค่อนข้างมากในปี 2020 อยู่ที่ 21% จากปี 2019 ที่อยู่ 17% จากการเพิ่มบุคลากรเข้ามาในปี 2020 จากโครงการพลังแสงอาทิตย์ที่กระบี่ รวมถึงบริษัทมีค่าใช้จ่ายสำหรับที่ปรึกษาโครงการต่างๆมากขึ้นเพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต และการตั้งค่าใช้จ่ายสำหรับที่ปรึกษาโครงการต่างๆมากขึ้นเพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต และการตั้งค่าใช้จ่ายสำหรับที่ปรึกษาโครงการต่างๆมากขึ้นเพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต และการตั้งค่าใช้จ่ายสำหรับที่ปรึกษาโครงการต่างๆมากขึ้นเพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต

Valuation/Catalyst/Risk

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2021E ที่ 3.40 บาท อิง PER 9x เทียบเท่า -1.25SD 5-year average PER และ 2021E EPS ที่ 0.38 บาท จากแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ปรับตัวลงในปี 2020E ก่อนที่จะกลับตัวขึ้นมาในปี 2021E ตามการรับรู้ไฟฟ้า ทั้งนี้ บริษัทมีโอกาสเติบโตอีก

Disclaimer: This report has been prepared by KTB Securities (Thailand) PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.



02 648 1111



www.ktbst.co.th



ktbst.th

จากความต้องการที่เพิ่มมากขึ้นในแถบเอเชียและอาเซียน อาทิ เวียดนามโดยการเจรจาเพื่อขายไฟในประเทศเพื่อนบ้านต้องใช้เวลา เราจึงให้ราคาเป้าหมายอิงระดับของ PER อย่างระมัดระวังซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตเล็กน้อยเพื่อสะท้อนความเสี่ยง อย่างไรก็ตาม TSE เริ่มเดินหน้าก่อสร้างโครงการ Onikoube ซึ่งเราคาดว่า จะช่วยให้บริษัทมี growth story ในอนาคตและตลาดยังไม่ได้สะท้อนปัจจัยดังกล่าว เราจึงเริ่มต้นให้คำแนะนำหุ้น TSE “ซื้อ”

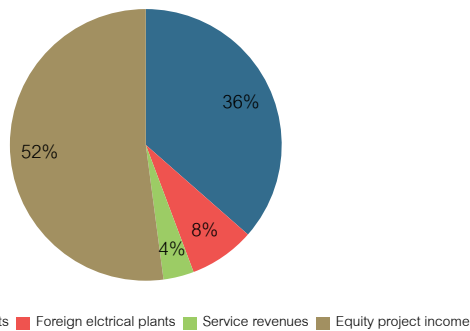
KEY HIGHLIGHTS

□ ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าที่มีโครงการหลากหลาย

บริษัทมีส่วนรายได้จากการขายไฟในประเทศราว 50% ในปี 2019 และรายได้จากโรงไฟฟ้าต่างประเทศประมาณ 15% การให้บริการ 2% และรายได้จากการร่วมลงทุน 33% ณ กลางปี 2020 กลุ่มบริษัทฯ มีกิจการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานหมุนเวียนอื่นทั้งในประเทศไทยและประเทศญี่ปุ่นประมาณ 40 โครงการ แบ่งเป็นประเทศไทยจำนวน 32 โครงการ กำลังการผลิตเสนอขายรวม 150 เมกะวัตต์ และประเทศญี่ปุ่นจำนวน 8 โครงการ กำลังการผลิตเสนอขายรวม 155 เมกะวัตต์คิดเป็นกำลังการผลิตเสนอขายรวมทั้งหมด 305 เมกะวัตต์ โดย 90% ของกำลังผลิตเป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และส่วนที่เหลือมาจากชีวมวล การเติบโตของบริษัทเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไปและใช้เวลา โดยบริษัทวางแผนจะขยายการลงทุนทั้งโดยการสร้างโรงไฟฟ้าใหม่ๆ และซื้อกิจการของโรงไฟฟ้าอื่น ทั้งนี้ในช่วงปี 2020 บริษัทมีกิจกรรมการขยายกำลังการผลิตดังภาพ Fig 3. คือ 1.มีการก่อสร้างโครงการโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ Onikoube ที่ญี่ปุ่น คาดแล้วเสร็จใน 4Q22 ขนาด 147 MW 2.การก่อสร้างโครงการพลังแสงอาทิตย์ลอยน้ำ Floating Solar Farm ที่นครมอุตสาหกรรมบิรินทร์บุรี จังหวัดปราจีนบุรีในเดือนมิ.ย.2020 (จะเริ่มเดินการผลิต ในเดือนมี.ค.2021) ขนาด 8 MW และ 3.ซื้อกิจการโครงการโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ที่กระบี่เมื่อ ก.ค.2020 ซึ่งเป็นโครงการที่บริษัทรับรู้รายได้เพิ่มในปี 2020 ขนาดโครงการประมาณ 5 MW

