โกลว์ เอ็นเนอร์ยี (GLOW)

Equity Talk

กำไรสุทธิ 2Q55 ลดลง QoQ ตามคาด...คาด 2H55 กลับมาเห็นการเติบโต

วันอังคารที่ 31 กรกฎาคม พ.ศ. 2555

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 60.50 บาท

Fair Value : 62.03 บาท

มูลค่าตลาด : 88,503 ล้านบาท

การจัดอันดับบรรษัทภิบาลปี 2554

▲▲▲▲

กำไรสุทธิ 2Q55 ลดลง 64.7 %qoq ตามคาด ผลจากบันทึกขาดทุน Gheco-one

GLOW ประกาศกำไรสุทธิงวด 2Q55 เท่ากับ 547 ล้านบาท ปรับตัวลดลงถึง 64.7%qoq ใกล้เคียงกับที่ฝ่ายวิจัยคาดไว้ โดยหลักๆเป็นผลมาจากรายการพิเศษ ซึ่งเกิดจากการบันทึกค่าใช้จ่ายค่าปรับที่จ่ายให้กับ กฟผ. (Penalty) เนื่องจากโรงไฟฟ้า Gheco-one เดินเครื่องผลิตเชิงพาณิชย์ล่าช้ากว่าแผนที่กำหนดให้ส่งไฟฟ้าเข้าระบบตั้งแต่วันที่ 9 พ.ย. 2554 ถึง 25 ก.ค. 2555 จำนวน 617.8 ล้านบาท อย่างไรก็ตามหากพิจารณาผลการดำเนินงานปกติในงวด 2Q55 พบว่าปรับตัวเพิ่มขึ้นราว 21%qoq เนื่องจาก 1) กำไรจากโรงไฟฟ้าห้วยเฮาะที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัว QoQ มาอยู่ที่ 160 ล้านบาท จากการเดินเครื่องผลิตไฟฟ้ามากขึ้น 2) โรงไฟฟ้า GLOW IPP กลับมาเดินเครื่องเป็นปกติที่ Utilization Rate 98% จาก 50% ในงวด 1Q55 เพราะมีการหยุดเดินเครื่องเพื่อซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้าครั้งใหญ่เป็นเวลา 45 วัน (Major Turnaround) 3) กำไรจากโรงไฟฟ้าโคเจนจะปรับตัวสูงขึ้นจากการเดินเครื่องโรงไฟฟ้า SPP กำลังการผลิต 74 เมกะวัตต์ เป็นแบบ Firm ตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. 2555 4) การปรับเพิ่มค่าไฟฟ้าผันแปรอัตโนมัติ (Ft) เป็น 30 สตางค์ต่อกิโลวัตต์ชั่วโมง ตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2555 จึงส่งผลให้อัตรากำไรของโรงไฟฟ้าก๊าซฯและโรงไฟฟ้าถ่านหินเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 0.23 และ 1.45 บาทต่อกิโลวัตต์ชั่วโมง จาก 0.22 และ 1.43 บาทต่อกิโลวัตต์ชั่วโมง ในงวด 1Q55 โดยรวมแล้วส่งผลให้กำไรสุทธิงวด 1H55 เท่ากับ 2.1 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 14% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน แต่คิดเป็น 33% ของประมาณการปี 2555

ปรับลดประมาณการกำไรปี 2555 สะท้อนประเด็น Gheco-one

ฝ่ายวิจัยได้ทำการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 เพื่อสะท้อนรายการพิเศษของโรงไฟฟ้า Gheco-one ดังกล่าวข้างต้น ดังแสดงในตาราง อย่างไรก็ตาม แนวโน้มกำไรในช่วง 2H55 คาดว่าจะกลับมาเติบโตโดดเด่น จาก 1) การบันทึกรายได้จากโรงไฟฟ้า Gheco-one เต็มกำลัง หลังจากเริ่มเดินเครื่องผลิตเชิงพาณิชย์ตั้งแต่ 26 ก.ค. 2555 2) ค่า Ft ที่คาดจะทยอยปรับเพิ่มขึ้น โดยเริ่มจากเดือน มิ.ย.-ส.ค. 2555 ที่ 30 สตางค์ต่อกิโลวัตต์ชั่วโมงและมีแนวโน้มจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกในช่วงที่เหลือของปี เทียบกับ 0 สตางค์/หน่วย ในช่วงเดือน ม.ค.-พ.ค. 2555 ที่ผ่านมา และ 3) การเดินเครื่องผลิตไฟฟ้าในอัตราที่เพิ่มขึ้นของโรงไฟฟ้าโคเจน Phase5 จากทั้งลูกค้าอุตสาหกรรมรวมถึง EGAT ที่จะรับซื้อไฟฟ้า 74 เมกะวัตต์ ตามสัญญา (Firm) ตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2555 เป็นต้นไป ซึ่งโดยรวมแล้วยังส่งผลให้ประมาณการกำไรทั้งปี 2555 ใหม่ยังเติบโตถึง 53%yoy

