



### พื้นฐานแข็งแกร่ง แต่ราคาสูงเกิน Fair value

โครงการลงทุนยังเป็นไปตามแผนเดิม ขณะที่ราคาหุ้นเกินปัจจัยพื้นฐานไปมาก อีกทั้งการจ่ายหุ้นปันผลพร้อมออก warrant SSP-W1 และ SSP-W2 ซึ่งจำนวนหุ้นเพิ่มขึ้นอีก 48.5% จากเดิม ทำให้ทยอยเกิด dilution effect จากนี้ ไปจนถึงปี 2568 ช่วงสั้นจึงปรับลดคำแนะนำเป็น "Switch"

### มองหาโครงการใหม่ชดเชยรายได้ Adder ที่จะหมดในปี 2568

จากการประชุมนักวิเคราะห์ ผู้บริหาร SSP ได้ให้ความมั่นใจในโครงการ WIND#2 กำลังการผลิต 38.4 MWe ที่ในขณะนี้อยู่ระหว่างรอเซ็นสัญญาอนุมัติกับทางรัฐบาลเวียดนาม ใน 2Q64 ส่วนแผนการลงทุนระยะสั้นในปี 2564 มองลงทุน M&A ในธุรกิจ Biomass ไว้ราว 1-2 โครงการ เพื่อช่วยขยายฐานกำไร และกระจายน้ำหนักการลงทุนของ portfolio และแผนในระยะยาว ยังคงเดินหน้าหาโครงการใหม่ๆ เข้ามาเป็นส่วนช่วยชดเชยรายได้ จาก adder ค่าไฟโครงการ SPN กำลังการผลิต 40.0 MWe ที่จะหมดลงในปี 2568 และช่วยต่อยอดฐานกำไรสู่เป้าหมายที่ตั้งไว้ให้ได้ 400 MWe จาก 145.1 MWe ในปัจจุบัน

### คาดการณ์ 1Q64 เพิ่มขึ้น QoQ ภาพทั้งปี 64 เติบโตจากโครงการใหม่

คาดการณ์กำไร 1Q64 จะฟื้นตัวกลับมาตามค่าความเข้มแสงที่เพิ่มขึ้นตามช่วงฤดูกาลทั้งในไทย และต่างประเทศ โดยภาพรวมทั้งปี 2564 คาดจะเติบโตขึ้นราว 22.1% มาอยู่ที่ 841.2 ล้านบาท จากโครงการใหม่ที่รอทยอย COD ตามแผนในปี 2564 63.0 MWe

### จ่ายหุ้นปันผลปี 2563 พร้อมออก SSP-W1/W2 ทยอยเกิด Dilution

ประเมิน FV ใหม่ ปี 2564 เท่ากับ 15.0 บาท/หุ้น (รวมมูลค่าโครงการ WIND#2) (และจะเหลือ 12.40 บาท/หุ้น หลังประกาศ XD และ XW โดย 1) ประกาศจ่ายปันผลปี 63 ที่ 0.01 บาท/หุ้น และหุ้นปันผลอัตรา 10 หุ้นเดิมต่อ 1 หุ้นปันผล 2) ออก SSP-W1 และ 3) ออก SSP-W2 ซึ่งหลังจากจ่ายหุ้นปันผลและออก SSP-W1/W2 จะทำให้จำนวนหุ้นเพิ่มขึ้น 48.5% จากเดิม มาอยู่ที่ 1.4 พันล้านหุ้น ช่วงสั้นจากราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นแรง และ Dilution effect ที่ทยอยเกิดขึ้น จึงลดคำแนะนำเป็น "Switch"

### ประมาณการตัวเลวสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563	2564F	2565F	2566F
รายได้	1,486	1,935	2,406	3,060	3,171
กำไรสุทธิ	546	736	841	1,045	1,096
กำไรปกติ	546	689	841	1,045	1,096
EPS (บาท)	0.59	0.80	0.75	0.94	0.98
PER (เท่า)	28.56	21.16	22.41	18.05	17.20
PBV (เท่า)	3.90	3.43	2.44	2.63	2.36
Dividend Yield (%)	1.3%	0.1%	1.3%	1.7%	1.7%
ROE (%)	17.2%	15.4%	15.4%	14.5%	10.9%
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	922	922	1,116	1,116	1,116

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# SSP

แนะนำ:

Switch



ราคาปัจจุบัน (บาท) 16.90

ราคาเป้าหมาย 15.00

(ก่อน XD/XW1) (บาท)

ราคาเป้าหมาย 12.40

(หลัง XD/XW) (บาท)

Upside (%) -11.2%

Dividend Yield (%) 1.3%

Total Return (%) -9.9%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท) 15,582

### Technical Chart



### RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ณัฐรัตน์ กิตติคำพลรัตน์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

ธัญญา อุดม

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

## มองหาโครงการใหม่ชดเชยรายได้ Adder ที่จะหมดในปี 2568

จากการประชุมนักวิเคราะห์ ผู้บริหาร SSP ได้ให้ความมั่นใจในโครงการ WIND#2 กำลังการผลิตตามสัดส่วนผู้ถือหุ้น 80.0% ที่ 38.4 MWe ซึ่งในขณะนี้อยู่ในแผน PDP ของเวียดนามเรียบร้อยแล้ว และอยู่ระหว่างรอเซ็นสัญญาอนุวัติกับทางภาครัฐโดยน่าจะ สามารถเซ็นสัญญาได้แล้วเสร็จตามแผนเดิมใน 2Q64 และจะเริ่มก่อสร้างและคาด COD ได้ในปี 2565 ดังที่ได้แจ้งไว้ก่อนหน้านี้ ทำให้ฝ่ายวิจัยได้นำโครงการดังกล่าวมารวมไว้ใน ประเมินการ ส่งผลให้มูลค่าพื้นฐานของ SSP เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 15.0 บาทต่อหุ้น จากเดิม 13.05 บาทต่อหุ้น ดังที่ได้เคยนำเสนอไว้ก่อนหน้านี้ (ก่อนจ่ายหุ้นปันผล และ warrant)

สำหรับแผนระยะสั้นในปี 2564 โครงการต่างๆในมือ กำลังการผลิตรวม 63.0 MWe ได้แก่ 1) โครงการ Solar rooftop#2 ประเทศอินโดนีเซีย 5.5 MWe 2) โครงการ LEO1 ประเทศ ญี่ปุ่น 20.0 MWe และ 3) โครงการ Wind#1 ประเทศเวียดนาม 38.4 MWe มีความคืบหน้า ในการก่อสร้าง และเตรียมทยอย COD ตามแผนได้ในปีนี้ นอกจากนี้ยังคาดว่าจะมีการเข้า ลงทุน M&A อีกราว 1-2 โครงการ โดยคาดว่าจะมีโรงไฟฟ้า Biomass ขนาดเล็ก โครงการ ละ 9 MWe ซึ่งคาดว่าจะมีรายละเอียดเพิ่มเติมได้ภายใน 2Q64 นี้

ส่วนแผนระยะยาว คาดจะมี M&A เข้ามาอย่างต่อเนื่องเพื่อจะเป็นส่วนช่วยชดเชยรายได้ จาก adder ค่าไฟ ของโครงการ solar SPN กำลังการผลิตตามสัดส่วนผู้ถือหุ้น 100% ที่ 40 MWe ที่จะหมดลงในปี 2568 และช่วยต่อยอดฐานกำไรสู่เป้าหมายที่ตั้งไว้ให้ได้ 400 MWe ในปี 2568 เช่นกัน โดยการลงทุนในต่างประเทศจะมุ่งเน้นไปยังธุรกิจโรงไฟฟ้า พลังงานลมในประเทศเวียดนาม และโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ประเทศอินโดนีเซียเป็น หลัก และสำหรับในประเทศไทยจะยังคงเน้นการลงทุนไปยังโครงการ Solar rooftop และ ขยายธุรกิจไปยังธุรกิจ Biomass เพื่อช่วยขยายฐานกำไร และเป็นส่วนช่วยกระจายน้ำหนัก การลงทุนของ portfolio

ทั้งนี้ SSP จะจัดหาแหล่งเงินทุนจากการเพิ่มทุนจดทะเบียน โดยจะออกไปสำคัญแสดง สิทธิ SSP-W1 และ SSP-W2 ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทตามสัดส่วนการถือหุ้น (RO) เพื่อ ใช้ในการรองรับการเข้าลงทุนดังกล่าว และโครงการใหม่ๆในอนาคต

## 4Q63 กังกำไรสุทธิ และกำไรปกติ ลดลง QoQ ตามฤดูกาล

SSP รายงานกำไรสุทธิ งวด 4Q63 เท่ากับ 141.8 ล้านบาท ลดลง 37.7%qoq และต่ำกว่า ที่คาดการณ์ไว้เล็กน้อย

โดยกำไรสุทธิที่ลดลง หลักๆเป็นผลมาจากกำไรจากการดำเนินงานปกติที่ลดลง 44.0%qoq มาอยู่ที่ 112.8 ล้านบาท โดยรายได้จากการขายไฟฟ้าปรับตัวลดลง 19.4%qoq มาอยู่ที่ 426.9 ล้านบาท เนื่องจากค่าความเข้มแสงปรับตัวลดลงตามช่วงฤดู การ ทำให้โรงไฟฟ้า solar ทั้งในประเทศไทย และต่างประเทศผลิตกระแสไฟฟ้าได้น้อยลง โดยอัตรากำไรขั้นต้นของรายได้จากการขายไฟ (GPM) ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 59.4% จาก 62.7% ในงวด 3Q63 ประกอบกับรายได้จากการขายสินค้า และการก่อสร้าง อยู่ที่ 3.5

ล้านบาท ลดลงจากงวดก่อนหน้าที่บันทึกไว้ที่ 11.5 ล้านบาท นอกจากนี้ยังมีค่าใช้จ่าย SG&A ที่ปรับตัวขึ้นเล็กน้อย 6.0%qoq มาอยู่ที่ 58.4 ล้านบาท จากค่าใช้จ่ายพนักงานในช่วงปลายปี

สำหรับรายการพิเศษในงวดนี้มีการบันทึกเป็นกำไรจาก Fx. 28.9 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 11.2%qoq ซึ่งเป็นส่วนช่วยหนุนกำไรสุทธิไว้ได้บางส่วน

โดยรวมแล้วกำไรสุทธิและกำไรปกติทั้งปี 2563 เท่ากับ 736.3 ล้านบาท และ 689.1 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 34.9%yoy และ 26.3%yoy ตามลำดับ

## คาดการณ์ 1Q64 เพิ่มขึ้น QoQ ภาพทั้งปี 64 เติบโตจากโครงการใหม่

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ทิศทางกำไรปกติ 1Q64 จะฟื้นตัวกลับมาตามค่าความเข้มแสงที่เพิ่มขึ้นจากงวด 4Q63 จากการเริ่มเข้าสู่ช่วงฤดูกลาง solar ทั้งในประเทศไทย และในต่างประเทศ ประกอบกับค่าใช้จ่าย SG&A ที่คาดว่าจะปรับตัวลดลงเล็กน้อย เนื่องจากไม่มีค่าใช้จ่ายพนักงานในช่วงปลายปี

สำหรับภาพรวมกำไรปกติ ปี 2564 คาดจะเติบโตขึ้นราว 22.1% มาอยู่ที่ 841.2 ล้านบาท หนุนจากการรับรู้รายได้จากโครงการ Yamakaya 27.0 MWe ได้เต็มปี พร้อมรับรู้โครงการใหม่ที่เตรียมทยอย COD ในปี 2564 รวม 63.9 MWe ซึ่งประกอบด้วย 1) โครงการ Solar rooftop#2 ประเทศอินโดนีเซีย 5.5 MWe 2) โครงการ LEO1 ประเทศญี่ปุ่น 20.0 MWe และ 3) โครงการ Wind#1 ประเทศเวียดนาม 38.4 MWe นอกจากนี้โครงการ Wind#2 ประเทศเวียดนาม 38.4 MWe คาดจะสามารถเซ็นสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับทางรัฐบาลเวียดนามได้ตามแผนในช่วง 2Q64 ซึ่ง

## จ่ายหุ้นปันผล พร้อมออก SSP-W1/W2 ส่งผลให้จำนวนหุ้นเพิ่ม 48.5% จากเดิม

SSP มีมติเสนอต่อที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2564 ในการเพิ่มทุนจดทะเบียน 447.2 ล้านหุ้น มูลค่าหุ้นละ 1.0 บาท เพื่อใช้ในการรองรับ

1) การจ่ายหุ้นปันผลในอัตราส่วน ผู้ถือหุ้นเดิม:หุ้นปันผล ที่ 10:1 จำนวนไม่เกิน 922.0 ล้านหุ้น

2) การใช้สิทธิใบสำคัญแสดงสิทธิ SSP-W1 ในอัตรา 10:1 ที่ราคาใช้สิทธิ 12 บาท/หุ้น อายุ 8 เดือน จำนวนไม่เกิน 101.4 ล้านหุ้น

3) การใช้สิทธิใบสำคัญแสดงสิทธิ SSP-W2 ในอัตรา 4:1 ที่ราคาใช้สิทธิในช่วง 18-24 บาท/หุ้น อายุ 3 ปี 11 เดือน จำนวนไม่เกิน 253.6 ล้านหุ้น

สำหรับรายละเอียดเพิ่มเติม เป็นไปตามตารางดังนี้

รายละเอียดการจ่ายหุ้นปันผล SSP-W1 และ SSP-W2

	RO		
	หุ้นปันผล	SSP-W1	SSP-W2
ราคาเสนอขาย/หน่วย (บาท)		0	0
หุ้นที่ออกเพื่อรองรับ (ล้านหุ้น)	92.2	101.42	253.55
Par (บาท)		1	1
วิธีการจัดสรร(หุ้นเดิม:หน่วย warrant)	10:1	10:1	4:1
อายุ		8 เดือน	3 ปี 11 เดือน
Record Date	15-พ.ค.-64	15-มิ.ย.-64	15-มิ.ย.-64
วันที่ออก warrant		22-มิ.ย.-64	22-มิ.ย.-64
อัตราใช้สิทธิ์ (หน่วย:หุ้น)		1:1	1:1
ราคาใช้สิทธิ์ (บาท/หุ้น)		12	18-24
วันกำหนดการใช้สิทธิ์		วันทำการสุดท้ายของเดือน พ.ย.,ก.พ., และ พ.ค. ของแต่ละปีปฏิทิน	วันทำการสุดท้ายของเดือน ก.พ., พ.ค., ส.ค., และ พ.ย. ของแต่ละปีปฏิทิน
วันใช้สิทธิ์ครั้งแรก		30-พ.ย.-64	28-ก.พ.-67
วันใช้สิทธิ์ครั้งสุดท้าย		วันที่ SSP-W1 มีอายุครบ 8เดือนนับแต่วันที่ออกและจัดสรรใบสำคัญแสดงสิทธิ์	วันที่ SSP-W2 มีอายุครบ 3ปี 11เดือนนับแต่วันที่ออกและจัดสรรใบสำคัญแสดงสิทธิ์
ราคาตลาดก่อนเสนอขาย (บาท/หุ้น)		15.76	15.76
ราคาตลาดหลังเสนอขาย (บาท/หุ้น)		14.42	15.19-17.01
<b>จำนวนหุ้นสามัญที่ออกชำระแล้ว:</b>			
ก่อนเพิ่มทุน (ล้านหุ้น)	922.0		
หลังเพิ่มทุน (ล้านหุ้น)	1,014.2	1115.6	1369.2

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASPS

สำหรับวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนในครั้งนี้ SSP จะนำไปใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน เพื่อรองรับการขยายตัวทางธุรกิจของบริษัทในอนาคต และช่วยเพิ่มความแข็งแกร่งให้แก่โครงสร้างทางการเงินของบริษัท ซึ่งแผนการใช้เงินจากการออกหุ้นเพิ่มทุนดังกล่าว คาดเงินที่ได้รับจาก SSP-W1 มูลค่าไม่เกิน 1.2 พันล้านบาท จะนำมาใช้เพื่อเตรียมพร้อมขยายธุรกิจในโครงการ M&A ที่จะเกิดขึ้นในปี 2564 ราว 1-2 โครงการ และรองรับการก่อสร้างโครงการ WIND#2 ประเทศเวียดนาม กำลังการผลิต 38.4 MWe และสำหรับสำหรับเงินทุนที่ได้รับจาก SSP-W2 มูลค่าไม่เกิน 4.6-6.1 พันล้านบาท (ขึ้นอยู่กับราคาใช้สิทธิ์) มีแผนเพื่อรองรับการลงทุนโครงการใหม่ๆ ต่อไปในอนาคต

สำหรับการเพิ่มทุนในครั้งนี้ คาดจะส่งผลให้หุ้นสามัญของ SSP เพิ่มขึ้น 48.5% มาอยู่ที่ 1,369.2 ล้านหุ้น. จากเดิมที่ 922.0 ล้านหุ้น โดยจะเริ่มมีผล dilution effect ตั้งแต่วันที่ 2564 เป็นต้นไป โดย SSP-W1 จะเกิด Price dilution และ EPS dilution ที่ 2.2% และ 9.1% ตามลำดับ และสำหรับ SSP-W2 จะยังไม่เกิด Price dilution รวมถึงการใช้สิทธิ์จะเกิดขึ้นในปี 2567 ขณะที่จะมี EPS dilution อยู่ที่ราว 25.9% ภายใต้สมมติฐานการใช้สิทธิ warrant เต็มจำนวน ที่ราคาใช้สิทธิ์ตามที่ SSP ได้นำเสนอรายละเอียดดังตารางข้างต้น

ทั้งนี้การเพิ่มทุนดังกล่าวคาดว่าจะช่วยให้ SSP

- 1) มีเงินทุนเพียงพอสำหรับการขยายการลงทุนในอนาคต
- 2) ช่วยลด D/E เหลือ 1.9 เท่า ภายในปี 2564 จาก 2.6 เท่าในปี 2563

### ประเมินมูลค่าพื้นฐานใหม่ปี 64 อยู่ที่ 15.0 บาท/หุ้น (ก่อน XD/XW)

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐานใหม่ของ SSP ณ สิ้นปี 2564 อยู่ที่ 15.00 บาท/หุ้น (รวมโครงการ WIND#2 กำลังการผลิต 38.4 MWe ดังที่แจ้งรายละเอียดไว้ก่อนหน้านี้) และจะลดลงเหลือ 12.40 บาท/หุ้น หลังประกาศ XD และ XW โดยเป็นการสะท้อน

- 1) การจ่ายหุ้นปันผล ในอัตรา 10 หุ้นเดิมต่อ 1 หุ้นปันผล (และปันผลเป็นเงินสด 0.01 บาทต่อหุ้น) (ขึ้นเครื่องหมาย XD 13 พฤษภาคม 2564)
- 2) SSP-W1 ในอัตรา 10:1 ที่ราคาใช้สิทธิ 12 บาท/หุ้น อายุ 8 เดือน จำนวนไม่เกิน 101.4 ล้านหน่วย (ขึ้นเครื่องหมาย XW 14 มิถุนายน 2564)
- 3) SSP-W2 ในอัตรา 4:1 ที่ราคาใช้สิทธิ 18-24 บาท/หุ้น อายุ 3 ปี 11 เดือน จำนวนไม่เกิน 253.6 ล้านหน่วย (ขึ้นเครื่องหมาย XW 14 มิถุนายน 2564)

ภายใต้การประกาศจ่ายหุ้นปันผล และสมมติฐานการใช้สิทธิ SSP-W1 เต็มจำนวน ซึ่งจะส่งผลให้ปี 2564 มีจำนวนหุ้นใหม่เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 1.1 พันล้านหุ้น จากเดิม 922.0 ล้านหุ้น อย่างไรก็ตาม จากราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นค่อนข้างมีนัยกว่า 44.4% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา รวมถึง dilution effect ที่จะทยอยเกิดขึ้นในปี 2564 ช่วงสั้นจึงลดคำแนะนำเป็น “Switch” จาก “ซื้อ”

### ประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2564

Project	Equity (%)	PPA-Equity (MW)	PPA-Term (YRS)	COD/SCOD	VALUE ก่อน XD	VALUE หลัง XD	VALUE หลัง XD และ W1
<b>Operation</b>							
SPN	100.0%	40.0	25	1Q 2015	3.34	3.04	2.76
Solar WVO	100.0%	5.0	25	3Q 2018	0.24	0.22	0.20
Solar roof TH	100.0%	6.9	25	2018-2020	0.17	0.16	0.14
Hidaka	86.9%	14.8	20	1Q 2018	1.21	1.10	1.00
Zoen	100.0%	6.0	20	3Q 2018	0.29	0.27	0.24
Binh Nguyen Solar	80.0%	32.0	20	2Q 2019	0.77	0.70	0.64
Khunshight Kundi	75.0%	11.3	12	3Q 2019	0.24	0.22	0.20
Yamaka	90.0%	27.0	20	2Q 2020	1.87	1.70	1.54
Solar Roof Indo#1	83.9%	2.1	30	4Q 2019	0.02	0.02	0.02
<b>Total</b>		<b>145.1</b>			<b>8.16</b>	<b>7.42</b>	<b>6.74</b>
<b>Construction &amp; Development</b>							
Solar Roof Indo#2	83.9%	4.6	30	2Q-4Q 2021	0.04	0.04	0.04
Leo1	100.0%	20.0	20	3Q 2021	1.48	1.34	1.22
Wind1	80.0%	38.4	20	4Q 2021	2.20	2.00	1.82
Leo2	100.0%	17.0	20	4Q2023	1.02	0.93	0.84
Solar Roof Indo#3	83.9%	15.3	30	2022	0.15	0.14	0.12
Wind 2	80.0%	38.4	20	2022	1.95	1.77	1.61
<b>Total</b>		<b>133.7</b>			<b>6.84</b>	<b>6.22</b>	<b>5.66</b>
<b>Summary</b>				<b>Fair Value '64</b>	<b>15.00</b>	<b>13.64</b>	<b>12.40</b>
				<b>EPS'64</b>	<b>0.91</b>	<b>0.83</b>	<b>0.75</b>

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASPS

ผลการดำเนินงานย้อนหลังรายไตรมาส

SSP (ล้านบาท)	3Q61	4Q61	1Q62	2Q62	3Q62	4Q62	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63	%QoQ	%YoY	2563	2562	%YoY	9M63	9M62	%YoY
รายได้จากการดำเนินงาน	291	317	313	399	397	365	395	493	541	430	-20.5%	17.8%	1860	1474	26.3%	1430	1108	29.0%
ค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน	88	120	104	102	133	137	138	155	198	176	-11.2%	27.9%	667	476	40.1%	491	338	45.1%
กำไรขั้นต้น	203	197	209	297	264	228	257	339	344	255	-25.8%	11.8%	1194	998	19.6%	939	770	22.0%
EBIT	158	147	169	225	207	170	279	245	320	231	-27.7%	35.7%	1075	771	39.5%	844	600	40.6%
กำไร(ขาดทุน)จากอัตราแลกเปลี่ยน	0	0	0	0	0	0	51	-59	26	29	11.2%	#DIV/0!	47	0	N/A	18	0	#DIV/0!
ดอกเบี้ยจ่าย	41	44	46	49	53	54	62	72	75	79	5.9%	45.9%	287	202	42.5%	208	148	41.2%
กำไรสุทธิ	118	104	124	160	144	117	217	150	228	142	-37.7%	21.0%	736	546	34.9%	595	428	38.8%
EPS (บาท)	0.13	0.11	0.13	0.17	0.16	0.13	0.24	0.16	0.25	0.15	-37.7%	21.0%	0.80	0.59	34.9%	0.64	0.46	38.8%
Norm Profit	118	104	124	160	144	117	166	209	202	113	-44.0%	-3.7%	689	546	26.3%	576	428	34.5%
Nom EPS (บาท)	0.13	0.11	0.13	0.17	0.16	0.13	0.18	0.23	0.22	0.12	-44.0%	-3.7%	0.75	0.59	26.3%	0.63	0.46	34.5%
Gross margin	69%	61%	66%	74%	66%	62%	56%	68%	60%	55%			64%	68%		66%	69%	
Net profit margin	41%	33%	40%	40%	36%	32%	55%	30%	42%	33%			40%	37%		42%	39%	

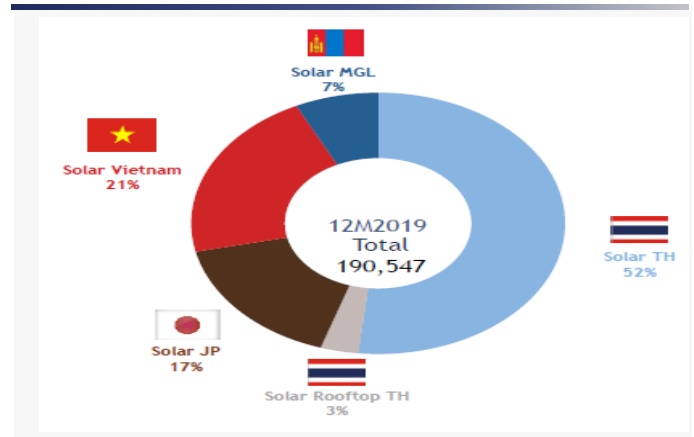
ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASPS

กำลังการผลิตไฟฟ้า ณ ปัจจุบัน



ที่มา: BCPG / ฝ่ายวิจัย ASPS

สัดส่วนรายได้ของ SSP



ที่มา: BCPG / ฝ่ายวิจัย ASPS

สรุปตัวเลขสำคัญกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน

Company	REC/BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV			PER	
					2563F	2564F	2563F	2564F	
<b>CHINA</b>									
CHINA YANGTZE-A	4.79	18.7	22.9	22.5%	2.6	2.5	18.1	17.9	
HUANENG POWER-H	4.33	2.9	4.4	48.4%	0.4	0.4	5.5	5.0	
DATANG INTL PO-H	3.40	1.0	1.4	45.7%	0.3	0.3	7.2	6.0	
<b>HONGKONG</b>									
CHINA POWER INTE	4.56	1.6	2.0	28.0%	0.4	0.4	7.2	5.3	
CHINA RES POWER	4.78	8.6	13.0	51.5%	0.5	0.5	4.8	4.2	
CLP HOLDINGS	4.54	73.0	88.1	20.6%	1.6	1.6	16.1	15.6	
<b>KOREA</b>									
KOREA ELEC POWER	4.46	21300.0	26944.4	26.5%	0.2	0.2	8.5	8.9	
<b>JAPAN</b>									
ELECTRIC POWER D	4.43	1519.0	2204.0	45.1%	0.3	0.3	6.0	5.3	
CHUBU ELEC POWER	4.14	1220.0	1565.0	28.3%	0.5	0.5	8.1	10.3	
CHUGOKU ELEC PWR	3.00	1327.0	1357.5	2.3%	0.8	0.8	21.2	22.4	
<b>MALAYSIA</b>									
TENAGA NASIONAL	4.59	10.0	13.3	33.0%	1.0	0.9	12.7	11.2	
PETRONAS GAS BHD	3.31	16.1	17.6	9.2%	2.4	2.3	16.8	16.8	
<b>INDIA</b>									
POWER GRID CORP	4.67	170.2	208.0	22.2%	1.3	1.2	7.8	7.2	
NTPC LTD	4.92	86.3	136.2	57.9%	0.7	0.7	6.6	5.8	
RELANCE POWER	-	3.3	-	#VALUE!	-	-	-	-	
NHPC LTD	4.43	20.1	26.3	31.1%	0.6	0.6	6.9	6.6	
<b>PHILIPPINES</b>									
FIRST GEN CORP	4.45	26.5	30.1	13.6%	0.9	0.8	8.7	7.6	
ABOTIZ POWER	4.27	28.0	32.6	16.4%	1.6	1.5	18.0	11.4	
<b>THAILAND</b>									
RATCHABURI ELEC	BUY	53.25	72.00	35.2%	0.0	0.0	15.9	12.8	
ELEC GENERATING	BUY	202.00	310.00	53.5%	0.6	0.5	12.4	10.0	
GLOBAL POWER SYNERGY	BUY	63.50	91.00	43.3%	1.3	1.3	29.9	29.5	
GULF ENERGY	Switch	31.25	35.90	14.9%	0.8	0.8	74.6	52.2	
CK POWER	Switch	5.40	4.80	-11.1%	1.0	1.3	11.6	15.1	
BANPU POWER	Switch	13.60	16.00	17.6%	0.5	0.5	10.5	10.4	
BGRIMMPower	BUY	45.00	62.00	37.8%	0.3	0.3	45.0	36.1	
					0.9	0.9	11.0	10.3	

ที่มา: Bloomberg / ฝ่ายวิจัย ASPS

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

1. ความล่าช้าจากการก่อสร้างโรงไฟฟ้า อาจทำให้เกิดค่าใช้จ่ายมากกว่าที่คาดการณ์ (Cost Overrun) กระทบต่อ IRR ได้
2. ความเสี่ยงจากการขำรดอุปกรณ์ของเทคโนโลยีที่ใช้ในการผลิตไฟฟ้า
3. การหยุดฉุกเฉินของโรงไฟฟ้า (Unplanned Shutdown)

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2563-66 ของ SSP

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
รายได้จากการดำเนินงาน	1860	2387	3036	3145
ค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน	667	887	1161	1210
กำไรขั้นต้นรวม	1194	1500	1875	1936
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	193	226	285	294
ดอกเบี้ยจ่าย	-287	-386	-479	-469
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	0	0	0	0
รายได้อื่น	28	19	24	25
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1315	1679	2093	2136
ภาษีเงินได้	23	32	40	48
กำไรปกติ	689	841	1045	1096
กำไรขาดทุนจากรายการพิเศษสุทธิ	47	0	0	0
กำไรสุทธิ	736	841	1045	1096
EPS	0.80	0.75	0.94	0.98
Norm EPS	0.75	0.75	0.94	0.98
การเติบโตของรายได้	26%	28%	27%	4%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	35%	14%	24%	5%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	62%	62%	61%	61%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	38%	35%	34%	35%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63
รายได้จากการดำเนินงาน	395	493	541	430
ค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน	138	155	198	176
กำไรขั้นต้นรวม	257	339	344	255
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	40	40	55	58
ดอกเบี้ยจ่าย	62	72	75	79
รายได้อื่น	11	5	5	6
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	218	173	245	152
ภาษีเงินได้	-3	-5	-9	-6
กำไรปกติ	166	209	202	113
กำไรขาดทุนจากรายการพิเศษสุทธิ	51	-59	26	29
กำไรสุทธิ	217	150	228	142
การเติบโตของรายได้	8%	25%	10%	-21%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	85%	-31%	52%	-38%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	56%	68%	60%	55%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	55%	30%	42%	33%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน	1.4	1.7	1.6	1.8
อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว	1.4	1.7	1.6	1.8
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	3.7	3.9	4.4	4.0
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	3	2	2	1
Net gearing	2.2	1.6	1.3	1.1
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (ROA)	5%	5%	6%	6%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (ROE)	17%	15%	15%	14%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2563-66 ของ SSP

<b>งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)</b>				
<b>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</b>	<b>2563</b>	<b>2564F</b>	<b>2565F</b>	<b>2566F</b>
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	788	907	1,135	1,197
<b>รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด</b>				
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	497	629	833	869
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-39	0	0	0
อื่นๆ	293.6	0.0	0.0	0.0
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	1,427	2,079	1,986	2,030
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้นและเกี่ยวข้อง	-1204	501	-115	-127
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-966	-1915	-897	0
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	-2170	-1414	-1012	-127
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	1,288	64	823	857
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	1217	0	0
เงินปันผลจ่าย	-101	-252	-313	-329
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	1,184	1,029	1,137	1,185
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	442	1695	-163	717
<b>งบดุล (ล้านบาท)</b>				
<b>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</b>	<b>2563</b>	<b>2564F</b>	<b>2565F</b>	<b>2566F</b>
<b>เงินสดและเทียบเท่าเงินสด</b>				
ลูกหนี้การค้า	638	602	765	793
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	10,594	11,879	11,944	11,075
สินทรัพย์รวม	16,104	18,388	18,570	18,574
<b>เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น</b>				
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	1,446	1,471	1,498	1,529
หนี้สินระยะยาว	9,999	9,816	8,967	8,081
หนี้สินรวม	11,562	12,005	11,405	10,589
<b>ทุนที่ชำระแล้ว</b>				
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,544	4,227	4,227	4,227
กำไรสะสม	2,128	1,058	1,789	2,556
ส่วนของผู้ถือหุ้น	4,542	6,382	7,164	7,985
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	16,104	18,388	18,570	18,574
<b>สมมติฐานในการทำประมาณการ</b>				
<b>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</b>	<b>2563</b>	<b>2564F</b>	<b>2565F</b>	<b>2566F</b>
กำลังการผลิตไฟฟ้า (Equity MW)	143.20	207.10	239.40	240.40
อัตราแลกเปลี่ยน (THB/USD)	31.00	31.00	31.00	32.00
อัตราแลกเปลี่ยน (JPY/THB)	0.29	0.29	0.29	0.29
ราคาขายไฟฟ้าให้ EGAT (บาท/หน่วย)	3.31	3.27	3.27	3.27
ราคาขายไฟฟ้า solar rooftop ในไทย (บาท/หน่วย)	2.81	2.77	2.77	2.77
ราคาขายไฟฟ้า solar rooftop ในอินโดนีเซีย (บาท/หน่วย)	2.98	2.98	2.98	2.98
จำนวนหุ้น	922	922	922	922

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส