

เด็มโก้

แล้วฟันร้ายก็กลายเป็นดี

ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าราคาหุ้น DEMCO จากนี้ไปน่าจะ outperform ค่าเฉลี่ยตลาดได้ หลังจากการปลดล็อก case WEH ด้วยความโดดเด่นของโครงการที่เต็มมือ พลักดันให้แนวโน้มกำไรปี 2558 เติบโตสูง โดยยังเลือกเป็น Top pick ของกลุ่มฯ

■ กลุ่ม KPN เข้าซื้อหุ้น WEH

กลุ่ม KPN เข้าซื้อหุ้นทั้งหมดของบริษัทรีนิวเอเบิล เอนเนอจี้ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (REC) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่สัดส่วน 59.5% ของบริษัทวินด์ เอนเนอจี้ โฮลดิ้ง จำกัด (WEH) ซึ่งผลจากการเข้าซื้อในครั้งนี้จะทำให้นายณพพร ศุภพิพัฒน์ ผู้ถือหุ้นเดิมของ REC ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องใน WEH อีกต่อไป และจะมีการเปลี่ยนชื่อ REC เป็นบริษัทเคพีเอ็น เอนเนอจี้ จำกัด ทั้งนี้คาดว่าจะการเปลี่ยนแปลงผู้ถือหุ้นดังกล่าวจะส่งผลให้สถาบันการเงินยกเลิกการระงับปล่อยสินเชื่อ และทำให้โครงการที่อยู่ในมือ WEH ทั้งที่ยังอยู่ระหว่างการก่อสร้าง และอยู่ในแผนลงทุน เดินหน้าต่อไปได้ รวมถึงยังมีโอกาสสูงที่จะนำมาทบทวนแผนเข้าจดทะเบียนในตลาด.ใหม่

■ ปลดล็อกความกังวล...เติบโตต่อตามแพน

ประเด็นดังกล่าวถือเป็นการช่วยให้ความกังวลที่นักลงทุนมีต่อ DEMCO ในประเด็น WEH หดไป เนื่องจาก DEMCO เข้าไปร่วมลงทุนดังนี้ 1) ถือหุ้นอยู่ใน WEH ในสัดส่วน 4% มูลค่าเงินลงทุน 800 ล้านบาท 2) ถือหุ้น 25% ในบริษัท Aeolus (WEH ถือหุ้น 75%) ซึ่งเป็นผู้ลงทุนสัดส่วน 60% ส่งผลให้ DEMCO ถือหุ้นในโครงการพลังงานลมห้วยบง 2 และห้วยบง 3 สุทธิที่ 15% และ 3) ถือหุ้น 10.4% ในบริษัท Sustainable Energy ซึ่งเป็นผู้พัฒนาโครงการพลังงานลมเขาค้อ (WEH ถือหุ้น 34.2%) ดังนั้นคาดการณ์เปลี่ยนผู้ถือหุ้นใหม่เป็นกลุ่ม KPN จะทำให้แผนโครงการลงทุนของ DEMCO ที่เกี่ยวข้องกับ WEH เดินหน้าต่อไปได้ตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ ทั้งในฐานะผู้ผลิตไฟฟ้า และผู้รับจ้างก่อสร้างโรงไฟฟ้า (EPC) ซึ่งถือเป็น Upside ที่ยังไม่รวมในประมาณการปัจจุบัน

■ Top pick กลุ่มพลังงานทดแทน

แนะนำซื้อ โดยยังเลือกเป็น Top pick กลุ่มพลังงานทดแทนคู่กับ GUNKUL จากมูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2558 อิงวิธี DCF (WACC เท่ากับ 9%) ที่ 18 บาทต่อหุ้น ปัจจุบันยังมี upside กว่า 23% ซึ่งประเด็น WEH ที่คลี่คลายจะช่วยผลักดันราคาหุ้นเข้าสู่พื้นฐานที่แท้จริงได้อีกครั้ง และถึงแม้ PER ปี 2558 จะอยู่ที่ 21.9 เท่า แต่ยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มพลังงานทดแทนที่ 36.5 เท่า

Key Data	FY56A	FY57A	FY58F	FY59F	FY60F
ยอดขาย	5,487	4,856	6,663	7,678	7,251
กำไรสุทธิ	459	362	487	518	582
EPS (บาท)	0.66	0.52	0.67	0.64	0.72
Norm EPS	0.66	0.52	0.67	0.64	0.72
PER (เท่า)	22.02	27.94	21.91	22.82	20.30
DPS (บาท)	0.27	0.26	0.27	0.26	0.29
Dividend Yield (%)	1.8%	1.2%	1.3%	1.2%	1.4%
BVS (บาท)	4.53	4.83	4.81	4.82	5.25
PBV (เท่า)	3.23	3.02	3.04	3.03	2.78
ROE (%)	18.7%	11.2%	14.2%	14.0%	14.3%

ที่มา : ASPS

DEMCO

แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 14.60

ราคาเป้าหมาย (บาท): 18.00

Upside : 23.3%

Dividend Yield : 1.3%

Total Return : 24.6%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 10,662.86

CG Score: ▲▲▲

Technical Chart



นลินรัตน์ กิตติกาพลรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

Nalinrat.re@asiaplus.co.th

■ ปลดล็อกความกังวล...เติบโตต่อตามแผน

ประเด็นดังกล่าวช่วยให้ความกังวลที่นักลงทุนมีต่อ DEMCO ในประเด็น WEH หดไป เนื่องจาก DEMCO เข้าไปร่วมลงทุนดังนี้ 1) ถือหุ้นอยู่ในบริษัท Wind Energy Holding (WEH) ในสัดส่วน 4% มูลค่าเงินลงทุน 800 ล้านบาท 2) ถือหุ้น 25% ในบริษัท Aeolus (WEH ถือหุ้น 75%) ซึ่งเป็นผู้ลงทุนสัดส่วน 60% ส่งผลให้ DEMCO ถือหุ้นในโครงการพลังงานลมห้วยบง 2 และห้วยบง 3 สุทธิที่ 15% และ 3) ถือหุ้น 10.4% ในบริษัท Sustainable Energy ซึ่งเป็นผู้พัฒนาโครงการพลังงานลมเขาค้อ (WEH ถือหุ้น 34.2%) ดังนั้นคาดการณ์เปลี่ยนผู้ถือหุ้นใหม่เป็นกลุ่ม KPN จะทำให้แผนโครงการลงทุนของ DEMCO ที่เกี่ยวข้องกับ WEH เดินหน้าต่อไปได้ตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ ทั้งในฐานะผู้ผลิตไฟฟ้า และผู้รับจ้างก่อสร้างโรงไฟฟ้า (EPC)

อย่างไรก็ตามปัจจุบันโครงสร้างกำไรราว 70% จะมาจากธุรกิจของ DEMCO ได้แก่ การเป็นผู้ติดตั้งสายส่งไฟฟ้า สถานีไฟฟ้าย่อย ให้กับกฟผ.และกฟภ. และการก่อสร้างโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนทั้งโซลาร์และลม เป็นต้น ส่วนที่เหลืออีกราว 30% จะมาจากส่วนแบ่งกำไรจากการเข้าลงทุนในกิจการที่เกี่ยวข้องกับ WEH ดังกล่าวข้างต้น ซึ่งในปัจจุบันมีเพียง 2 โครงการที่สร้างรายได้และได้รวมอยู่ในประมาณการแล้ว ได้แก่ โครงการห้วยบง 2 และห้วยบง 3 (DEMCO ถือหุ้นสุทธิ 15%) ขณะที่โครงการอื่นๆที่เหลือของ WEH รวมถึงเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับการถือหุ้น 4% ใน WEH ยังไม่เกิดขึ้นและฝ่ายวิจัยยังไม่รวมไว้ในประมาณการ ซึ่งถือเป็น Upside ที่จะเกิดขึ้นได้หากโครงการของ WEH เดินหน้าลงทุนต่อไปได้

■ แนวโน้มกำไรช่วงที่เหลือของปี 2558 เติบโตต่อเนื่อง

ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการกำไรปี 2558 ที่จะเติบโต 34.4%yoy โดยคาดว่าจะกำไรในช่วงที่เหลือของปีจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง หนุนโดยงาน Backlog ปัจจุบันที่มีอยู่ในมือกว่า 6 พันล้านบาท ซึ่งหลักๆ ประกอบด้วย 1) งานก่อสร้างสถานีไฟฟ้า งานก่อสร้างสายส่งไฟฟ้าของ กฟผ. มูลค่ารวมราว 2 พันล้านบาท 2) งานก่อสร้างโรงไฟฟ้าห้วย 600 ล้านบาท 3) งานก่อสร้างโรงไฟฟ้าพลังงานลม ของ WEH (Wind Energy Holding) มูลค่า 1.35 ล้านบาท 4) งานก่อสร้างโรงไฟฟ้าโซลาร์ฟาร์ม จ. พิษณุโลก กำลังการผลิต 90 เมกะวัตต์ ของ EA ราว 1.65 พันล้านบาท และ 5) งานก่อสร้างโรงไฟฟ้าโซลาร์ราชการและสหกรณ์การเกษตรราว 10% หรือเทียบเท่า 80 เมกะวัตต์ ซึ่งคาดว่าจะทยอยรับรู้รายได้ตลอดทั้งปี 2558

ต่อเนื่องในปี 2559 ที่คาดว่าจะเติบโต 6.4%yoy จากงานสายส่งไฟฟ้าของภาครัฐ และงานก่อสร้างโรงไฟฟ้า (EPC) ที่จะเข้ามาอย่างต่อเนื่องสำหรับผู้ประกอบการที่ได้รับสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ไปแล้ว โดยเฉพาะโครงการโซลาร์ราชการและสหกรณ์การเกษตรที่คาดว่าจะได้รับส่วนแบ่งงานก่อสร้างราว 10% คิดเป็นมูลค่างานราว 2.4 พันล้านบาท รวมถึงการเดินทางขยายการลงทุนในประเทศ เพื่อนบ้าน อาทิ การก่อสร้างสถานีไฟฟ้าในประเทศพม่า มูลค่างานราว 2.7 ล้านเหรียญสหรัฐฯ และโครงการสาธารณูปโภคใน สปป.ลาว มูลค่าราว 1 พันล้านบาท ซึ่งคาดว่า DEMCO จะสามารถขายน้ำประปาให้กับ สปป.ลาว ได้ในช่วงปลายปี 2558 นี้

อย่างไรก็ตามหากพิจารณาในระยะสั้นคาดว่าแนวโน้มกำไรสุทธิ 2Q58 จะปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากไตรมาสก่อนหน้า จากการทยอยรับรู้รายได้งานก่อสร้างโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ของ EA มูลค่าราว 1.65 ล้านบาท ต่อเนื่องในช่วง 2H58 ที่คาดว่าจะกำไรสุทธิจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก Backlog งานที่มีอยู่ในมือส่วนที่เหลือ และการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าพลังงานลมห้วยบง 2 และ 3 ที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นทำระดับสูงสุดของปีอีกครั้งตามผลของฤดูกาล

โครงการลงทุนของ WEH ในปัจจุบัน

Name	Stage	% Effective Ownership	Gross Capacity (MW)	Net Capacity (MW)	Contracted with PPA (MW)	COD
West Huay Bong 3	Operational	45%	103.5	46.6	90	Nov-12
West Huay Bong 2	Operational	45%	103.5	46.6	90	Feb-13
Watabak	Developing	75%	82.5	61.9	70	Mid-15
KhaoKor	Developing	34%	60.0	20.5	60	Mid-15
Theparak	Pipeline	100%	101.2	101.2	90	2017
Tropical Wind	Pipeline	100%	101.2	101.2	90	2017
KRS3	Pipeline	100%	101.2	101.2	90	2017
KR1	Pipeline	100%	101.2	101.2	90	2017
North Krissana	Pipeline	100%	101.2	101.2	90	2017
Total			855.5	681.5	760	

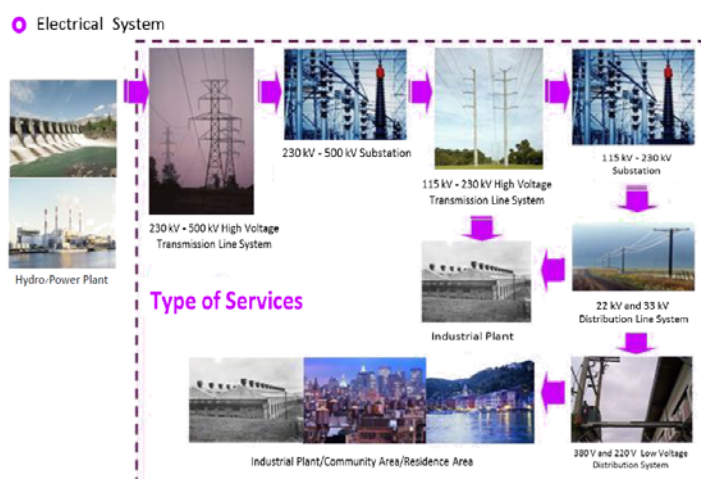
ที่มา : WEH

เป้าหมายส่วนแบ่งการรับงานปี 2558-61

Owner	2015	2016	2017	2018
1. EGAT	10,000	10,000	10,000	10,000
2. PEA	7,000	7,000	7,000	7,000
3. IPP,SPP,Private	2,500	2,500	2,500	2,500
4.Wind Farm	1,650	2,500	2,500	2,500
5.Solar - 800 MW	24,000	24,000		
Solar - 576 MW	20,000	14,560		
Solar - 69 MW	2,140	2,000		
Solar - Private	1,750	2,000		
6.Biomass	600	600		
7 Steel Structure	500	500	1,500	1,500
TOTAL	70,140	65,660	23,500	23,500

ที่มา :DEMCO

ลักษณะธุรกิจการให้บริการของ DEMCO



ที่มา : DEMCO

สรุปตัวเลขสำคัญทางการเงินหุ้นกลุ่มพลังงานทดแทน

	Close (B) 25-Jun-15	2558F			2559F		
		EPS	PER	PBV	EPS	PER	PBV
TSE	7.10	0.31	22.10	3.21	0.43	15.66	2.86
GUNKUL	28.25	0.62	44.24	5.46	0.95	28.77	4.96
EA	24.30	0.82	28.44	9.88	1.28	18.28	6.52
TPCH	21.50	0.16	116.63	3.70	0.65	28.08	3.32
DEMCO	14.60	0.67	21.91	3.04	0.64	22.82	3.03
SPCG*	26.50	2.46	10.88	3.18	2.94	9.11	2.58
SOLAR*	15.50	1.33	11.35	3.41	2.23	6.77	2.32

ที่มา :DEMCO

ความเสี่ยงของ DEMCO

- การประกาศผลการคัดเลือกโครงการโซลาร์ภาครัฐในส่วนของโซลาร์ฟาร์มมีค่าต่อเติม 576 เมกะวัตต์ และโซลาร์ฟลอปท็อป 69 เมกะวัตต์ และโซลาร์ราชการและสหกรณ์การเกษตร 800 เมกะวัตต์ ที่ล่าช้ากว่ากำหนด ส่งผลให้ประมาณการไม่เป็นไปตามคาด
- ความเสี่ยงเกี่ยวกับบริษัท Wind Energy Holding (WEH-DEMCO ถือหุ้น 4%) ที่ปัจจุบันยังอยู่ระหว่างการจัดโครงสร้างองค์กรใหม่เพื่อให้ธุรกิจเดินหน้าต่อไปได้ ซึ่งอาจยังต้องใช้ระยะเวลามากกว่าที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งอาจส่งผลต่อเนื่องให้โครงการลงทุนต่างๆ ที่อยู่แผนชะลอออกไป
- งานก่อสร้างที่เสร็จล่าช้ากว่าวันที่ระบุในสัญญา อาจส่งผลให้เกิดค่าใช้จ่ายค่าปรับจากงานก่อสร้างที่ล่าช้ากว่ากำหนด
-

ที่มา : ASPS

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2558-60 ของ DEMCO

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
รายได้จากการขายและบริการ	4,856	6,663	7,678	7,251	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขายและบริการ	4,330	5,774	6,718	6,299	กำไรสุทธิ	399	487	518	582
กำไรขั้นต้น	525	889	960	951	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	(107)	14	-	-
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	300	333	384	363	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	22	20	22	23
รายได้อื่น	60	40	40	40	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(540)	405	(289)	122
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	469	796	836	899	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	(226)	926	251	727
ดอกเบี้ยจ่าย	(70)	(188)	(189)	(172)	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	399	608	647	727	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(50)	(170)	(50)	(50)
ภาษีเงินได้	(37)	(122)	(129)	(145)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	344	810	-	1
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	361	487	518	582	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	174	760	(50)	(49)
กำไรขาดทุนจาก Fx	-	-	-	-	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	37	79	-
กำไรสุทธิ	362	487	518	582	เพิ่ม/ลด เงินกู้	467	345	(308)	(247)
EPS	0.52	0.67	0.64	0.72	ลด จ่ายปันผล	(148)	(156)	(195)	(207)
					อื่นๆ	(1)	(0)	-	-
การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (%)	-11.5%	37.2%	15.2%	-5.6%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	310	24	(437)	(479)
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	-21.2%	34.4%	6.4%	12.4%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	258	1,710	(236)	199
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	10.8%	13.3%	12.5%	13.1%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	7.5%	7.3%	6.7%	8.0%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	2Q57	3Q57	4Q57	1Q58	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
รายได้จากงานขายและงานบริการ	930	1,507	1,617	1,041	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	628	2,338	2,102	2,299
ต้นทุนขายและบริการ	817	1,342	1,485	918	ลูกหนี้การค้า	1,011	1,111	1,280	1,209
กำไรขั้นต้น	113	165	132	123	สินค้าคงเหลือ	328	164	164	174
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	76	75	73	67	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ	286	436	464	491
รายได้อื่น	17	14	19	17	สินทรัพย์รวม	6,241	7,297	7,553	7,578
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	81	152	143	102	เงินกู้ระยะสั้น	1,453	1,542	1,234	987
ดอกเบี้ยจ่าย	(15)	(18)	(20)	(14)	เจ้าหนี้การค้า	685	1,070	1,246	1,168
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	66	134	123	88	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	518	678	678	678
ภาษีเงินได้	(7)	(15)	(11)	(11)	เงินกู้ระยะยาว	37	37	37	37
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	59	118	112	77	หนี้สินไม่หมุนเวียน	67	67	67	67
กำไรขาดทุนจาก Fx	-	-	-	-	หนี้สินรวม	2,895	3,786	3,653	3,329
รายการอื่น ๆ	-	-	-	-	ทุนที่ชำระแล้ว	693	730	809	809
กำไรสุทธิ	59	118	113	78	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,502	1,502	1,502	1,502
EPS	0.08	0.17	0.16	0.11	กำไรสะสม	987	1,279	1,590	1,939
					ส่วนของผู้ถือหุ้น	3,346	3,511	3,900	4,249
การเติบโตของยอดขาย (%) qoq	16.0%	62.2%	7.3%	-35.6%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	6,241	7,297	7,553	7,578
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%) qoq	-18.7%	101.8%	-4.5%	-31.3%	สมมติฐานในการทำประมาณการ				
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	12.1%	11.0%	8.2%	11.8%	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	6.3%	7.8%	7.0%	7.5%	อัตราการเติบโตของรายได้จากงานบริการ	-16.7%	42.7%	16.2%	-6.6%
อัตราส่วนทางการเงิน					อัตราการเติบโตของรายได้จากงานขาย	112.2%	-14.2%	0.0%	12.5%
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	Gross margin ของงานบริการ	12.7%	13.0%	12.2%	12.5%
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.23	1.43	1.55	1.70	Gross margin ของงานขาย	18.4%	18.0%	18.0%	22.7%
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	6.00	6.00	6.00	6.00	อัตราภาษีเงินได้	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	20.00	20.00	20.00	20.00	ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	5.8%	6.7%	6.9%	7.7%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.39	5.39	5.39	5.39	ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	10.8%	13.9%	13.3%	13.7%
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.45	0.45	0.33	0.24					
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	5.8%	6.7%	6.9%	7.7%					
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	10.8%	13.9%	13.3%	13.7%					

ที่มา : งบการเงิน/ ASPS