

กำไรสุทธิ 2Q55 เพิ่มขึ้นมีนัยฯ QoQ...ปรับเพิ่มประมาณการปี 2555

วันศุกร์ที่ 10 สิงหาคม พ.ศ. 2555

▶ กำไรสุทธิ 2Q55 เพิ่มมีนัยฯจากรายการพิเศษ ขณะที่กำไรปกติทรงตัว

EGCO รายงานกำไรสุทธิงวด 2Q55 เท่ากับ 6.27 พันล้านบาท ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 271.3%qoq สาเหตุหลักมาจากการบันทึกรายการพิเศษกำไรจากการตีมูลค่ายุติธรรมของโรงไฟฟ้าเคซอน ในฟิลิปปินส์ ที่ EGCO ถือหุ้นไว้สัดส่วน 52.125% ก่อนที่จะมีการซื้อหุ้นเพิ่มเติมอีก 45.875% ในวันที่ 11 มิ.ย. 2555 ซึ่งเป็นไปตามมาตรฐานการบัญชี จำนวน 4.31 พันล้านบาท รวมถึงยังมีการบันทึกกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินจำนวน 271 ล้านบาท อย่างไรก็ตามหากพิจารณากำไรจากการดำเนินงานปกติ (Norm Profit) งวด 2Q55 พบว่าปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียง 3%qoq โดยหลักๆเป็นผลจากส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทย่อยที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 25.4%qoq มาอยู่ที่ 1.9 พันล้านบาท ตามผลกำไรที่เพิ่มขึ้นของทุกโรงไฟฟ้าที่ EGCO ถือหุ้นทั้ง BLCP, KK2, นาเทิน2 และเคซอน ขณะที่ผลการดำเนินงานจากโรงไฟฟ้าหลักระยอง (REGCO) และขอนแก่น (KEGCO) รวมกลับปรับตัวลดลง โดยในงวด 2Q55 โรงไฟฟ้าขอนแก่นถึงขั้นเผชิญกับขาดทุนราว 40 ล้านบาท ซึ่งถือเป็นไปตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่ทำไว้กับ EGAT (PPA) ในช่วงใกล้หมดอายุสัญญา (REGCO ในปี 2557 และ KEGCO ในปี 2559) รายได้ค่าความพร้อมจ่าย (AP) จะปรับตัวลดลง ซึ่งอาจทำให้ไม่สามารถหักล้างกับต้นทุนที่เกิดขึ้นได้ ทำให้ถึงขั้นต้องเผชิญกับผลขาดทุนสุทธิ โดยรวมแล้วส่งผลให้กำไรสุทธิงวด 1H55 เท่ากับ 7.96 พันล้านบาท ปรับตัวเพิ่มขึ้น 167.8% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และมากกว่าประมาณการทั้งปี 2555 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้เดิม

▶ คาดกำไร 3Q55 ยังทรงตัวระดับสูง ก่อนที่จะอ่อนตัวลงใน 4Q55 ตามฤดูกาล

ฝ่ายวิจัยได้ทำการปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 เพื่อสะท้อนรายการพิเศษการ Revalue สินทรัพย์โรงไฟฟ้าเคซอนที่เกิดขึ้นในงวด 2Q55 ดังกล่าวข้างต้น แต่แนวโน้มกำไรจากการดำเนินงานปกติในงวด 2H55 ยังมีทิศทางอ่อนตัวลงจากงวด 1H55 เพราะจะถูกกดดันจากแนวโน้มผลการดำเนินงานในงวด 4Q55 ที่คาดว่าจะปรับตัวลดลงทำระดับต่ำสุดของปีตามผลของฤดูกาล (Seasonal) เพราะเป็นไตรมาสที่โรงไฟฟ้าจะเดินเครื่องไม่ครบเต็มทั้งไตรมาส เนื่องจากโรงไฟฟ้าส่วนใหญ่ถูก EGAT สั่งให้เดินเครื่องเต็มกำลังครบกำหนดตามสัญญาแล้ว ตั้งแต่ช่วง 9-11 เดือนแรกของปี ทำให้ในช่วง 1-2 เดือนสุดท้ายของปีจะไม่ได้รับรายได้ค่าความพร้อมจ่าย อีกทั้งโดยปกติแล้วโรงไฟฟ้า BLCP (EGCO ถือหุ้น 50%) จะมีการหยุดเดินเครื่องเพื่อซ่อมบำรุงประจำปีราว 1 เดือน ในช่วงไตรมาส 4 ของทุกปี ทำให้ส่วนแบ่งกำไรจากกิจการร่วมค้ามีแนวโน้มปรับตัวลดลงในงวด 4Q55 ขณะที่คาดแนวโน้มกำไรจากการดำเนินงานปกติในงวด 3Q55 น่าจะทรงตัวได้ระดับสูงใกล้เคียงกับงวด 2Q55 เนื่องจากรับรู้รายได้จากโรงไฟฟ้าเคซอนในสัดส่วน 98% เต็มที่เป็นไตรมาสแรก ซึ่งคาดว่าจะสามารถหักล้างกับทิศทางกำไรจากโรงไฟฟ้าหลักระยอง และขอนแก่นที่ยังจะปรับตัวลดลงต่อเนื่องได้

▶ เน้นเข้าลงทุนเมื่อราคาอ่อนตัว...ยังคงคาดหวัง Upside เพิ่มได้อีกจากประมูล IPP

ภายใต้ประมาณการใหม่ ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2555 (DCF) เท่ากับ 119.57 บาทต่อหุ้น (จากเดิม 118.45 บาทต่อหุ้น) ซึ่งหากพิจารณาราคาตลาดปัจจุบันพบว่ามี Upside จาก Fair Value ปี 2555 เพียง 5% ระยะเวลาจึงแนะนำให้เข้าลงทุนเมื่อราคาอ่อนตัว เนื่องจากหากพิจารณาในระยะยาว EGCO ถือเป็นบริษัทผู้ผลิตไฟฟ้าที่มีศักยภาพสูงที่จะชนะการประมูล IPP รอบใหม่ คาดจะกำหนดให้ผู้ประกอบการยื่นซองเข้าร่วมประมูลได้ในช่วงปลายปี 2555 และจะประกาศผลผู้ชนะการประมูลในช่วงต้นปี 2556 ต่อไป ซึ่งฝ่ายวิจัยได้ประเมินเบื้องต้นภายใต้วิธี Replacement Cost โดยใช้สมมติฐานต้นทุนการก่อสร้างโรงไฟฟ้าที่ 8.5 แสนเหรียญต่อเมกะวัตต์ (ไม่รวมต้นทุน Facilities) และอัตราส่วน D/E อยู่ที่ 3:1 พบว่าหาก EGCO ชนะประมูลโรงไฟฟ้า 1 แห่งจะเพิ่มมูลค่าพื้นฐานได้ราว 10.18 บาทต่อหุ้น

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
กำไรสุทธิ	7.936	6.803	4.990	10.709	6.702
EPS (บาท)	14.97	12.84	9.41	20.21	12.65
PER (x)	7.6	8.9	12.1	5.6	9.0
DPS (บาท)	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25
Dividend Yield (%)	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
BV (บาท)	96.06	103.16	110.13	111.76	113.16
PBV (x)	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
ROE (%)	16.6	13.0	8.9	18.3	11.3

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับและผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

คำแนะนำการลงทุน

ซื้อ

ราคาปัจจุบัน : 116 บาท

Fair Value : 119.57 บาท

มูลค่าตลาด : 61,070 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554

▲▲▲▲▲

ตารางปรับประมาณการ และ Fair Value ปี 2555

สมมติฐาน	2555F		
	ใหม่	เดิม	%chg.
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	10,709	6,058	76.8%
EPS (บาท/หุ้น)	20.21	11.43	76.8%
Fair Value (บาท/หุ้น)	119.57	118.45	0.9%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	20.21	12.02	68%
2556F	12.65	12.43	2%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

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

นลินรัตน์ กิตติภาพรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

 nalinrat@asiaplus.co.th

ผลการดำเนินงานงวด 2Q55 ของ EGCO

Key Data (ล้านบาท)	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	%QoQ	%YoY	1H54	1H55	%YoY
ยอดขาย	2,005	1,806	1,951	1,953	1,951	1,904	2,502	31.4%	28.2%	3,757	4,406	17.3%
ต้นทุนขาย	1,494	1,355	1,463	1,369	1,402	1,415	1,837	29.8%	25.6%	2,817	3,252	15.4%
กำไรขั้นต้น	510	452	488	584	549	489	665	36.0%	36.2%	940	1,154	22.8%
ส่วนแบ่งกำไร(ขาดทุน)จากบ.ร่วม	595	1,109	1,797	1,505	788	1,539	1,931	25.4%	7.5%	2,906	3,470	19.4%
ดอกเบี้ยจ่าย	131	130	195	184	185	26	385	1360.0%	98.1%	325	412	26.9%
กำไรจากการดำเนินงานก่อน Fx	472	1,313	1,814	1,645	577	1,751	1,829	4.4%	0.8%	3,127	3,579	14.5%
กำไร/ขาดทุนจาก FX	(73)	13	12	0	4	(6)	217	n.m.	1730.7%	25	212	753.9%
กำไรสุทธิ	228	1,224	1,749	1,541	475	1,690	6,273	271.3%	258.7%	2,973	7,963	167.8%
Norm กำไรสุทธิ	301	1,211	1,737	1,548	471	1,695	1,746	3.0%	0.5%	2,948	3,441	16.7%
EPS (บาท)	0.43	2.33	3.32	2.93	0.90	3.21	11.92	271.3%	258.7%	5.65	15.13	167.8%
Gross Margin	25.5%	25.0%	25.0%	29.9%	28.1%	25.7%	26.6%			25.0%	26.2%	
Operating Margin	23.6%	72.7%	93.0%	84.2%	29.6%	91.9%	73.1%			83.2%	81.2%	

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

โครงการลงทุนของ EGCO

Operating MW equity

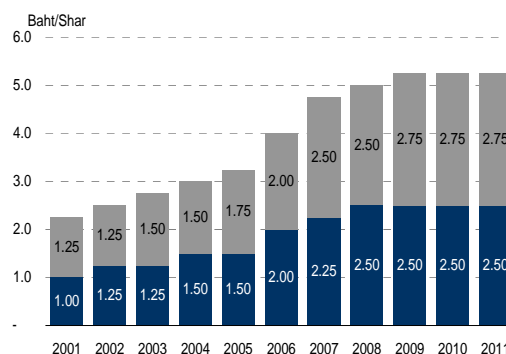
Unit : MW	Unit : MW
Rayong	1,232
KEGCO	749
BLCP	717
GEC-GPG (KK2)	755
EGCO COGEN	94
GEC-GCC	55
GEC-NKCC	63
GEC-SCC	63
ROI-ET GREEN	7
GEC-GYG	12
QUEZON	262
CONAL-WMPC	19
CONAL-SPPC	10
NTPC (NT2)	380
NED (Phase 1)	3
As of 31 Dec 2011	4,420

Unit : MW	Unit : MW
NED (Phase 2-4)	15
SPP4	6
SPP3	8
GPS (Phase 1-3)	12
Jan-Mar 2012	41

Under Development MW equity

Unit : MW	Unit : MW
Quezon (45,875%)	231
NED (Expansion)	3
GPS (Phase 4)	4
Theppana	13
Yanhee	28
TJ Cogen	125
TP Cogen	125
SK Cogen	125
XPCL	161
Total	814

การจ่ายเงินปันผลของ EGCO ในอดีตที่ผ่านมา



ที่มา: ข้อมูลจาก EGCO

ที่มา: ข้อมูลจาก EGCO

สรุปประมาณการ และคำแนะนำหุ้นกลุ่มโรงไฟฟ้า

Rec. / BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV		PER		
				2555F	2556F	2555F	2556F	
GLOW	HOLD	60.25	62.03	3	2.39	2.21	16.50	11.26
RATCH	BUY	47.00	54.71	16	1.33	1.26	11.74	10.86
EGCO	BUY	114.00	118.45	4	1.02	1.01	9.97	9.29
FIRST GEN CORP	5.00	18.16	20.30	12	1.08	0.95	11.75	8.70
GD POWER DEVELOPMENT	4.82	2.63	3.40	29	1.24	1.14	10.27	9.10
HUANENG POWER INT	3.90	5.17	6.32	22	1.06	1.00	10.18	8.51
NTPC LTD	3.88	168.25	173.98	3	1.72	1.59	13.53	12.12
DATANG POWER	3.59	2.68	3.36	25	0.72	0.68	8.41	6.86

ที่มา: ข้อมูลจาก Bloomberg

EGCO: Technical Chart



ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ EGCO

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2555F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2555F
ยอดขาย	8,609	7,661	13,121	13,149	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	5,678	5,589	8,891	8,650	กำไรสุทธิ	7,373	5,371	12,338	6,702
กำไรขั้นต้น	2,931	2,072	4,230	4,498	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขาย	1,433	1,678	1,430	1,444	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	2,175	1,973	4,413	4,128
ดอกเบี้ยจ่าย	564	694	844	805	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(18)	164	-	-
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	30	30	อื่นๆ	(5,343)	(4,730)	(5,411)	(5,546)
รายได้อื่น	386	449	5,649	1,142	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(166)	424	(1,316)	(501)
ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน	6,109	5,200	4,764	4,916	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	4,021	3,201	10,024	4,784
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	8,501	6,759	14,027	9,887	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ภาษีเงินได้	455	255	1,529	1,475	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	523	(1,489)	(39)	(40)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	6,858	4,968	10,709	6,702	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(2,619)	(6,570)	(3,000)	(3,000)
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(56)	22	-	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(90)	(76)	(500)	(500)
กำไรสุทธิ	6,803	4,990	10,709	6,702	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	2,471	(1,586)	2,943	2,944
EPS	12.84	9.41	20.21	12.65	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	(1,122)	2,319	(2,597)	(969)
					ลด จ่ายปันผล	(2,856)	(2,845)	(2,783)	(2,783)
การเติบโตของยอดขาย	-5.9%	-11.0%	71.3%	0.2%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(4,557)	(990)	(5,380)	(3,752)
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-14.3%	-26.7%	114.6%	-37.4%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	1,936	624	7,588	3,976
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	34.0%	27.0%	32.2%	34.2%	กระแสเงินสด ณ สิ้นงวด	7,748	8,402	16,019	20,025
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	79.0%	65.1%	81.6%	51.0%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส					Balance Sheet (Bm)				
	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2555F
ยอดขาย	1,953	1,951	1,904	2,502	Cash & Cash equivalents	7,748	8,402	16,019	20,025
ต้นทุนขาย	1,369	1,402	1,415	1,837	Trade accounts receivable	246	245	320	320
กำไรขั้นต้น	584	549	489	665	อื่นส่วน อะไหล่	2,127	2,044	2,085	2,126
ค่าใช้จ่ายในการขาย	363	674	446	461	Other Current Assets	516	455	455	455
ดอกเบี้ยจ่าย	184	185	26	385	Net Property, plant, & Equipment	13,407	13,023	26,318	31,190
รายได้อื่น	118	99	195	79	Total Asset	65,655	72,956	95,249	104,222
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	139	(211)	212	4,425	Trade accounts payable	233	253	660	675
ภาษีเงินได้	81	41	35	90	Other Current Liabilities	753	853	855	857
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	65	(256)	182	4,118	Total Liabilities	10,838	14,423	35,843	44,068
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(7)	4	(6)	217	Paid-up Capital	5,265	5,265	5,265	5,265
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(16)	(65)	(20)	(7)	Premium on ordinary shares	8,601	8,601	8,601	8,601
กำไรสุทธิ	1,541	475	1,690	6,273	Retained earnings	39,944	42,682	43,543	44,281
					Shareholders' Equity	54,817	58,533	59,406	60,155
การเติบโตของยอดขาย	0.1%	-0.1%	-2.4%	31.4%	Liabilities & Shareholders' Equity	65,655	72,956	95,249	104,222
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-11.9%	-69.2%	255.6%	271.3%					
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	29.9%	28.1%	25.7%	26.6%	สมมติฐานในการทำประมาณการ				
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	78.9%	24.4%	88.7%	250.8%	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2555F
อัตราส่วนทางการเงิน					อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย THB/USD	32.00	30.00	30.00	30.00
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2555F	กำลังการผลิตติดตั้งรวม (เมกะวัตต์)	3,981	4,252	4,379	4,420
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	10.26	11.72	13.58	15.54	อัตราดอกเบี้ยจ่าย	8.6%	8.4%	7.9%	7.9%
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	50.87	50.87	50.87	50.87	EBITDA Margin	34.7%	35.3%	35.3%	34.2%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	14.93	14.93	14.93	14.93	Effective Tax Rate	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
หนี้สินสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.20	0.25	0.60	0.73					
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	10.58	7.20	12.73	6.72					
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	12.97	8.89	18.33	11.32					

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP