



สัมปทานโครงการทวายส่อเค้าล้ม

DSEZ MC แจ้งยกเลิกสัมปทานโครงการทวายกับ ITD เพราะผิดนัดไม่ชำระค่าสิทธิตามสัญญาสัมปทาน เพิ่มความเสี่ยงที่มีนัยสำคัญต่อฐานะการเงินของ ITD โดยเฉพาะอัตราส่วน IBD/E ที่เป็น Debt Covenant สำคัญของหุ้นกู้ แนะนำหลีกเลี่ยงการลงทุน จากสารพัดปัจจัยเสี่ยงที่ถาโถมเข้ามา

เมียนมาร์แจ้งยกเลิกสัมปทานโครงการทวาย

คณะกรรมการบริหารงานพื้นที่เขตเศรษฐกิจพิเศษทวายของเมียนมาร์ (DSEZ MC) ได้แจ้งยกเลิกสัญญาสัมปทานรวม 7 ฉบับที่มีต่อ ITD และคู่สัญญากลุ่มธุรกิจร่วมทุนที่จดทะเบียนในเมียนมาร์ (Project Companies) โดยอ้างว่า Project Companies ผิดนัดไม่ชำระค่าสิทธิตามสัญญาสัมปทานและไม่สามารถปฏิบัติตามเงื่อนไขบังคับก่อนบางประการในการเริ่มดำเนินการตามสัญญาสัมปทานได้

เพิ่มความเสี่ยงด้านฐานะการเงิน รวมถึง Debt Covenant ที่เข้าใกล้ Limit

หาก ITD ต้องตั้งสำรองด้อยค่าโครงการทวาย จะก่อให้เกิดความเสี่ยงสูงที่จะทำให้อัตรา IBD/Equity พุ่งเกินกว่าข้อกำหนดของหุ้นกู้ที่กำหนดไว้ไม่เกิน 3 เท่า โดยสิ้น 3Q63 ITD มี IBD/Equity ที่คำนวณตามนิยามใหม่ที่ขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นอยู่ที่ 2.55 เท่า จึงรองรับการลดลงของส่วนของผู้ถือหุ้นได้ไม่เกิน 2,400 ล้านบาท บนสมมติฐานที่มีหนี้สินเท่าเดิม ขณะที่ ITD ใช้เงินไปแล้ว 7,835 ล้านบาท ในการพัฒนาโครงการทวาย และยังไม่ได้มีการตั้งสำรองด้อยค่าโครงการนี้เพราะเชื่อว่าจะได้รับคืนหากมีผู้ลงทุนรายใหม่เข้ามา

สารพัดปัจจัยเสี่ยงรอบด้าน แนะนำให้ Switch ไป STEC

นอกเหนือจากปัจจัยเสี่ยงโครงการทวายแล้ว ITD ยังมีปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ ทั้งเรื่องการทำการค้า การตั้งสำรองหนี้สูญ ฝ่าฝืนระเบียบ FV อิง Adjust PBV 0.7 เท่า ที่ 1.25 บาท คงคำแนะนำ Switch ไป STEC (FV@B 18) ที่มีพื้นฐานแข็งแกร่งกว่ามาก

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562	2563F	2564F	2565F
กำไรสุทธิ	306	-37	-1,162	-177	-78
Norm. Profit	503	331	-1,192	-77	22
EPS (บาท)	0.06	-0.01	-0.22	-0.03	-0.01
DPS (บาท)	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
PER (X)	19.7	N/A	-5.2	-34.0	-76.8
Dividend Yield (%)	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Book Value (บาท)	2.6	2.5	2.3	2.2	2.2
P/BV (X)	0.44	0.46	0.50	0.51	0.51
EV/EBITDA (X)	7.2	7.6	9.2	7.4	6.9

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ITD

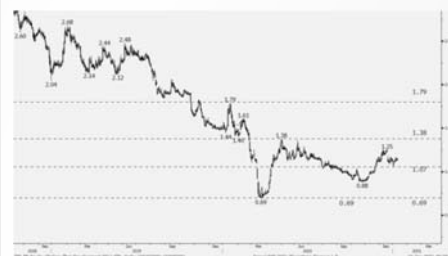
แนะนำ:

Switch



ราคาปัจจุบัน (บาท)	1.14
ราคาเป้าหมาย (บาท)	1.25
Upside (%)	9.53
Dividend Yield (%)	0.00
Total Return (%)	9.53
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	6,019

Technical Chart



CG Score : 4 = ดีมาก
Anti-corruption Indic. = na.

RESEARCH DIVISION
บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ประสิทธิ์ รัตนกิจจกม, CISA, CFA
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

โครงการทวายถูกยกเลิกสัมปทาน

ย้อนหลังไปตั้งแต่ปี 2553 ที่ ITD ได้รับสัมปทาน 60 ปี ในการเข้าไปพัฒนาโครงการทวาย พื้นที่ 250 ตร.กม. ในประเทศเมียนมาร์ แต่มูลค่าโครงการลงทุนโดยรวมที่สูงมากในระดับหลักหลายแสนล้านบาท ทำให้โครงการทวายมีความคืบหน้าช้ามาก จนกระทั่งปี 2555 จึงได้มีการเปลี่ยนรูปแบบการลงทุนใหม่ เป็นแบบรัฐต่อรัฐ ระหว่างรัฐบาลไทยและรัฐบาลเมียนมาร์ ซึ่งเมียนมาร์ได้ประกาศให้ทวายเป็นพื้นที่เขตเศรษฐกิจพิเศษ (Dawei Special Economic Zone หรือ DSEZ) และ ITD ถูกลดบทบาทลงไปเป็นเพียงผู้ลงทุนในโครงการนี้ เท่านั้นโดยมีพื้นที่รับสัมปทานอยู่ที่ 27 ตร.กม.

หลายปัญหาที่เกิดขึ้น ทั้งการก่อสร้างถนนเข้าไปยังพื้นที่โครงการที่ต้องการเงินสนับสนุน Soft loan จากรัฐบาล และเงื่อนไขในร่างสัญญาที่ ITD มีต่อคณะกรรมการบริหารงานพื้นที่เขตเศรษฐกิจพิเศษทวายของเมียนมาร์ (DSEZ MC) ที่ไม่เอื้อต่อการทำการตลาดหรือการขายที่ดินให้นักลงทุนที่สนใจ ทำให้เกิดความล่าช้าในการพัฒนาโครงการ และเมื่อวันที่ 30 ธ.ค 2563 คณะกรรมการบริหารงานพื้นที่เขตเศรษฐกิจพิเศษทวายของเมียนมาร์ (DSEZ MC) ได้แจ้งยกเลิกสัญญาสัมปทานรวม 7 ฉบับที่มีต่อ ITD และคู่สัญญากลุ่มธุรกิจร่วมทุนที่จดทะเบียนในเมียนมาร์ (Project Companies) โดยอ้างว่า Project Companies ผิดนัดไม่ชำระค่าสิทธิตามสัญญาสัมปทานและไม่สามารถปฏิบัติตามเงื่อนไขบังคับก่อนบางประการในการเริ่มดำเนินการตามสัญญาสัมปทานได้ ซึ่ง ITD ได้มีมติให้ที่ปรึกษากฎหมายของบริษัทดำเนินการจัดทำหนังสือชี้แจงและโต้แย้งข้อกล่าวหาของ DSEZ MC รวมถึงร้องขอให้รัฐบาลไทยช่วยเข้าไปเจรจาเนื่องจากโครงการทวายได้ถูกยกระดับขึ้นเป็นโครงการระหว่างรัฐกับรัฐแล้ว

ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นกรณีเลวร้ายที่สุด จะทำให้ ITD ผิดเงื่อนไขสำคัญที่กำหนดไว้ใน Debt Covenant ของหุ้นกู้ที่กำหนดอัตราส่วน IBD/Equity ไม่เกิน 3 เท่า โดยสิ้นงวด 3Q63 ITD มีอัตราส่วนดังกล่าวอยู่ที่ 2.55 เท่า จึงสามารถมีส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity) ลดลงได้ไม่เกิน 2,400 ล้านบาท บนสมมุติฐานที่มีหนี้สินเท่าเดิม ขณะที่ ITD ได้ใช้เงินไปแล้ว 7,835 ล้านบาท ในการพัฒนาโครงการทวาย และยังไม่ได้มีการตั้งสำรองด้อยค่าโครงการนี้ เพราะคาดหวังจะได้ผลตอบแทนคืนกลับมา จากการนำพื้นที่ 27 ตร.กม. ที่ได้รับสัมปทานไปพัฒนาต่อเป็นนิคมอุตสาหกรรมเพื่อขายให้กับนักลงทุนที่สนใจ

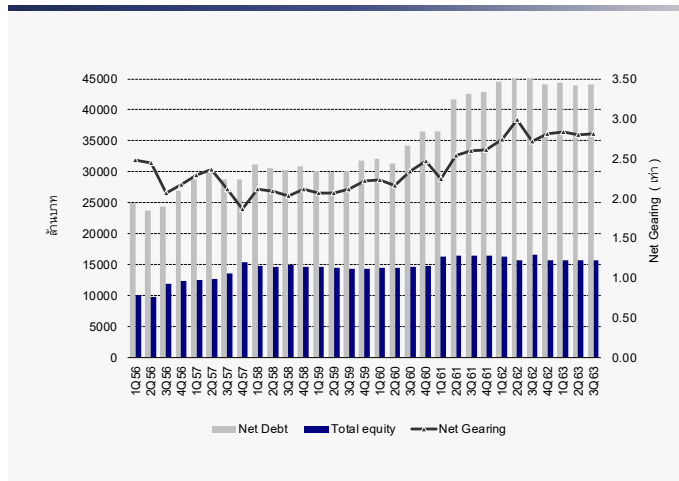
ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการตั้งสำรองด้อยค่าโครงการทวายที่อาจเกิดขึ้นในงวด 4Q63 รวมไปถึงความเสี่ยงที่ ITD อาจมีการเพิ่มทุนในอนาคต หากต้องมีการตั้งสำรองจริง ซึ่งจะทำให้อัตราส่วน IBD/Equity พุ่งขึ้นแตะระดับ 5 เท่า (คำนวณบนสมมุติฐานส่วนของผู้ถือหุ้นปัจจุบันที่ลดลง หากต้องตั้งสำรองทั้งหมด 7,835 ล้านบาท) จึงแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุน โดยฝ่ายวิจัยประเมิน FV โดยใช้วิธี Adjust PBV 0.7 เท่า (ไม่รวมกรณีทวาย) ที่ 1.25 บาท แนะนำ Switch ไป STEC (FV@B 18.00) ที่มี Outlook ดีกว่า

ผลการดำเนินงาน 3Q63 ของ ITD

Key Data (ล้านบาท)	1Q62	2Q62	3Q62	4Q62	1Q63	2Q63	3Q63	%QoQ	%YoY	9M63	9M62	%YoY
ยอดขาย	15,261	15,696	15,646	15,619	14,573	11,917	12,911	8%	-17%	39,400	46,603	-15%
กำไรขั้นต้น	1,356	1,648	1,511	2,003	1,502	640	781	22%	-48%	2,923	4,515	-35%
ค่าใช้จ่ายในการขาย	-829	-1,185	-825	-978	-780	-717	-848	18%	3%	-2,345	-2,839	-17%
ดอกเบี้ยจ่าย	-636	-673	-678	-701	-657	-621	-655	5%	-3%	-1,932	-1,987	-3%
กำไรจากการดำเนินงาน	113	-194	48	365	27	-500	-532	N/A	N/A	-1,005	-34	N/A
กำไรสุทธิ	22	-348	-107	396	-331	-156	-488	N/A	N/A	-975	-433	N/A
รายการพิเศษ	-91	-153	-155	31	-358	344	43	-87%	N/A	30	-399	N/A
EPS	0.00	-0.07	-0.02	0.07	-0.06	-0.03	-0.09	N/A	N/A	-0.18	-0.08	N/A
Gross Margin	8.9%	10.5%	9.7%	12.8%	10.3%	5.4%	6.0%			7.4%	9.7%	
SG&A/Sale	5.4%	7.6%	5.3%	6.3%	5.4%	6.0%	6.6%			6.0%	6.1%	
Net Gearing	2.74	2.99	2.72	2.81	2.83	2.80	2.81			2.81	2.72	
Book Value/Share (บาท)	2.60	2.49	2.49	2.49	2.47	2.39	2.33			2.33	2.49	

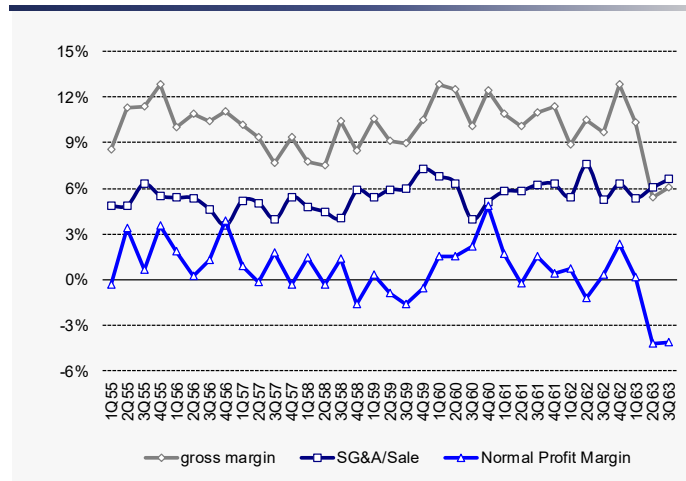
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

โครงสร้างการเงินของ ITD



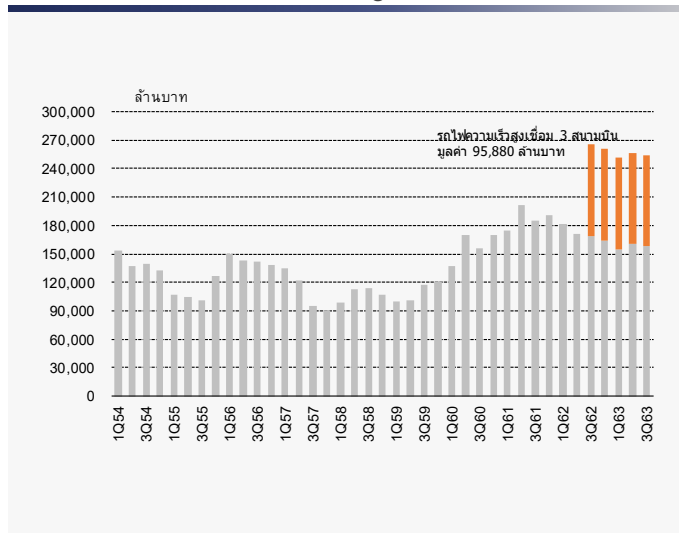
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประสิทธิภาพการดำเนินงานของ ITD



ที่มา: สายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

สถานะ Backlog ของ ITD



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประเด็นความสำคัญ

- เนื่องจากรายได้หลักในปัจจุบันของ ITD มาจากงานโครงการภาครัฐ จึงมีความเสี่ยงเรื่องรายได้และโอกาสการเติบโตในอนาคต ซึ่งขึ้นอยู่กับนโยบายการลงทุนภาครัฐ
- ประสิทธิภาพการดำเนินงานของ ITD ที่ค่อนข้างต่ำ โดยมีค่าใช้จ่ายคงที่ซึ่งเกิดจาก ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร รวมถึงภาระดอกเบี้ยจ่าย รวมกันกว่า 6,000 ล้านบาท/ปี หักล้างกำไรจากธุรกิจหลักเกือบทั้งหมด
- ค่าปรับงานก่อสร้างอาคารเทียบเครื่องบินสุวรรณภูมิเฟส 2 จำนวน 1,1725.79 ล้านบาท จากข้อพิพาทเรื่องการส่งมอบงานล่าช้า ซึ่ง ITD อยู่ระหว่างเจรจายกฟ้องระยะเวลาสิ้นสุดสัญญา ก่อสร้างกับ AOT โดยที่ ITD ยังไม่ได้มีการตั้งสำรองหนี้สูญไว้

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2563-65 ของ ITD

งบกำไรขาดทุน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
ยอดขาย	62,221	54,400	60,571	66,629
ต้นทุนขาย	55,703	50,198	55,155	60,244
กำไรขั้นต้น	6,518	4,203	5,417	6,384
ค่าใช้จ่ายในการขาย	3,818	3,297	3,586	3,945
ดอกเบี้ยจ่าย	2,687	2,582	2,699	2,864
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	956	748	857	863
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	969	-928	-12	438
ภาษีเงินได้	540	355	15	195
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	-392	33	-200	-200
กำไรสุทธิ	-37	-1,162	-177	93
กำไรจากการดำเนินงาน	331	-1,192	-77	193
Norm EPS	0.06	(0.23)	(0.01)	0.04
การเติบโตของยอดขาย	2.0%	-12.6%	11.3%	10.0%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-34%	-460%	-94%	-351%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	10.5%	7.7%	8.9%	9.6%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	0.5%	-2.2%	-0.1%	0.3%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส				
	3Q62	4Q62	1Q63	2Q63
ยอดขาย	15,646	15,619	14,573	11,917
ต้นทุนขาย	14,135	13,616	13,071	11,277
กำไรขั้นต้น	1,511	2,003	1,502	640
ค่าใช้จ่ายในการขาย	825	978	780	717
ดอกเบี้ยจ่าย	678	701	657	621
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	224	211	170	253
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	232	535	236	-445
ภาษีเงินได้	111	111	201	68
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-73	-59	-8	12
รายการพิเศษอื่น ๆ	177	-247	384	-689
กำไรสุทธิ	-107	396	-331	-156
กำไรจากการดำเนินงาน	48	365	27	-500
Norm EPS	0.01	0.09	0.01	(0.12)
ยอดขาย (QoQ)	-0.3%	-0.2%	-6.7%	-18.2%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	-8.3%	32.6%	-25.0%	-57.4%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	N/A	N/A	N/A	N/A
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.92	0.92	0.99	1.08
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.70	0.70	0.75	0.84
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	1.68	1.79	1.79	1.79
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	3.15	2.85	2.84	2.85
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	3.10	3.03	3.02	3.02
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	6.71	6.70	7.27	7.76
Net Gearing	2.85	3.02	3.11	3.10
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	0.3%	-1.3%	-0.1%	0.2%
ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	2.5%	-10.0%	-0.7%	1.6%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2563-65 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	-37	-1,162	-177	93
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	127	81	100	100
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	3,354	3,754	4,154	4,554
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	0	0	0	0
อื่นๆ	0	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	1,413	1,855	-1,135	-1,090
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	5,047	4,447	3,142	3,857
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-200	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	1,207	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-3,752	-3,980	-3,980	-3,980
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	-2,746	-3,980	-3,980	-3,980
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	794	-1,000	2,000	3,000
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	28	0	0	0
ลด จ่ายปันผล	-76	0	0	0
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	746	-1,000	2,000	3,000
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	3,048	-533	1,162	2,877
งบดุล				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	1,991	1,669	2,538	5,124
ลูกหนี้การค้า	37,127	30,384	33,883	37,214
สินค้าคงเหลือ	19,783	19,069	21,298	23,418
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	7,526	5,992	6,688	7,354
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	31,193	31,419	31,245	30,671
สินทรัพย์รวม	103,790	94,793	100,331	106,976
เจ้าหนี้การค้า	20,067	17,980	20,081	22,080
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	4,918	3,535	3,914	4,278
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น	24,395	19,895	18,895	17,895
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว	22,765	26,265	29,265	33,265
หนี้สินรวม	88,108	80,192	85,807	92,260
ทุนที่ชำระแล้ว	5,280	5,280	5,280	5,280
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	8,548	8,548	8,548	8,548
กำไรสะสม	35	-1,127	-1,304	-1,211
ส่วนของผู้ถือหุ้น	13,135	11,973	11,796	11,889
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	2,547	2,628	2,728	2,828
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	103,790	94,793	100,331	106,976
สมมติฐานในการประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
งานที่เซ็นสัญญาเพิ่มระหว่างปี (ล้านบาท)	35,753	90,000	90,000	85,000
Backlog ณ สิ้นปี (ล้านบาท)	164,499	200,099	229,527	247,899
Gross margin	10.5%	7.7%	8.9%	9.6%
SG&A/Sale	6.1%	6.1%	5.9%	5.9%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส