



ไฟแห่งความหวังรุกโซนขึ้นอีกครั้ง

การเซ็นสัญญาซื้อขายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้า Ahlone#2 ปลดล็อก Value ให้ TTCL หลังการเจรจายืดเยื้อมากกว่า 2 ปี มองเห็นประโยชน์หลายด้านที่จะเกิดขึ้นในอนาคต อย่างไรก็ตามราคาหุ้นที่พุ่งขึ้น 90% ในช่วงเวลา 1 เดือน ทำให้ไม่เหลือ Upside แม้จะปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 7.5 บาท ก็ตาม

เซ็น PPA โรงไฟฟ้า Ahlone I/II 2 ขนาด 388 MW

TTMC (บริษัทย่อย TTCL) ลงนามสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับหน่วยงานภายใต้การดูแลของกระทรวงไฟฟ้าและพลังงานของเมียนมาร์ โครงการโรงไฟฟ้า Ahlone#2 กำลังการผลิต 388 MW มูลค่าโครงการ 685 MUSD มีระยะเวลาสัมปทาน 25 ปี โดย TTCL จะเข้าไปรับงานก่อสร้างเองเกือบทั้งหมด มีระยะเวลาก่อสร้าง 28 เดือน และจะลดสัดส่วนการถือหุ้นลงจาก 100% เหลือ 40% พร้อมรับรู้กำไรจากการขายเงินลงทุนเกือบ 1.2 พันล้านบาทในปี 2564-65 โดยขายหุ้นให้กับพันธมิตรญี่ปุ่น 3 ราย

ตั้งเป้าสัดส่วนกำไรธุรกิจพลังงาน เป็น 50% ของกำไรรวมใน 5 ปีข้างหน้า

โครงสร้างกำไรของ TTCL จะเปลี่ยนแปลงไปจากปัจจุบันที่กำไรขึ้นต้นกว่า 85% มาจากธุรกิจก่อสร้าง ขณะที่กำไรจากธุรกิจพลังงานคิดเป็นสัดส่วนเพียง 15% แต่ในการลงทุนในธุรกิจพลังงานทั้งโรงไฟฟ้า Ahlone#2 และ ธุรกิจเชื้อเพลิงชีวมวลอัดเม็ด (black pellet) จะทำให้สัดส่วนกำไรจากธุรกิจพลังงานเพิ่มขึ้นเป็น 50% ภายในปี 2568

เพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 7.50 บาท แต่ยังไม่แนะนำ Switch ไป STEC

ฝ่ายวิจัยเพิ่ม FV จาก 3.36 บาท เป็น 7.50 บาท โดยรวมมูลค่าเพิ่มการลงทุนโรงไฟฟ้า Ahlone#2 และกำไรจากการขายหุ้นโรงไฟฟ้าให้พันธมิตร ซึ่งช่วยเพิ่มมูลค่าทางบัญชีให้ TTCL อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นที่พุ่งขึ้นแรงเกือบ 90% ในช่วงเวลา 1 เดือน ได้สะท้อนปัจจัยบวกข้างต้นไปแล้ว คงคำแนะนำ Switch ไป STEC(FV@B 18) ที่ยังให้ Upside มากกว่า

ประมาณการตัวเลสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562	2563F	2564F	2565F
กำไรสุทธิ	-1,980	-206	184	410	883
Norm. Profit	-1,102	358	-148	90	83
EPS (บาท)	-3.21	-0.33	0.30	0.67	1.43
DPS (บาท)	0.00	0.18	0.00	0.00	0.00
PER (X)	N/A	N/A	24.5	11.0	5.1
Dividend Yield (%)	0.0%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
Book Value (บาท)	4.08	2.97	3.27	3.93	5.37
P/BV (X)	1.79	2.46	2.23	1.86	1.36
EV/EBITDA (X)	N/A	27.9	10.3	6.6	3.5

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

TTCL

แนะนำ:

Switch



ราคาปัจจุบัน (บาท)	7.30
ราคาเป้าหมาย (บาท)	7.50
Upside (%)	2.80
Dividend Yield (%)	0.00
Total Return (%)	2.80
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	4,497

Technical Chart



CG Score : 5 = ดีเลิศ
Anti-corruption Indic. = ได้รับการรับรอง

RESEARCH DIVISION
บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ประสิทธิ์ รัตนกิจภม, CISA, CFA

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

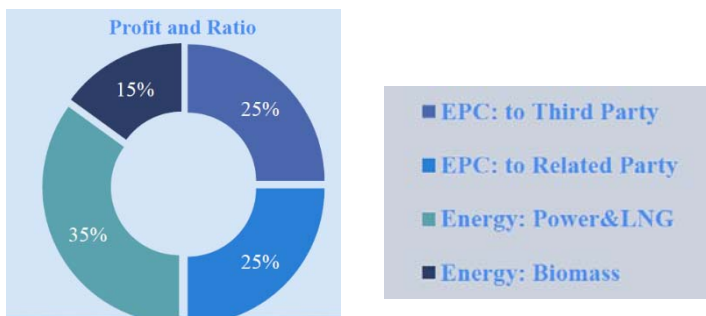
สำหรับ TTCL แม้ว่าจะต้องใส่เงินทุนเข้าไปในโครงการนี้ตามสัดส่วนการถือหุ้น 40% อยู่ที่ 82 ล้านเหรียญฯ เทียบเท่า 2,460 ล้านบาท แต่ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าไม่เป็นปัญหาเนื่องจาก TTCL จะได้รับเงินค่า Development Fee และค่า Premium เข้ามาประมาณ 1.2 พันล้านบาท และ TTCL ยังมีเงินสดในมือ ณ สิ้น 3Q63 อยู่ที่ 1.6 พันล้านบาท รวมถึงการขอการสนับสนุนเพิ่มเติมจากสถาบันการเงิน อีกทั้งในระหว่างการก่อสร้างโรงไฟฟ้า Ahlone เฟส 2 TTCL ก็ยังมีรายได้จากธุรกิจหลักคือธุรกิจ EPC เข้ามาอย่างต่อเนื่อง

ฝ่ายวิจัยสรุปผลบวกที่ TTCL จะได้รับจากโครงการ Ahlone เฟส 2 มีดังนี้

1. รายได้จากการขายเงินลงทุนให้พันธมิตรญี่ปุ่น 3 ราย ประมาณ 1.2 พันล้านบาท
2. รายได้จากการที่ TTCL จะเข้าไปรับงานก่อสร้างโรงไฟฟ้าซึ่งมีมูลค่างาน EPC ประมาณ 490 ล้านเหรียญฯ ตลอดระยะเวลาก่อสร้าง 28 เดือน
3. รายได้ค่า Operation&Maintenance (O&M) ที่ TTCL จะเข้าไปดำเนินการ เมื่อโรงไฟฟ้าเริ่มเปิดดำเนินการ จำนวน 2 ล้านเหรียญฯ/ปี ตลอดอายุสัมปทาน 25 ปี
4. ส่วนแบ่งกำไรตามส่วนได้เสียจากโรงไฟฟ้า Ahlone เฟส 2 ที่ TTCL จะถือหุ้น 40% ประมาณ 17 ล้านเหรียญฯ/ปี ตลอดอายุสัมปทาน 25 ปี

ตั้งเป้าสัดส่วนกำไรธุรกิจพลังงาน เป็น 50% ของกำไรรวมใน 5 ปี

ทิศทางธุรกิจในระยะ 5 ปีข้างหน้าของ TTCL จะเห็นการพัฒนาโครงการที่เกี่ยวข้องกับพลังงานมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในโรงไฟฟ้า Ahlone เฟส 2 ที่ TTCL จะเริ่มเก็บเกี่ยวผลตอบแทนการลงทุนในรูปแบบส่วนแบ่งกำไรตามส่วนได้เสียตั้งแต่ปี 2567 เป็นต้นไป รวมถึงธุรกิจใหม่ที่ TTCL เข้าไปบุกเบิกในประเทศเวียดนามคือธุรกิจเชื้อเพลิงชีวมวลอัดเม็ด (White Pellet & Black pellet) เพื่อนำไปผสมกับถ่านหินสำหรับโรงไฟฟ้าซึ่งมีความต้องการใช้ Black Pellet ในประเทศญี่ปุ่นสูงถึง 20 ล้านตัน/ปี โดยปัจจุบัน TTCL ได้เข้าซื้อโรงงาน White Pellet ขนาด 150,000 ตันต่อปี ในประเทศเวียดนาม และอยู่ระหว่างออกแบบก่อสร้างโรงงาน Black Pellet ขนาด 75,000 ตันต่อปี โดยมีเป้าหมายจำหน่าย Black Pellet ไปประเทศญี่ปุ่นให้ได้ 2 ล้านตัน/ปี ส่งผลให้โครงสร้างกำไรในอนาคตของ TTCL จะเปลี่ยนแปลงไปจากปัจจุบันที่กำไรขึ้นต้นกว่า 85% มาจากธุรกิจก่อสร้าง ขณะที่กำไรจากธุรกิจพลังงานคิดเป็นสัดส่วนเพียง 15% แต่ภายในปี 2568 สัดส่วนกำไรที่มาจากธุรกิจพลังงานจะเพิ่มขึ้นเป็น 50% ของกำไรทั้งหมดที่ TTCL ทำได้



ที่มา : รายการการประชุมสามัญผู้ถือหุ้น TTCL ครั้งที่ 1/2563

รวมโครงการ Ahlone IWS 2 เพิ่ม Fair Value เป็น 7.50 บาท

ฝ่ายวิจัยปรับเพิ่ม Fair Value ของ TTCL ขึ้นจากเดิมที่กำหนดอิง PBV 1 เท่าอยู่ที่ 3.36 บาท เป็น 7.50 บาท ภายใต้วิธี Sum of the part โดยส่วนที่เพิ่มขึ้น 4.14 บาท ประกอบด้วย

1. มูลค่าเพิ่มจากการเข้าลงทุนโรงไฟฟ้า Ahlone#2 ซึ่งจะเริ่มสร้างผลตอบแทนในรูปของส่วนแบ่งรายได้ตามส่วนได้เสียในช่วงระหว่างปี 2567-2592 โดยคิดลดเป็นมูลค่าปัจจุบันอยู่ที่ 3.57 บาท/หุ้น
2. กำไรจากการขายหุ้นโรงไฟฟ้าให้พันธมิตร ซึ่งช่วยเพิ่มมูลค่าทางบัญชีในปี 2564 ให้ TTCL อีก 0.57 บาท

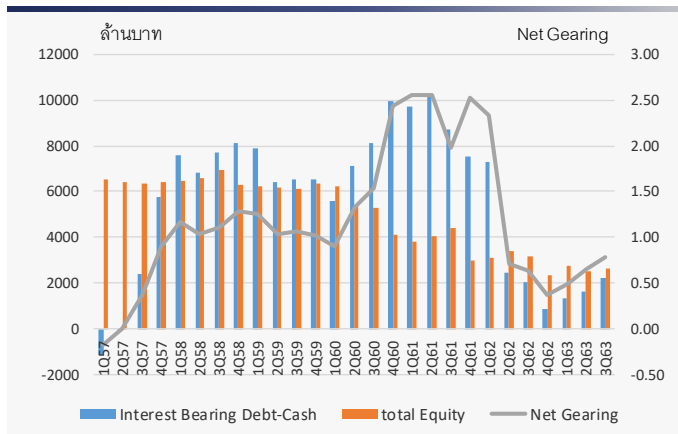
อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นที่พุ่งขึ้นแรงเกือบ 90% ในช่วงเวลา 1 เดือน ได้สะท้อนปัจจัยบวกข้างต้นไปแล้ว ภายใต้ความเสี่ยงทางธุรกิจหลักๆที่ TTCL ยังคงต้องเผชิญ ทั้งเรื่องของการควบคุมต้นทุนการก่อสร้างไม่ให้เกิดปัญหาต้นทุนบานปลาย และการตั้งสำรองค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ ฝ่ายวิจัยคงคำแนะนำ Switch ไป STEC(FV@B 18) ที่มีแนวโน้มธุรกิจฟื้นตัวชัดเจนในปี 2564 และยังได้รับกระแสเชิงบวกจากโครงการลงทุนภาครัฐจำนวนมากที่จะเกิดขึ้นในปี

ผลการดำเนินงาน 3Q63 ของ TTCL

Key Data (ล้านบาท)	1Q62	2Q62	3Q62	4Q62	1Q63	2Q63	3Q63	%QoQ	%YoY	9M63	9M62	%YoY
ยอดขาย	2,629	3,040	2,511	2,317	2,257	1,151	1,485	29%	-41%	4,892	8,180	-40%
กำไรขั้นต้น	541	356	215	222	214	244	212	-13%	-1%	669	1,111	N/A
ค่าใช้จ่ายในการขาย	-196	-278	-170	-220	-239	-248	-242	-3%	42%	-729	-644	13%
ดอกเบี้ยจ่าย	-98	-87	-61	-59	-65	-52	-42	-19%	-31%	-159	-246	-35%
กำไรจากการดำเนินงาน	274	133	56	-20	-114	9	-38	N/A	N/A	-143	464	N/A
กำไรสุทธิ	253	406	-235	-631	234	-87	92	N/A	N/A	238	425	N/A
รายการพิเศษ	-21	273	-291	-611	348	-96	130	N/A	N/A	382	-39	N/A
EPS	0.41	0.66	-0.38	-1.02	0.38	-0.14	0.15	N/A	N/A	0.39	0.69	N/A
Gross Margin	20.6%	11.7%	8.5%	9.6%	9.5%	21.2%	14.3%			13.7%	13.6%	
SG&A/Sale	7.4%	9.1%	6.8%	9.5%	10.6%	21.6%	16.3%			14.9%	7.9%	
Net Gearing	2.33	0.71	0.64	0.38	0.50	0.66	0.79			0.79	0.64	
Book Value/Share (บาท)	5.06	5.55	5.12	3.78	4.49	4.06	4.33			4.33	5.12	

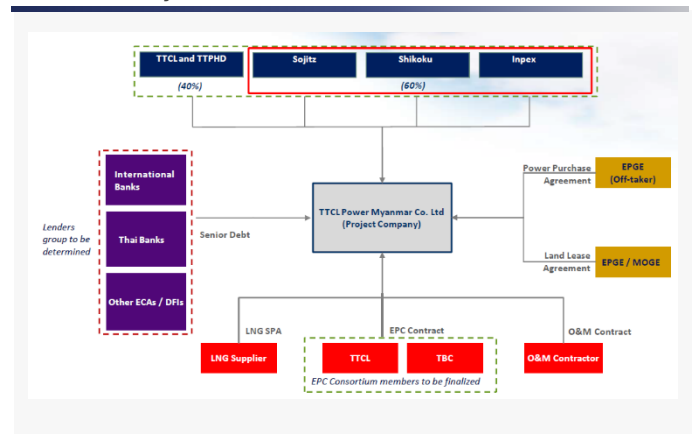
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

โครงสร้างการเงินของ TTCL



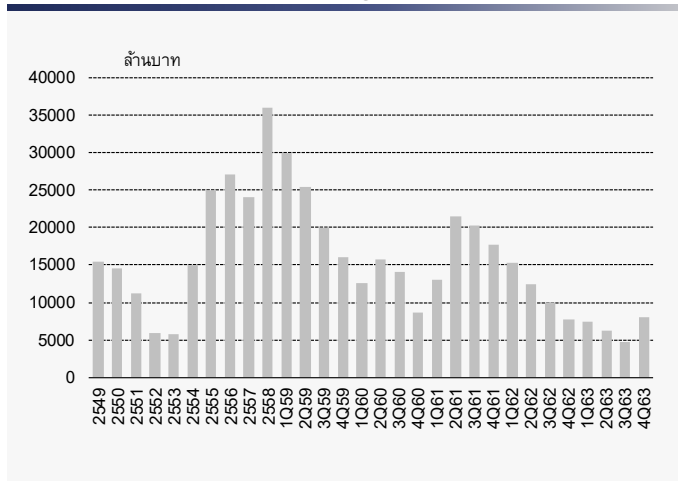
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

Project Structure โรงไฟฟ้า Ahlone 1W/2



ที่มา: TTCL

สถานะ Backlog ของ TTCL



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

- รายได้ส่วนใหญ่ของ TTCL มาจากงานในต่างประเทศ ซึ่งอยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์ จึงมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนสูง ซึ่งการบริหารความเสี่ยงในปัจจุบัน ใช้วิธี Natural Hedge อย่างไรก็ตาม ยังมีส่วนต่างที่ไม่ได้มีการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนไว้
- ลักษณะธุรกิจของ TTCL ที่ต้องให้ Warrantee แก่ลูกค้าเป็นเวลา 2-3 ปี ซึ่งในระหว่าง Warrantee Period มักมีงานเพิ่ม/งานซ่อมแซม ที่อาจทำให้เกิดค่าใช้จ่ายและ TTCL ไม่สามารถเรียกเก็บเงินจากลูกค้าได้ นำไปสู่ความเสี่ยงในการตั้งสำรองหนี้สูญที่เกิดขึ้นบ่อยครั้ง

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2563-65 ของ TTCL

งบกำไรขาดทุน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
ยอดขาย	10,497	6,503	9,532	11,456
ต้นทุนขาย	9,164	5,620	8,459	10,229
กำไรขั้นต้น	1,333	883	1,073	1,228
ค่าใช้จ่ายในการขาย	864	974	1,087	1,134
ดอกเบี้ยจ่าย	304	204	132	132
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	262	233	313	348
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	426	-62	167	309
ภาษีเงินได้	51	86	74	223
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-18	-2	-10	-10
รายการพิเศษอื่น ๆ	-564	332	320	800
กำไรสุทธิ	-206	184	410	883
กำไรจากการดำเนินงาน	358	-148	90	83
EPS	(0.33)	0.30	0.67	1.43
การเติบโตของยอดขาย	26%	-38%	47%	20%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	N/A	-141.3%	-161.2%	-8.1%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	12.7%	13.6%	11.3%	10.7%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	3.4%	-2.3%	0.9%	0.7%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	4Q62	1Q63	2Q63	3Q63
ยอดขาย	2,317	2,257	1,151	1,485
ต้นทุนขาย	2,094	2,043	907	1,273
กำไรขั้นต้น	222	214	244	212
ค่าใช้จ่ายในการขาย	220	239	248	242
ดอกเบี้ยจ่าย	59	65	52	42
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	276	56	57	55
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	219	-34	1	-17
ภาษีเงินได้	34	76	-7	22
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	-4	1	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	-611	348	-96	130
กำไรสุทธิ	-631	234	-87	92
กำไรจากการดำเนินงาน	(20)	(114)	9	(38)
Norm EPS	(1.02)	0.38	(0.14)	0.15
ยอดขาย (QoQ)	-7.7%	-2.6%	-49.0%	29.0%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	3.6%	-3.7%	13.9%	-13.2%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	N/A	N/A	N/A	N/A
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.19	1.30	1.22	1.24
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	1.09	1.16	1.10	1.13
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	5.97	4.85	4.84	4.86
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	1.86	1.25	1.66	1.81
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	9.79	7.20	7.18	7.17
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	5.99	4.13	4.32	3.45
Net Gearing	0.38	0.29	(0.03)	0.01
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	2.2%	-1.1%	0.6%	0.5%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	15.4%	-5.9%	3.1%	2.2%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2563-65 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	-206	184	410	883
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	214	2	10	10
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	26	30	44	64
กำไร/ขาดทุนจาก FX ที่ไม่ได้รับรู้	0	0	0	0
อื่นๆ	0	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	1,034	291	859	-594
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	987	515	1,333	374
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	833	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	2,836	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-99	-350	-500	-500
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	3,795	-357	-515	-515
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	-669	-2,699	0	0
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	0	0	0
เพิ่ม/ลด วอร์เรนท	0	0	0	0
ลด จ่ายปันผล	-111	0	0	0
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	-809	-2,699	0	0
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	3,972	-2,541	818	-141
งบดุล				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	4,965	2,418	3,236	3,095
ลูกหนี้การค้า	1,759	1,341	1,970	2,359
สินค้าคงเหลือ	5,633	5,201	5,730	6,315
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	821	832	893	932
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	256	576	1,032	1,468
สินทรัพย์รวม	16,268	12,900	15,552	16,961
เจ้าหนี้การค้า	1,072	904	1,327	1,597
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	1,457	1,484	2,121	2,354
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น	3,669	970	970	970
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว	2,173	2,173	2,173	2,173
หนี้สินรวม	13,940	10,386	12,617	13,134
ทุนที่ยังระแแล้ว	616	616	616	616
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	3,286	3,286	3,286	3,286
กำไรสะสม	-347	-163	248	1,131
หุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายหุ้น	500	500	500	500
ส่วนของผู้ถือหุ้น	2,328	2,512	2,922	3,805
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	2	12	22
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	16,268	12,900	15,552	16,961
สมบัติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
งานที่เซ็นสัญญาเพิ่มระหว่างปี (ล้านบาท)	780	7,000	22,400	12,800
Backlog ณ สิ้นปี (ล้านบาท)	7,618	8,163	21,081	22,474
Gross margin	12.7%	13.6%	11.3%	10.7%
SG&A/Sale	8.2%	11.7%	11.4%	9.9%
Effective tax rate	-37.2%	31.5%	15.0%	15.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส