

## Earnings Highlight :

BCP	consolidated				
unit: Btm	2Q08	2Q07	% YoY	1Q08	% QoQ
Sales	39,587	24,093	64%	29,819	33%
Cost of Sales	(35,535)	(22,443)	58%	(28,239)	26%
Gross Profits	4,051	1,649	-146%	1,581	156%
SG&A	(707)	(601)	18%	(627)	13%
Interest Expenses	(141)	(166)	-15%	(139)	2%
Income Tax	(765)	(276)	177%	(361)	112%
Net Profit	1,847	881	110%	851	117%
EPS (Bt)	1.65	0.79	110%	0.76	117%

Note: Total shares of 1,119.1 m for comparison purpose.

BCP ประกอบธุรกิจจำหน่ายน้ำมันสำเร็จรูปทั้งค่าปลีกและค้าส่ง ซึ่งมีส่วนแบ่งตลาด 12% ของความต้องการใช้น้ำมันในประเทศ และบริหารกิจการโรงกลั่นน้ำมันขนาด 120,000 บาร์เรล/วัน คิดเป็น 11.5% ของกำลังการผลิตทั้งประเทศ โดยยังเป็นโรงกลั่น Simple Refinery ที่มีกระบวนการกลั่นที่ให้น้ำมันเตาในสัดส่วนสูง (30% ของปริมาณผลิต)

### กลุ่มพลังงาน

BCP และ GLOW (ถือลงทุน)

## พลังงาน

■ **BCP :** (ถือลงทุน), บริษัทประกาศผลประกอบการ 2Q51 มีกำไรสุทธิ 1,847 ล้านบาท กำไรต่อหุ้น 1.65 บาท เพิ่มขึ้นถึง 110% จากปีก่อน สาเหตุหลักมาจากกำไรในธุรกิจโรงกลั่น (EBITDA) เพิ่มขึ้นมากเป็น 1,589 ล้านบาท เนื่องจาก 1) ปริมาณกลั่นสูงขึ้นเป็น 83.6 พันบาร์เรล/วัน (70% ของกำลังผลิต 1.2 แสนบาร์เรล/วันจากปีก่อนที่ 62%) และ 2) ค่าการกลั่นรวม 2Q51 เพิ่มขึ้นจากปีก่อนที่ 3.24 เหรียญ/บาร์เรลเป็น 15.06 เหรียญ/บาร์เรล มาจากค่าการกลั่นปกติ 7.97 เหรียญ/บาร์เรล (ค่าการกลั่นพื้นฐานอยู่ที่ 9.40 เหรียญ/บาร์เรลหักด้วยผลขาดทุน GRM Hedging 1.43 เหรียญ/บาร์เรล) บวกกับกำไรจากสต็อกน้ำมัน 7.09 เหรียญ/บาร์เรล ส่งผลให้ EBITDA โรงกลั่นเพิ่มขึ้นเป็น 3,337 ล้านบาท โดยมีปัจจัยผลักดัน GRM รวม (15.06 เหรียญ/บาร์เรล) ใน 2Q51 คือ ส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซล/ดูไบที่เพิ่มขึ้นเป็น 37.47 เหรียญ/บาร์เรล จากปีก่อนที่ 16.44 เหรียญ/บาร์เรล กำไรที่เพิ่มขึ้นมากของโรงกลั่นสามารถชดเชยกับ EBITDA ของธุรกิจค้าปลีกน้ำมันที่ขาดทุน 572 ล้านบาท ตามค่าการตลาด 2Q51 ที่ติดลบถึง 0.47 บาท/ลิตร (ไม่รวมน้ำมันเครื่อง) จากปีก่อนที่ +0.31 บาท/ลิตร โดยปริมาณขายเพิ่มขึ้น 8%YoY เป็น 57.5 พันบาร์เรล/วัน ส่วนกำไรสุทธิ 1H51 อยู่ที่ 2,699 ล้านบาท (+222%YoY)

**ความเห็น :** กำไรสุทธิ 1H51 ดีกว่าคาดมาก แต่กำไรมีแนวโน้มอ่อนตัวใน 2H51 ตามราคาน้ำมันที่ลดลง ซึ่งหากต่ำกว่าในช่วง 2Q51 อาจทำให้เกิดผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน รวมถึงค่าการกลั่นปกติที่อ่อนตัว จากกำลังผลิตใหม่ที่เพิ่มขึ้นของโรงกลั่นในเอเชีย โดยเฉพาะโรงกลั่น Reliance ของอินเดียที่เริ่มผลิตในเดือน ธ.ค.51 เราจึงคงประมาณการกำไรทั้งปี 51 อยู่ในระดับระหว่าง 1,424 ล้านบาท กำไรต่อหุ้น 1.27 บาท แม้กำไรสุทธิ 1H51 สูงกว่าประมาณการทั้งปี 51 ของเรา

ในการประชุมนักวิเคราะห์ คาดว่าราคาน้ำมันดิบโลก 2H51 อยู่ราว 100 เหรียญ/บาร์เรล แนวโน้มธุรกิจโรงกลั่น 2H51-ปี 52 อยู่ในช่วงขาลง โดยค่าการกลั่นปกติคาดว่าจะลดลงมาที่ 5-6 เหรียญ/บาร์เรล และในกรณีเลวร้ายจะเหลือเพียง 3-4 เหรียญ/บาร์เรล ขณะที่โครงการปรับปรุงคุณภาพน้ำมัน (PQI) ทำได้ 94.9% ยังเป็นไปตามแผนและจะเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์เต็มปีในปี 52 ทำให้โรงกลั่นเปลี่ยนเป็น complex refinery ที่มีความสามารถในการแข่งขันเพิ่มขึ้น จากต้นทุนผลิตที่ต่ำ โดยจุดคุ้มทุนอยู่ประมาณ 3.50 เหรียญ/บาร์เรล

จากแนวโน้มธุรกิจเข้าสู่ขาลงใน 2H51-ปี 52 และกำไรของโรงกลั่นได้ผ่านพ้นจุดสูงสุดไปใน 2Q51 แล้ว เราจึงปรับลดราคาเป้าหมายใหม่เป็น 12.70 บาท (จากเดิม 15.80 บาท) อิงค่า P/BV ปี 51 ที่ 0.7x และ P/E ปี 51 ที่ 10x และปรับคำแนะนำให้ ถือลงทุนในหุ้น BCP-DR1 จากเดิม ซื้อ โดยหุ้น BCP-DR1 มีการประกันราคาซื้อที่ 13 บาทและสามารถไถ่ถอนได้ในปี 57

GLOW	consolidated				
unit: Btm	1H08	1H07	% HoH	1Q08	% QoQ
Sales	16,683	15,844	5%	8,170	n.a.
Cost of Sales	(13,785)	(12,798)	8%	(6,836)	n.a.
Gross Profits	2,898	3,046	-5%	1,335	n.a.
SG&A	(248)	(213)	16%	(116)	n.a.
Interest Expenses	(435)	(568)	-23%	(218)	n.a.
FX gain (loss)	28	349	-92%	475	n.a.
Core Profit	2,139	2,253	-5%	954	n.a.
Net profit	2,167	2,602	-17%	1,430	n.a.
EPS (Bt)	1.48	1.78	-17%	0.98	n.a.

■ **GLOW :** (ถือลงทุน), บริษัทประกาศผลประกอบการ 2Q51 มีกำไรสุทธิ 737 ล้านบาทและกำไรสุทธิ 1H51 ที่ 2,167 ล้านบาท กำไรต่อหุ้น 1.48 บาท ลดลง 17%YoY และหากไม่รวมกำไร FX ที่ยังไม่เกิดขึ้นจริงจำนวน 28 ล้านบาท กำไรปกติจากการดำเนินงานอยู่ที่ 2,139 ล้านบาท (-5%YoY) สาเหตุหลักเกิดจากกำไรปกติของโรงไฟฟ้าและไอน้ำร่วมกัน (Cogeneration) ลดลงถึง 18%YoY เป็น 1,517 ล้านบาท เนื่องจากต้นทุนเชื้อเพลิงก๊าซสูงขึ้น แต่ราคาค่าไฟฟ้าของบริษัทลดลง เพราะอิงกับราคาค่าไฟฟ้าของการไฟฟ้านครหลวง (PEA) ซึ่งลดลง 2.4% ทำให้กำไรขั้นต้น (Gross profit) ลดลง 300 ล้านบาท อีกทั้งได้รับผลลบจากค่าเงินบาทที่แข็งขึ้น ทำให้ไม่สามารถปรับเพิ่มราคาขายไอน้ำให้ทันกับต้นทุนก๊าซที่เพิ่มขึ้นทำให้รายได้ลดลง 76 ล้านบาท แม้กำไรปกติของ IPP เพิ่มขึ้น 52%YoY เป็น 654 ล้านบาท

**ความเห็น :** กำไรปกติ 1H51 ที่ 2,139 ล้านบาท คิดเป็น 51% ของกำไรทั้งปี 51 ที่ 4,167 ล้านบาท กำไรต่อหุ้น 2.85 บาท ลดลง 2%YoY เนื่องจากยังไม่มีโรงไฟฟ้าใหม่เข้ามา แต่จะ

GLOW ประกอบธุรกิจในฐานะผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนรายใหญ่ (IPP) จำหน่ายให้กับ EGAT และผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (SPP) กำลังผลิตไฟฟ้ารวม 1,760 MW และจำหน่ายไอน้ำ รวมทั้งน้ำให้กับลูกค้าอุตสาหกรรม โดยมีกำลังผลิตไอน้ำ 967 ตันชั่วโมง

กลับมาเติบโตได้อีกในปี 53-54 จากโรงไฟฟ้าถ่านหิน IPP ที่ชนะประมูลเมื่อปลายปี 50 (GLOW ถือหุ้น 65%) และโครงการเพิ่มกำลังผลิตใหม่ของโรงไฟฟ้า Cogeneration (หรือ SPP ที่ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่า IPP) จำนวน 497 MW แบ่งเป็น 1) โรงไฟฟ้าถ่านหิน (CFB3) ขนาด 115 MW ซึ่ง GLOW ได้ทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้าและไอน้ำกับลูกค้ากลุ่มปิโตรเคมีขึ้นปลายปีทั้งหมดแล้ว ส่วนใหญ่เป็นลูกค้าในกลุ่ม SCC จะเริ่มผลิต (COD) ในต้นปี 53 และ 2) โรงไฟฟ้าก๊าซ 382 MW จะเริ่มผลิต (COD) ใน 3Q54 แบ่งเป็นโรงไฟฟ้า SPP ขนาด 74 MW ที่ชนะประมูล(ขายให้กับ กฟผ.) และส่วนที่เหลือ 308 MW ขายให้กับลูกค้ากลุ่มปิโตรเคมี โดยลูกค้าตกลงซื้อไปแล้วจำนวน 191 MW และอีก 117 MW คาดว่าจะเซ็นสัญญากับลูกค้าได้ภายใน 6-12 เดือนข้างหน้า

จากการประชุมนักวิเคราะห์ บริษัทคาดว่าจะเซ็นสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ของโรงไฟฟ้า IPP ใหม่กับ กฟผ. ได้ในสิ้นเดือน ส.ค. และเซ็นสัญญากู้เงินประมาณเดือน ก.ย.51 ส่วนโครงการซื้อหุ้น 67.25% ในโรงไฟฟ้าพลังน้ำ ห้วยเหาะในลาว กำลังผลิต 138 เมกะวัตต์ คาดว่าจะได้ข้อสรุปในเดือน ต.ค.51 และโดยที่บริษัทมีโครงการลงทุนต่างๆจำนวนมาก รวมทั้งอาจได้รับอนุมัติโครงการก่อสร้างโรงไฟฟ้าที่เวียดนาม สำหรับโรงงานปิโตรเคมีของ SCC ซึ่งจะได้ข้อสรุปในปลายปีนี้ ดังนั้นจึงมีความเป็นไปได้ค่อนข้างสูงที่ GLOW อาจจะมีเพิ่มทุน ซึ่งเป็นปัจจัยลบระยะสั้นที่กดดันราคาหุ้นในปัจจุบัน

ดังนั้น การลงทุนในหุ้นโรงไฟฟ้า รวมถึง GLOW เหมาะสำหรับการลงทุนระยะยาว จึงแนะนำ ถือลงทุนในหุ้น GLOW โดยมองว่ากำไรของบริษัทมีศักยภาพเติบโตในระยะยาว จากกำลังผลิตใหม่ที่เพิ่มขึ้น 926 เมกะวัตต์ (+54%) และคาดว่าจะปันผล 1H51 ประมาณ 0.60 บาท/หุ้น คิดเป็น Dividend yield ที่ 2% โดยราคาหุ้นที่ 29.75 บาท มี upside gain อยู่ 21% จากราคาเป้าหมายปี 51 ที่ 36 บาท

Analyst : มุกดา ห่มม่วง Tel. 0 2207 0038 Ext : 417

## United Securities Plc

4-6/F Thanapoom Tower  
1550 New Petchburi Rd,  
Tel. 0 2207 0038  
Fax. 0 2207 0505  
Rajthevee, Bangkok 10400  
website: www.unitedsec.com

## Branch Offices :

Nakornpathom Nakornsawan Rangsit

## Disclaimer & Disclosure

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุน แต่ไม่มีวัตถุประสงค์จะชี้นำหรือชักชวนให้ซื้อขายหลักทรัพย์ที่ระบุในรายงาน ผู้จัดทำได้ตรวจสอบความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่ใช้อย่างระมัดระวังแล้ว แต่ไม่อาจรับประกันถึงความสมบูรณ์หรือความถูกต้องได้ ทั้งนี้ ข้อมูลและความเห็นต่าง ๆ ในรายงานอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณ และโปรดศึกษาข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องก่อนตัดสินใจลงทุน ผู้จัดทำจะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ที่อาจเกิดขึ้นจากการตัดสินใจลงทุนดังกล่าว นักวิเคราะห์ที่รับผิดชอบในการจัดทำรายงานนี้ขอรับรองว่า (1) ความเห็นที่ปรากฏเป็นความเห็นของนักวิเคราะห์ที่มีต่อหลักทรัพย์และบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (2) ผู้เขียนไม่ได้รับผลตอบแทนใด ๆ ไม่ว่าจะผ่านทางตรงและทางอ้อมที่เกี่ยวข้องกับการให้คำแนะนำและความเห็นที่ปรากฏในรายงานนี้