

TTW : บมจ. ทีทีดับบลิว

ปันผลดี คาดยังมีให้เหมือนเดิม

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” TTW โดยประเมินว่าการปรับสัญญาใหม่ของ PTW จะไม่ส่งผลต่อความสามารถในการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ เพราะโครงสร้างสัญญาใหม่กระทบกำไร TTW เพียง 5% เพราะต้นทุนก็ลดลงไปด้วย แต่กว่าการฟื้นตัวของใช้น้ำ, ราคาขายน้ำที่ปรับขึ้นตามเงินเฟ้อ และต้นทุนไฟฟ้าที่ลดลง คาด TTW จะกลับมามีกำไร 3 พัน ลบ.ในปี 2025 ขณะกระแสเงินสดเพียงพอสำหรับการจ่ายปันผลปีละ 6.6%

กระทบเบาๆ ที่ PTW แต่ได้กินยาวๆ : การต่อสัมปทาน PTW ไปอีก 10 ปีบนโครงสร้างใหม่ แม้ราคาขายน้ำจะลดลง 52.8% เป็น 6.50 บาท/ ลบ.ม. แต่ต้นทุนคาดว่าจะลดลง 44.1% จากไม่มีค่าตัดจำหน่าย เรากทดสอบพบว่ากำไรสุทธิ PTW จะลดลงเล็กน้อย 152 ลบ.ในปี 2024 (จากเฉลี่ย 677 ลบ. ปี 2021-22) กระทบ TTW เพียง 5% แต่ได้ความมั่นคง 10 ปี (และต่อได้อีก 10 ปี)

ปี 2024-25 กลับสู่เส้นทาง : ปี 2023 คาดกำไรสุทธิ 2.8 พัน ลบ. -6.6% y-y กุดตันจากกำไร CKP แต่จะฟื้นเป็น 2.9 พัน ลบ. +3.4% y-y ปี 2024 และกลับไป 3 พัน ลบ.ปี 2025 จากปริมาณใช้น้ำฟื้นแบบค่อยเป็นค่อยไป เราคาดว่าปริมาณขายน้ำจะกลับไปจุดดีที่สุดปี 2020 ในราวปี 2027 เป็นต้นไป ส่วนในระยะสั้น 3Q23 คาดกำไรสุทธิ 828 ลบ. +32.8% ๓-๓ สูงสุดรอบ 4 ไตรมาส จากปริมาณขายน้ำรวมที่ 72.4 ล้าน ลบ.ม. สูงสุดรอบ 8 ไตรมาส และกำไร CKP ที่เร่งตัวตามฤดูกาล

ราคาเหมาะสม 10.40 บาท : เราใช้วิธี Dividend Discounted Model, Ke 7.4% และ g 1.5% สอดคล้องกับการขยายตัวของประชากร จ.ปทุมธานี และสมุทรสาคร ใน 10 ปีที่ผ่านมา ซึ่งเชื่อว่าจะรักษาระดับนี้ได้จากการขยายระบบขนส่งมวลชน (สีแดง และ เขียวต่อขยาย) สวนสัตว์ดุสิตแห่งใหม่ 300 ไร่จะเปิดปี 2026

ความเสี่ยง : (1) ความผันผวนกำไร CKP (2) ต้นทุนไฟฟ้า 17-18% ต้นทุนรวม (3) อุทกภัย/ภัยแล้ง ส่งผลต่อต้นทุนสารเคมี 3% ต้นทุนรวม (4) อัตราการใช้กำลังการผลิตผิดคาด 1% จะส่งผลต่อราคาเหมาะสม 1.6%

จรรยาพัทธ์ วัฒนวงศ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ #14076
Jaroonpan.W@liberator.co.th

TTW

BUY
Rating

TP 24E
From n.a.

THB10.40

method

DDM ke 7.4%, g 1.5%

Closing price

THB9.00

Upside/Downside

+15.6%

CG report

▲▲▲▲▲

CAC

n.a.

ESG score by ESG Book

66.54

source : settrade

เตรียม lock yield สูงๆ

“การปรับสัญญาต่อใหม่ของ PTW ไม่ได้ทำให้ TTW แย่ลง แต่เสมือนเป็นการการันตีแหล่งรายได้ไปอีก 10 ปีเป็นอย่างน้อย และอาจยังมีอีก 10 ปีในอนาคต ทำให้ครั้งนี้เป็นการปิด downside risk ที่ตลาดเคยกังวล

ขณะที่พื้นที่ให้บริการยังมีศักยภาพสูง ประชากรขยายตัวต่อเนื่อง นักลงทุนที่ชอบปันผลระดับ 6% ขึ้นไป สามารถเผด็จศึกสะสมซื้อในจังหวะตลาดผันผวนได้ การสิ้นสุดรอบดอกเบี๋ยขาขึ้น คาดจะเกิดการซื้อ lock yield ในหุ้นลักษณะนี้”

KEY FINANCIALS

FYE Dec (THBm)	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Revenue	5,806	5,691	6,182	5,634
Net Profit (Loss)	3,104	2,967	2,770	2,865
EPS (THB)	0.78	0.74	0.69	0.72
P/E (x)	11.5	12.2	13.0	12.5
BVPS (THB)	3.56	3.70	3.79	3.91
P/B (x)	2.5	2.4	2.4	2.3
DPS (THB)	0.60	0.60	0.60	0.60
Dividend Yield (%)	6.7	6.7	6.6	6.7
Debt/Equity (x)	0.6	0.5	0.4	0.3
ROE (%)	22.3	20.5	18.5	18.6

Source: Company, LIB Research estimates

การประกอบธุรกิจ : ก่อตั้งปี 2000 เดิมชื่อ “บจก.น้ำประปาไทย” มี 3 ธุรกิจดังนี้

- ผลิตและจำหน่ายน้ำประปาขายให้กับการประปาส่วนภูมิภาค (กปภ., PWA) เพื่อสนับสนุนพื้นที่ตะวันตกของกรุงเทพฯ ได้แก่ จ.นครปฐม (อ.นครชัยศรี, สามพราน, พุทธมณฑล) และ จ.สมุทรสาคร (อ.กระทุ่มแบน และ อำเภอมะเข่ง) มีสัมปทานขายน้ำ 30 ปี แบบ BOO (Build-Own-Operate) สิ้นสุดปี 2034 ปัจจุบันมีกำลังการผลิต 540,000 ลบ.ม./ วัน (พร้อมขยายได้อีก 300,000 ลบ.ม.) โดยใช้แหล่งน้ำจากแม่น้ำท่าจีนในการผลิต
- ปี 2007 ได้ซื้อหุ้น 98% บจก.ประปาปทุม(PTW) ซึ่งถือสัมปทานผลิตน้ำประปาแบบ BOOT (Build-Own-Operate-Transfer) ของ กปภ. ดำเนินการในเขต รังสิต จ.ปทุมธานี กำลังการผลิต 488,000 ลบ.ม./ วัน สิ้นสุดสัญญา 14 ต.ค. 2023 (ได้ต่อแล้วอีก 10 ปี) ใช้แหล่งน้ำจากแม่น้ำเจ้าพระยาในการผลิต
- ได้ซื้อสิทธิบริหารจัดการระบบผลิตน้ำประปาและระบบบำบัดน้ำเสียในนิคมอุตสาหกรรมบางปะอิน(BIE) กำลังการผลิตน้ำประปา 48,000 ลบ.ม./ วัน และ บำบัดน้ำเสีย 18,000 ลบ.ม./ วัน สิ้นสุดสัญญา 2039 และยังรับจ้างบริหารระบบน้ำให้กับ Amata Water อีกด้วย

รูปที่ 1 : ภาพรวมของสัญญาสัมปทาน ณ 2Q23



ที่มา : Company report

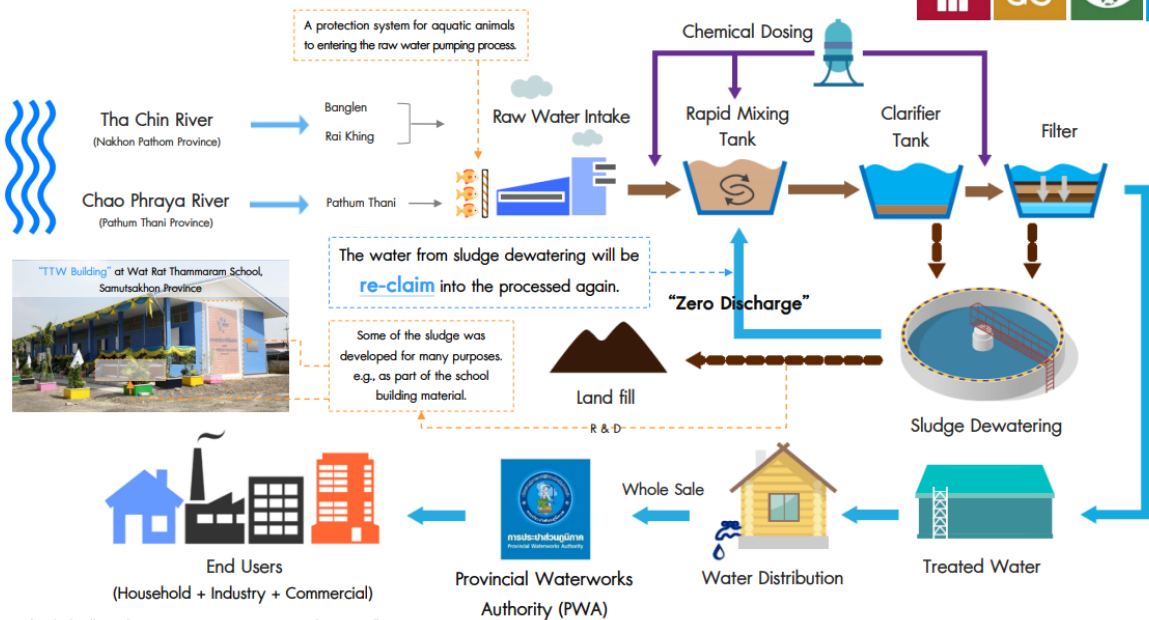
ปัจจุบันมีทุนชำระแล้ว 3,990 ลบ. ราคาพาร์ 1.00 บาท/ หุ้น ถือหุ้นใหญ่โดย บจก.มิตซูชิ วอเตอร์ โฮลดิ้งส์(ประเทศไทย) 25.98% CK 19.40% และ BEM 18.47% มีนโยบายจ่ายปันผลไม่ต่ำกว่า 50% ขณะที่ 3 ปีที่ผ่านมาเฉลี่ยจ่าย 79.7%

การให้บริการ : บริษัทจะนำน้ำจากแหล่งธรรมชาติ (แม่น้ำท่าจีน-TTW และ เจ้าพระยา-PTW) มาบำบัดและปรับสภาพผ่านกระบวนการกรอง ตกตะกอน และ กระบวนการทางเคมี (เช่น สารส้ม น้ำ คลอรีน โพลีเมอร์ ปูนขาว เป็นต้น) แล้วส่งต่อผ่านระบบท่อส่งน้ำประปา(BTM) เชื่อมกับระบบกระจายน้ำของ กปภ. ที่มาตรวัดน้ำ พุทรมณฑล-มหาชัย และ ปทุมธานี-รังสิต-ธรรมศาสตร์-เมืองเอก ตามลำดับ

ซึ่ง กปภ.จะมีโครงข่ายกระจายน้ำประปาส่งต่อไปยัง บ้านเรือน โรงงานอุตสาหกรรม และ ภาคธุรกิจ โดยราคาขายน้ำให้ กปภ. นั้นจะเป็นราคาขายส่ง(Wholesale) จากนั้น กปภ. จะนำไปกระจาย และจำหน่ายในราคาปลีก(Retail) ให้แก่ผู้ใช้น้ำ

รูปที่ 2 : กระบวนการผลิตน้ำประปาโดยสรุป

Company Overview – Tap Water Production Process



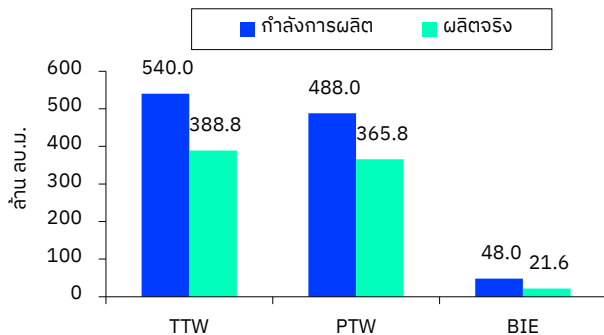
ที่มา : Company report

โดยในสัญญาสัมปทานจะมีการกำหนดปริมาณขั้นต่ำในการรับซื้อน้ำของ กปภ. (Minimum Order Quantity, MOQ) เสมือนเป็นการกีดกันปริมาณรับซื้อขั้นต่ำให้ ซึ่งมองได้ว่าจะช่วยลดความเสี่ยงในการดำเนินงานได้ โดย TTW มีราคาซื้อ 300,000 ลบ.ม./ วัน แรกที่ 31.53 บาท/ ลบ.ม. ส่วนที่เกินจะคิด 13.11 บาท/ ลบ.ม. (ณ 1 ม.ค. 2023) สะท้อนตามเงินเพื่อ CPI ปรับทุกๆเดือน ม.ค. ของทุกปี

ซึ่งในช่วง 2019-22 ที่ผ่านมา TTW ขายน้ำมากกว่า MOQ อยู่แล้ว 21.4% สำหรับ TTW และ 9.7% สำหรับ PTW สะท้อนว่าอุปสงค์ยังคงที่สูงกว่าประมาณการของ กปภ. นั่นเอง

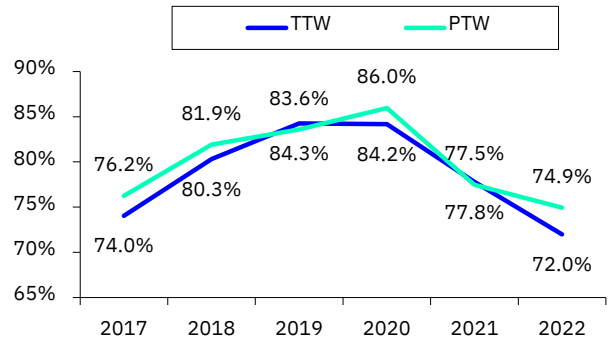
กำลังการผลิต : บริษัทมีกำลังการผลิตน้ำประปารวม 1.076 ล้าน ลบ.ม./ วัน TTW มี 5.4 แสน ลบ.ม./ วัน และยังพร้อมขยายได้อีก 55% ขณะที่ PTW มี 4.88 แสน ลบ.ม./ วัน โดยช่วงปี 2017-2020 อัตราการใช้กำลังการผลิตเพิ่มสม่ำเสมอปีละ 3.4% และ 3.2% ตามลำดับ ก่อนจะทรุดในปี 2021-22 จากผลกระทบ COVID-19 อย่างไรก็ดี เริ่มฟื้นตัวใน 1H23 แล้ว แต่กว่าการใช้กำลังการผลิตรวมยังต่ำกว่าปีที่ดีที่สุด 2020 ราว 12.7% สำหรับ TTW และ 9.0% สำหรับ PTW

รูปที่ 3 : การผลิตแต่ละหน่วยงาน ณ สิ้นปี 2022



ที่มา : Company report

รูปที่ 4 : อัตราการใช้กำลังการผลิตเฉลี่ยรายปี

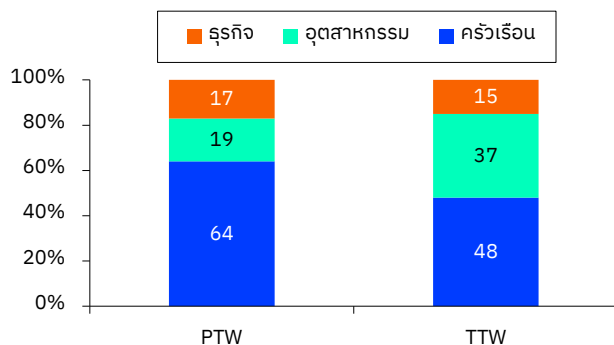


ที่มา : Company report

ผู้ใช้ครัวเรือน มีบทบาทสำคัญ : เหตุที่ PTW ฟื้นเร็วกว่า TTW เนื่องจากการขยายตัวของชุมชนทางตอนเหนือของกรุงเทพที่โดดเด่นก่อนหน้า ซึ่งจากโครงสร้างของผู้ใช้น้ำจะเห็นชัดว่า ผู้ใช้ครัวเรือนมีส่วนสูง 48-64% ขณะที่อัตราการเพิ่มของจำนวนประชากร 10 ปีที่ผ่านมาในพื้นที่ให้บริการ ก็ขยายตัวน่าพอใจ เช่น นครปฐม +0.5% สมุทรสาคร +1.5% ปทุมธานี +1.5% ต่อปี เทียบกับทั้งประเทศ +0.2% (ที่มา ก.มหาดไทย)

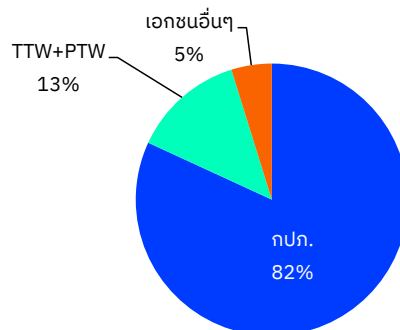
ซึ่งการขยายตัวของเมืองผ่านรถไฟฟ้าสายสีเขียวส่วนต่อขยาย (หมอชิต-สะพานใหม่-คูคต) และ สายสีแดง (บางซื่อ-รังสิต) เหล่านี้จะเป็นตัวผลักดันแหล่งชุมชนใหม่ๆ ให้กับ PTW อีกด้วย

รูปที่ 5 : สัดส่วนลูกค้าของ PTW, TTW



ที่มา : Company report

รูปที่ 6 : ส่วนแบ่งตลาดน้ำประปาในพื้นที่ กปภ.



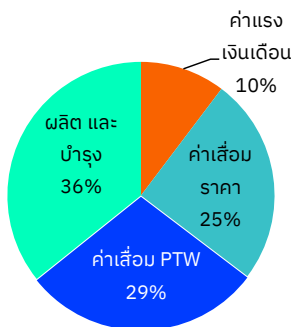
ที่มา : Company report

ผู้ใช้ภาคอุตสาหกรรม มาช้ากว่า : ผู้ใช้กลุ่มนี้มีสัดส่วน 19-37% โดยใน จ. สมุทรสาคร มีโรงงานผู้ใช้น้ำกว่า 6,224 โรง ส่วนใหญ่เป็นอุตสาหกรรมอาหารทะเลแช่แข็ง แปรรูปอาหารทะเล และ อาหารกระป๋อง ส่วน จ.นครปฐม มี 3,269 โรงงาน ส่วนใหญ่เป็น อาหารสำเร็จรูป เครื่องดื่ม เสื้อผ้า เครื่องนุ่งห่ม อุปกรณ์กีฬา ส่วน จ.ปทุมธานี มี 3,111 โรงงาน ส่วนใหญ่เป็น ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ เครื่องจักร เครื่องมือไฟฟ้า ซึ่งทั้งหมดนี้จะค่อยฟื้นตามภาวะเศรษฐกิจโลก

นอกจากนี้ยังกลุ่มผู้ใช้น้ำอื่น ๆ ที่มีศักยภาพ เช่น มหาวิทยาลัย สถาบันการศึกษาชั้นนำ และสวนสัตว์ดุสิตแห่งใหม่ 300 ไร่ คาดจะเปิดปี 2026

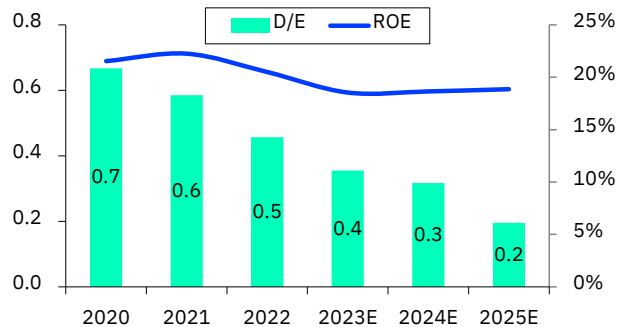
บริษัท ทิม คอนซัลติ้ง เอนจิเนียริ่ง แอนด์ แมเนจเม้นท์ ได้ศึกษาเมื่อ ธ.ค. 2022 ว่าภายในปี 2034 ความต้องการน้ำในพื้นที่บริการของ TTW จะอยู่ที่ 800,000 ลบ.ม./ วัน ขณะที่ PTW จะอยู่ที่ 840,000 ลบ.ม./ วัน รวมกันแล้ว ยังสูงกว่ากำลังการให้บริการของบริษัท 52.4%

รูปที่ 7 : ต้นทุนขายในภาพรวม ณ งวดปี 2022



ที่มา : Company report

รูปที่ 8 : ความเสี่ยงทางการเงินต่ำ



ที่มา : Company report

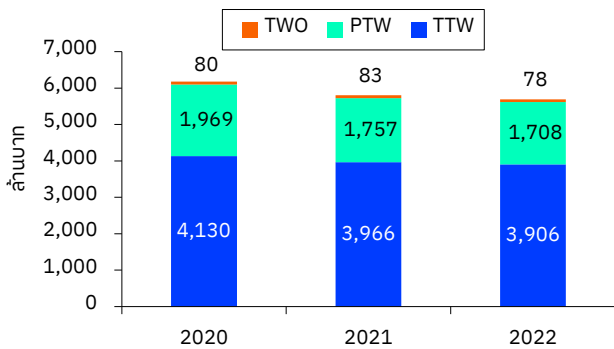
ต้นทุนผลิต และ สภาพคล่อง : ต้นทุนผลิตที่มีขนาดใหญ่ที่สุดคือ ค่าผลิตและซ่อมบำรุงปีละ 700 ลบ. (ไฟฟ้า 550 ลบ. สารเคมี 100 ลบ.) รองลงมาเป็นรายจ่ายทางบัญชีจากค่าตัดจำหน่ายสินทรัพย์ในการผลิตน้ำประปาที่ต้องโอนเมื่อสิ้นสุดอายุสัญญา (BOOT) ของ PTW ทุกราวปีละ 550 ลบ. ซึ่งส่วนนี้กำลังจะหมดไปใน 14 ต.ค. 2023 นี้เมื่อสิ้นสุดสัมปทาน

ขณะที่ในการบริหารจัดการรายรับ กับทาง กปภ. ซึ่งเป็นลูกค้ารายหลักนั้น กปภ. จะชำระเงินค่าน้ำประปา 7-15 วัน หลังวางบิล ซึ่งที่ผ่านมาก็ตรงเวลา และทำให้บริษัทไม่มีปัญหาด้านสภาพคล่องแต่อย่างใด อัตราส่วนสภาพคล่อง Current ratio สูง 2.0 เท่า และ ระยะเวลาเงินสด (Cash Conversion Cycle) สั้นเพียง 11.3 วัน ทำให้ TTW ชำระหนี้ได้ตามแผน จนระดับ D/E ลดลงเหลือเพียง 0.5 เท่า

ผลการดำเนินงาน 3 ปีที่ผ่านมา : รายได้รวมชะลอตัวลงเฉลี่ย 4.0% ต่อปี ระหว่างปี 2020-22 เนื่องจาก ผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 และสงครามยูเครน-รัสเซีย ทำให้ผู้ใช้น้ำภาคครัวเรือน และ อุตสาหกรรมโดยเฉพาะการส่งออก มีปริมาณการใช้น้ำประปาที่ลดลง ทำให้อัตราการใช้กำลังการผลิตรวมลดลงจาก 83.3% ในปี 2020 เหลือ 72.1% ในปี 2022

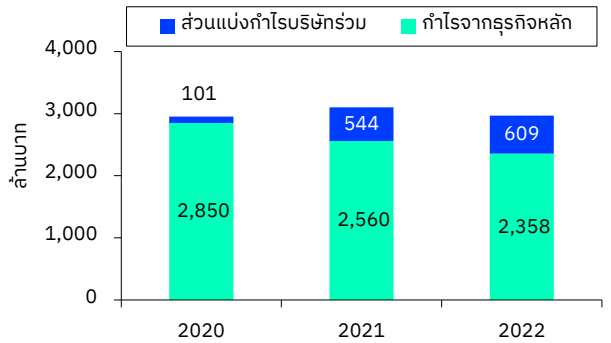
อย่างไรก็ดี ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม CKP ที่ดีในปี 2021-22 เฉลี่ยปีละ 576 ลบ. จากผลผลิตกระแสไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นตามปริมาณน้ำในเขื่อนไชยะบุรี และ เขื่อนน้ำจืด 2 ช่วยประคองกำไรสุทธิของ TTW ให้เกาะ 3 พัน ลบ.ได้

รูปที่ 9 : โครงสร้างรายได้แบ่งตามบริษัท



ที่มา : Company report

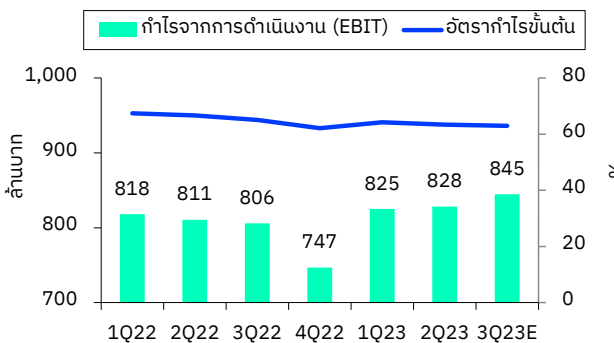
รูปที่ 10 : CKP ช่วยไว้ในช่วง COVID-19, สงคราม สกวน



ที่มา : Company report, LIB Research estimates

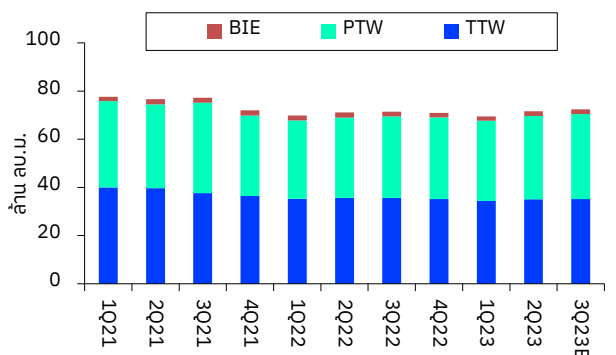
1H23 เริ่มเห็นพื้นที่ธุรกิจหลักแล้ว : เมื่อการเปิดเมืองเริ่มในปลายปี 2022 และความตึงเครียดด้านสงครามผ่อนคลายลง ทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจเริ่มฟื้นขึ้น ซึ่งหากพิจารณาที่กำไรจากการดำเนินงาน (EBIT) จะเห็นว่าธุรกิจน้ำประปาเริ่มกลับมาเหนือ 825 ลบ. / ไตรมาส ได้แล้ว โดย 2Q23 บริษัทขายน้ำได้รวม 71.7 ล้าน ลบ.ม. สูงสุดในรอบ 6 ไตรมาส ซึ่งเรคาด EBIT 3Q23 จะทำได้ที่ 845 ลบ. +2.0% q-q และ +4.8% y-y สอดคล้องกับทิศทางปริมาณขายน้ำที่เพิ่มขึ้น

รูปที่ 11 : EBIT เริ่มยกตัวขึ้นแล้วในปี 2023



ที่มา : Company report, LIB Research estimates

รูปที่ 12 : ปริมาณขาย 3Q23 คาดฟื้นตัว +1.0% q-q



ที่มา : Company report, LIB Research estimates

รูปที่ 13 : ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

(THBm)	3Q23E	2Q23	q-q	3Q22	y-y
Revenues	1,536	1,519	1.1%	1,435	7.0%
COGs	556	556	0.0%	501	10.9%
Gross profits	980	963	1.8%	934	5.0%
Gross margin (%)	63.0%	63.4%	-	65.1%	-
SG&A	135	134	0.4%	128	5.7%
Operating profit (EBIT)	845	828	2.0%	806	4.8%
Operating margin (%)	55.0%	54.5%	-	56.2%	-
EBITDA	845	1,174	(28.0%)	1,140	(25.9%)
EBITDA margin (%)	55.0%	77.3%	-	79.5%	-
Interest expense	36	36	(0.7%)	39	(8.7%)
Share profit from associates	225	0	n.m.	365	(38.4%)
Normalised earning	828	624	32.8%	963	(14.0%)
Extra ordinary gain (loss)	0.0	0.0		0.0	
Net profit	828	624	32.8%	963	(14.0%)

Source : Company reports and LIB Research estimates

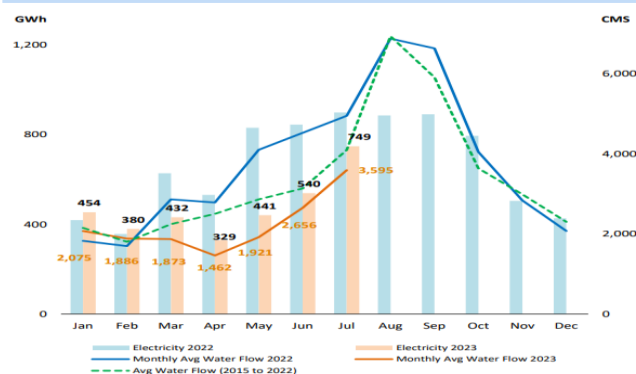
สถิติชี้วัดสำคัญ

	3Q23E	2Q23	q-q	3Q22	y-y
ปริมาณน้ำประปาขาย (ล้าน ลบ.ม.)	72	72	1.0%	71	1.3%
ราคาขายเฉลี่ย (บาท/ ลบ.ม.)	21	21	0.2%	20	5.7%

Source : Company reports and LIB Research estimates

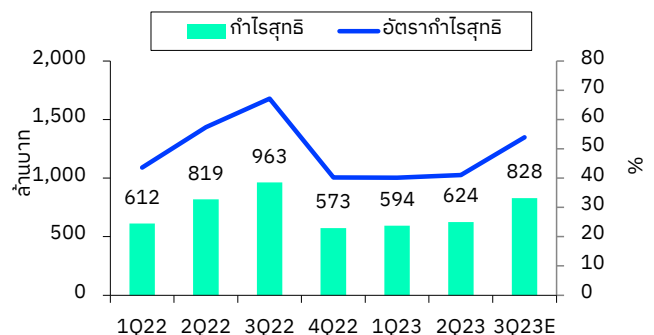
แนวโน้ม 3Q23 : อย่างไรก็ดีอัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะลดลง 40bps q-q จากการขึ้นค่า Ft ขึ้นเล็กน้อย ทำให้ค่าไฟต่อหน่วยเพิ่ม 5 สตางค์เป็น 4.77 บาทตั้งแต่ 1 พ.ค. และต่อมาจะลงเหลือ 3.99 ตั้งแต่ 1 ก.ย. ขณะที่บริษัทร่วม CKP คาดจะมีกำไรเด่นจากเข้าสู่ฤดูผลิตกระแสไฟฟ้าหลังจากปริมาณน้ำในเขื่อนเพิ่มขึ้นตามฤดูกาล เราคาดว่าจะสะท้อนกำไรมา TTW ราว 225 ลบ. (อิง IAA consensus) ทำให้ 3Q23 คาดมีกำไรสุทธิ 828 ลบ. เพิ่มขึ้น +32.8% q-q สูงสุดในรอบ 4 ไตรมาส แต่ยังคงหดตัว -14.0% y-y จากส่วนแบ่งกำไรสูงของ CKP ปีก่อน 365 ลบ.

รูปที่ 14 : การผลิตไฟฟ้าของเขื่อนไซยะบุรีรายเดือน



ที่มา : CKP, Opportunity day 2Q23

รูปที่ 15 : 3Q23 จะมีกำไรสูงสุดใน 4 ไตรมาส

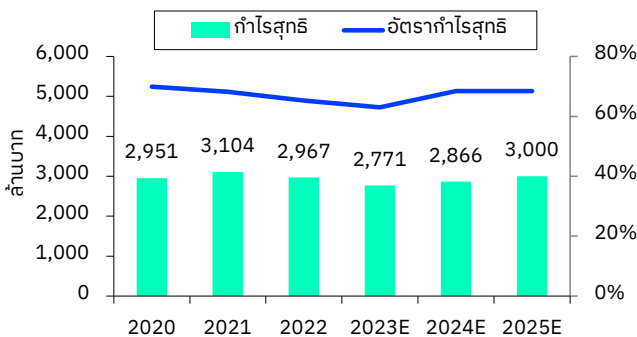


ที่มา : Company report, LIB Research estimates

แนวโน้มปี 2023-25 : สมมติฐานมาจากแนวคิดดังต่อไปนี้

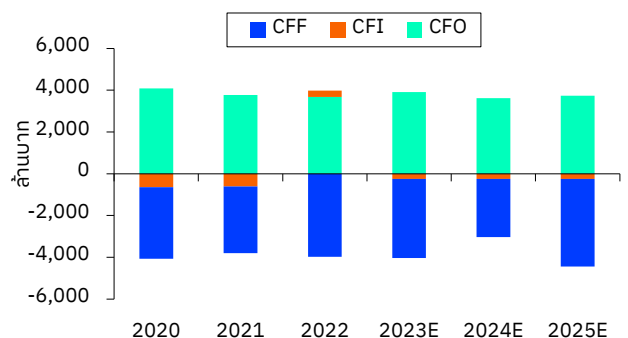
- (1) เมื่อ 12 ต.ค. 2023 TTW แจ้งตลาดฯ PTW ได้ใช้สิทธิตามสัมปทาน BOOT กับ กปภ. สิ้นสุด 14 ต.ค. 2023 ด้วยการเช่าระบบผลิตน้ำประปาจาก กปภ. เพื่อดำเนินการต่ออีก 10 ปี (สัมปทานให้สิทธิเช่าได้ 2 ครั้ง ครั้งละ 10 ปี) เพื่อผลิตขายน้ำประปาในราคา ลบ.ม. ละ 6.50 บาท (ปรับทุก 1 มกราคม ตาม CPI) ซึ่งแม้จะลดลงจากก่อนหน้า 52.8% แต่ในแง่ต้นทุนก็ลดลง 44.1% ด้วยเนื่องจากไม่มีภาระค่าตัดจำหน่ายปีละ 550-580 ลบ.
- (2) จากราคาขายใหม่ 6.50 บาท/ ลบ.ม. PTW จะยังคงมีกำไร 2.48 บาท/ ลบ.ม. จากโครงสร้างต้นทุนใหม่นี้ ทำให้ปี 2024 กำไรสุทธิ PTW จะลดลงราว 152 ลบ. เหลือ 535 ลบ. vs เฉลี่ยกำไรสัมปทานเดิม 2021-22 ที่ 677 ลบ. กระทบฐานกำไร TTW ราว 5%
- (3) อัตราการใช้กำลังการผลิต TTW และ PTW ขึ้น 1.0% ในปี 2024 จากนั้นปีละ 2.0% เพื่อกลับไปเท่ากับช่วงก่อนแพร่ระบาด COVID-19 ในปี 2030 และ 2027 ตามลำดับ
- (4) การเติบโตระยะยาว +1.5% มากกว่าประเทศที่ +0.25% เนื่องจาก 10 ปีที่ผ่านมาอัตราการเพิ่มของประชากรในพื้นที่ให้บริการทั้ง 2 มีอัตราสูงกว่าจากการขยายของชุมชน
- (5) ส่วนแบ่งกำไร 24.98% จาก CKP อิง IAA Consensus ที่คาดกำไรปีนี้ 1.1 พัน ลบ. ปีหน้า 1.4 พัน ลบ.

รูปที่ 14 : แนวโน้มกำไรในปี 2023-2025



ที่มา : Company report & LIB Research est.

รูปที่ 15 : กระแสเงินสดอิสระสูง รักษาระดับปันผลได้



ที่มา : Company report & LIB Research est.

คาดการณ์กำไรปีนี้ 2.8 พัน ลบ. ปีหน้า 2.9 พัน ลบ. : คาดกำไรสุทธิปีนี้จะอยู่ที่ 2,770 ลบ. หดตัว -6.6% y-y หลักๆกดดันจากส่วนแบ่งกำไรจาก CKP ที่ลดลง แต่ตัวเนื้อธุรกิจเริ่มฟื้นตัว โดยกำไรก่อนภาษี EBT คาดที่ 3,210 ลบ. เริ่มฟื้น +5.9% y-y จากปริมาณใช้น้ำฟื้นตัวแล้ว ส่วนในปี 2024 คาดกำไรสุทธิ 2,865 ลบ. +3.4% y-y ผลกระทบจากการปรับสัญญา PTW เกิดเล็กน้อยถูกหักล้างด้วยปริมาณขายน้ำที่ฟื้นต่อเนื่อง ขณะที่โครงสร้างอัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้นเป็น 68.4% จาก 63.0% ในปีนี้จากการปรับรูปแบบสัญญาของ PTW

รูปที่ 16 : สมมติฐานสำคัญ

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
ยอดขายน้ำ TTW (ล้าน ลบ.ม.)	166.1	165.9	153.3	141.9	139.9	141.9	145.9
ยอดขายน้ำ PTW (ล้าน ลบ.ม.)	148.9	153.1	138.0	133.5	135.4	137.2	140.7
ยอดขายน้ำ BIE (ล้าน ลบ.ม.)	8.8	8.2	8.1	7.9	7.9	8.0	8.1
U rate % (overall)	82.5%	83.3%	76.2%	72.1%	72.1%	73.1%	75.0%
ราคาขายเฉลี่ย (บาท/ ลบ.ม.)	19.0	18.4	18.8	19.5	21.3	19.1	19.1
อัตรากำไรขั้นต้น (%)	70.0%	69.9%	68.2%	65.3%	63.0%	68.4%	68.4%

ที่มา : Company report & LIB Research est.

ความเสี่ยงสำคัญ : สรุปได้ดังนี้

- ค่าไฟฟ้ามีผลต่อต้นทุนรวม 17-18% โดยโรงผลิตน้ำของ TTW และ PTW ใช้ไฟฟ้ารวมกันกว่า 183 กิกะวัตต์ชั่วโมงในปี 2020 อย่างไรก็ดีบริษัทได้บริหารจัดการอย่างดี สามารถลดการใช้ไฟฟ้าลงเหลือ 140 กิกะวัตต์ชั่วโมงในปี 2022 ทำให้ค่าไฟฟ้าลดเหลือปีละ 500-550 ลบ.
- ในปีที่ฝนตกชุก หรือมีน้ำท่วม จะทำให้สิ่งปนเปื้อนเพิ่มขึ้นในแหล่งน้ำที่สูบน้ำมาใช้ผลิต ทำให้จะมีค่าใช้จ่ายด้านการบำบัดเพิ่มขึ้น โดยสารเคมีที่ใช้คิดเป็นเงินปีละ 100 ลบ. หรือราว 3-4% ของต้นทุนรวม
- ปริมาณน้ำจะมีผลเช่นกันเนื่องจากบริษัทต้องดำเนินการผลิตให้ไม่ต่ำกว่า MOQ
- นโยบายด้านการผลิตน้ำประปาของรัฐ ซึ่งปัจจุบันยังคงเน้นการกระจายแปรรูปให้เอกชนเป็นผู้ลงทุน ขณะที่ภาครัฐจะเน้นการกำกับดูแล
- กำไรสุทธิ CKP มีผลต่อความผันผวนของกำไรสุทธิ TTW เนื่องจาก การถือหุ้น 24.98% จะทำให้ TTW ต้องบันทึกส่วนแบ่งกำไรของ CKP เข้ามาทุกไตรมาส ซึ่งในปี 2022 กำไรส่วนนี้มีบทบาทถึง 22.1% ของกำไรสุทธิของ TTW ขณะที่ช่วงปี 2023-24 นั้น CKP มีความเสี่ยงได้รับผลกระทบจากเอลนีโญอีกด้วย โดย IAA Consensus ได้ประเมินกำไรสุทธิปีนี้ของ CKP 849-1,831 ลบ. และปีหน้า 964-1,862 ลบ. จะเห็นว่ามีความเห็นที่แตกต่างกันค่อนข้างมาก

รูปที่ 17 : ความอ่อนไหวของกำไรสุทธิ ราคาเหมาะสม

อัตรากำไรขั้นต้นการผลิต	กำไรสุทธิ	ราคาเป้าหมาย
U-rate % 2024	NP24E	TP24E
75.0%	2,965	10.70
74.0%	2,916	10.58
73.1%	2,866	10.40
72.0%	2,817	10.24
71.0%	2,743	9.99

ที่มา : LIB Research est.

งบกำไรขาดทุน

งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
รายได้รวม	5,806	5,691	6,182	5,634
ต้นทุนบริการ และ คชจ.สัมพันธ์กัน	1,845	1,975	2,287	1,779
กำไรขั้นต้น	3,961	3,717	3,894	3,854
ค่าใช้จ่ายในการบริหาร และ ผลขาดทุนเครดิต	502	535	556	535
EBITDA	4,689	4,515	4,686	4,226
รายได้อื่น	12	10	22	20
ส่วนแบ่งกำไร.ร่วม/กิจการร่วมค้า	544	609	272	364
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย	3,460	3,182	3,338	3,319
ดอกเบี้ยจ่าย	245	165	154	130
กำไรก่อนภาษี	3,227	3,027	3,206	3,210
ภาษีจ่าย	651	657	696	696
กำไรหลังภาษี	2,576	2,370	2,510	2,513
รายการพิเศษ	0	0	0	0
กำไรก่อนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	3,088	2,955	2,758	2,852
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(16)	(12)	(12)	(13)
กำไร (ขาดทุน), ตามรายงาน	3,104	2,967	2,770	2,865
กำไร (ขาดทุน) ปกติ	3,104	2,967	2,770	2,865

ข้อมูลต่อหุ้น

งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (บาท)	2021	2022	2023E	2024E
กำไร(ขาดทุน) ต่อหุ้น, ตามรายงาน (EPS)	0.78	0.74	0.69	0.72
กำไร(ขาดทุน) ปกติต่อหุ้น (Core EPS)	0.78	0.74	0.69	0.72
เงินปันผลต่อหุ้น (DPS)	0.60	0.60	0.60	0.60
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS)	3.56	3.70	3.79	3.91

งบแสดงฐานะการเงิน

งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
เงินสด	67	62	77	788
เงินลงทุนระยะสั้น	0	0	0	0
ลูกหนี้การค้า	514	512	562	512
สินค้าคงคลัง	25	28	32	25
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	3,623	3,790	3,980	4,179
สินทรัพย์หมุนเวียนรวม	4,229	4,392	4,651	5,504
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	10,592	10,229	9,194	8,437
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	348	153	0	0
เงินลงทุน.ร่วม/กิจการร่วมค้า	6,220	6,648	6,648	6,648
เงินลงทุนระยะยาว	0	0	0	0
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	56	58	61	64
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนรวม	17,216	17,088	15,903	15,149
สินทรัพย์รวม	21,445	21,480	20,554	20,653
เงินกู้ระยะสั้น	0	0	0	0
เจ้าหนี้การค้า	130	146	163	127
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	2,892	2,054	887	2,291
หนี้สินหมุนเวียนรวม	3,022	2,200	1,050	2,418
เงินกู้ระยะยาว	1,691	1,925	1,747	1,397
หุ้นกู้	3,398	2,398	2,398	998
อื่นๆ	198	216	227	238
หนี้สินรวม	8,309	6,740	5,422	5,051
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว	3,990	3,990	3,990	3,990
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,638	2,638	2,638	2,638
กำไรสะสม	6,148	6,722	7,104	7,574
ผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่ใช่เจ้าของควบคุม	0	0	0	0
ส่วนผู้ถือหุ้นรวม	14,195	14,750	15,132	15,603

ที่มา: ข้อมูลบริษัท, LIB Research est., * อิงราคาปิดล่าสุด

งบกระแสเงินสด

งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษี	3,227	3,027	3,206	3,210
ค่าเสื่อมราคา	1,229	1,333	1,348	907
การเปลี่ยนแปลงทุนหมุนเวียน	(30)	16	(37)	21
เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	4,425	4,376	4,517	4,137
อื่นๆ	(653)	(702)	(621)	(540)
เงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน	3,772	3,674	3,896	3,597
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน				
เงินสดรับจากการขาย(จ่าย)เงินลงทุน	(361)	(162)	(150)	(150)
เงินสดสุทธิจากการลงทุน	(611)	301	(153)	(153)
กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน				
ออกหุ้นสามัญ	0	0	0	0
เงินกู้สุทธิ หักการจ่ายคืนหนี้	(774)	(1,544)	(1,350)	(350)
เงินปันผล	(2,394)	(2,394)	(2,388)	(2,394)
เงินสดสุทธิจากการจัดหาเงิน	(3,187)	(3,980)	(3,727)	(2,733)
เงินสดเปลี่ยนแปลงสุทธิ	(25)	(5)	15	711
ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน	0	0	0	0
เงินสด/เทียบเท่าเงินสดปลายงวด	67	62	77	788

อัตราส่วนทางการเงิน

งบรวมสิ้นสุด ร.ค.	2021	2022	2023E	2024E
EBITDA margin (%)	80.8	79.3	75.8	75.0
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร ต่อยอดขาย (%)	8.6	9.4	9.0	9.5
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (%)	59.6	55.9	54.0	58.9
อัตรากำไรปกติ (%)	53.5	52.1	44.8	50.8
อัตรากำไรสุทธิ (%)	53.5	52.1	44.8	50.8
ROE (%)	22.3	20.5	18.5	18.6
ROA (%)	13.7	13.5	13.2	13.9
วงจรเงินสด (วัน)	11.6	11.0	12.2	12.2
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (x)	0.6	0.5	0.4	0.3
อัตราส่วนความสามารถการจ่ายดอกเบี้ย (x)	14.1	19.3	21.6	25.6
อัตรากำไรเงินปันผล (%) *	6.7	6.7	6.6	6.7

อัตรากำไรเติบโต

งบรวมสิ้นสุด ร.ค., %	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	-6.0	-2.0	8.6	-8.9
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	-1.8	6.6	4.0	-3.8
EBITDA	-5.7	-3.7	3.8	-9.8
EBIT	-9.1	-8.0	4.9	-0.6
กำไรปกติ	5.2	-4.4	-6.6	3.4
กำไรสุทธิ	5.2	-4.4	-6.6	3.4

สมมติฐานสำคัญ

งบรวมสิ้นสุด ร.ค.	2021	2022	2023E	2024E
ยอดขายน้ำ TTW (ล้าน ลบ.ม.)	153.3	141.9	139.9	141.9
ยอดขายน้ำ PTW (ล้าน ลบ.ม.)	138.0	133.5	135.4	137.2
ยอดขายน้ำ BIE (ล้าน ลบ.ม.)	8.1	7.9	7.9	8.0
U rate % (overall)	76.2%	72.1%	72.1%	73.1%
ราคาขายเฉลี่ย (บาท/ ลบ.ม.)	18.81	19.53	21.33	19.07
อัตรากำไรขั้นต้น (%)	68.2%	65.3%	63.0%	68.4%

Disclosures & Disclaimer

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ นักลงทุนควรตระหนักเสมอว่า ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวผันผวน เพิ่มขึ้น และลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนการวิเคราะห์เชิงเทคนิค และทางปัจจัยพื้นฐาน อาจมีความแตกต่างกันได้ การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางพื้นฐาน อาจแตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงเทคนิค ซึ่งจะขึ้นกับปัจจัยทางด้านราคา(Price) และปริมาณการซื้อขาย(Volume) ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานซึ่งประเมินมาจากการคาดการณ์ผลการดำเนินงานบริษัท ดังนั้น ผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ ขณะที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่อ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก บล.ลิวอเรเตอร์ ดังนั้นผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง บล.ลิวอเรเตอร์ และ เจ้าหน้าที่, กรรมการ, และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรง หรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล, ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

ในบทวิเคราะห์นี้ อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ด้วยการใช้อำนาจ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ อาจมีการอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้าดังกล่าวนี้ จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังมีขึ้นอยู่ด้วยความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุน โดยหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป บล.ลิวอเรเตอร์ ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากจะมีข้อมูลใหม่ หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดเกิดขึ้น

บล.ลิวอเรเตอร์ รวมถึงเจ้าหน้าที่, กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ บล.ลิวอเรเตอร์ มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ, เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ บล.ลิวอเรเตอร์ ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ ถูกทำขึ้นเพื่อลูกค้าของ บล.ลิวอเรเตอร์ และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก บล.ลิวอเรเตอร์ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ บล.ลิวอเรเตอร์ จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ได้ห้ามไว้ดังกล่าว

นิยาม : บล.ลิวอเรเตอร์ กำหนดคำแนะนำการลงทุนด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานไว้ 3 ระดับ ดังต่อไปนี้

- ซื้อ (BUY) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาหุ้นในปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) มากกว่า 10%
- ถือ (HOLD) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ระหว่าง -10% ถึง +10%
- ขาย (SELL) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ตดลบมากกว่า 10% ขึ้นไป

โดยคำแนะนำด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานนี้ อาจ “เหมือน” หรือ “แตกต่าง” กับคำแนะนำทางเทคนิครายวัน หรือคำแนะนำในเชิงกลยุทธ์ได้ นักลงทุนควรพิจารณาคำแนะนำในบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบร่วมกับ ลักษณะพฤติกรรมกรรมการลงทุน และความสามารถในการรับความเสี่ยงได้ของนักลงทุน ก่อนตัดสินใจลงทุน

