

วันพุธที่ 28 กันยายน พ.ศ. 2559

BCPG

แนะนำ : ชื้อ



ราคาเป้าหมาย (บาท): 11.20

บีซีพีจี จำกัด (มหาชน)

ดาวรุ่งกลุ่มพลังงานทดแทน

ธุรกิจโซลาร์เซลล์เด่นทั้งในประเทศ และญี่ปุ่น ต่อยอดการเติบโตของรายได้จากโครงการในมือที่จะทยอยรับรู้รายได้มีเสถียรภาพ หนุนกำไรขึ้นทำ new high ได้ต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2561 และให้ DivYield เกือบ 4%p.a. เป็นอีกตัวเลือกลงทุนที่ดีในกลุ่มโรงไฟฟ้า

ตั้งเป้าขึ้นเป็นผู้นำโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในภูมิภาค

จากจุดแข็งของการเป็นผู้ประกอบการในธุรกิจผลิต และจำหน่ายไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนทั้งในและต่างประเทศ โดยมีกำลังการผลิตไฟฟ้าที่เดินเครื่องเชิงพาณิชย์แล้วจำนวน 137.5 เมกะวัตต์ และมีโครงการอยู่ในมือรอทยอยอีก 101.5 เมกะวัตต์ รวมถึงยังมี upside ที่ยังไม่รวมไว้ในประมาณการจาก backlogs อีก 85.1 เมกะวัตต์ เป็นเครื่องสะท้อนความแข็งแกร่งในการเติบโตระยะยาว อีกทั้งยังตั้งเป้าหมายเดินหน้าเพิ่มกำลังการผลิตให้ได้ 1 พันเมกะวัตต์ ภายในปี 2563

ค่ากำไรสุทธิปี 2560 จะพลิกกลับมาเติบโต...ทยอยรับรู้โครงการใหม่ๆ

ฝ่ายวิจัยคาดว่ากำไรสุทธิในอีก 3 ปี ข้างหน้า (2559-2561) จะเติบโตเฉลี่ย 3.2% p.a. (CAGR) ภายใต้สมมติฐานรวมทุกโครงการที่ได้รับใบอนุญาตเชื่อมโยงกับโครงข่ายไฟฟ้า และมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้า PPA รวมถึงไม่ติดคดีความการฟ้องร้อง แม้ค่าในปี 2559 กำไรสุทธิจะลดลง 14.6%yoy แต่เป็นผลมาจากค่าใช้จ่ายพิเศษที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว อีกทั้งแนวโน้มกำไรจะถูกยกระดับสู่ฐานใหม่ตั้งแต่ปี 2560-61 เป็นต้นไป จากการทยอยรับรู้โครงการใหม่ที่อยู่ในมือ นอกจากนี้ BCPG ยังถือเป็นบริษัทที่มีแหล่งเงินทุนแข็งแกร่ง มีโอกาสที่จะขยายการลงทุนใหม่ได้ต่อเนื่องโดยไม่กระทบฐานะการเงินแต่อย่างใด ภายใต้ D/E ที่คาดว่าจะลดลงเหลือเพียง 0.4 เท่า ภายในปี 2561

กำหนดมูลค่าพื้นฐานสิ้นปี 2560 เท่ากับ 11.2 บาทต่อหุ้น

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2560 ด้วยวิธี DCF เท่ากับ 11.2 บาทต่อหุ้น ภายใต้ปริมาณ backlogs ในมือจำนวนมาก อีกทั้งหากพิจารณา PER เฉลี่ย ปี 2559-60 พบว่าอยู่ที่ระดับเพียง 11-12 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ นอกจากนี้ยังให้อัตราผลตอบแทนจากปันผลเกือบ 4% p.a.

การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)		ก่อน IPO		หลัง IPO
BCP	1400	BCP	99.9%	70.4%
ประชาชนทั่วไป	600	บุคคลทั่วไป	0.0%	15.6%
ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)		นักลงทุนสถาบัน		8.0%
ก่อน IPO	7,000	ผู้มีอุปการคุณของบริษัทฯ	0.0%	2.5%
หลัง IPO	10,000	ประชาชนทั่วไปเฉพาะที่ถือหุ้นเดิม	0.0%	3.5%
ราคาพาร์ (บาท)	5.00	รวม	100.0%	100.0%

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY57A	FY58A	FY59F	FY60F	FY61F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	1,917	2,147	1,834	2,063	2,363
Norm profit (ล้านบาท)	1,917	2,149	1,834	2,063	2,363
EPS (บาท/หุ้น)	5.18	5.80	0.92	1.03	1.18
PER (x)	2.1	1.8	11.7	10.4	9.1
DPS (บาท/หุ้น)	6.9	2.3	0.4	0.4	0.5
Dividend Yield (%)	61.6%	20.7%	3.3%	3.7%	4.2%
ROE (%)	42.2%	49.2%	20.4%	14.0%	14.6%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

นลินรัตน์ กิตติกำพลรัตน์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350
Nalinrat.re@asiaplus.co.th
ธีรวัฒน์ จุกะพันธ์
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
veerawat@asiaplus.co.th

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

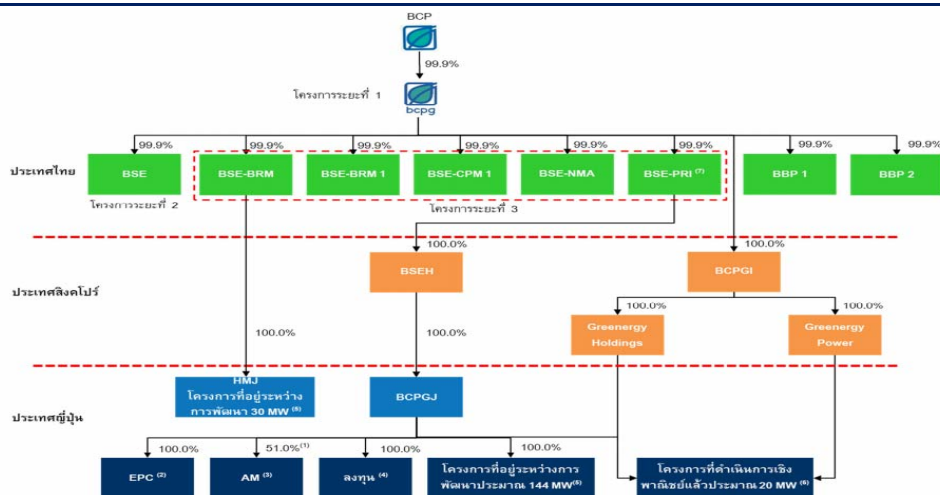
ระดมทุนเตรียมพร้อมลงทุนโรงไฟฟ้าใหม่เพิ่มเติม

บริษัท บีซีพีจี จำกัด (มหาชน) (BCPG) ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 17 ก.ค. 2558 โดยบริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) (BCP) ถือหุ้นร้อยละ 99.9% เพื่อดำเนินการลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน (Renewable Power) อาทิ โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ และโรงไฟฟ้าชีวมวล ทั้งในประเทศและต่างประเทศ ปัจจุบันมีโครงการที่ดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์แล้วทั้งสิ้น 14 โครงการกำลังการผลิตไฟฟ้ารวม 137.5 เมกะวัตต์ แบ่งเป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศจำนวน 9 โครงการรวม 118 เมกะวัตต์ และโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่นจำนวน 5 โครงการ รวม 19.5 เมกะวัตต์ ภายใต้การบริหารของบริษัทย่อยดังนี้

1. บริษัท บีซีพีจี จำกัด (มหาชน) (BCPG) ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศ
2. บริษัท บางจาก โซลาร์เอ็นเนอร์ยี จำกัด (BSE) ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ในประเทศ
3. บริษัท บางจากโซลาร์เอ็นเนอร์ยี นูริรัมย์ จำกัด (BSE-BRM) ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ในประเทศ
4. บริษัท บางจากโซลาร์เอ็นเนอร์ยี นูริรัมย์ 1 จำกัด (BSE-BRM 1) ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ในประเทศ
5. บริษัท บางจากโซลาร์เอ็นเนอร์ยี ซัยกูมิ 1 จำกัด (BSE-CPM 1) ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ในประเทศ
6. บริษัท บางจากโซลาร์เอ็นเนอร์ยี นครราชสีมา จำกัด (BSE-NMA) ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ในประเทศ
7. บริษัท บางจากโซลาร์เอ็นเนอร์ยี ปราจีนบุรี จำกัด (BSE-PRI) ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ในประเทศ
8. บริษัท บีซีพีจี อินเวสเมนต์ โฮลดิ้ง ไพรวเท (BCPGI) ประกอบธุรกิจ Holding Company ในการถือหุ้นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่น
9. บริษัท บีซีพีจี เจแปน (BCPGJ) ประกอบธุรกิจรับเหมาก่อสร้างทางวิศวกรรม (EPC) บริหารจัดการก่อสร้างและดำเนินการ (O&M) บริหารเงินลงทุน และโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่น

เตรียมความพร้อมสู่ความเป็นผู้นำ
โรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนทั้งในและ
ต่างประเทศ

โครงสร้างกลุ่มบริษัท BCPG



ที่มา : BCPG

ทั้งนี้วัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนเพื่อเป็นการเตรียมไว้ใช้สำหรับการลงทุนธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนใหม่เพิ่มเติมทั้งในประเทศและต่างประเทศ อีกทั้งใช้ในการพัฒนาโรงไฟฟ้าตาม backlogs ที่อยู่ในมือ ได้แก่ โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ประเทศญี่ปุ่นที่อยู่ระหว่างการพัฒนาจำนวน 11 โครงการ กำลังการผลิตรวม 175 เมกะวัตต์ และโครงการโซลาร์ราชการและสหกรณ์การเกษตร กำลังการผลิต 12 เมกะวัตต์ นอกจากนี้ยังใช้ในการชำระหนี้แก่สถาบันการเงิน และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทฯ

ทั้งนี้จำนวนเงินที่จะได้รับการระดมทุนจากการออก IPO ในครั้งนี้จะอยู่ที่ 5.9 พันล้านบาท เพื่อเป็นไปตามแผนการลงทุนที่วางไว้

Backlogs ในมือแข็งแกร่ง โตกว่าค่าตัวจากปัจจุบัน

ปัจจุบัน BCPG มีโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ทั้งหมด 14 โครงการ กำลังการผลิตตามใบสัญญาซื้อขายไฟฟ้ารวมทั้งหมด 137.5 เมกะวัตต์ แบ่งออกเป็น โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทยจำนวน 9 โครงการ กำลังการผลิตรวม 118 เมกะวัตต์ โดยได้รับค่าไฟฟ้าแบบ Adder ที่อัตรา 8 บาทต่อหน่วย ทุกโครงการ และโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่นอีก 5 โครงการ กำลังการผลิตรวม 19.5 เมกะวัตต์ โดยได้รับอัตราค่าไฟฟ้าแบบ FIT ที่ 40 เยน รายละเอียดดังนี้

1. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ BCPG 1 กำลังการผลิต 8 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
2. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ BCPG 2 กำลังการผลิต 30 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
3. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ BSE-BNN กำลังการผลิต 16 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
4. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ BSE-BPH กำลังการผลิต 16 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
5. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ BSE-BRM กำลังการผลิต 8 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
6. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ BSE-BRM1 กำลังการผลิต 8 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
7. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ BSE-CPM1 กำลังการผลิต 8 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
8. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ BSE-NMA กำลังการผลิต 8 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
9. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ BSE-PRI กำลังการผลิต 16 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
10. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 1 (คาโงชิมะ ญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 0.7 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
11. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 2 (คุมาโมโตะ ญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 1.0 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
12. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 3 (มียาซากิ ญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 0.9 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%

ขยายการลงทุนทั้งในประเทศ ตามการเข้าร่วมงานประชุมภาครัฐ และต่างประเทศที่ยังให้นักลงทุนไปกับการลงทุนในญี่ปุ่น

13. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 4 (คาโงะชิมะ ญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 8.1 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%

14. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 5 (อาคิตะ ญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 8.8 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%

รายละเอียดโรงไฟฟ้าของ BCPG ที่ผลิตเชิงพาณิชย์แล้ว

Power Plant	BCPG1	BCPG2	BSE-BNN	BSE-BPH	BSE-BRM	BSE-BRM1	BSE-CPM1	BSE-NMA	BSE-PRI	Japan1	Japan2	Japan3	Japan4	Japan5
Shareholding of BCPG	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Type	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar
Location	Ayutthaya	Ayutthaya	Chaiyaphum	Ayutthaya	Buriram	Buriram	Chaiyaphum	Nakhonratchasima	Prachin Buri	Kagoshima	Kumamoto	Miyazaki	Kagoshima	Akita
Capacity (PPA) (MW)	8	30	16	16	8	8	8	8	16	0.7	1	0.9	8.1	8.8
Tariff														
Adder	8 Baht	8 Baht	8 Baht	8 Baht	8 Baht	8 Baht	8 Baht	8 Baht	8 Baht	-	-	-	-	-
FIT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40 Yen	40 Yen	40 Yen	40 Yen	40 Yen
Status	Already COD	Already COD	Already COD	Already COD	Already COD	Already COD	Already COD	Already COD	Already COD	Already COD	Already COD	Already COD	Already COD	Already COD
COD	5-Aug-2011	16-Jul-2012	6-Mar-2013	5-Apr-2013	19-Mar-2014	11-Apr-2014	24-Apr-2014	10-Apr-2014	21-Apr-2014	15-Aug-2014	16-Feb-2015	24-Feb-2015	31-Aug-2015	15-Jul-2016

ที่มา : BCPG

และมีอีก 9 โครงการที่อยู่ในมือ (backlogs) กำลังการผลิตรวม 101.5 เมกะวัตต์ ที่มีความชัดเจนที่จะก่อสร้างและผลิตเชิงพาณิชย์ได้ตามแผนที่กำหนดไว้ ซึ่งแบ่งออกเป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ญี่ปุ่นจำนวน 6 โครงการ กำลังการผลิตรวม 89.5 เมกะวัตต์ ซึ่งเป็นโครงการที่ได้รับใบอนุญาตเชื่อมโยงกับโครงข่ายไฟฟ้า (Grid connection) เป็นที่เรียบร้อยแล้ว และโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ไทยของโครงการโซลาร์หน่วยงานราชการและสหกรณ์การเกษตรที่ BCPG ขณะการประมูลอีกจำนวน 3 โครงการ กำลังการผลิตรวม 12 เมกะวัตต์ โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 6 (ไคยามา ญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 10.5 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
2. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 7 (ฟูกูชิมะ ญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 20 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
3. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 9 (ชิสุโอกะ ญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 4 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
4. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 10 (นากาโนะ ญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 25 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
5. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 15 (ชิบะ ญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 20 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
6. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 16 (ชิบะ ญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 10 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
7. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ สหกรณ์การเกษตรวิเศษชัยชาญ กำลังการผลิต 5 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
8. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ สหกรณ์การเกษตรบางปะอิน กำลังการผลิต 5 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%

มีโครงการที่รอจ่ายไฟเชิงพาณิชย์สูงถึง 102 เมกะวัตต์ ซึ่งถือเป็น Upside ที่สำคัญ

9. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ สหกรณ์การเกษตรพระนครศรีอยุธยา กำลังการผลิต 2 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%

ส่งผลให้กำลังการผลิตไฟฟ้าของ BCPG จะเพิ่มขึ้นเป็น 239 เมกะวัตต์ ใหญ่เป็นอันดับ 5 ของกลุ่ม โรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนที่จดทะเบียนในตลาด.

รายละเอียดของโรงไฟฟ้าที่ได้สัญญา Grid connection และสัญญา PPA แล้ว แต่ยังไม่ผลิตเชิงพาณิชย์

Power Plant	Japan6	Japan7	Japan9	Japan10	Japan15	Japan16	Cooperative1	Cooperative2	Cooperative3
Shareholding of BCPG	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Type	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar
Location	Okayama	Fukushima	Shizuoka	Nagano	Shiba	Shiba	Angthong	Ayutthaya	Ayutthaya
Capacity (PPA) (MW)	10.5	20	4	25	20	10	5	5	2
Tariff									
FiT	36 Yen	36 Yen	32 Yen	36 Yen	36 Yen	32 Yen	5.66 Baht	5.66 Baht	5.66 Baht
Status	Already Grid connection	Already Grid connection	Already Grid connection	Already Grid connection	Already Grid connection	Already Grid connection	Already PPA	Already PPA	Already PPA
SCOD	1Q17	4Q17	1Q17	3Q18	3Q17	3Q17	4Q16	4Q16	4Q16

ที่มา : BCPG

นอกจากนี้ BCPG ยังมีโครงการที่อยู่ในมือ ซึ่งถือเป็น upside ที่ยังไม่รวมไว้ในประมาณการภายใต้หลักความระมัดระวัง เนื่องจากยังมีความไม่แน่ชัดในบางประเด็นว่าจะสามารถก่อสร้างแล้วเสร็จและผลิตเชิงพาณิชย์ได้ตามแผนหรือไม่ ซึ่งล้วนเป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่นจำนวน 5 โครงการ กำลังการผลิตรวม 85.1 เมกะวัตต์

โดย 1 ใน 5 โครงการ กำลังการผลิต 43.6 เมกะวัตต์ แม้จะได้รับใบอนุญาตเชื่อมโยงกับโครงข่ายไฟฟ้า (Grid connection) แล้ว แต่โครงการดังกล่าวยังอยู่ในระหว่างชั้นศาล เนื่องจากมีบุคคลภายนอกได้ยื่นฟ้องกับ Tokyo District Court (ผู้ประกอบกิจการไฟฟ้าเอกชน) โดยให้เหตุผลว่าเป็นผู้ที่มีกรรมสิทธิ์เหนือโครงการดังกล่าว ซึ่งปัจจุบันยังอยู่ในขั้นตอนของคดีความ ขณะที่อีก 4 โครงการที่เหลือกำลังการผลิตรวม 41.5 เมกะวัตต์ ยังไม่ได้รับใบอนุญาตเชื่อมโยงกับโครงข่ายไฟฟ้า (Grid connection) ทำให้ยังมีความเสี่ยงจากการถูกปรับลดอัตราค่าไฟฟ้าไม่เป็นไปตามสัญญาเดิม หรือกรณีเลวร้ายสุดอาจถูกเพิกถอนใบอนุญาตก่อสร้างโรงไฟฟ้า สำหรับโครงการที่ไม่ได้รับใบอนุญาต Grid connection ภายในวันที่ 31 มี.ค. 2560 ดังนั้น 5 โครงการดังกล่าวที่ฝ่ายวิจัยยังไม่รวมไว้ในประมาณการยังถือเป็นประเด็นที่ต้องติดตาม ซึ่งหาก BCPG สามารถทำตามเงื่อนไขได้ครบทุกขั้นตอนจะถือเป็น upside จากประมาณการปัจจุบัน ซึ่งแต่ละโครงการมีรายละเอียดดังนี้

1. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 8 (ชิมานะ ญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 43.6 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
2. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 11 (คาโงะชิมะ ญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 24 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
3. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 12 (คาโงะชิมะ ญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 3.5 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%
4. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 13 (โออิตะ ญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 8 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%

โครงการที่เหลือยังคงต้องรอความชัดเจน หากสามารถแก้ไขปัญหาได้จะทำให้ BCPG มี Upside เพิ่มขึ้น

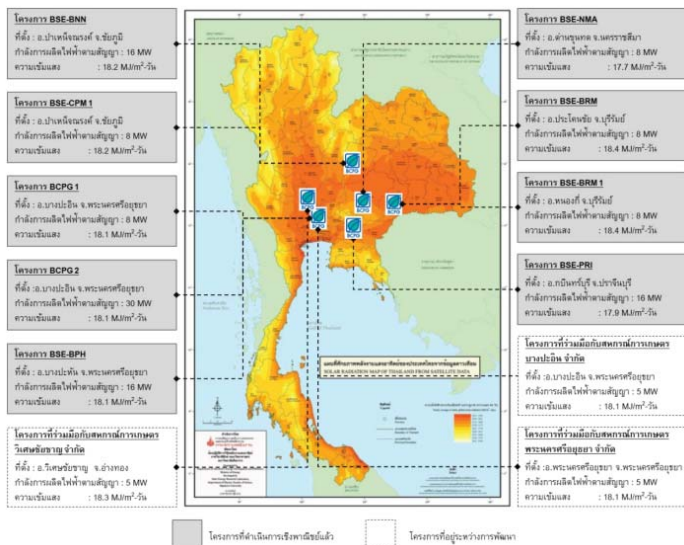
5. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการที่ 14 (คาโงชิมะญี่ปุ่น) กำลังการผลิต 6 เมกะวัตต์ ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 100%

รายละเอียดโรงไฟฟ้าของ BCPG ที่อยู่ใน backlogs แต่ยังไม่มีความไม่ชัดเจน (ฝ่ายวิจัยยังไม่รวมไว้ในประมาณการ)

Power Plant	Japan8	Japan11	Japan12	Japan13	Japan14
Shareholding of BCPG	100%	100%	100%	100%	100%
Type	Solar	Solar	Solar	Solar	Solar
Location	Shimane	Kagoshima	Kagoshima	Oita	Kagoshima
Capacity (PPA) (MW)	43.6	24	3.5	8	6
Tariff					
FIT	36 Yen	36 Yen	36 Yen	36 Yen	36 Yen
Status	Already Grid connection	Wait Grid connection	Wait Grid connection	Wait Grid connection	Wait Grid connection
SCOD	2Q18	2Q17	2Q17	3Q17	3Q17

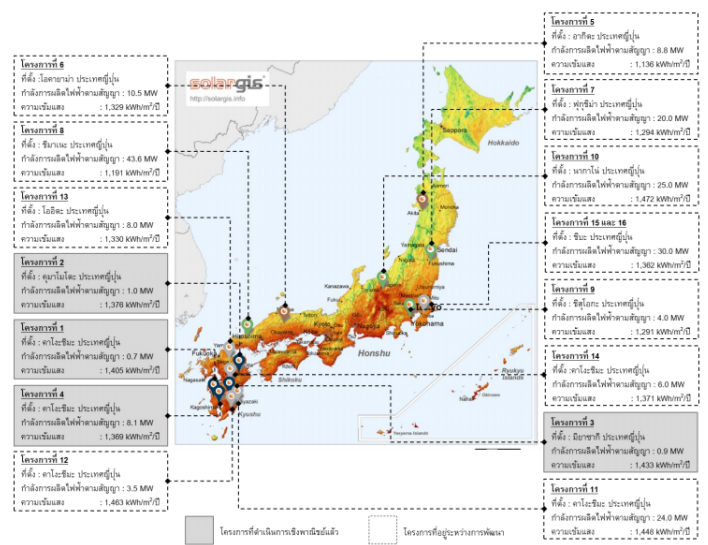
ที่มา : BCPG

สถานที่ตั้งโรงไฟฟ้าของ BCPG ในประเทศไทย



ที่มา : BCPG

สถานที่ตั้งโรงไฟฟ้าของ BCPG ในประเทศญี่ปุ่น



ที่มา : BCPG

ตั้งเป้าเพิ่มกำลังการผลิตสุ 1,000 MW ภายในปี 2563

BCPG ตั้งเป้าเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนทุกประเภทรวม 1 พันเมกะวัตต์ ภายในปี 2563 จากปัจจุบันที่มี backlogs ในมือจำนวน 101.5 เมกะวัตต์ ผ่านการพัฒนาโรงไฟฟ้าใหม่ขึ้นเอง และการเข้าซื้อกิจการ ทั้งในประเทศ และต่างประเทศ เพื่อขึ้นแท่นเป็นผู้นำธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนที่มีการเติบโตอย่างแข็งแกร่ง และยั่งยืนในภูมิภาค

สำหรับโอกาสการลงทุนในประเทศไทยยังสามารถเกิดขึ้นได้อีกมากในภาพระยะยาว เนื่องจากตามแผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือกปี 2558 - 2579 (AEDP 2015) ฉบับใหม่ล่าสุดพบว่าได้มีการปรับเพิ่มสัดส่วนการรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนขึ้นมาจากอยู่ที่ 1.96 หมื่นเมกะวัตต์ จากเดิม 1.39 หมื่นเมกะวัตต์ แต่ปัจจุบันมีโครงการที่ได้จ่ายไฟเชิงพาณิชย์รวมแล้วทั้งสิ้น 4.4 พันเม

BCPG มองหาโอกาสการลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนทั้งในไทยและต่างประเทศ เพื่อขึ้นแท่นเป็นผู้นำในภูมิภาค

กะรัตต์ และได้ใบสัญญาซื้อขายไฟฟ้า PPA แต่ยังไม่จ่ายไฟเชิงพาณิชย์อีก 2.1 พันเมกะวัตต์ รวมทั้งสิ้น 6.2 เมกะวัตต์ ซึ่งยังเหลืออีกราว 1.3 หมื่นเมกะวัตต์ ที่ทางภาครัฐฯ จะทยอยประกาศรับซื้อในลำดับถัดไป อาทิ โครงการโซลาร์ราชการและสหกรณ์การเกษตรเฟสที่ 2 โรงไฟฟ้าประเภทขยะชุมชนและขยะอุตสาหกรรม และโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน (ไม่รวมพลังงานแสงอาทิตย์) เฟสที่ 2 เป็นต้น ซึ่งทางบริษัท ให้ความสนใจในการเข้าร่วมยื่นประมูลโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนทุกประเภท ซึ่งถือเป็น upside ที่สำคัญที่จะสามารถเข้ามาต่อยอดได้ในอนาคต

IIWU AEDP 2015

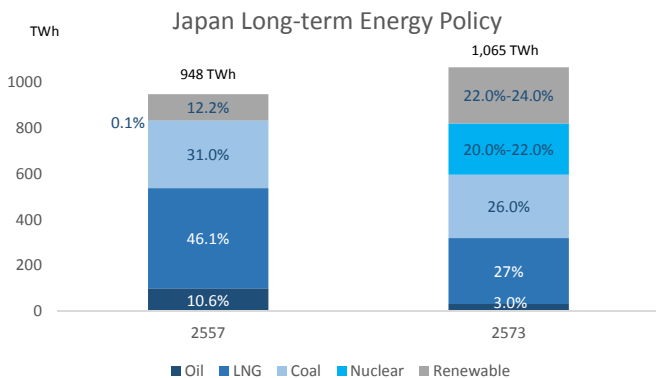
หน่วย: เมกะวัตต์	กำลังการผลิตตามเป้าหมาย AEDP ปี 2555-2564 (ฉบับเดิม)	กำลังการผลิตตามเป้าหมาย AEDP ปี 2558-2579 (ฉบับใหม่)	กำลังการผลิตที่ได้ผลิตเชิงพาณิชย์แล้ว	กำลังการผลิตที่ได้สัญญา PPA แต่ยังไม่ COD	กำลังการผลิตคงเหลือตามเป้าหมาย AEDP
พลังงานแสงอาทิตย์	3,000	6,000	2,290	266	3,444
พลังงานชีวมวล	4,800	5,570	1,490	338	3,742
พลังงานลม	1,800	3,002	210	1,281	1,512
พลังงานน้ำ ≤ 10 MW	324	376	2	5	369
พลังงานน้ำ > 10 MW	0	2,906	12	N/A	2,894
ก๊าซชีวภาพ	3,600	1,280	261	78	940
พลังงานขยะ	400	550	131	105	314
พลังงานรูปแบบใหม่	3	0	0	0	0
รวม	13,927	19,684	4,396	2,074	13,214

ที่มา : คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน

สำหรับการลงทุนในประเทศญี่ปุ่นซึ่งถือเป็นอีกประเทศหลักที่ BCPG ให้ความสนใจที่ขยายการลงทุนอย่างต่อเนื่องจากปัจจุบันนั้น พบว่ายังมีศักยภาพที่จะเข้าไปลงทุนได้อีกมากตามนโยบายของรัฐบาลญี่ปุ่น ที่ต้องการลดการพึ่งพาการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานนิวเคลียร์ หลังจากที่เกิดเหตุการณ์แผ่นดินไหวและสึนามิในปี 2554 ทำให้โรงไฟฟ้านิวเคลียร์ที่เหลือจำนวน 48 แห่ง ต้องปิดการดำเนินการเพื่อทดสอบความปลอดภัย ส่งผลให้อัตราค่าไฟฟ้าในประเทศญี่ปุ่นปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยฯ เนื่องจากต้องนำเข้าเชื้อเพลิงฟอสซิลจากต่างประเทศ ดังนั้นเพื่อเป็นการแก้ไขปัญหาดังกล่าว ญี่ปุ่นจึงได้ออกมาตรการส่งเสริมการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนมากขึ้น อาทิ โซลาร์ฟาร์ม และชีวมวล เป็นต้น ทั้งนี้ญี่ปุ่นมีแผนที่จะเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนขึ้นเป็นสัดส่วน 22.0-24.0% ในปี 2573 จากเดิมร้อยละ 12.2% ในปี 2557 โดยให้ความสำคัญหลักไปที่โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ และโรงไฟฟ้าพลังงานชีวมวล คิดเป็นสัดส่วน 30.6% และ 18.1% ของกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนทั้งหมดในปี 2573 ตามลำดับ

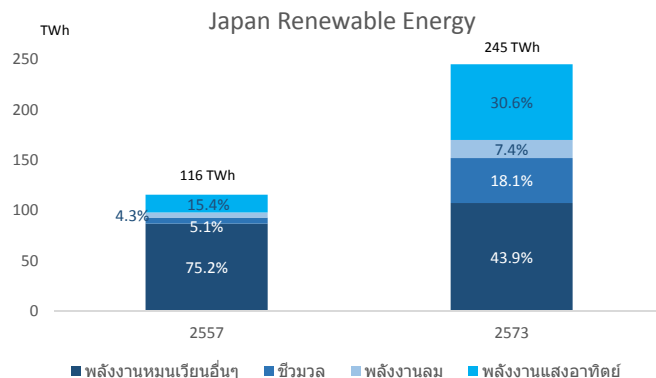
และนอกจากประเทศไทย และประเทศญี่ปุ่นแล้ว บริษัทฯ ยังให้ความสนใจลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนใต้พิภพ กำลังการผลิตราว 500 เมกะวัตต์ - 1 พันเมกะวัตต์ ในประเทศฟิลิปปินส์ และอินโดนีเซีย แต่ปัจจุบันยังอยู่ในระหว่างการพิจารณา นอกจากนี้ยังให้ความสนใจในการเข้าซื้อกิจการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนทุกประเภท ทั้งในประเทศและต่างประเทศ

แผนพลังงานระยะยาวของประเทศไทย



ที่มา : BCPG

สัดส่วนการรับซื้อพลังงานหมุนเวียนของญี่ปุ่นแต่ละประเภท



ที่มา : BCPG

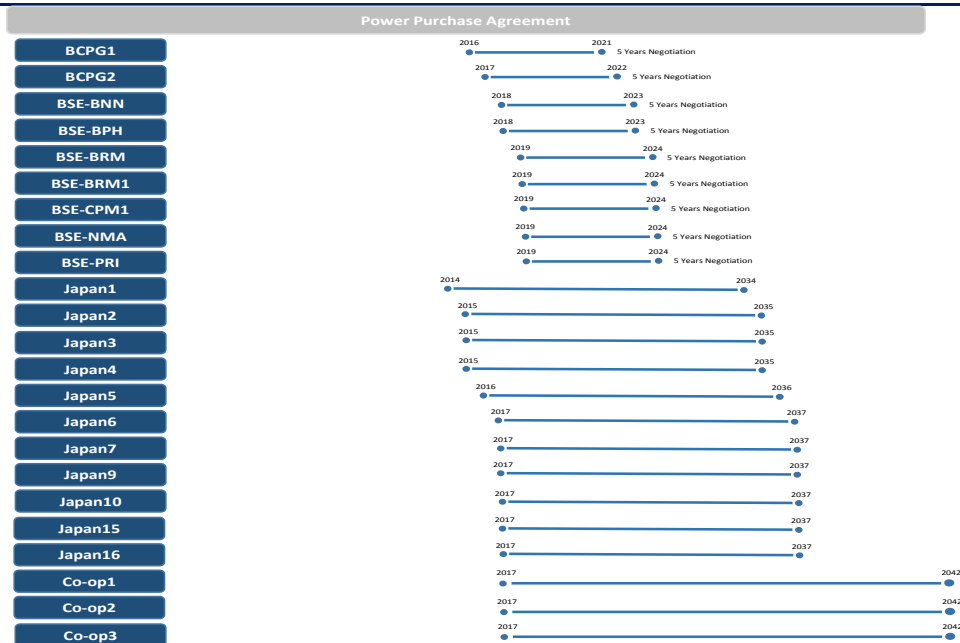
รายได้มั่นคง ลดความผันผวนตามปัจจัยภายนอก

หากพิจารณาในส่วนของรายได้ BCPG พบว่าค่อนข้างมีความมั่นคงในระยะยาว แม้ว่าสัญญาซื้อขายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศ จะมีระยะเวลาเพียง 5 ปี แต่สัญญาดังกล่าวสามารถยื่นขอต่อสัญญาได้ทุก 5 ปี โดยไม่มีที่สิ้นสุด ขึ้นอยู่กับข้อตกลงทั้ง 2 ฝ่าย ผู้รับซื้อ และผู้ขายไฟฟ้า ถ้าหากจะยกเลิกสัญญาซื้อขายไฟฟ้า บริษัทฯ จะต้องแสดงความประสงค์ที่จะขอยกเลิกสัญญาซื้อขายไฟฟ้าด้วยตนเอง ดังนั้นความผันผวนรายได้ของบริษัทฯ จึงไม่ถือเป็นประเด็นที่สำคัญ ประกอบกับลูกค้าหลักที่รับซื้อไฟฟ้าจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศ คือ กฟผ. (EGAT) ซึ่งเป็นหน่วยงานของภาครัฐ จึงมั่นใจได้ในระดับหนึ่งว่าจะได้รับชำระค่าไฟฟ้าอย่างสม่ำเสมอ

ขณะที่การทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่นจะเป็นการทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว 20 ปี กับผู้ประกอบการไฟฟ้าเอกชนของญี่ปุ่นทั้ง 5 แห่ง อาทิ Chugoku, Tohoku, Tokyo, Chubu และ Kyushu ซึ่งล้วนเป็นหน่วยงานภาครัฐของประเทศญี่ปุ่น อีกทั้งยังมีสภาพการไฟฟ้าประเทศญี่ปุ่น (ESCo) เข้ามามีบทบาทในการกำกับดูแล โดยรวมแล้วทำให้มั่นใจได้ว่าโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ญี่ปุ่นมีความปลอดภัยค่อนข้างสูงที่จะได้รับรายได้สม่ำเสมอตลอดอายุสัญญาเช่นเดียวกับการทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ EGAT ในไทย

ทุกโครงการมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว 20-25 ปี ส่งผลให้รายได้มีความมั่นคง ลดความผันผวนจากปัจจัยภายนอก

สัญญาซื้อขายไฟฟ้าของบริษัท BCPG



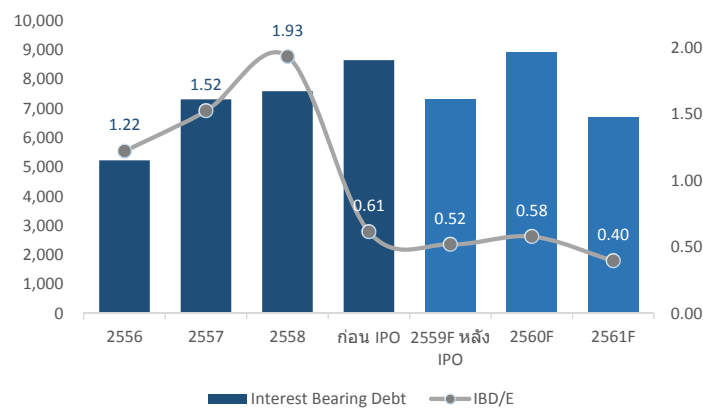
ที่มา : BCPG

สถานะทางการเงินเชิงโครงสร้าง...D/E อยู่ในระดับต่ำ

จากแผนการขยายการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าของ BCPG ในระยะ 3 ปีข้างหน้า คาดจะต้องใช้เงินลงทุน (CAPEX) ทั้งหมดราว 5.8 พันล้านบาท หรือเฉลี่ยราวปีละ 1.9 พันล้านบาท สำหรับการเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าอีก 186.6 เมกะวัตต์ อย่างไรก็ตามหากพิจารณาจากกระแสเงินสดที่มีอยู่ในมือ ณ สิ้นงวด 2Q59 ที่ 2.2 พันล้านบาท บวกกับเงินที่ระดมทุนได้จากการทำ IPO ในครั้งนี้ที่คาดการณ์ไว้ราว 5.9 พันล้านบาท และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่จะเกิดขึ้นในแต่ละปีที่ราว 2 พันล้านบาทต่อปี ทำให้ยังมีโอกาสที่จะก่อหนี้เพื่อการลงทุนได้อีกมากโดยไม่กระทบต่อสถานะการเงินของบริษัทแต่อย่างใด ประกอบกับในปัจจุบัน BCPG มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนต่ำเพียง 0.6 เท่า และคาดว่าจะปรับตัวลดลงเหลือเพียง 0.5 เท่า ภายหลังจากการเพิ่มทุน อีกทั้งหากพิจารณาในช่วง 3 ปีข้างหน้าพบว่าสัดส่วนหนี้สินต่อทุนจะปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องเหลือเพียง 0.4 เท่า จากการเริ่มทยอยรับรู้รายได้จากโครงการต่างๆที่อยู่ในมือตามแผน

ภาค D/E จะอยู่ในระดับต่ำเพียง 0.4 เท่า ในปี 2561 ส่งผลให้ BCPG ยังมีโอกาสก่อหนี้เพื่อยขยายการลงทุนเพิ่มเติมได้อีกมาก โดยไม่กระทบต่อสถานะการเงิน

อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ก่อนและหลังเพิ่มทุน



ที่มา : BCPG

แนวโน้มกำไร 3 ปีข้างหน้า เติบโตค่อยเป็นค่อยไป 3.2% p.a. (CAGR)

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรสุทธิในอีก 3 ปีข้างหน้า (2559-2561) จะเติบโตเฉลี่ย 3.2% p.a. (CAGR) ภายใต้สมมติฐานรวมทุกโครงการที่ได้รับใบอนุญาตเชื่อมโยงกับโครงข่ายไฟฟ้า (Grid connection) และมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้า PPA รวมถึงไม่ติดขัดความการฟ้องร้องใดใด

โดยเริ่มจากปี 2559 คาดกำไรสุทธิจะปรับตัวลดลง 14.6%yoy กุดตันจากการรับรู้ค่าใช้จ่ายพนักงานในประเทศญี่ปุ่น และบริษัทย่อยในประเทศไทยที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากได้มีการว่าจ้างพนักงานและผู้บริหารเพิ่ม เพื่อเป็นการรองรับในการขยายกิจการพลังงานทดแทนภายใต้ BCPG จากนั้นไป อีกทั้งมีการบันทึกค่าใช้จ่ายพิเศษสำหรับการว่าจ้างที่ปรึกษาในการเข้าซื้อโซลาร์ฟาร์มที่ญี่ปุ่น ซึ่งเป็นการค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว และจะมีการบันทึกค่าใช้จ่ายสำหรับการนำบริษัท BCPG จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ตามมีปัจจัยบวกหนุนจากการเริ่มรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่น โครงการที่ 1 – 5 กำลังการผลิตรวม 19.5 เมกะวัตต์ ซึ่งเป็นโครงการที่ได้รับอัตราค่าไฟฟ้าที่ 40 เยนต่อหน่วย ทุกโครงการ

อย่างไรก็ตามในปี 2560 คาดกำไรสุทธิจะพลิกกลับมาเติบโต 12.5%yoy หนุนโดยเริ่มรับรู้รายได้จากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่นอีก 5 โครงการ โดยจำนวน 4 โครงการ (โครงการที่ 6, 7, 15 และ 16) กำลังการผลิตรวม 60.5 เมกะวัตต์ มีอัตราซื้อไฟฟ้าที่ 36 เยนต่อหน่วย ส่วนอีก 1 โครงการ (โครงการที่ 9) กำลังการผลิต 4.0 เมกะวัตต์ มีอัตราซื้อไฟฟ้าที่ 32 เยนต่อหน่วย นอกจากนี้ยังเริ่มรับรู้รายได้จากโครงการโซลาร์ราชการและสหกรณ์การเกษตรจำนวน 3 โครงการ กำลังการผลิตรวม 12 เมกะวัตต์ และรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่น โครงการที่ 1 – 5 ที่เริ่มผลิตไปในปี 2559 เต็มที่ทั้งปีในปี 2560

และคาดแนวโน้มกำไรสุทธิจะเติบโตต่อเนื่องในปี 2561 อีก 14.5%yoy จากการรับรู้รายได้โครงการใหม่โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศญี่ปุ่นโครงการที่ 10 กำลังการผลิต 32 เมกะวัตต์ และมีอัตราซื้อไฟฟ้าที่ 36 เยนต่อหน่วย อีกทั้งยังรับรู้รายได้จากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่นโครงการ 6, 7, 9, 15 และ 16 เต็มที่ตลอดทั้งปีในปี 2561

หนุนการเติบโตด้วย backlogs ที่อยู่ในมือจำนวนมาก และยังสามารถคาดหวัง upside จากโครงการใหม่ๆ

สมมติฐานในการทำประมาณการ

	2557	2558	2559F	2560F	2561F
Total Power Capacity (MW)	118	118	137.5	214	239
Total Gross Margin (%)	79.6%	79.3%	75.7%	71.0%	66.8%
Total Net Margin (%)	68.4%	68.6%	54.6%	50.0%	49.6%
SG&A/Sales (%)	1.0%	1.5%	15.9%	9.0%	5.6%
Exchange rate (Yen/THB)	0.31	0.28	0.32	0.33	0.33

ที่มา : BCPG

ประเมินมูลค่าหุ้น ณ สิ้นปี 2560 เท่ากับ 11.2 บาทต่อหุ้น

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าหุ้น ณ สิ้นปี 2560 ด้วยวิธี DCF เท่ากับ 11.2 บาทต่อหุ้น (ภายใต้สมมติฐานภายใต้สมมติฐานรวมทุกโครงการที่ได้รับใบอนุญาตเชื่อมโยงกับโครงข่ายไฟฟ้า (Grid connection) แม้จะยังไม่ได้เริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ รวมถึงทุกโครงการมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้า PPA เป็นที่เรียบร้อยแล้ว และเป็นโครงการที่ไม่ติดคดีความการฟ้องร้องใดใด)

ทั้งนี้หากพิจารณาในส่วนของ PER ของบริษัทฯ เทียบกับหุ้นกลุ่มพลังงานทดแทนพบว่า PER ในปี 2560 อยู่ที่ 10.9 เท่า ซึ่งอยู่ในระดับต่ำกว่ากลุ่มอุตสาหกรรม และจะทยอยปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจนเหลือเพียง 9.5 เท่า ภายในปี 2561 นอกจากนี้ยังให้ผลตอบแทนเป็นเงินปันผลสูงถึง 3.7%

PER ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ อีกทั้งยังมี upside จากโครงการใหม่ๆ และให้อัตราผลตอบแทนจากปันผลเฉลี่ย 3.7%

ตารางเปรียบเทียบกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน

Company	Current Price	Net Income				NI Growth 58-61(%)	PER(X)		
		2558	2559F	2560F	2561F		2559F	2560F	2561F
BCPG	N.A.	2,147	1,834	2,063	2,363	3.2%	12.2	10.9	9.5
EA	25.50	2,687	3,992	4,704	5,757	28.9%	24.1	20.4	16.7
GUNKUL	5.00	685	703	967	1,181	19.9%	51.3	37.3	30.5
TSE*	5.10	527	582	624	N.A.	5.8%	15.9	14.8	N.A.
SPCG*	20.40	2,190	2,346	2,662	N.A.	10.3%	8.0	7.1	N.A.
Average						16.2%	24.8	19.9	23.6

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS/*Bloomberg

การประเมินมูลค่าพื้นฐานวิธี DCF ของ BCPG

BCPG								
Project	Effective Equity Price	Shareholder of BCPG	Time to Maturity (Year)	WACC	Cost of Debt	Cost of Equity	D/E	Beta
BCPG1	0.42	100%	19	4.5%	3.2%	8.4%	70:30	0.8
BCPG2	1.61	100%	20	4.5%	3.2%	8.4%	70:30	0.8
BSE-BNN	1.28	100%	21	4.5%	3.2%	8.4%	70:30	0.8
BSE-BPH	1.33	100%	21	4.5%	3.2%	8.4%	70:30	0.8
BSE-BRM	0.70	100%	22	4.5%	3.2%	8.4%	70:30	0.8
BSE-BRM1	0.70	100%	22	4.5%	3.2%	8.4%	70:30	0.8
BSE-CPM1	0.70	100%	22	4.5%	3.2%	8.4%	70:30	0.8
BSE-NMA	0.70	100%	22	4.5%	3.2%	8.4%	70:30	0.8
BSE-PRI	1.38	100%	22	4.5%	3.2%	8.4%	70:30	0.8
JAPAN1	0.02	100%	18	3.3%	2.0%	8.4%	80:20	0.8
JAPAN2&3	0.05	100%	19	3.3%	2.0%	8.4%	80:20	0.8
JAPAN4	0.19	100%	19	3.3%	2.0%	8.4%	80:20	0.8
JAPAN5	0.28	100%	20	3.3%	2.0%	8.4%	80:20	0.8
JAPAN6	0.23	100%	21	3.3%	2.0%	8.4%	80:20	0.8
JAPAN7	0.33	100%	21	3.3%	2.0%	8.4%	80:20	0.8
JAPAN9	0.07	100%	21	3.3%	2.0%	8.4%	80:20	0.8
JAPAN10	0.40	100%	21	3.3%	2.0%	8.4%	80:20	0.8
JAPAN15	0.34	100%	21	3.3%	2.0%	8.4%	80:20	0.8
JAPAN16	0.14	100%	21	3.3%	2.0%	8.4%	80:20	0.8
วิเศษชัยชาญ	0.13	100%	25	4.5%	3.2%	8.4%	70:30	0.8
บางปะอิน	0.13	100%	25	4.5%	3.2%	8.4%	70:30	0.8
พระนครศรี	0.05	100%	25	4.5%	3.2%	8.4%	70:30	0.8
Total	11.20							

โครงการที่ยังไม่รวมไว้ในประมาณการ

Project	Effective Price of Equity (Baht/Share)	Shareholder of BCPG	Time to Maturity (Year)	WACC	Cost of Debt	Cost of Equity	D/E	Beta
JAP8	0.65	100%	22	3.3%	2.0%	8.4%	80:20	0.8
JAP11	0.46	100%	21	3.3%	2.0%	8.4%	80:20	0.8
JAP12	0.08	100%	21	3.3%	2.0%	8.4%	80:20	0.8
JAP13	0.16	100%	21	3.3%	2.0%	8.4%	80:20	0.8
JAP14	0.12	100%	21	3.3%	2.0%	8.4%	80:20	0.8
Total	1.46							

ที่มา : BCPG

ประเด็นความเสี่ยงหลักของ BCPG

1. ความเสี่ยงจากการถูกฟ้องร้องจากบุคคลภายนอก เนื่องจากโจทก์ได้ยื่นฟ้อง Godo Kaisha Natosi และผู้เริ่มพัฒนาโครงการที่ 8 จำนวน 3 ราย ต่อ Tokyo District Court เป็นจำนวนเงิน 761.4 ล้านบาท รวมถึงเบี้ยปรับถ้าหากจ่ายล่าช้าที่ 6.0% ต่อปี โดยโจทก์อ้างว่าเป็นผู้มีกรรมสิทธิ์เหนือโครงการดังกล่าว ซึ่งผลของคดี และมูลค่าความเสียหายยังไม่มีความชัดเจน
2. ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจาก BCPG และกิจการร่วมค้า ได้ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้าในประเทศญี่ปุ่น ซึ่งการแปลงค่าเงินต่างประเทศกลับเป็นค่าเงินบาท อาจส่งผลกระทบให้กำไรสุทธิปรับตัวลดลงไม่เป็นไปตามคาด ดังแสดงในตาราง
3. ความเสี่ยงจากการสูญเสียโอกาสการลงทุน จากการที่บริษัทฯ ไม่สามารถจัดหาพื้นที่เพื่อประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน หรือเกิดข้อจำกัดในการขอ Grid connection อาจทำให้ backlogs ที่มีอยู่มีแนวโน้มไม่เป็นไปตามที่คาดหวังไว้
4. ความเสี่ยงจากการถูกจำกัดการปริมาณการรับซื้อไฟฟ้า เนื่องจากหน่วยงานทรัพยากรธรรมชาติ และพลังงานของญี่ปุ่น ประกาศใช้พระราชกฤษฎีกาและแนวทางการดำเนินงาน ในเรื่องของการจำกัดปริมาณการรับซื้อไฟฟ้า ซึ่งผู้ประกอบการไฟฟ้าสามารถส่งให้กลุ่มบริษัทฯ ลดปริมาณพลังงานไฟฟ้าที่ขายได้รวมทั้งสิ้นไม่เกิน 30 วันต่อรอบบัญชี หรือ 360 ชั่วโมงต่อปี โดยไม่ต้องชดใช้ความเสียหายที่เกิด
5. ความเสี่ยงจากแผนเซลล์แสงอาทิตย์เสื่อมเร็วกว่าปกติ จะส่งผลให้รายได้ที่บริษัทฯ ได้รับปรับตัวลดลงมากกว่าที่บริษัทฯ คาดการณ์
6. ความเสี่ยงจากการปรับตัวลดลงของค่า Ft จะส่งผลให้รายได้จากการผลิตไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทยปรับตัวลดลง ดังแสดงในตาราง

Sensitivity Analysis

Sensitivity	Ft (Baht/Kwhr)		กำไรสุทธิ				Fair value	
	2560F	2561F	2560F	%Chg	2561F	%Chg	2560F	%Chg
	-0.1	-0.1	2,010	-2.6%	2,309	-2.3%	10.85	-3.1%
	0	0.0	2,037	-1.3%	2,336	-1.2%	11.03	-1.5%
Base Case	0.1	0.1	2,063	0.0%	2,363	0.0%	11.20	0.0%
	0.2	0.2	2,090	1.3%	2,390	1.2%	11.37	1.5%
	0.3	0.3	2,117	2.6%	2,418	2.3%	11.54	3.1%

Sensitivity	FX (Baht/Yen)		กำไรสุทธิ				Fair value	
	2560F	2561F	2560F	%Chg	2561F	%Chg	2560F	%Chg
	0.31	0.31	2,028	-1.7%	2,304	-2.5%	10.75	-4.0%
	0.32	0.32	2,046	-0.9%	2,333	-1.3%	10.97	-2.0%
Base Case	0.33	0.33	2,063	0.0%	2,363	0.0%	11.20	0.0%
	0.34	0.34	2,081	0.9%	2,393	1.3%	11.42	2.0%
	0.35	0.35	2,099	1.7%	2,423	2.5%	11.65	4.0%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
รายได้จากการขาย	3,024	3,339	4,111	4,776
ต้นทุนขาย	(624)	(807)	(1,192)	(1,573)
กำไรขั้นต้น	2,400	2,532	2,919	3,204
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(45)	(532)	(373)	(303)
รายได้อื่น	14	10	10	10
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	2,369	2,010	2,557	2,911
ดอกเบี้ยจ่าย	(208)	(311)	(487)	(521)
ภาษีเงินได้	(11)	(10)	(7)	(27)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	2,149	1,689	2,063	2,363
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(2)	145	-	-
ส่วนได้ส่วนเสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	2,147	1,834	2,063	2,363
การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (%)	0.0%	10.4%	23.1%	16.2%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	15.4%	-14.6%	12.5%	14.5%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	79.4%	75.8%	71.0%	67.1%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	71.0%	54.9%	50.2%	49.5%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	3Q58	4Q58	1Q59	2Q59
รายได้จากการขาย	N.A.	N.A.	783	759
ต้นทุนขาย	N.A.	N.A.	(182)	(187)
กำไรขั้นต้น	N.A.	N.A.	600	573
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	N.A.	N.A.	(115)	(206)
รายได้อื่น	N.A.	N.A.	2	15
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	N.A.	N.A.	487	382
ดอกเบี้ยจ่าย	N.A.	N.A.	(81)	(92)
ภาษีเงินได้	N.A.	N.A.	(0)	4
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	N.A.	N.A.	407	294
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และรายการพิเศษ	N.A.	N.A.	(18)	163
ส่วนได้ส่วนเสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	N.A.	N.A.	-	-
กำไรสุทธิ	N.A.	N.A.	389	457
การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (%) qoq	N.A.	N.A.	N.A.	-3.0%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%) qoq	N.A.	N.A.	N.A.	17.5%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	N.A.	N.A.	76.7%	75.4%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	N.A.	N.A.	49.7%	60.2%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.78	2.53	2.61	1.87
Interest coverage ratio	11.36	6.93	5.25	5.59
Net gearing	1.93	0.52	0.58	0.40
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	18.0%	10.8%	8.8%	9.7%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	49.2%	20.4%	14.0%	14.6%

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิก่อนภาษี	2,084	1,834	2,063	2,363
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	478	552	595	615
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	317	37	(50)	(30)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	2,879	2,423	2,608	2,948
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(32)	(9,521)	(2,899)	(800)
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	623	-	-	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	591	(9,521)	(2,899)	(800)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	9,180	-	-
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(15)	(266)	1,605	(2,218)
ลด จ่ายปันผล	(2,552)	(859)	(734)	(825)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(2,566)	8,055	872	(3,043)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	904	958	581	(895)

งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	975	1,932	2,513	1,618
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	456	1,045	456	416
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ	10,220	17,882	20,186	20,372
หนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น	20	1,471	1,525	1,575
สินทรัพย์รวม	11,671	22,330	24,680	23,980

เงินกู้ระยะสั้น	656	864	850	820
เจ้าหนี้อื่น	123	279	252	232
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	23	36	36	36
เงินกู้ระยะยาว	6,939	6,472	8,091	5,903
หนี้สินไม่หมุนเวียน	0	594	36	36
หนี้สินรวม	7,741	8,245	9,265	7,027

ทุนที่ชำระแล้ว	3,700	10,000	10,000	10,000
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	41	2,921	2,921	2,921
กำไรสะสม	189	1,164	2,494	4,032
ส่วนของผู้ถือหุ้น	3,930	14,085	15,415	16,953
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	11,671	22,330	24,680	23,980

สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
Total Power Capacity (MW)	118	138	214	239
Total Gross Margin (%)	79%	76%	71%	67%
Total Net Margin (%)	68.6%	54.6%	50.0%	49.6%
SG&A/Sales (%)	1.5%	15.9%	9.0%	5.6%
Exchange rate (Yen/THB)	28%	0.32	0.33	0.33