

SEPTEMBER 16, 2021

Overview Unchanged

ชื่อ

แนวโน้ม: เป็นบวก

มูลค่าพื้นฐานปี 2022E: 3.77 บาท

ราคาปิด 2.80 บาท

ราคาหุ้นยังไม่สะท้อนโครงการโรงไฟฟ้าที่ลงทุน

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TSE โดยมีมูลค่าที่เหมาะสมปี 2022 ตามวิธี SOTP ที่ 3.77 บาทต่อหุ้น นอกจากราคาหุ้นปัจจุบันยังไม่ได้สะท้อนมูลค่าโครงการที่บริษัทอยู่ระหว่างการพัฒนาอีก 147 MW ที่ประเทศญี่ปุ่นแล้ว ราคาหุ้นยังมี Upside อีกมากจากแผนการลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานทางเลือกในอนาคตกำลังการผลิตรวมกันที่ 100 – 200 MW

กำไรสุทธิใน 2Q21 ลดลง จากขาดทุน FX

TSE รายงานผลการดำเนินงานใน 2Q21 เป็นกำไรสุทธิ 182 ล้านบาท ลดลง 25% YoY และ 10% QoQ โดยหลักมาจากผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX) ในขณะที่ช่วงเดียวกันของปีก่อนเป็นผลกำไร FX ส่วนกำไรสุทธิของไตรมาสที่ 221 ล้านบาท (ดีกว่าที่คาดการณ์) เพิ่มขึ้น 52% YoY และ 35% QoQ อันเป็นผลจากการลดลงของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่เป็นส่วนค่าที่ปรึกษาการซื้อโครงการ

ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-22E ขึ้น 16% และ 8% ตามลำดับ

เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2021E เพิ่มขึ้นจากเดิม 542 ล้านบาท เป็น 627 ล้านบาท หรือ เพิ่มขึ้น 16% เพื่อสะท้อนค่าใช้จ่ายการขายบริการที่ลดลง จากการลดค่าใช้จ่ายด้านที่ปรึกษาและส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในการร่วมค้าที่ดีกว่าที่คาด อันเป็นผลจากการปรับปรุงเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต ส่วนประมาณการกำไรสุทธิของปี 2022E ปรับเพิ่มขึ้น 8% จาก 616 ล้านบาท เป็น 667 ล้านบาท จากการปรับขึ้นของส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนฯ

Upside จากมูลค่าเพิ่มในโครงการอนาคต

นอกจากโครงการโรงไฟฟ้า Onikoube ขนาด 147 MW ที่กำลังอยู่ระหว่างการก่อสร้าง TSE ยังมีแผนการลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานทางเลือกในช่วง 5 ปีข้างหน้า ประกอบด้วยโครงการในประเทศ จำนวน 50 MW และโครงการต่างประเทศ จำนวน 50-100 MW ปัจจุบัน TSE อยู่ระหว่างการเจรจา 2-3 โครงการ คาดว่าจะได้ข้อสรุปในช่วง 2H21E

Financial Valuations

FY Ended 31 Dec	2018	2019	2020	2021E	2022E
Revenues (Bt mn)	561	1,349	1,530	1,553	1,835
Core Profit (Bt mn)	314	724	540	627	667
Net Profit	174	775	421	619	667
Core EPS (Bt)	0.16	0.33	0.26	0.30	0.32
Core EPS growth (%)	-25.8	104.3	-22.0	15.6	6.4
EPS (Bt)	0.09	0.40	0.20	0.29	0.32
EPS growth (%)	-58.9	349.5	-50.0	46.1	7.9
Dividend (Bt/share)	0.06	0.12	-	0.10	0.12
BV (Bt)	2.58	2.66	2.80	3.19	3.41
PER (X)	31.5	7.0	14.0	9.6	8.9
EV/EBITDA (X)	33.5	26.1	21.9	23.5	25.8
PBV (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
Dividend yield (%)	2.1	4.3	--	3.6	4.3
ROE (%)	6.5	13.7	9.3	9.8	9.5
Net gearing (%)	181.2	164.1	143.0	135.1	209.3

กำไรสุทธิใน 2Q21 ลดลง จากขาดทุน FX

บมจ. ไทยโซลาร์เอ็นเนอร์จี้ (TSE) รายงานผลการดำเนินงานใน 2Q21 มีกำไรสุทธิ 182 ล้านบาท ลดลง 24.9% YoY โดยมีปัจจัยหลักมาจากผลขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน (FX) จำนวน 34 ล้านบาท ในขณะที่ 2Q20 มีกำไร FX ราว 96 ล้านบาท หากไม่รวมรายการดังกล่าวบริษัทฯ จะมีกำไรจากการดำเนินงานปกติ 221 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 51.6% YoY และ 34.8% QoQ อันเป็นผลจากการลดลงของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารในส่วนค่าที่ปรึกษาในการซื้อโครงการใหม่ ส่วนรายได้จากการขายและบริการทรงตัวเมื่อเทียบกับไตรมาสเดียวกันของปีก่อน จากการลดลงของรายได้โครงการไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่น เนื่องจากผลกระทบจากหิมะที่ต่อเนื่องมาตั้งแต่ต้นปี 2021 แต่ก็ได้ชดเชยจากโครงการฯ ในประเทศที่ซื้อเข้ามาใหม่ ส่วนรายได้ที่เพิ่มขึ้น 12.9% QoQ มาจากการเริ่มรับรู้รายได้ฯ ของโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ลอยน้ำ ขนาด 8 MW ที่เริ่มจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบปลายเดือน พ.ค. ที่ผ่านมา โดยกำไรปกติใน 2Q21 ต่ำกว่าที่เรคาดการณ์ (179 ล้านบาท) ไว้มาก ส่วนกำไรปกติใน 1H21 อยู่ที่ 385 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 15.2% YoY มาจากการลดลงของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเป็นหลัก

Figure 1: TSE's quarterly earnings

Profit and Loss (Btmn)	YTD										
Year-end 31 Dec	2Q20	1Q21	2Q21	% YoY	% QoQ	6M21	% YoY	2020	2021E	% YoY	(% of 2Q21E)
Revenue	419	371	419	0.0	12.9	791	0.0	1,530	1,553	2.3	51%
Gross profit	161	102	161	-0.1	58.1	262	-13.9	527	501	3.4	52%
SG&A	(94)	(43)	(34)	-64.4	-21.6	(77)	-52.2	(305)	(222)	2.3	35%
EBITDA	171	165	236	37.4	42.4	401	17.1	658	716	-7.2	56%
Interest expenses	(93)	(84)	(83)	-10.5	-0.9	(167)	7.6	(341)	(335)	6.7	50%
Other income	2	2	4	99.7	113.5	6	-9.2	13	13	-	46%
Income tax	1	(0)	2	167.6	-977.9	2	nm.	(0)	4	nm.	50%
Other extraordinary items	(1)	(5)	(5)	703.9	1.7	(9)	-38.7	(20)	(18)	nm.	50%
Gn (Ls) from affiliates	170	187	171	0.9	-8.5	359	6.0	643	666	2.0	54%
Net profit (loss)	242	203	182	-24.9	-10.4	385	54.8	421	619	28.5	62%
Core profit (loss)	146	164	221	51.6	34.8	385	15.2	540	627	0.4	61%
Reported EPS (Bt)	0.11	0.08	0.10	-27.3	-20.0	0.18	59.3	0.20	0.29	27.0	62%
Gross margin (%)	38.8	27.4	38.3					35.6	40.8		
EBITDA margin (%)	46.1	44.5	56.2					43.0	46.1		
Net margin (%)	1.8	54.7	43.4					27.5	34.6		
Current ratio (x)	0.6	0.6	0.6					0.1	0.6		
Interest coverage (x)	1.3	0.7	1.6					0.7	0.9		
Debt / equity (x)	2.2	2.2	2.0					1.4	2.6		
BVPS (Bt)	2.8	2.8	3.0					3.0	3.2		
ROE (%)	11.3	10.1	8.9					9.3	9.9		

Sources: TSE and KTZ Research

คาดการณ์กำไรปกติ ใน 3Q21E ที่ 181 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 12% YoY แต่ลดลง 18% QoQ

เรคาดการณ์กำไรปกติของ TSE ใน 3Q21E ที่ 181 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 12% YoY แต่ลดลง 18% QoQ จากโครงการโรงไฟฟ้าที่ประเทศญี่ปุ่นที่คาดว่าจะกลับมาผลิตได้ตามปกติ หลังหมดช่วงฤดูหิมะ และการรับรู้รายได้จากโครงการโรงไฟฟ้า Floating Solar เต็มไตรมาส ในขณะที่ช่วงเดียวกันของปี 2020 ยังไม่มี ส่วนตัวเลขที่ลดลง QoQ มาจากปริมาณการผลิตไฟฟ้าของโครงการในประเทศที่ลดลงจากการเข้าสู่ช่วงฤดูฝนที่ปริมาณความเข้มของแสงอาทิตย์ลดลง

ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-22E ขึ้น 16% และ 8% ตามลำดับ

เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2021E เพิ่มขึ้นจากเดิม 542 ล้านบาท เป็น 627 ล้านบาท หรือ เพิ่มขึ้น 16% เพื่อสะท้อนค่าใช้จ่ายการขายบริการที่ลดลง และส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในการร่วมค้าที่ต่ำกว่าที่คาด อันเป็นผลจากการปรับปรุงเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต ส่วนประมาณการกำไรปกติของปี 2022E ปรับเพิ่มขึ้น 8% จาก 616 ล้านบาท เป็น 667 ล้านบาท จากการปรับขึ้นของส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนฯ

Figure 2: Changes in Projections and Key Assumptions

Fiscal year end December	New		Old		% Chg. from Old		Chg. In Key Assumptions
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	
Revenues	1,553	1,835	1,566	1,849	-0.8	-0.7	
Revenue growth (% +/- YoY)	1.5	18.2	2.3	18.1			
Gross profit margin (%)	40.8	43.8	40.2	46.0			
SG&A expenses to sale (%)	14.3	17.3	19.9	25.0			Lower advisory expenses
Core profit (Btmn)	627	667	542	616	15.7	8.3	Lower SG&A expenses and higher shared earnings from JVs

Sources: TSE and KTZ Research

Upside จากมูลค่าเพิ่มในโครงการอนาคต

นอกจากโครงการโรงไฟฟ้า Onikoube ขนาด 147 MW ที่กำลังอยู่ระหว่างการก่อสร้าง ซึ่งมีความคืบหน้าเป็น 31% (1H21) และคาดว่าจะคืบหน้าไป 61.5% ณ สิ้นปี 2021 และมีกำหนดขายไฟฟ้าเข้าระบบเชิงพาณิชย์ใน 4Q22 TSE ยังมีแผนการลงทุนในช่วง 5 ปีข้างหน้า ประกอบด้วยโครงการในประเทศ จำนวน 50 MW จากการเข้าซื้อโครงการใหม่ การลงทุนใน Private PPA กับบริษัทในไทย และการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าขยะ ส่วนโครงการต่างประเทศที่บริษัทฯ ตั้งเป้าไว้อยู่ที่กำลังการผลิตระหว่าง 50 – 100 MW ก็ยังเป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทางเลือก ทั้งที่ใช้พลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลม โดยเฉพาะที่ประเทศเวียดนาม ปัจจุบัน TSE อยู่ระหว่างการเจรจา 2-3 โครงการ คาดว่าจะได้ข้อสรุปในช่วง 2H21E Figure 3 แสดงการประเมินมูลค่าหุ้น TSE ด้วยวิธี Sum-of-the-Parts จากโครงการปัจจุบันและที่อยู่ระหว่างการพัฒนายังไม่รวมโครงการในอนาคตที่บริษัทฯ ตั้งเป้าไว้ระหว่าง 100–200 MW

Figure 3: การประเมินมูลค่าหุ้น TSE ด้วยวิธี Sum-of-the-Parts

Value of Power Plant Type	Btmm	%	Key Parameters	
PV Solar Farm - Thailand	5,037	22	Risk free rate	1.88%
Solar PV Rooftops	1,037	4	Risk Premium	16.20%
Biomass	3,056	13	Beta	1.03
PV Solar Farm - Japan	13,955	60	Cost of Equity	18.10%
Total Firm Value	23,085		Cost of Debt	4.00%
Net Debt	15,096		D/E Ratio	3.0:1
Total Equity Value	7,989		Tax rate	0.04%
Per Share (Bt)	3.77		WACC	8.0%

Sources: Bloomberg and KTZ Research

Financial Table

	2018	2019	2020	2021E	2022E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenues	561	1,349	1,530	1,553	1,835
Cost of sales and service	(435)	(911)	(1,003)	(1,052)	(1,173)
Gross profit	126	438	527	501	662
Other incomes	53	36	13	13	13
SG&A	(207)	(233)	(305)	(222)	(317)
EBITDA	443	582	658	716	816
Depreciation & amortization	(157)	(341)	(423)	(424)	(458)
EBIT	390	240	234	292	357
Interest expense	(57)	(147)	(341)	(335)	(353)
EBT	267	93	(106)	(42)	4
Corporate tax	(84)	(5)	(0)	4	(0)
Forex gain (loss)	0	(5)	(98)	10	-
Extra items	(296)	56	(20)	(18)	-
Equity shared earnings	610	660	643	666	663
Minority interests	(9)	(24)	3	(1)	-
Net profit	174	775	421	619	667
Reported EPS	0.09	0.40	0.20	0.29	0.32
Fully diluted EPS	0.09	0.40	0.20	0.29	0.32
Core net profit	314	724	540	627	667
Core EPS	0.16	0.33	0.26	0.30	0.32
Dividend (Bt)	0.06	0.12	--	0.10	0.12
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash and equivalents	561	644	883	747	357
PP&E-net	6,928	7,550	10,018	11,350	16,007
Other assets	6,299	6,679	5,849	8,218	14,108
Total assets	14,689	15,870	17,522	22,018	32,482
ST debt & current portion	2,587	1,793	2,723	2,258	2,830
Long-term debt	6,880	8,095	6,623	7,623	12,623
Total liabilities	9,775	10,238	13,257	15,259	25,268
Minority interests	144	4	2	4	4
Shareholder equity	4,915	5,632	5,919	6,758	7,214
Total liab. & shareholder equity	14,689	15,870	17,522	22,018	32,482
CASH FLOW (Btm)					
Net income	174	775	421	619	667
Depreciation & amortization	157	341	423	424	458
Change in working capital	(496)	103	(30)	(41)	(119)
FX, non-cash adjustment & others	447	(526)	(255)	(255)	(275)
Cash flow from operations	282	693	560	746	732
Capex (Invest)/Divest	(2,245)	(434)	(2,654)	(1,755)	(5,115)
Others	(3)	(331)	738	203	(440)
Cash flow from investing	(2,248)	(765)	(1,917)	(1,552)	(5,555)
Debt financing (repayment)	4,374	242	2,235	2,500	5,000
Equity financing	-	530	--	-	-
Dividend payment	(10)	(105)	(254)	-	(212)
Others	(98)	(447)	(323)	(330)	(356)
Cash flow from financing	2,102	220	1,658	670	4,432
Net change in cash	136	148	302	(136)	(391)
Free cash flow	(1,973)	587	(2,094)	(1,009)	(4,383)
FCF per share (Bt)	(1.02)	0.30	(0.76)	(0.36)	(1.58)
PROFITABILITY					
Revenue growth (%)	145.1	140.3	13.5	1.5	18.2
EBITDA growth (%)	3074.7	31.3	13.1	8.8	14.0
EPS growth (%)	-58.9	349.5	-50.0	46.1	7.9
Gross margin (%)	88.0	41.3	35.6	40.8	43.8
EBITDA margin (%)	78.9	43.1	43.0	39.0	37.0
Operating margin (%)	57.6	58.6	59.6	60.6	59.6
Net margin (%)	31.0	57.4	27.5	39.8	36.4
Core profit margin (%)	55.9	53.6	35.3	40.4	36.4
Effective tax rate (%)	31.3	5.4	-0.2	9.2	3.2
FINANCIAL QUALITY					
Total debt (Btm)	9,467	9,888	9,345	9,881	15,453
Net debt (Cash) (Btm)	8,906	9,244	8,462	9,133	15,096
Net debt to equity (%)	181.2	164.1	143.0	135.1	209.3
Interest coverage (x)	6.8	1.6	0.7	0.9	1.0

**KTZ**

บริษัทหลักทรัพย์ กรุงไทย ซีมิโก้ จำกัด

สำนักงานใหญ่

287 อาคารลิเบอร์ตีสแควร์ ชั้น 8,15,16,17 ต. สีลม เขตบางรัก กทม. 10500

โทรศัพท์: (02) 695-5000 โทรสาร: (02) 695-5173

KTZ Connect (02) 695-5555

WWW.KTZMICO.COM**สาขาหาดใหญ่**

200/301, 200/303

อาคารจุฬาสหบดีพลาซ่า ชั้น 3

ถนนนิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ. หาดใหญ่

จ. สงขลา 90110

โทรศัพท์: (074) 355-530-3

โทรสาร: (074) 355-534

สาขาอัมรินทร์

อาคารอัมรินทร์ทาวเวอร์ เลขที่ 496-502

ชั้น 22 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี

เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330

โทรศัพท์: (02) 018-6200

โทรสาร: (02) 018-6298 ,

(02) 018-6299

สาขาวิภาวดี

ชั้น G อาคารเล่าเป้งจัน 1 พื้นที่เลขที่ G7

เลขที่ 333 ซอยเฉยพ่วง ถนนวิภาวดีรังสิต

แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กทม. 10900

โทรศัพท์: (02) 013-8600

โทรสาร: (02) 618-8569

สาขาภูเก็ต

เลขที่ 22/61-63 ถนนหลวงพ่อวัดฉลอง

ต. ตลาดใหญ่ อ. เมืองภูเก็ต

จ. ภูเก็ต 83000

โทรศัพท์: (076) 222-811, (076) 222-683

โทรสาร: (076) 222-861

สาขาจะเข็งเทรา

เลขที่ 422 มหาวิทยาลัยราชภัฏราชนครินทร์

ถนนศรีโสธรตัดใหม่ ต.หน้าเมือง

อ.เมือง จ.จะเข็งเทรา 24000

โทรศัพท์: (038) 513-377

โทรสาร: (038) 513-384

สาขานครปฐม

โรงแรมริเวอร์ (อาคาร 3 ชั้น 2),

เลขที่ 1156 ถนนเพชรเกษม

ต. สนามจันทร์ อ.เมืองนครปฐม

จ. นครปฐม 73000

โทรศัพท์ : (034) 271-300

โทรสาร : (034) 156-600

สาขาโคราช

เลขที่ 624/9 ถนนช้างเผือก ต.ในเมือง

อ.เมือง จ.นครราชสีมา 30000

โทรศัพท์: 044-247-222

โทรสาร: 044-247-171

สาขาเชียงใหม่

422/49 ถนนช้างคลาน ต. ช้างคลาน

อ. เมือง จ. เชียงใหม่ 50100

โทรศัพท์: (053) 270-072

โทรสาร: (053) 272-618

สาขาชลบุรี

เลขที่ 170/11 ถนนพระยาสุริยง

ต.เสม็ด อ.เมืองชลบุรี จ.ชลบุรี 20000

โทรศัพท์: (038) 287-635

โทรสาร: (038) 287-637

สาขาพิกษา

อีซีพอยท์ 2 (Easy Point 2)

เลขที่ 392/65 หมู่ที่ 9 ต. หองปรือ

อ. บางละมุง จ. ชลบุรี 20150

โทรศัพท์: (038) 420-965

โทรสาร: (038) 420-968

สาขาขอนแก่น

ชั้น 5 โรงแรมเจริญธานีปรีนเซส

เลขที่ 260 ถนนศรีจันทร์ ต.ในเมือง

อ.เมือง จ.ขอนแก่น 40000

โทรศัพท์: (043) 043-900

โทรสาร: (043) 043-999