Fig1: 2018 total revenue breakdown

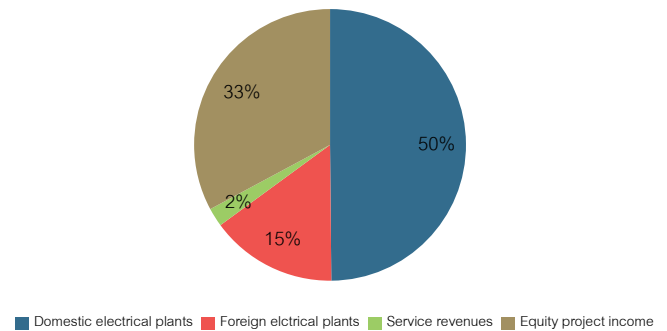
2018 Revenue breakdown



Source: Company

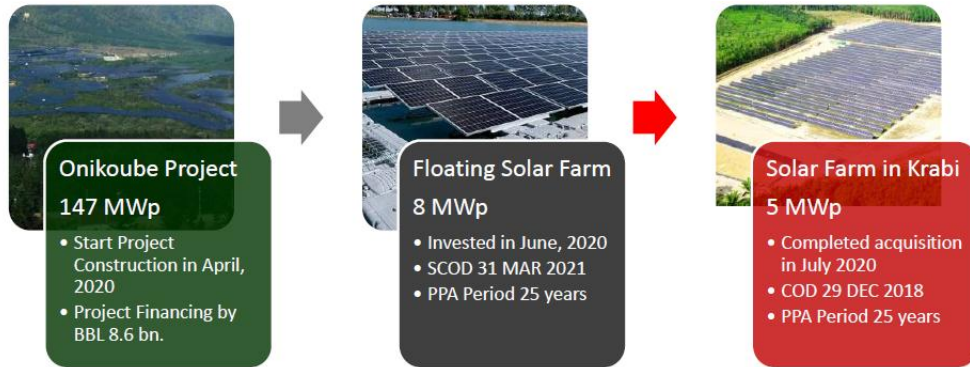
Fig 2: 2019 total revenue breakdown

2019 Revenue breakdown



Source: Company

Fig 3: New projects highlight 2020

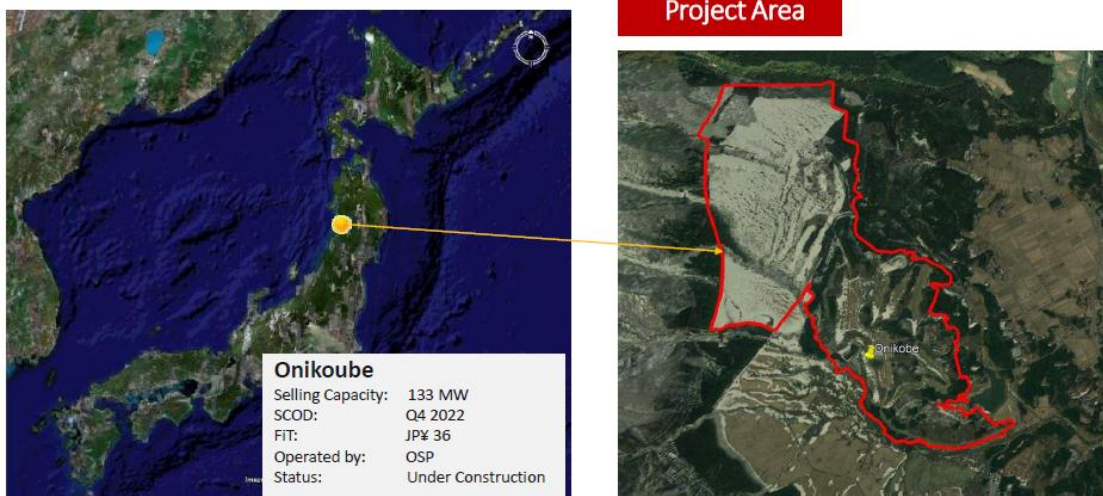


Source: TSE

□ อยู่ใน mode การลงทุนโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ในญี่ปุ่น

TSE อยู่ระหว่างการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Onikoube ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ในญี่ปุ่น ซึ่งมีกำลังการผลิต Install Capacity 147 MW และมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่ 133 MW ด้วย FIT ที่ 36 เยน (10.6 บาท) ตั้งอยู่ที่ Miyaki ประเทศญี่ปุ่น ปัจจุบันอยู่ระหว่างการก่อสร้าง โดยมีแผนที่จะเริ่มการผลิตในไตรมาส 4 ปี 2022 ทั้งนี้โครงการนี้จะเข้ามาช่วยรักษารายได้ของบริษัททดแทนโรงไฟฟ้าหลักในไทยที่กำลังการผลิตตามสัญญาที่ 80 MW ซึ่งจะมีรายได้ลดลงอย่างรวดเร็วเพราะส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้า หรือ Adder ซึ่งเริ่มทยอยหมดอายุตั้งแต่ปี 2023-2024 (Fig.7) ทั้งนี้บริษัทคาดว่า การเข้ามาของโรงไฟฟ้า Onikoube ในปลายปี 2022 หรือต้นปี 2023 จะทำให้บริษัทที่มีกำลังการผลิตอยู่ที่ประมาณ 448 MW ในปี 2023 ซึ่งเป็นช่วงก้าวกระโดดของกำลังการผลิต หลังจากที่ในช่วงปี 2020-2021 มีกำลังการผลิตอยู่ประมาณ 305-318 MW (Fig 6.)

Fig 4: Onikoube Project



Source: TSE

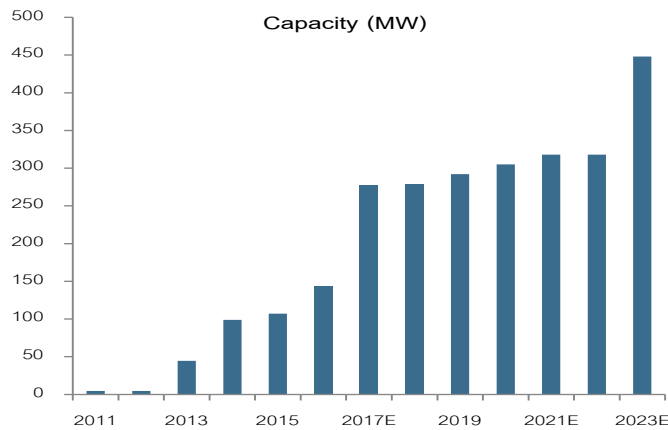
Disclaimer: This report has been prepared by KTB Securities (Thailand) PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 5: Onikoube Project



Source: TSE

Fig 6: TSE capacity (MW PPA)



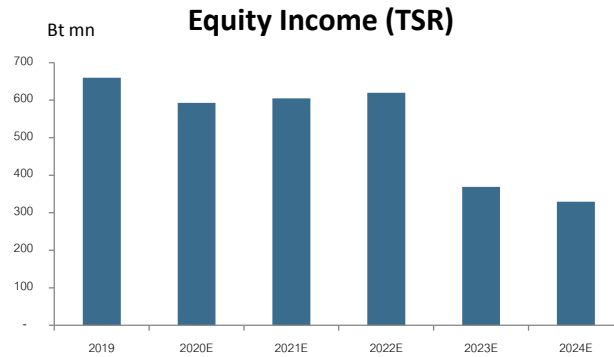
Source: Company, KTBST

□ **ประเมินกำไรสุทธิชะลอตัวในปี 2020E แต่จะฟื้นขึ้นใน 2021E**

เราประเมินกำไรสุทธิปี 2020E ปรับตัวลง -14% YoY อยู่ที่ 729 ล้านบาท โดยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายจะเพิ่มขึ้นค่อนข้างมากในปี 2020 อยู่ที่ 21% จากปี 2019 ที่อยู่ 17% จากการเพิ่มขึ้นของบุคลากรเข้ามาจากโครงการพลังแสงอาทิตย์ที่กระบี่ และบริษัทมีค่าใช้จ่ายสำหรับที่ปรึกษาโครงการต่างๆมากขึ้นเพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต รวมถึงการตั้งค่าเผื่อการด้อยค่าของสินทรัพย์

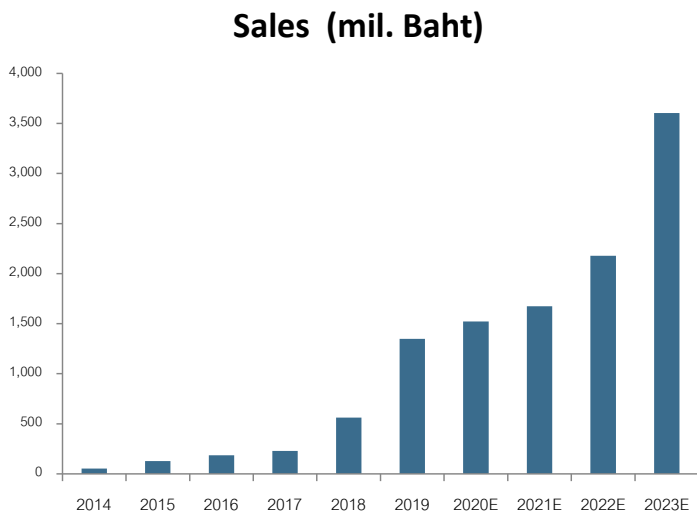
อย่างไรก็ตาม เราประเมินกำไรสุทธิปี 2021E จะฟื้นตัวขึ้น +9% YoY อยู่ที่ 799 ล้านบาท เนื่องจากค่าที่ปรึกษางานโครงการบางส่วนจะลดลง ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายปรับตัวลงมาอยู่ที่ 20.6%

Fig 7: TSE equity income to reduce since 2023 onward due to adder expiration



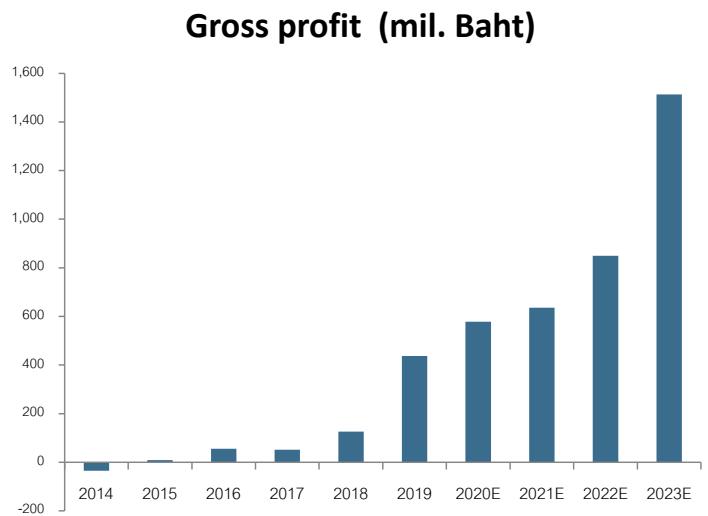
Source: Company, KTBST

Fig 8: TSE total revenues



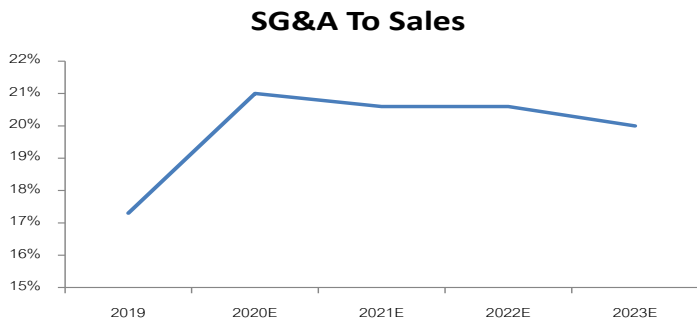
Source: Company, KTBST

Fig 9: TSE gross profit



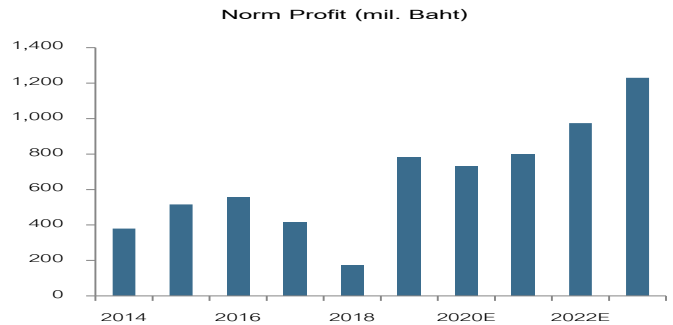
Source: Company, KTBST

Fig 10: TSE SG&A/sale



Source: Company, KTBST

Fig 11: TSE normalized profit



Source: Company, KTBST

□ **ต้องบริหารความเสี่ยงที่ adder จะหมดลง**

เราคาดว่า บริษัทจะมีโครงการในประเทศไทยที่ adder จะทยอยหมดลง ทั้งนี้เราคาดว่าในระยะยาวโครงการ Onikoube จะมีกำไรปี 2023E -2024E ประมาณ 620-650 ล้านบาทซึ่งจะสามารถชดเชยการทยอยลดหายไปของ adder โรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ในไทย (ที่ทำกำไรอยู่ประมาณ 400 ล้านบาทได้) ซึ่งโดยหลักจะเป็นกลุ่มโครงการพลังแสงอาทิตย์ที่ร่วมทุนกับพันธมิตร (Fig 7.) โดยโครงการ Onikoube มีการรับซื้อไฟที่แน่นอนจากผู้ผลิตไฟฟ้าของญี่ปุ่นคือ Tohoku Utility

□ **แนวโน้ม 2H20E มองว่าธุรกิจยังไม่มีการเปลี่ยนแปลงที่มีนัยสำคัญ**

บริษัทมีกำไรสุทธิอยู่ที่ 249 ล้านบาทใน 1H20 โดยมีการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่เกิดขึ้นจริง 71 ล้านบาท หากไม่รวมกำไรดังกล่าว บริษัทจะมีกำไรปกติอยู่ที่ 320 ล้านบาท -11% YoY บริษัทมีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นเนื่องจากค่าที่ปรึกษาสำหรับงานโครงการในอนาคตและค่าเผื่อการด้อยค่าของสินทรัพย์ ใน 2H20E บริษัทได้เข้าซื้อโครงการโรงไฟฟ้าที่กระบี่ในเดือน ก.ค. ซึ่งมีกำลังการผลิตติดตั้ง 5 MW และมีสัญญาขายไฟ 4.3 MW เราคาดว่ากำไรปกติและกำไรสุทธิ 2H20E จะอยู่ที่ประมาณ 409 ล้านบาท และ 480 ล้านบาท ตามลำดับ โดยคาดว่าค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมีแนวโน้มอ่อนลงจากค่าที่ปรึกษาโครงการที่ลดลง

Fig 12: Quarterly results

FY: Dec (Bt mn)	2Q20	2Q19	YoY	1Q20	QoQ	1H20	1H19	YoY
Revenue	419	372	12.7%	371	13.0%	790	672	17.7%
CoGS	(259)	(221)	16.9%	(241)	7.1%	(524)	(420)	24.9%
Gross profit	161	151	6.7%	130	24.1%	290	252	15.2%
SG&A	(94)	(46)	103.0%	(66)	43.1%	(160)	(111)	43.8%
EBITDA	344	376	-8.6%	325	5.7%	669	659	1.6%
Other inc./exp.	174	189	-7.7%	173	0.5%	347	356	-2.4%
Interest expense	(93)	(68)	37.1%	(63)	48.9%	(156)	(114)	36.7%
Income tax	(1)	(1)	-29.5%	(1)	7.4%	(1)	(1)	18.1%
Core profit	147	211	-30.4%	174	-15.5%	320	359	-10.9%
Net profit	243	208	16.7%	6	3,643.5	249	355	-29.7%
EPS (Bt)	0.11	0.11	0.0%	0.003	3,566.7	0.11	0.19	-40.5%
Gross margin	38.4%	40.5%	-2.2%	34.9%	3.4%	36.7%	37.5%	-0.8%
Net margin	57.9%	56.0%	2.0%	1.7%	56.2%	31.6%	52.8%	-21.3%

□ **ยังสามารถควบคุมบริหารการเงินได้ดี**

นอกเหนือจากโครงการลงทุนใหญ่ Onikoube ในญี่ปุ่นแล้ว TSE ยังมีแผนขยายกำลังการผลิตด้วยการมองหาการลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานทางเลือกต่างๆขนาดรวมกันประมาณ 100-300 MW ทั้งนี้แม้จะมีการลงทุนที่สูงแต่บริษัทยังมีความสามารถในการชำระหนี้ได้ดี โดย IBD/E คาดว่าจะอยู่ที่ประมาณ 2x ในปี 2020-2022 จาก 1.6x ในปี 2019 เนื่องจากการกู้เงินโดย project finance เข้ามาเพื่อทำโครงการ Onikoube ซึ่งยังไม่ต้องจ่ายเงินกู้คืนจนกว่าจะเริ่ม COD ทำให้บริษัทบริหารเงินได้อย่างเพียงพอ และอัตราส่วน IBD/E ยังต่ำกว่า Debt covenant ของบริษัทที่ 3x บริษัทจึงมีศักยภาพในการก่อหนี้เพื่อการลงทุนในอนาคตได้อีก โดยยังไม่มีความจำเป็นต้องเพิ่มทุน

VALUATION

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 3.40 บาท

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2021E ที่ 3.40 บาท อิง PER 9x เทียบเท่า -1.25SD 5-year average PER และ 2021E EPS ที่ 0.38 บาท จากแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ปรับตัวลงในปี 2020E ก่อนที่จะพลิกกลับมาเติบโตขึ้นในปี 2021E ตามการรับซื้อไฟฟ้า ทั้งนี้ บริษัทมีโอกาสเติบโตอีกจากความต้องการที่เพิ่มมากขึ้นในแถบเอเชียและอาเซียน อาทิ เวียดนามโดยการเจรจาเพื่อขายไฟในประเทศเพื่อนบ้านต้องใช้เวลาพอสมควร เรากำหนดราคาเป้าหมายอิงระดับของ PER อย่างระมัดระวัง ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตเล็กน้อยเพื่อสะท้อนความเสี่ยง อย่างไรก็ตาม TSE เริ่มเดินหน้าก่อสร้างโครงการ Onikoube ซึ่งเราคาดว่าจะช่วยให้บริษัทมี growth story ในอนาคตและตลาดยังไม่ได้สะท้อนปัจจัยดังกล่าว เราจึงเริ่มต้นให้คำแนะนำหุ้น TSE “ซื้อ”

Fig 13: Valuation

	2021E
EPS	0.38
Prospective PER (-1.25 SD 5 yr average)	9
	3.40

Source: Bloomberg, KTBST

Fig 14: TSE's PER band

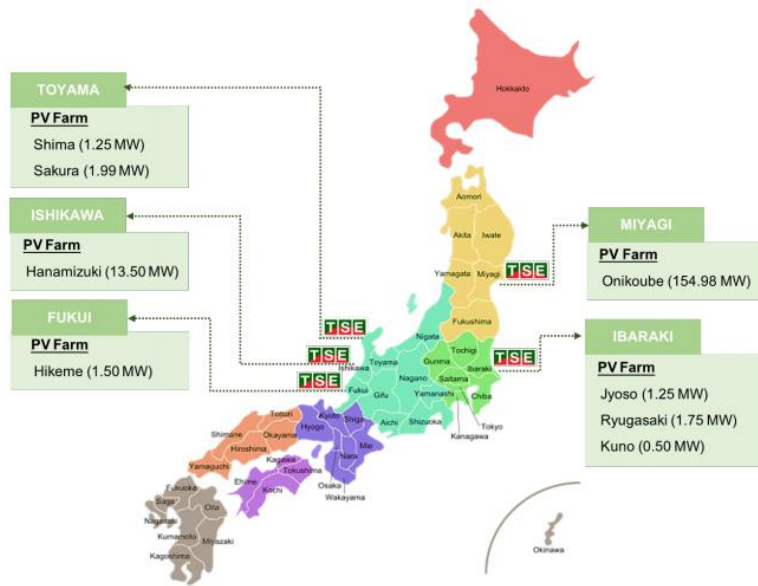


Source: Bloomberg, KTBST

COMPANY PROFILE

บริษัท ไทย โซลาร์ เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) บริษัทย่อย และกิจการที่ควบคุมร่วมกัน (รวมเรียกว่า “กลุ่มบริษัท”) เป็นผู้ดำเนินการดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน โดยมุ่งเน้นการดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ด้วยการเลือกเทคโนโลยีที่เหมาะสมและให้ผลตอบแทนที่ดีและมั่นคงในระยะยาว รวมไปถึงการให้บริการรับเหมาก่อสร้างโรงไฟฟ้าพลังงาน แสงอาทิตย์และจัดหาอุปกรณ์ (Engineering Procurement and Construction : EPC) นอกจากนี้ กลุ่มบริษัทยังมีเป้าหมายในการ ขยายการลงทุนในธุรกิจผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนประเภทอื่นๆ เพิ่มมากขึ้น เช่น พลังงานชีวมวล พลังงานลม พลังงานชีวภาพ พลังงานขยะ เป็นต้น และการขยายธุรกิจผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์สู่ต่างประเทศทั้งในรูปแบบการลงทุนในโรงไฟฟ้า แสงอาทิตย์ทั่วไป ซึ่งติดตั้งอยู่บนบริเวณพื้นดิน (Solar Farm) หรือการลงทุนในบริษัทที่ให้บริการหรือลงทุนในโครงการผลิตไฟฟ้า พลังงานแสงอาทิตย์ที่ติดตั้งบนหลังคา (Solar Rooftop) โดยบริษัทมีสถานที่ดำเนินงานหลักอยู่ในไทยและญี่ปุ่น

Fig 15: Plant location in Japan



Source: Company

Fig 16: Plant location in Thailand



Source: Company

RISK FACTORS

TSE มีปัจจัยเสี่ยงที่จะกระทบต่อผลการดำเนินงาน ดังนี้

1. ความเสี่ยงจากปริมาณพลังงานไฟฟ้าที่ผลิตได้น้อยกว่าที่ประมาณการไว้
2. ความเสี่ยงจากการพึ่งพาผู้รับเหมาแบบเบ็ดเสร็จ
3. ความเสี่ยงจากการล่าช้าหรือการชะลอตัวของการลงทุนภาครัฐ
4. ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน
5. ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคา และปริมาณเชื้อเพลิงที่ใช้ในการผลิตไฟฟ้า

Quarterly income statement

(Bt mn)	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Sales	372	361	316	371	419
Cost of sales	(221)	(226)	(266)	(241)	(259)
Gross profit	151	135	51	130	161
SG&A	(46)	(47)	(75)	(66)	(94)
EBITDA	376	400	400	325	344
Finance costs	(68)	(27)	(6)	(63)	(93)
Core profit	211	205	216	174	147
Net profit	208	205	215	6	243
EPS	0.08	0.11	0.10	0.00	0.00
Gross margin	40.5%	37.3%	16.0%	34.9%	38.4%
EBITDA margin	101.1%	110.8%	126.5%	87.7%	82.0%
Net profit margin	56.0%	56.8%	67.9%	1.7%	57.9%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Cash & deposits	574	636	884	894	836
Accounts receivable	191	478	430	430	430
Inventories	-	14	24	-	-
Other current assets	135	334	303	303	303
Total cur. assets	900	1,462	1,641	1,628	1,570
Investments	1,776	1,799	1,874	1,874	1,874
Fixed assets	5,241	7,018	7,654	11,130	13,572
Other assets	4,301	4,410	4,701	4,701	4,701
Total assets	12,218	14,689	15,870	19,333	21,717
Short-term loans	-	99	98	-	-
Accounts payable	2,503	278	201	160	120
Current maturities	60	2,488	1,695	752	738
Other current liabilities	15	17	31	30	33
Total cur. liabilities	2,577	2,882	2,025	942	891
Long-term debt	4,852	6,880	8,095	12,343	14,105
Other LT liabilities	9	12	118	-	-
Total LT liabilities	4,860	6,892	8,212	12,343	14,105
Total liabilities	7,438	9,775	10,238	13,285	14,997
Registered capital	2,360	2,450	2,477	1,815	1,815
Paid-up capital	1,815	1,906	2,118	1,815	1,815
Share premium	728	728	1,046	1,046	1,046
Retained earnings	2,198	2,271	2,938	3,656	4,329
Others	(122)	(134)	(473)	(473)	(473)
Minority interests	162	144	4	4	4
Shares' equity	4,781	4,915	5,632	6,048	6,720

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Net profit	416	174	775	729	799
Depreciation	82	144	502	523	558
Chg in working capital	(605)	(2,828)	(180)	(135)	(37)
Others	(2,221)	(23)	(75)	-	-
CF from operations	(107)	(2,509)	1,096	1,117	1,320
Capital expenditure	(1,719)	(1,921)	(1,138)	(4,000)	(3,000)
Others	(31)	69	(577)	-	-
CF from investing	(3,939)	(1,944)	(1,213)	(4,000)	(3,000)
Free cash flow	(1,716)	(4,337)	129	(2,662)	(1,475)
Net borrowings	3,795	4,555	421	3,207	1,748
Equity capital raised	-	91	530	(303)	-
Dividends paid	(200)	(200)	(10)	(11)	(127)
Others	(31)	69	(577)	-	-
CF from financing	3,565	4,515	364	2,893	1,621
Net change in cash	(481)	62	248	10	(58)

Key assumptions

FY: Dec (Bt mn)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Capacity (mw)	277	279	292	305	318
SG&A/Sales	64.9%	36.8%	17.3%	21.0%	20.6%

Source: Company, KTBST

Forward PER band

Income statement






FY: Dec (Bt mn)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Sales	229	561	1,349	1,521	1,673
Cost of sales	(177)	(435)	(911)	(943)	(1,037)
Gross profit	52	126	438	578	636
SG&A	(149)	(207)	(233)	(320)	(345)
EBITDA	605	534	1,458	1,480	1,569
Depre. & amortization	(76)	(144)	(502)	(523)	(558)
Equity income	587	610	660	593	605
Other income	39	(140)	93	105	115
EBIT	529	390	956	956	1,011
Finance costs	(112)	(123)	(147)	(216)	(200)
Income taxes	(3)	(84)	(5)	(5)	(6)
Net profit before MI	414	183	804	735	806
Minority interest	(2)	9	24	7	7
Core profit	416	174	780	729	799
Extraordinary items	-	(0)	(5)	-	-
Net profit	416	174	775	729	799

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Growth YoY					
Revenue	23.6%	145.1%	140.3%	12.8%	10.0%
EBITDA	-3.5%	-11.7%	172.9%	1.5%	6.0%
Net profit	-24.8%	-58.2%	345.6%	-5.9%	9.7%
Core profit	-24.8%	-58.2%	348.6%	-6.6%	9.7%
Profitability ratio					
Gross profit margin	22.6%	22.5%	32.4%	38.0%	38.0%
EBITDA margin	264.1%	95.2%	108.1%	97.3%	93.8%
Core profit margin	181.6%	31.0%	57.8%	47.9%	47.8%
Net profit margin	181.6%	31.0%	57.4%	47.9%	47.8%
ROA	3.4%	1.2%	4.9%	3.8%	3.7%
ROE	8.7%	3.5%	13.8%	12.1%	11.9%
Stability					
D/E (x)	1.56	1.99	1.82	2.20	2.23
Net D/E (x)	0.91	1.80	1.60	2.02	2.08
Interest coverage ratio	5.38	4.34	9.91	6.86	7.86
Current ratio (x)	0.35	0.51	0.81	1.73	1.76
Quick ratio (x)	0.35	0.50	0.80	1.73	1.76
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.22	0.09	0.40	0.34	0.38
Core EPS	0.23	0.09	0.37	0.34	0.38
Book value	2.54	2.50	2.66	2.85	3.17
Dividend	0.00	0.01	0.06	0.10	0.11
Valuation (x)					
PER	11.55	27.85	6.35	7.38	6.73
Core PER	11.09	27.84	6.90	7.38	6.73
P/BV	1.00	1.01	0.96	0.89	0.80
EV/EBITDA	27.80	31.46	11.53	11.36	10.72
Dividend yield	0.2%	0.2%	2.4%	4.1%	4.5%

Corporate governance report of Thai listed companies 2019

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

KTBST: ความหมายของคำแนะนำ

“ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)

“ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)

“ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

KTBST's stock rating definition

BUY The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.

HOLD The stock's total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.

SELL The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

KTBST มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง KTBST ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ KTBST ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ KTBST ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

KTBST believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. KTBST analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.
- **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. KTBST's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.
- **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. KTBST conduct this analysis based on IOD's scores.

KTBST's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

KTBST provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ที่เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by KTB Securities (Thailand) PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.