ระยะสั้นแนะนำเพียง "ถือรับปันผล" หรือ Switch เข้าลงทุนใน RATCH

ภายใต้ประมาณการใหม่ ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2555 เท่ากับ 62.03 บาทต่อหุ้น (จากเดิม 62.24 บาทต่อหุ้น) ทั้งนี้ราคาหุ้นในปัจจุบันได้ปรับตัวเข้าใกล้ Fair Value ปี 2555 ซึ่งสะท้อนความคาดหวังการเดินเครื่องผลิตเชิงพาณิชย์ของโรงไฟฟ้า GHECO-one แล้ว และหากพิจารณา PER ในปี 2555 และ 2556 ที่ 14 และ 11 เท่า จะพบว่าสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ในภูมิภาค จึงยังคงคำแนะนำเพียงถือรับปันผล หรือแนะนำให้นักลงทุน Switch เข้าลงทุนใน RATCH ที่มี PER ปี 2555 และ 2556 ต่ำกว่า หรือเพียง 11.1 และ 10.3 เท่า อีกทั้งยังมีศักยภาพเติบโตในระยะ 3-5 ปี ข้างหน้าจากโครงการลงทุนต่างๆที่ทยอยสร้างรายได้ต่อเนื่อง

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	4.30	4.73	-9%
2556F	5.60	5.98	-6%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

Key Data (ล้านบาท)

FY: ปิด 31 ธ.ค.	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
ยอดขาย	34,504	35,657	40,359	42,356	51,858
กำไรสุทธิ	4,187	5,716	3,494	5,343	7,828
Norm EPS (บาท)	2.5	3.1	3.0	3.7	5.4
PER (x)	24.4	19.4	20.4	16.6	11.3
DPS (บาท)	1.8	1.9	1.8	2.3	3.3
Dividend Yield (%)	2.9	3.2	3.0	3.7	5.5
BV (บาท)	21.2	23.1	23.8	25.2	27.2
PBV (x)	2.9	2.6	2.5	2.4	2.2
ROE (%)	13.8	17.7	10.2	14.9	20.4

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

นลินรัตน์ กิตติกำพลรัตน์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350
nalinrat@asiaplus.co.th

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเซีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเซีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

ผลการดำเนินงานงวด 2Q55

Key Data (ล้านบาท)	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	%QoQ	%YoY	1H54	1H55	%YoY
ยอดขาย	8,795	8,914	9,698	10,780	10,966	10,985	13,412	22.1%	38.3%	18,613	24,397	31.1%
ต้นทุนขาย	7,090	7,297	7,839	8,836	9,599	9,661	11,443	18.4%	46.0%	15,136	21,105	39.4%
กำไรขั้นต้น	1,705	1,617	1,860	1,944	1,367	1,323	1,968	48.7%	5.9%	3,477	3,292	-5.3%
กำไรจากการดำเนินงาน	1,829	1,458	1,452	1,602	1,614	2,748	710	-74.2%	-51.1%	2,909	3,458	18.9%
ดอกเบี้ยจ่าย	345	353	324	492	510	439	436	-0.6%	34.6%	677	875	29.3%
กำไร/ขาดทุนจาก FX	53	(73)	(260)	(214)	(307)	494	(507)	*n.m.*	*n.m.*	(334)	(13)	*n.m.*
กำไรสุทธิ	**1,015**	**952**	**886**	**994**	**663**	**1,549**	**547**	-64.7%	-38.3%	1,838	2,096	14.0%
Norm กำไรสุทธิ	983	1,003	1,069	1,143	1,134	1,168	1,415	21.1%	32.4%	2,072	2,583	24.7%
EPS (บาท)	0.69	0.65	0.61	0.68	0.45	1.06	0.37	-64.7%	-38.3%	1.26	1.43	14.0%
Gross Margin	19.4%	18.1%	19.2%	18.0%	12.5%	12.0%	14.7%			18.7%	13.5%	
Net Profit Margin	11.5%	10.7%	9.1%	9.2%	6.0%	14.1%	4.1%			9.9%	8.6%	

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ตารางปรับประมาณการกำไรสุทธิ และ Fair Value ปี 2555

สมมติฐาน	2555F		
	ใหม่	เดิม	%chg.
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	5,343	6,363	-16.0%
EPS (บาท/หุ้น)	3.65	4.35	-16.0%
Fair Value 2555F (บาท/หุ้น)	62.03	62.24	-0.3%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

โครงการลงทุนของ GLOW ระหว่างปี 2554-2555

ที่มา : ข้อมูลจาก GLOW

สรุปประมาณการ และคำแนะนำหุ้นกลุ่มโรงไฟฟ้า

	Rec. / BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV 2555F	PBV 2556F	PER 2555F	PER 2556F
GLOW	HOLD	60.50	62.03	3	2.40	2.22	16.56	11.31
RATCH	BUY	45.50	54.71	20	1.29	1.22	11.37	10.51
EGCO	BUY	108.00	118.45	10	0.97	0.95	9.45	8.80
FIRST GEN CORP	5.00	19.18	20.30	6	1.14	1.01	12.40	9.17
GD POWER DEVELOPMENT	4.83	2.61	3.40	30	1.23	1.13	10.20	9.03
HUANENG POWER INT	4.14	5.56	6.29	13	1.15	1.09	11.67	9.90
NTPC LTD	3.91	157.60	175.32	11	1.61	1.49	12.69	11.38
DATANG POWER	3.52	2.70	3.33	23	0.73	0.68	8.85	7.05

ที่มา : ข้อมูลจาก Bloomberg

GLOW : Technical Chart

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ GLOW

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	35,657	40,359	42,356	51,858
ต้นทุนขาย	-	-	26,147	32,346
กำไรขั้นต้น	**35,657**	**40,359**	**16,210**	**19,512**
ค่าใช้จ่ายในการขาย	-	-	1,694	2,074
ดอกเบี้ยจ่าย	1,487	1,679	1,032	970
ค่าใช้จ่ายอื่น	501	540	3,389	4,149
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	6,832	4,447	6,459	9,384
ภาษีเงินได้	615	925	969	1,408
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	6,218	3,522	5,491	7,976
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	1,654	(854)	-	-
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	502	146	147	149
กำไรสุทธิ	**5,716**	**3,494**	**5,343**	**7,828**
EPS	**3.91**	**2.39**	**3.65**	**5.35**
การเติบโตของยอดขาย	3.3%	13.2%	4.9%	22.4%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	36.5%	-38.9%	52.9%	46.5%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	100.0%	100.0%	38.3%	37.6%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	16.0%	8.7%	12.6%	15.1%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55
ยอดขาย	10,780	10,966	10,985	13,412
ต้นทุนขาย	8,836	9,599	9,661	11,443
กำไรขั้นต้น	**1,944**	**1,367**	**1,323**	**1,968**
ค่าใช้จ่ายในการขาย	168	58	169	160
ดอกเบี้ยจ่าย	492	510	439	436
รายได้อื่นๆ	41	609	1,594	29
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,602	1,614	2,748	710
ภาษีเงินได้	200	203	319	(48)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	909	728	1,990	322
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(214)	(307)	494	(507)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(84)	66	(441)	225
กำไรสุทธิ	**994**	**663**	**1,549**	**547**
การเติบโตของยอดขาย (YoY)	11.2%	1.7%	0.2%	22.1%
อัตรากำไรขั้นต้น	18.0%	12.5%	12.0%	14.7%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	9.2%	6.0%	14.1%	4.1%

อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.44	1.56	2.56	3.56
หนี้สินสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.32	1.48	2.48	3.48
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	5.96	3.07	4.37	6.22
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	17.66	10.19	14.92	20.42
อัตราเงินปันผลจ่าย	3.16	3.03	3.73	5.46

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	6,832	4,274	6,459	9,384
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	1,401	1,312	255	775
ค่าเสื่มราคาและตัดจำหน่าย	2,886	3,426	3,381	3,381
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(1,637)	871	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(884)	(4,483)	(2,255)	(725)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	**8,598**	**5,400**	**7,841**	**12,815**
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(2,098)	(3,608)	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(22,337)	(9,873)	(6,000)	(5,000)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	**(24,435)**	**(13,481)**	**(6,000)**	**(5,000)**
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	17,605	5,806	(2,607)	(4,206)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(2,718)	(2,854)	(2,683)	(3,297)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	**17,406**	**3,889**	**(4,354)**	**(6,566)**
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	**1,567**	**(4,186)**	**(2,513)**	**1,248**

งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	8,704	4,889	2,376	3,624
ลูกหนี้การค้า	3,546	4,965	5,550	6,795
สินค้าคงเหลือ	2,448	4,434	2,591	3,172
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	711	1,616	1,616	1,616
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	88,317	98,230	93,778	93,734
สินทรัพย์รวม	**107,327**	**120,235**	**124,422**	**127,353**
เจ้าหนี้การค้า	3,058	3,646	4,643	5,743
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	2,706	3,297	3,297	3,297
หนี้สินรวม	69,374	81,003	82,605	82,538
ทุนที่ชำระแล้ว	14,629	14,629	14,629	14,629
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,935	2,935	2,935	2,935
กำไรสะสม	15,058	15,629	17,675	20,673
ส่วนของผู้ถือหุ้น	**33,784**	**34,791**	**36,837**	**39,835**
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**107,327**	**120,235**	**124,422**	**127,353**

สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย THB/USD	32.00	30.00	30.00	30.00
อัตราค่า Ft เฉลี่ย (สตางค์/กิโลวัตต์ชม.)	90	45	40	60
ราคาก๊าซธรรมชาติ (บาท/ล้านบีทียู)	230	250	290	290
ราคาถ่านหิน (เหรียญสหรัฐ/ตัน)	75	95	110	110
EV/MW	65.67	69.86	92.01	91.01

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP