

JUNE 16, 2022

ซื้อ

Catalyst: Neutral

มูลค่าพื้นฐานปี 2022E: 3.04 บาท

ราคาปิด 2.16 บาท

มี Upside Risk จากการทำ M&A

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TSE โดยมีมูลค่าที่เหมาะสมปี 2022 ตามวิธี SOTP ที่ 3.04 บาท ซึ่งสะท้อนมูลค่าโครงการโรงไฟฟ้าที่บริษัทดำเนินการอยู่ปัจจุบันทั้งที่กำลังผลิตและอยู่ระหว่างการก่อสร้างที่มี PPAs รวม 278 MW ทั้งนี้ราคาหุ้นยังมี Upside จากแผนการลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานทางเลือกในอนาคตกำลังการผลิตรวมกันที่ 100 – 200 MW

กำไรสุทธิ 1Q22 เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยจากการขายเงินลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าที่ประเทศญี่ปุ่น

TSE รายงานผลการดำเนินงาน 1Q22 เป็นกำไรสุทธิ 339 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 67% YoY และเทียบกับขาดทุนสุทธิ 101 ล้านบาท ใน 4Q21 เนื่องจากบริษัทฯ รับรู้กำไรจากการขายเงินลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าที่ประเทศญี่ปุ่นจำนวน 234 ล้านบาท ส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติอยู่ที่ 124 ล้านบาท ลดลง 24% YoY (แต่ดีขึ้นอย่างมีนัยจาก 25 ล้านบาท ใน 4Q21) ต่ำกว่าที่เราคาด 33% โดยมาจากค่าใช้จ่ายการขายและบริหารที่เพิ่มขึ้น 81% YoY เนื่องจากมีค่าที่ปรึกษาการขายโครงการโรงไฟฟ้า

คาดการณ์กำไรปกติ 2Q22 ที่ 169 ล้านบาท ลดลง 22% YoY

เราคาดการณ์กำไรปกติ 2Q22 ที่ 169 ล้านบาท ลดลง 22% YoY แต่เพิ่มขึ้น 37% QoQ เนื่องจากรายได้ที่หายไปหลังการขายเงินลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าที่ญี่ปุ่น 7 โรงเป็น PPA รวม 21.7 MW ส่วนกำไรปกติฯ ที่เพิ่มขึ้น QoQ เป็นผลจากการลดลงของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่รวมค่าที่ปรึกษาการขายโรงไฟฟ้าใน 1Q22

ปรับประมาณการกำไรปกติปี 2022 ลดลงจากเดิม 10%


เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2022 เพิ่มขึ้น 31% จากเดิม 529 ล้านบาท เป็น 694 ล้านบาท เพื่อสะท้อนกำไรจากการขายเงินลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าที่ญี่ปุ่นและค่าใช้จ่าย SG&A ที่เพิ่มขึ้น แต่ยังคงประมาณการกำไรปกติปี 2023 ที่ 728 ล้านบาท จากการรับรู้ผลการดำเนินงานเต็มปีของโครงการโรงไฟฟ้า Onikoube ที่ประเทศญี่ปุ่น ส่วนประมาณกำไรจากการดำเนินงานปกติปี 2022 ปรับลดลง 10% จาก 529 ล้านบาท เป็น 479 ล้านบาท จากผลกระทบค่าใช้จ่าย SG&A ที่เพิ่มขึ้น

Financial Valuations

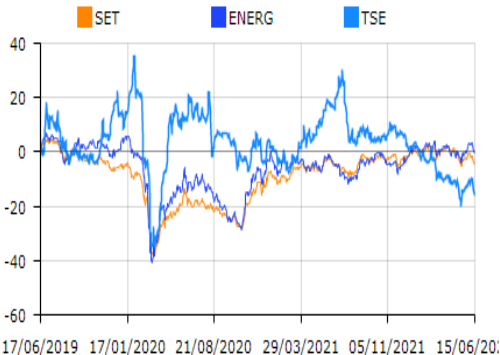
FY Ended Dec	2019	2020	2021	2022E	2023E
Revenues (Bt mn)	561	1,349	1,530	1,524	1,540
Core Profit (Bt mn)	314	724	523	560	479
Net Profit	174	775	421	493	694
Core EPS (Bt)	0.16	0.33	0.25	0.26	0.23
Core EPS growth (%)	-25.84	104.29	-24.44	5.46	-13.47
EPS (Bt)	0.09	0.40	0.20	0.23	0.33
EPS growth (%)	-58.91	349.48	-50.00	15.00	42.47
Dividend (Bt/share)	0.06	0.12	0.05	0.08	0.08
BV (Bt)	2.58	2.66	2.80	3.00	3.29
PER (X)	24.27	5.40	10.80	9.39	6.59
EV/EBITDA (X)	30.42	23.75	20.34	23.59	38.36
PBV (x)	0.84	0.81	0.77	0.72	0.66
Dividend yield (%)	2.78	5.56	2.31	3.47	3.70
ROE (%)	6.48	13.72	9.05	9.13	7.19
Net gearing (%)	181.21	164.13	142.96	186.19	213.30

	FY22	FY23
Consensus EPS (Bt)	0.35	0.39
KTX vs. consensus	-5.7%	-12.8%

Share data

Reuters / Bloomberg	TSE.BK/TSE TB
Paid-up Shares (m)	2,117.72
Par (Bt)	1.00
Market cap (Btbn/USDm)	5.00/131.00
Foreign limit/actual (%)	49.00/33.53
52-week High/Low (Bt)	3.70/2.04
Avg. daily T/O (shares 000)	4,121.00
NVDR (%)	0.76
Estimated free float (%)	45.31
Beta	0.98
URL	www.thaisolarenergy.com
CGR	
Anti-corruption	n.a.

Price Performance



17/06/2019 17/01/2020 21/08/2020 29/03/2021 05/11/2021 15/06/2021

Source: SET Smart

Note: Krungthai XSpring เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ TSE

ธีรภัทร เมธานูเคราะห์, no. 17619

terapatrm@krungthaixspring.com

02-624-6248

กำไรสุทธิ 1Q22 เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยจากกำไรการขายเงินลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าที่ประเทศญี่ปุ่น

บมจ. ไทยโซลาร์เอ็นเนอร์จี้ (TSE) รายงานผลการดำเนินงาน 1Q22 มีกำไรสุทธิ 339 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 67% YoY และเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยเมื่อเทียบกับผลขาดทุนสุทธิ 101 ล้านบาท ใน 4Q21 (จากการบันทึกด้วยค่าของสินทรัพย์โครงการโรงไฟฟ้าพลังความร้อนจากแสงอาทิตย์ในระบบรวมแสง ขนาด 4.5 MW เพิ่มเติมอีก 155 ล้านบาท) ทั้งนี้กำไรสุทธิของ TSE ที่ดีขึ้นอย่างมีนัยมาจากการบันทึกกำไรการขายเงินลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Hanamizuki (IH1) ที่ประเทศญี่ปุ่นขนาด 18.1 เมกะวัตต์ (MW) จำนวน 234 ล้านบาท หากไม่รวมรายการดังกล่าวและผลขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่ได้เกิดขึ้นจริง 19 ล้านบาท TSE จะมีกำไรจากการดำเนินงานปกติ 124 ล้านบาท ลดลง 24% YoY แต่เพิ่มขึ้นก้าวกระโดดจาก 25 ล้านบาท ใน 4Q21 ทั้งนี้กำไรปกติฯ ดังกล่าวต่ำกว่าที่เราประมาณการไว้ 33% เนื่องจาก 1) บริษัทฯ รับรู้รายได้ของโครงการ IH1 ใน 1Q22 เพียง 2 เดือน จากที่เราคาดว่าบริษัทฯ จะรับรู้เต็มไตรมาส และ 2) การบันทึกรายการค่าที่ปรึกษาการขายโครงการ IH1 ส่งผลให้ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) สูงกว่าไตรมาสเดียวกันของปีก่อนถึง 81%

Figure 1: TSE's quarterly earnings

Profit and Loss (Btmn)	YTD								
Year-end 31 Dec	1Q21	4Q21	1Q22	% YoY	% QoQ	2021	2022E	% YoY	(% of 2Q22E)
Revenue	371	319	335	-9.7	5.0	1,524	1,540	1.1	21.8
Gross profit	102	43	104	2.1	142.3	449	344	-23.4	30.2
SG&A	(43)	(60)	(78)	81.1	30.6	(194)	(216)	11.4	36.0
EBITDA	165	90	118	-28.9	30.6	695	507	-27.1	23.2
Interest expenses	(84)	(87)	(78)	-6.9	-9.5	(338)	(274)	-19.1	28.6
Other income	2	3	2	-5.3	-30.3	10	12	24.5	15.2
Income tax	(0)	(5)	(3)	n.m.	-34.5	(9)	4	n.m.	n.m.
Other extraordinary items	(5)	(86)	234	n.m.	n.m.	10	234	n.m.	100
Gn (Ls) from affiliates	187	130	177	-5.3	36.6	643	609	-5.3	29.1
Net profit (loss)	203	(101)	339	66.8	n.m.	493	694	40.8	48.9
Core profit (loss)	164	25	124	-24.4	404.2	560	479	-14.5	25.8
Reported EPS (Bt)	0.10	0.01	0.16	-27.5	380.5	0.26	0.33	-13.5	25.8
Gross margin (%)	27.4	13.4	30.9			38.1	27.6		
EBITDA margin (%)	44.5	28.2	35.1			45.6	32.9		
Net margin (%)	54.7	-31.6	101.1			32.3	45.0		
Current ratio (x)	0.6	0.5	0.6			0.5	0.5		
Interest coverage (x)	0.7	-0.2	0.4			0.8	0.5		
Debt / equity (x)	2.2	2.0	1.8			2.0	2.3		
BVPS (Bt)	2.8	3.0	3.01			3.0	3.3		
ROE (%)	10.1	9.1	7.3			9.1	7.2		

Sources: TSE and KTX Research

คาดการณ์กำไรปกติ 2Q22 ที่ 169 ล้านบาท ลดลง 22% YoY

เราคาดการณ์กำไรปกติ 2Q22 ที่ 169 ล้านบาท ลดลง 22% YoY แต่เพิ่มขึ้น 37% QoQ ทั้งนี้การลดลง YoY ของกำไรปกติฯ 2Q22 มาจากรายได้จากการขายไฟฟ้าที่หายไปหลังการขายเงินลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าที่ประเทศญี่ปุ่นจำนวน 7 โรง รวมกำลังการผลิตตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) 21.7 MW ที่มีการขายใน 3Q21 และ 1Q22 ส่วนกำไรปกติฯ ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น QoQ มาจากการลดลงของค่าใช้จ่ายการขายและบริหารที่ใน 1Q22 ได้รวมค่าที่ปรึกษาการขายโครงการโรงไฟฟ้า

ปรับประมาณการกำไรปกติปี 2022 ลดลงจากเดิม 10%

เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2022 เพิ่มขึ้น 31% จากเดิม 529 ล้านบาท เป็น 694 ล้านบาทเพื่อสะท้อนกำไรจากการขายเงินลงทุน IH1 และค่าใช้จ่าย SG&A ที่เพิ่มขึ้นจากค่าที่ปรึกษาการขายโครงการ IH1 แต่ยังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2023 ที่ 728 ล้านบาทจากการกลับมาเติบโตของกำไรสุทธิที่มาจากโครงการโรงไฟฟ้า Onikoube ซึ่งจะเริ่มจ่ายไฟฟ้าในช่วง 4Q22 ส่วนประมาณการกำไรจากการดำเนินงานปกติปี 2022 ปรับลดลง 10% จาก 529 ล้านบาท เป็น 479 ล้านบาท จากผลกระทบค่าใช้จ่ายที่ปรึกษาการขายโครงการ IH1 ทั้งนี้ประมาณการกำไรปกติปี 2022 ของ TSE อาจเปลี่ยนแปลงจากที่เราคาดไว้เนื่องจากการรับรู้ผลการดำเนินงานของโครงการโรงไฟฟ้าที่บริษัทฯ เตรียมซื้อเข้ามาตามแผนการลงทุนในอนาคต

Figure 2: Changes in Projections and Key Assumptions

Fiscal year end December	New 2022E	Old 2022E	% Chg. 2022E	Chg. In Key Assumptions
Revenues	1,540	1,540	0.0	
Revenue growth (% +/- YoY)	1.1	1.1		
Gross profit margin (%)	27.6	30.3		
SG&A expenses to sale (%)	14.0	12.7		Impact from professional fee related to disposal of solar farm project.
Core profit (Btmn)	479	529	-9.5	Same as above.

Sources: TSE and KTX Research

มูลค่าที่เหมาะสมยังมี Upside จากโครงการอนาคต

เรายังคงมูลค่าที่เหมาะสมปี 2022 ของ TSE ตามวิธี Sum-of-the-Parts ที่ 3.04 บาท สะท้อนมูลค่าโครงการโรงไฟฟ้าในประเทศที่ดำเนินการผลิตไปแล้วรวมกำลังการผลิตตาม PPA จำนวน 145.2 MW และโครงการโรงไฟฟ้า Onikoube ที่ประเทศญี่ปุ่นขนาด 133 MW ที่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง และมีกำหนดขายไฟฟ้าเข้าระบบเชิงพาณิชย์ใน 4Q22 ทั้งนี้ TSE ยังมี upside risk จากแผนการลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าในอนาคตในช่วง 5 ปีข้างหน้าประกอบด้วยโครงการในประเทศจำนวน 50 MW จากการเข้าซื้อโครงการใหม่ การลงทุนใน Private PPA กับบริษัทในไทย และการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าระยะ ส่วนโครงการต่างประเทศที่บริษัทฯ ตั้งเป้าไว้อยู่ที่กำลังการผลิตระหว่าง 50 – 100 MW ก็ยังเป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทางเลือกทั้งที่ใช้พลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลม 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	Btmn	%	Key Parameters	
PV Solar Farm - Thailand	4,903	23	Risk free rate	2.37%
Solar PV Rooftops	1,005	5	Risk Premium	14.56%
Biomass	2,029	10	Beta	1.1
PV Solar Farm - Japan	13,364	63	Cost of Equity	18.40%
Total Firm Value	21,301		Cost of Debt	4.50%
Net Debt	14,865		D/E Ratio	2.6:1
Total Equity Value	6,436		Tax rate	0.04%
Per Share (Bt)	3.04		WACC	8.5%

Sources: Bloomberg and KTX Research

Financial Table

PROFIT & LOSS (Btm)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Revenues	1,349	1,530	1,524	1,540	3,496
Cost of sales and service	(911)	(1,023)	(1,075)	(1,197)	(2,954)
Gross profit	438	507	449	344	542
Other incomes	36	12	10	12	10
SG&A	(233)	(302)	(194)	(216)	(227)
EBITDA	582	641	695	507	1,095
Depreciation & amortization	(341)	(423)	(431)	(367)	(771)
EBIT	240	217	264	140	324
Interest expense	(147)	(341)	(338)	(274)	(198)
EBT	93	(123)	(74)	(134)	126
Corporate tax	(5)	(0)	(9)	4	(4)
Forex gain (loss)	(5)	(98)	(78)	(19)	-
Extra items	56	(3)	10	234	-
Equity shared earnings	660	643	643	609	606
Minority interests	(24)	3	(0)	-	-
Net profit	775	421	493	694	728
Reported EPS	0.40	0.20	0.23	0.33	0.34
Fully diluted EPS	0.40	0.20	0.23	0.33	0.34
Core net profit	724	523	560	479	728
Core EPS	0.33	0.25	0.26	0.23	0.34
Dividend (Bt)	0.12	0.05	0.08	0.08	0.10
BALANCE SHEET (Btm)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Cash and equivalents	644	883	849	887	721
PP&E-net	7,550	10,018	10,463	15,164	16,369
Other assets	6,679	5,849	7,494	7,945	3,908
Total assets	15,870	17,522	19,707	25,791	25,038
ST debt & current portion	1,793	2,723	3,179	2,830	2,830
Long-term debt	8,095	6,623	9,492	13,492	12,492
Total liabilities	10,238	13,257	13,358	18,987	17,579
Minority interests	4	2	-	-	-
Shareholder equity	5,632	5,919	6,349	6,805	7,459
Total liab. & shareholder equity	15,870	17,522	19,707	25,791	25,038
CASH FLOW (Btm)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Net income	775	421	493	694	728
Depreciation & amortization	341	423	431	367	771
Change in working capital	103	(30)	(9)	(104)	(57)
FX, non-cash adjustment & others	(526)	(255)	(376)	(530)	(556)
Cash flow from operations	693	560	538	427	887
Capex (Invest)/Divest	(434)	(2,654)	(1,788)	(3,803)	(434)
Others	(331)	738	899	408	818
Cash flow from investing	(765)	(1,917)	(888)	(3,395)	384
Debt financing (repayment)	242	2,235	885	3,469	(1,000)
Equity financing	530	--	--	--	--
Dividend payment	(105)	(254)	(191)	(74)	(74)
Others	(447)	(323)	(377)	(350)	(363)
Cash flow from financing	220	1,658	318	3,045	(1,438)
Net change in cash	148	302	(33)	77	(167)
Free cash flow	587	(2,094)	(1,250)	(3,376)	453
FCF per share (Bt)	0.30	(0.76)	(0.45)	(1.22)	0.16
PROFITABILITY	2019	2020	2021	2022E	2023E
Revenue growth (%)	140.3	13.5	-0.4	1.1	127.0
EBITDA growth (%)	31.3	13.1	8.5	-27.1	116.1
EPS growth (%)	349.5	-50.0	15.0	42.5	4.9
Gross margin (%)	41.3	35.6	38.1	27.6	29.6
EBITDA margin (%)	43.1	43.0	45.6	32.9	31.3
Operating margin (%)	58.6	59.6	17.4	9.1	9.3
Net margin (%)	57.4	27.5	32.3	45.0	20.8
Core profit margin (%)	53.6	35.3	36.8	31.1	20.8
Effective tax rate (%)	5.4	-0.2	-11.7	3.2	3.2
FINANCIAL QUALITY	2019	2020	2021	2022E	2023E
Total debt (Btm)	9,888	9,345	12,671	15,791	14,791
Net debt (Cash) (Btm)	9,244	8,462	11,822	14,865	14,031
Net debt to equity (%)	164.1	143.0	186.2	213.3	184.1
Interest coverage (x)	1.6	0.6	0.8	0.5	1.6

หมายเหตุ:

Krungthai XSpring มีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็น ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) (KTB) และ บมจ. เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล (XPG) ลูกค้าโปรดใช้วิจารณญาณในการตัดสินใจก่อนการลงทุนในหลักทรัพย์ KTB และ XPG

มีกรรมการของบริษัทเป็นกรรมการใน VNG, SVH, PACE, MAJOR, KBS, XPG, NVD, KTC, IVL, SAWAD, CI

มีผู้บริหารของบริษัทเป็นกรรมการใน NFC

เป็นที่ปรึกษาทางการเงินใน XPG, TSE, STOWER, NVD, THCOM, BTS, AHC

Disclaimer

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่พิจารณาแล้วมีความน่าเชื่อถือ 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**การประเมินมูลค่าหุ้น**

การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของหุ้นในรายงานฉบับนี้ คำนวณจากประมาณการผลการดำเนินงานของบริษัทในรอบระยะเวลา 12 เดือนข้างหน้า เทียบกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ อ้างอิงจาก Capital Asset Pricing Model (CAPM)

คำแนะนำการลงทุน

คำแนะนำการลงทุน จะพิจารณาจากมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานและการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในระยะสั้น สำหรับการประเมินมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานนั้น เราพิจารณาทั้งมูลค่าเหมาะสมในปัจจุบัน ดังที่ได้กล่าวไปแล้วข้างต้น และมูลค่าเหมาะสมระยะ 24 เดือนข้างหน้า เพื่อให้สะท้อนแนวโน้มผลการดำเนินงานในอนาคต เราจะกำหนดคะแนนในช่วงระหว่าง -5 ถึง +5 ในแต่ละเกณฑ์โดยประเมินเทียบกับเกณฑ์อ้างอิงที่กำหนด รวมผลคะแนนทั้งสามเกณฑ์เข้าด้วยกัน เพื่อนำคะแนนดังกล่าวเป็นตัวกำหนดคำแนะนำการลงทุนในหุ้นนั้น

คำแนะนำของกลุ่มอุตสาหกรรม

มากกว่าตลาด: คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดอย่างน้อย 10% ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

เท่ากับตลาด: คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนใกล้เคียงกับตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

ต่ำกว่าตลาด: คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า