



EGCO

(Electricity Generating PCL.)

Sector : Energy

เบญจพล สุทธิวิณิช research@kks.co.th



Source: Reuters

Business Description

บริษัทดำเนินธุรกิจในรูปแบบบริษัทร่วมทุน หรือ Holding Company ด้วยการถือหุ้นในบริษัทต่างๆ ซึ่งประกอบธุรกิจหลักในการผลิตจำหน่ายกระแสไฟฟ้า และธุรกิจอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจผลิตและจำหน่ายกระแสไฟฟ้า การจัดโครงสร้างแบบบริษัทร่วมทุนเพื่อให้บริษัทสามารถตั้งบริษัทย่อย เพื่อระดมเงินกู้สำหรับโครงการใหม่ได้โดยไม่มีผลกระทบใดๆ ต่อโครงการเก่า

Stock Information

ทุนจดทะเบียน (ล้านบาท)	5,300.00
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว (ล้านบาท)	5,264.65
มูลค่าที่ตราไว้ (บาท)	10.00
นโยบายจ่ายเงินปันผล	อัตราร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิ
PE (X)	9.92
P/BV (X)	0.85
Book Value '2012 (บาท)	116.3
Market Cap. (ล้านบาท)	49,487.71
Free Float (%)	47.14%
SAA Consensus (บาท)	99.50

Sector Information

P/E (X)	11.09
P/BV (X)	2.01

www.kks.co.th

คำแนะนำ	ถือ
Fair Value'55 (Bt)	97.00
Closed Price (Bt)	94.00
Upside Gain	3.19%
Dividend Yield 54F	5.59%
CGR 2010	▲▲▲▲▲

เราปรับคำแนะนำการลงทุนเป็น "ถือ" เนื่องจาก Upside Gain ลดลงหลังราคาหุ้นปรับขึ้นกว่า 8.4% นับจากที่เราออกบทวิเคราะห์ล่าสุด เรามองว่า EGCO ยังมีความน่าสนใจจากอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลงวด 2H/54 จะจ่ายหุ้นละ 2.75 บาท (Yield 2.9%) และปี 2555 อีกหุ้นละ 5.25 บาท (Yield 5.6%) ด้านกำไรจากการดำเนินงานปี 2555 คาดทรงตัว จากรายได้ค่าไฟฟ้าที่ลดลงตามอายุสัญญา แต่กำไรสุทธิยังปรับเพิ่มขึ้น 7% yoy เนื่องจากปี 2554 มีค่าใช้จ่ายทางการเงินที่รับรู้ครั้งเดียว ส่วนกรณีการต่อสัญญาขายไฟฟ้าโรงไฟฟ้าระยอง เรายังไม่ได้รวมอยู่ในประมาณการของเรา ถือเป็น Upside ของ EGCO อย่างไรก็ตามหากไม่ได้ต่อสัญญาบริษัทมีแผนสำรอง ไม่ว่าจะเป็นการนำโรงไฟฟ้าเข้าประมูลในรอบต่อไป รวมทั้งการนำเครื่องจักรไปใช้ในการผลิตไฟฟ้าในโครงการต่างประเทศ

คาด ปี 55 กำไรจากการดำเนินงานอ่อนตัวจากรายได้ค่าไฟฟ้าที่ลดลงตามอายุสัญญา

หลังเราเข้าฟังผู้บริหารชี้แจงไม่พบข้อมูลใหม่ โดยเรายังเชื่อว่ากำไรสุทธิปี 55 จะมีแนวโน้มฟื้นตัวเนื่องจากไม่มีค่าใช้จ่ายทางการเงิน 748 ล้านบาท ของโรงไฟฟ้าต่างประเทศ (โรงไฟฟ้าเคซอน และโรงไฟฟ้าคอนเนล) แต่กำไรจากการดำเนินงานจะปรับตัวลดลงเล็กน้อย เนื่องจากรายได้ค่าไฟฟ้าที่ลดลงตามอายุสัญญาขายไฟฟ้าทั้งจากโรงไฟฟ้าหลัก (โรงไฟฟ้าระยองและโรงไฟฟ้าชนอม) รวมทั้งโรงไฟฟ้า อย่างไรก็ตามปีปัจจุบันจากการปรับอัตราภาษีตามนโยบายของภาครัฐ ทำให้ผลประโยชน์ที่ได้รับผลกระทบจากรายได้ค่าไฟฟ้าที่ลดลงไม่มาก

การต่อสัญญาโรงไฟฟ้าระยองจะเลื้อยประโยชน์ให้ EGCO มาก แต่ยังมีอีกหลายปัจจัยที่ต้องติดตาม

บริษัทยื่นขอต่อสัญญาขายไฟฟ้าโรงไฟฟ้าระยองออกไปอีก 5 ปี หลังสัญญาขายไฟฟ้าเดิมจะสิ้นสุดลงในปี 2557 จุดแข็งของโรงไฟฟ้าระยองอยู่ที่ความพร้อมของการผลิตไฟฟ้าที่มีศักยภาพเพียงพอต่อการเป็นกำลังผลิตสำรองในช่วงที่มีความต้องการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้นมาก

อย่างไรก็ตามเรามองว่าการขยายสัญญาที่มีความเสี่ยง เนื่องจากปัจจุบันภาครัฐอยู่ระหว่างการจัดทำแผนพัฒนารัฐกิจไฟฟ้า (PDP) ใหม่ หลังการการเติบโตของ GDP และ Peak Demand ไม่สูงเท่าประมาณการเดิม เรามองว่าหากมีการพิจารณาใหม่ และ Demand การใช้ไฟฟ้าต่ำกว่าประมาณการเดิม อาจส่งผลกระทบต่อขยายสัญญาขายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าระยอง อีกทั้งโรงไฟฟ้าระยองมีความพร้อมในการผลิตไฟฟ้าสูง อาจเป็นอีกปัจจัยที่ทำให้การพิจารณาต่ออายุสัญญาล่าช้า



อย่างไรก็ตาม Worse case บริษัทมีแผนรองรับหากโรงไฟฟ้าระยะองไม่ได้ต่อสัญญา ซึ่งดำเนินการได้หลายทาง ไม่ว่าจะเป็น (1) การยื่นเข้าประมูล IPP รอบต่อไป ตาม PDP ฉบับใหม่ (2) ขยายการลงทุนในต่างประเทศ โดยใช้ศักยภาพของเครื่องผลิตไฟฟ้าระยะงที่มีอยู่ อย่างไรก็ตามเรามองว่าการได้ต่อสัญญา ถือเป็นประโยชน์มากที่สุดสำหรับ EGCO แต่ยังคงขึ้นอยู่กับอีกหลายปัจจัย เราเชื่อว่าประเด็นดังกล่าวจะยังเป็นประเด็นที่ต้องติดตามในช่วง 1 - 2 ปีนี้

ยังมีจุดเด่นจากเงินปันผล

คาดเงินปันผล H2/54 อยู่ที่ 2.75 บาท ให้ yield 2.9% แม้ผลประกอบการจะมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นจากรายได้ค่าไฟฟ้าที่ลดลง แต่เรามองว่ากระแสเงินสดที่แข็งแกร่งจะยังทำให้ EGCO สามารถจ่ายเงินปันผล ในระดับเดียวกับปี 54 ได้ที่ 5.25 บาทต่อหุ้น ให้ Yield 5.6% เมื่อเทียบกับราคาปิดเมื่อวานนี้ (22 ก.พ. 55)

Upside gain เริ่มจำกัด แต่เงินปันผลยังน่าสนใจ ทำให้เราปรับคำแนะนำเป็น "ถือ"

เป็นหุ้นที่เราให้คำแนะนำ "ซื้อ" อย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา แต่ปัจจุบันราคาหุ้นเหลือ Upside เพียง 3.5% เท่านั้น อย่างไรก็ตาม EGCO มีจุดเด่นจากอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่อยู่ในระดับสูง ทำให้เราปรับคำแนะนำจาก "ซื้อ" เป็น "ถือ" สำหรับ EGCO



ตารางเปรียบเทียบผลประกอบการรายปี

Profit & Loss				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Sales	8,609	7,661	7,912	7,914
Costs of Sales	5,678	5,589	4,826	4,788
Gross profit	2,931	2,072	3,087	3,126
SG&A	1,433	1,238	1,306	1,306
EBIT	1,497	834	1,781	1,820
Depre. & amort'n	2,175	1,973	2,750	2,750
EBITDA	3,673	2,807	4,531	4,570
Interest expense	564	694	943	900
Other income	386	449	791	791
Pre-tax profit (loss)	7,429	5,789	6,211	6,200
Corporate Tax	455	255	745	744
After-tax profit	6,974	5,534	5,466	5,456
Extraordinary Items	0	-440	0	0
Minority interest	115	126	125	125
Net profit	6,803	4,990	5,341	5,331
Norm. net profit	6,858	5,408	5,341	5,331

Balance Sheet				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Cash & ST Investments	8,362	10,342	17,440	20,820
Current Assets	18,577	20,119	23,947	27,306
Fixed Assets	47,078	52,837	50,961	49,612
Total Assets	65,655	72,956	74,908	76,918
S/T loan	0	0	0	0
Current Portion of Debt	720	536	536	536
Current Liabilities	1,811	1,716	2,371	2,372
LT Debt	8,840	11,521	10,986	10,450
Total Liabilities	10,838	14,423	13,673	13,138
Paid-up Capital	5,265	5,265	5,265	5,265
Retained Earnings	39,944	42,682	45,259	47,680
Total Equity	54,817	58,533	61,235	63,780

Cash Flow Statement				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Net Profit	6,803	4,990	5,341	5,331
Depre./Amortization	2,175	1,973	2,750	2,750
Change in work's cap	-94	431	3,926	21
Other non-cash items	-4,862	-4,193	125	125
Operating Cash Flow	4,021	3,201	12,141	8,227
CAPEX	-2,651	-6,570	-1,515	-1,400
Free cash flows	1,371	-3,369	10,626	6,827
New shares issued	-47	-3	0	0
Net financing cash flows	-4,557	-990	-3,300	-3,447
Net cash flows	1,936	624	7,098	3,380

Financial Ratio				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Profitability Ratio (%)				
Gross Margin	34.04	27.05	39.01	39.50
EBITDA Margin	42.66	36.63	57.26	57.74
EBIT Margin	17.39	10.89	22.51	23.00
ROE	12.41	8.52	8.72	8.36
ROA	10.36	6.84	7.13	6.93
ROCE	10.69	7.12	7.40	7.18

Cash Cycle (Days)				
Collection Days	10	16	60	60
Inventory Days	135	132	210	210
Payment Days	15	16	40	40
Net Cash Cycle Days	130	132	230	230

Liquidity Ratio (x)				
Current Ratio	10.26	11.72	10.10	11.51
Quick Ratio	9.08	10.53	8.91	10.34

Leverage Ratios (x)				
Liability/ Equity	0.20	0.25	0.22	0.21
Int.-bearing Debt/Equity	0.17	0.21	0.19	0.17
Interest Coverage	2.66	1.20	1.89	2.02
Debt Service Coverage	2.86	2.28	3.06	3.18

Percentage Growth (%)				
Sales Growth	-5.86	-11.01	3.28	0.02
EBITDA Growth	-23.87	-23.58	61.44	0.86
Normalized Profit Growth	-13.2	-21.15	-1.23	-0.18
Net Profit Growth	-14	-26.65	7.05	-0.18
EPS Growth	-14	-26.65	7.05	-0.18

Per/Share Data (Bt)				
EPS	12.92	9.48	10.15	10.13
DPS	5.25	5.25	5.25	5.25
BV	104.1	111.2	116.3	121.1
EV	119.1	125.9	124.5	123.5

Multiplier (x)				
PE	7.27	9.92	9.27	9.28
P/BV	0.90	0.85	0.81	0.78
EV/EBITDA	17.07	23.62	14.46	14.22
Dividend yield (%)	5.59	5.59	5.59	5.59

ที่มา : ข้อมูลบริษัท / KKS ประมาณการ

สำนักงานใหญ่ 500 อาคารอัมรินทร์ทาวเวอร์ ชั้น 7 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330 โทรศัพท์ 0-2680-2222 โทรสาร 0-2680-2233 Email: customerservices@kks.co.th	สาขาระยอง 125/1 ถนนจันทอุดม (ระยอง - บ้านค่าย) ตำบลเชิงเนิน อำเภอเมือง ระยอง 21000 โทรศัพท์ (038) 617-477-85 โทรสาร (038) 617-490 Email: rayong@kks.co.th	สาขาพิษณุโลก 169/ 2-3-4 ถนนบรมไตรโลกนาถ ตำบลในเมือง อำเภอเมือง พิษณุโลก 65000 โทรศัพท์ (055) 243-060 โทรสาร (055) 259-455 Email: pitsanulok@kks.co.th
สาขาอโศก 209 อาคารเค ทาวเวอร์ ถนนสุขุมวิท 21 (อโศก) แขวงคลองเตยเหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110 โทรศัพท์ 0-2680-2900 โทรสาร 0-2680-2995 Email: asoke@kks.co.th	สาขานนทบุรี (สาขางามวงศ์วานเดิม) ชั้น 4 อาคารเลขที่ 68/30 - 32 หมู่ที่ 8 ตำบลบางกระสอบ อำเภอเมือง นนทบุรี 11000 โทรศัพท์ 0-2527-8744 โทรสาร 0-2965-4634 Email: ngamwongwan@kks.co.th	สาขาบางนา 1093/56 ชั้น 11 อาคารเซ็นทรัลซีทีบางนา บางนา-ตราด กม.3 แขวงบางนา เขตพระโขนง กรุงเทพฯ 10260 โทรศัพท์ 0-2745-6458-66, โทรสาร 0-2745-6467 Email: bangna@kks.co.th
สาขาเชียงใหม่ 33 อาคารเกียรตินาคิน แยกช่วงสิงห์ ถนนเชียงใหม่-ลำปาง ตำบลช้างเผือก อำเภอเมือง เชียงใหม่ 50300 โทรศัพท์ (053) 220-751-54, (053) 220-760 โทรสาร (053) 220-763, (053) 220-765 Email: chiangmai@kks.co.th	สาขาสมุทรสาคร 1400 / 98-101 ถนนเอกชัย ตำบลมหาชัย อำเภอเมือง สมุทรสาคร 74000 โทรศัพท์ (034) 837-246-64, (034) 427-123-5 โทรสาร (034) 423-565, (034) 837-255 Email: smutsakorn@kks.co.th	สาขาหาดใหญ่ 200 อาคารจุลดิศหาดใหญ่พลาซ่า ชั้น 4 ห้อง 414-424 ถนนนิพัทธ์อุทิศ 3 ตำบลหาดใหญ่ อำเภอ หาดใหญ่ สงขลา 90110 โทรศัพท์ (074) 354-747-51 โทรสาร (074) 239-515 Email: haadyai@kks.co.th
สาขาขอนแก่น 9/2 ถนนประชาสโมสร ตำบลในเมือง อำเภอเมือง ขอนแก่น 40000 โทรศัพท์ (043) 337-700-10 โทรสาร (043) 337-721 Email: khonkaen@kks.co.th	สาขาชลบุรี 7/18 หมู่ที่ 4 ถนนสุขุมวิท ตำบลห้วยกะปิ อำเภอเมือง ชลบุรี 20130 โทรศัพท์ (038) 384-931-43 โทรสาร (038) 384-794 Email: chonburi@kks.co.th	สาขาหาดใหญ่ 2 (Mini Branch) 20/1 ถนนราษฎร์ยี่สิบ ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ สงขลา 90110 โทรศัพท์ (074) 209-837-40 โทรสาร (074) 209-841 Email: haadyai@kks.co.th

คำแนะนำการลงทุนบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน

คำอธิบาย และ หลักเกณฑ์

ซื้อ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 10% ขึ้นไป
ถือ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดไม่ถึง 10% หรือ ต่ำกว่า ราคาตลาดไม่เกิน 5%
ขาย	มูลค่าเหมาะสม ต่ำกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 5% ขึ้นไป
ซื้อเก็งกำไร	มูลค่าเหมาะสม เท่ากับ / ต่ำกว่า / สูงกว่า ราคาตลาด แต่นักวิเคราะห์ประเมินว่า หลักทรัพย์จะมีประเด็นบวกที่อาจจะสนับสนุนราคาหุ้นระยะสั้น

การเปิดเผยส่วนได้เสียของบล.เกียรตินาคิน กับ หลักทรัพย์ในบทวิเคราะห์




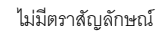
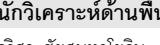
รายละเอียด	มี	ไม่มี
1) การเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์		✓
2) การทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน		✓
3) การรับค่าตอบแทนอื่นๆ		✓

คำชี้แจง : คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน พิจารณาจากส่วนต่าง (Upside) ของราคาหุ้นในตลาดและมูลค่าที่เหมาะสมที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ประเมินได้เป็นหลัก ทั้งนี้ คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐานอาจจะ "เหมือน" หรือ "แตกต่าง" กับคำแนะนำการลงทุนในบทวิเคราะห์ทางเทคนิคควายน นักลงทุนต้องพิจารณาคำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบเพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะการลงทุนของท่าน ก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer (Fundamental Report)

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ เกียรตินาคิน จำกัด บนพื้นฐานข้อมูลซึ่งพิจารณาแล้วว่ามีที่น่าเชื่อถือและ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุนมิอาจยืนยันและรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทฯจึงไม่รับรองต่อการนำเอาข้อมูล บทความ ความเห็น และ/หรือ บทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ ซึ่งบทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน ทั้งนี้ บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการนำข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ไม่ว่าจะทั้งหมด หรือบางส่วน ไปทำซ้ำ หรือ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำเอกสารเผยแพร่ต่อสาธารณชนจะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทฯ ก่อน

Corporate Governance

ตราสัญลักษณ์	ช่วงคะแนน	ความหมาย	การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย IOD ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่อยู่สาธารณะที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน ทั้งนี้ IOD ทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี" ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ "ดี" "ดีมาก" และ "ดีเลิศ" อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าวทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์เกียรตินาคินจำกัดมิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจ
	90 - 100	ดีเลิศ	
	80 - 89	ดีมาก	
	70 - 79	ดี	
	60 - 69	ดีพอใช้	
	50 - 59	ผ่าน	
ไม่มีตราสัญลักษณ์	ต่ำกว่า 50	N/A	

นักวิเคราะห์ด้านพื้นฐาน		นักวิเคราะห์ด้านกลยุทธ์และเทคนิค	
ธริศา ชัยสุนทรโยธิน	tarisa.cha@kks.co.th	อภิสิทธิ์ ลิ้มปรีชาสกุล	Apisit_I@kks.co.th
วิชชุดา ปลั่งมณี	wichuda_p@kks.co.th	ณาติส ประเสริฐสกุล	Nasis.p@kks.co.th
ส่วนสนับสนุนข้อมูล			
เบญจพล สุทธิวนิช	benjaphol_s@kks.co.th	สมจิต วิรุฬห์ธานี	Research@kks.co.th
อดิสรณ์ มุ่งพาลชล	adisorn_m@kks.co.th	อังศุมาลิน คุ่มวงศ์	Angsumalin_k@kks.co.th
ดิษฐานพ วัฒนเวดิน	dithanop_v@kks.co.th	ปรียานุช ฉายานุเคราะห์	preeyanuch@kks.co.th
		RESEARCH CALL CENTER	02 680 2111