

## กำไร 3Q57 อ่อนตัวตามฤดูกาล

### กำไรสุทธิ 3Q57 ลดลง 17% QoQ เป็น 2.3 พันล้านบาท

ผลประกอบการของ GLOW ปรับลดลงเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน จากการเดินเครื่องผลิตไฟฟ้าจากกลุ่ม IPP ที่ลดลง ตามแผนการผลิตของ EGAT แม้บริษัทจะรับรายได้จาก EGAT ตามปกติ แต่จะกระทบ Margin ของบริษัท โดยเฉพาะ GHECO-One ที่มีประโยชน์จากการบริหารต้นทุนเชื้อเพลิงที่ต่ำกว่าสัญญาขายไฟ รวมทั้งมีการหยุดผลิตนอกแผนเล็กน้อย ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 22% ลดลงจาก 24% ใน 2Q57 แม้กลุ่มธุรกิจ Co-generation จะยังรายได้เติบโตต่อเนื่องก็ตาม

### กำไรสุทธิปี 57 มีโอกาสดีกว่าคาด

เราคาดว่าแนวโน้มกำไรสุทธิ 4Q57 ของ GLOW ยังคงลดลงตามฤดูกาลแม้สัญญาผลิตไฟฟ้าของโรงไฟฟ้า GHECP-One จะสามารถเดินเครื่องถึงสิ้นปีก็ตาม ขณะที่กำไรสุทธิ 9M57 ที่บริษัทประกาศออกมาคิดเป็น 84% ของประมาณการ อย่างไรก็ตามกำไรสุทธิปี 2557 ยังมีโอกาสดีกว่าที่เราคาดจากการรับรู้เงินประกัน แม้บริษัทจะบันทึกรายได้ดังกล่าวไปแล้วบางส่วน (ประมาณ 51 ล้านเหรียญ ระหว่างปี 2554 - 2555) โดยบริษัทเชื่อว่ามูลค่าเงินประกันจะสูงกว่าที่รับรู้ล่วงหน้า ทำให้ส่วนเพิ่มหลังหักภาษีที่สูงกว่าบันทึกไว้ก่อนหน้านี้จะทำให้ GLOW มีกำไรสุทธิปี 2557 ดีกว่าคาด

### คงแนะนำ “ขาย”

GLOW อยู่ระหว่างการพิจารณาลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าทั้งในและต่างประเทศ แต่เราให้น้ำหนักกับการเปิด Bidding IPP โดยเฉพาะกำลังผลิตไฟฟ้าตามแผนใหม่จะเน้นโรงไฟฟ้าถ่านหิน ซึ่ง GLOW ถือเป็นบริษัทที่มีศักยภาพที่จะชนะประมูล แต่กว่าการประมูลจะเกิดคาดว่าจะปลายปี 2558 โดยเราคาดหมายจะเห็นความชัดเจนของ PDP 2015 จะไม่เกิน 1Q58 ด้านราคาหุ้นปรับเพิ่ม 39% ในปี 2557 สะท้อนกำไรที่แข็งแกร่งของ GLOW ที่ทำสถิติสูงสุดใหม่ จนทำให้มูลค่าเหมาะสมสูงกว่าที่เราประเมินไว้ที่ 90 บาท (วิธี Sum-of-the-part) ทำให้เรายังคงแนะนำ “ขาย”

เบญจพล สุทธิวินิช 662 680 2935  
นักวิเคราะห์การลงทุน  
บริษัทหลักทรัพย์ เคเคเทรด จำกัด  
benjaphol@kktrade.co.th

## Earnings Result

### Opinion & Financial Data

### Sell

Target Price : Bt 90.00

Market Price : Bt 98.25

Valuation Method	Sum-of-the-part
Paid-Up Capital (Btm)	1,462.87
Par Value (Bt/share)	10.0
Dividend Payout (%)	> 50%
Free Float (%)	30.89
Book Value (Bt/share)	29.31

Stock Data	
52-Week Range (Bt)	103 / 62.5
Sector	Resources / Energy & Utilities
Investment Weight	Neutral
Avg. Sector P/E (x)	11.21
Avg. Sector P/BV (x)	1.42

### Key Income Statement & Financial Ratio (Year Ended - Dec.)

Bt Million	3Q14	3Q13	YoY	1Q14	QoQ	9M14	9M13	YoY
Revenue	17,721	17,647	0%	19,717	-10%	55,564	51,899	7%
Gross Profit	3,901	3,429	14%	4,712	-17%	12,307	10,113	22%
Total Operating Expenses	179	137	30%	172	4%	539	513	5%
Operating Profit	3,722	3,292	13%	4,540	-18%	11,769	9,600	23%
EBITDA	4,756	4,528	5%	5,560	-14%	14,810	13,233	12%
Net Interest Income (Expenses)	837	845	-1%	857	-2%	2,554	2,565	0%
Other Income	22	33	-34%	140	-84%	248	216	15%
Income Tax	210	259	-19%	356	-41%	814	825	-1%
Extra Items	47	-148	n.a.	14	227%	252	-320	n.a.
<b>Net Income</b>	<b>2,317</b>	<b>1,923</b>	<b>21%</b>	<b>2,805</b>	<b>-17%</b>	<b>7,428</b>	<b>5,632</b>	<b>32%</b>
EPS (Bt)	1.58	1.31	21%	1.92	-17%	5.08	3.85	32%
Gross Profit Margin (%)	22.0%	19.4%		23.9%		22.1%	19.5%	
EBITDA Margin (%)	26.8%	25.7%		28.2%		26.7%	25.5%	
Net Profit Margin (%)	13.1%	10.9%		14.2%		13.4%	10.9%	

Source : Company & kktrade

การเปิดเผยข้อมูล

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย ฝ่ายวิเคราะห์การลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ เคเคเทรด จำกัด บนพื้นฐานข้อมูลซึ่งพิจารณาแล้วว่ามีความน่าเชื่อถือและ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิเคราะห์การลงทุนนี้อาจยืนยันและรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทฯ จึงไม่รับรองต่อการนำเอาข้อมูล บทความ ความเห็น และ/หรือ บทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ ซึ่งบทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการนำข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วน ไปทำซ้ำ หรือ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำเอกสารเผยแพร่ต่อสาธารณชนจะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทฯ ก่อน

บริษัทหลักทรัพย์ ภัทร จำกัด (มหาชน) (บล. ภัทร) ซึ่งเป็นบริษัทในเครือ “เป็น หรือ จะเป็น” ผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ที่มีหลักทรัพย์อ้างอิงเป็นหลักทรัพย์ที่ บริษัทหลักทรัพย์ เคเคเทรด จำกัด มีการจัดทำหรืออ้างอิงถึงในรายงานวิจัยฉบับนี้ ในกรณีนี้ บล. ภัทร เป็นผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ บล. ภัทร อาจจะทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่องสำหรับใบสำคัญแสดงสิทธิดังกล่าวดังนั้นนักลงทุนควรใช้ความระมัดระวังในการใช้ข้อมูลเนื่องจากอาจมีส่วนหนึ่งส่วนใดที่มีผลประโยชน์ทับซ้อนซึ่งอาจมีผลกระทบต่อวัตถุประสงค์ในการจัดทำรายววิจัยฉบับนี้


**Opinion Key** - บริษัทหลักทรัพย์ เคเคเทรด จำกัด กำหนดคำแนะนำการลงทุนทางปัจจัยพื้นฐาน 3 ระดับ คือ (1) ซื้อ (BUY) สำหรับหุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดี ให้ผลตอบแทนที่คาดหวังรวมส่วนต่างของมูลค่าเหมาะสมกับราคาในตลาดและผลตอบแทนเงินปันผล มากกว่า 15% (2) เก่งกาใจ (TRADING) สำหรับหุ้นที่ให้ผลตอบแทนที่คาดหวังรวมส่วนต่างของมูลค่าเหมาะสมกับราคาในตลาดและผลตอบแทนเงินปันผล ระหว่าง -10% ถึง +15% (3) ขาย (SELL) สำหรับหุ้นที่ปัจจัยพื้นฐานไม่ดี และ/หรือ ให้ผลตอบแทนที่คาดหวังรวมส่วนต่างของมูลค่าเหมาะสมกับราคาในตลาดติดลบมากกว่า 10% ขึ้นไป

คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐานอาจจะ “เหมือน” หรือ “แตกต่าง” กับคำแนะนำการลงทุนในบทวิเคราะห์ทางเทคนิครายวัน นักลงทุนต้องพิจารณาคำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุนเพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะการลงทุนของท่าน


**Corporate Governance Report** - การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย IOD ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน ทั้งนี้ IOD ทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดี” ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคเคเทรด จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจ

 บริษัทที่ได้รับการจัดอันดับในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ “ดีเลิศ” เฉพาะที่ kktrade ศึกษาข้อมูล

ADVANC	AOT	BANPU	BAY	BBL	BCP	CK	CPF	DTAC	EGCO
GRAMMY	HEMRAJ	INTUCH	IRPC	IVL	KBANK	KTB	LPN	MCOT	PS
PTT	PTTEP	PTTGC	QH	RATCH	RS	SAMART	SAT	SCB	SNC
SPALI	SVI	SYMC	TCAP	THAI	THCOM	TISCO	TKT	TMB	TOP
TRUE	TVO								

 บริษัทที่ได้รับการจัดอันดับในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ “ดีมาก” เฉพาะที่ kktrade ศึกษาข้อมูล

AMATA	AP	BEC	BH	CPALL	ESSO	GLOW	HMPRO	ITD	JAS
LH	LIVE	MAJOR	MFEC	MODERN	NBC	SEAFCO	SIRI	STANLY	STEC
TOG	TUF								

 บริษัทที่ได้รับการจัดอันดับในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ “ดี” เฉพาะที่ kktrade ศึกษาข้อมูล

AH	BCH	GLOBAL	MSC	ROJNA	SF	WORK
----	-----	--------	-----	-------	----	------

**N/A** บริษัทที่ไม่ได้รับการจัดอันดับในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ เฉพาะที่ kktrade ศึกษาข้อมูล

BGH	CHG	EFORL	ICHI	M	RML	SAPPE	VGI
-----	-----	-------	------	---	-----	-------	-----

## สำนักงานใหญ่

500 อาคารอัมรินทร์ทาวเวอร์ ชั้น 7 ถนนเพลินจิต  
แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330  
โทรศัพท์ 0-2680-2222 โทรสาร 0-2680-2233  
Email: customerservices@kktrade.co.th

## สาขาโอศก

209 อาคารเค ทาวเวอร์ ถนนสุขุมวิท 21 (โอศก)  
แขวงคลองเตยเหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110  
โทรศัพท์ 0-2680-2900 โทรสาร 0-2680-2995  
Email : asoke@kktrade.co.th

## สาขาบางนา

1093/56 ชั้น 11 อาคารเซ็นทรัลซิตี้บางนา บางนา-ตราด กม.3  
แขวงบางนา เขตพระโขนง กรุงเทพฯ 10260  
โทรศัพท์ 0-2745-6458-66 โทรสาร 0-2745-6467  
Email: bangna@kktrade.co.th

## สาขานนทบุรี

ชั้น 4 อาคารเลขที่ 68/30 - 32 หมู่ที่ 8 ตำบล บางกระสอบ  
อำเภอเมือง จังหวัดนนทบุรี 11000  
โทรศัพท์ 0-2527-8744 โทรสาร 0-2965-4634  
Email : ngamwongwan@kktrade.co.th

## สาขาสมาทรสาคร

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@kktrade.co.th

## สาขาขอนแก่น

9/2 ถนนประชาสโมสร  
ตำบลในเมือง อำเภอเมือง ขอนแก่น 40000  
โทรศัพท์ (043) 337-700-10 โทรสาร (043) 337-721  
Email : khonkaen@kktrade.co.th

## สาขาระยอง

125/1 ถนนจันทอุดม (ระยอง - บ้านค่าย)  
ตำบลเชิงเนิน อำเภอเมือง ระยอง 21000  
โทรศัพท์ (038) 617-477-85 โทรสาร (038) 617-490  
Email : rayong@kktrade.co.th

## สาขาชลบุรี

7/18 หมู่ที่ 4 ถนนสุขุมวิท  
ตำบลห้วยกะปิ อำเภอเมือง ชลบุรี 20130  
โทรศัพท์ (038) 384-931-43 โทรสาร (038) 384-794  
Email : chonburi@kktrade.co.th

## สาขาพิษณุโลก

169/ 2-3-4 ถนนบรมไตรโลกนารถ  
ตำบลในเมือง อำเภอเมือง พิษณุโลก 65000  
โทรศัพท์ (055) 243-060 โทรสาร (055) 259-455  
Email : pitsanulok@kktrade.co.th

## สาขาหาดใหญ่

200 อาคารจุลดิศหาดใหญ่พลาซ่า ชั้น 4 ห้อง 414-424  
ถนนนิพัทธ์อุทิศ 3 ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ สงขลา 90110  
โทรศัพท์ (074) 354-747-51 โทรสาร (074) 239-515  
Email : haadyai@kks.co.th

## สาขานครศรีธรรมราช

ชั้น 2 ธนาคารเกียรตินาคิน เลขที่ 111, 111/1-4  
ถนนพัฒนาการคูขวาง ตำบลคลัง อำเภอเมือง  
จังหวัดนครศรีธรรมราช 80000  
โทรศัพท์ (075) 432-111 โทรสาร (075) 432-359  
Email : nakornsrihamarat@kktrade.co.th

## สาขาเชียงใหม่

33 อาคารเกียรตินาคิน แยกช่วงสิงห์ ถนนเชียงใหม่-ลำปาง  
ตำบลช้างเผือก อำเภอเมือง เชียงใหม่ 50300  
โทรศัพท์ (053) 220-751-54, โทรสาร (053) 220-763, (053) 220-765  
Email : Chiangmai@kktrade.co.th

ชื่อ / นามสกุล		Email Address	เบอร์โทรศัพท์
ธริศา ชัยสุนทรโยธิน	หัวหน้าฝ่ายวิเคราะห์การลงทุน	tarisa@kktrade.co.th	0-2680-2939
สิทธิเดช ประเสริฐรุ่งเรือง	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ - กลยุทธ์การลงทุน	sittidath@kktrade.co.th	0-2680-2944
อภิสิทธิ์ ลิ้มป้อารกุล	นักวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิค - หลักทรัพย์และอนุพันธ์	apisit@kktrade.co.th	0-2680-2932
ดิษฐนพ วัฒนเวทิน	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ - กลุ่มสื่อสิ่งพิมพ์ กลุ่มยานยนต์	dithanop@kktrade.co.th	0-2680-2931
เบญจพล สุทธิวินิช	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ - กลุ่มพลังงาน กลุ่มปิโตรเคมี	benjaphol@kktrade.co.th	0-2680-2935
มินตรา รัตยาภาส	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ - กลุ่มสื่อสาร ค่าปลีก อิเล็กทรอนิกส์	mintrara@kktrade.co.th	0-2680-2941
วิชชุดา ปลั่งมณี	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ - กลุ่มอสังหาริมทรัพย์	wichuda@kktrade.co.th	0-2680-2936
เจตอาหาร สองเมือง	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ - เชิงปริมาณ และ พอร์ตการลงทุน	chetathorn@kktrade.co.th	0-2680-2937
บุญเมธา แน่นหนา	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์ - เชิงปริมาณ และ พอร์ตการลงทุน	boonmaytar@kktrade.co.th	0-2680-2825
พิทยา คุณวัฒน์	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์ - เชิงปริมาณ และ พอร์ตการลงทุน	pittaya@kktrade.co.th	0-2680-2755
กมล นุตกุล	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์	kamol@kktrade.co.th	0-2680-2933
วิญญ์ศรุต ชูอ่องสกุล	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์	vitsarut@kktrade.co.th	0-2680-2940
สมจิต วิรุฬห์ธานี	ข้อมูลบริษัทจดทะเบียน	research@kktrade.co.th	0-2680-2934
อังศุมาลิน คัมวงศ์	ข้อมูลบริษัทจดทะเบียน	angsumalin@kktrade.co.th	0-2680-2938