

## Earnings Highlight :

### Corporate Governance

CG Rating (2006)

UMS	consolidated				
	unit:Btm	3Q08	3Q07	% YoY	2Q08 % QoQ
Sales and services	953	623	53%	700	36%
Cost of Sales	(623)	(415)	50%	(484)	29%
Gross Profits	330	209	58%	216	53%
SG&A	(121)	(73)	66%	(82)	48%
Interest Expenses	(12)	(5)	136%	(9)	34%
Income Tax	(49)	(27)	79%	(20)	149%
Net Profit	153	102	50%	104	48%
EPS (Bt)	0.73	0.49	50%	0.49	48%
Total shares (m)	210	210	0%	210	0%

UMS: ดำเนินธุรกิจหลักเป็นผู้นำเข้าถ่านหินจากประเทศอินโดนีเซีย และจำหน่ายให้กับโรงงานอุตสาหกรรมในไทย โดยลูกค้าส่วนใหญ่อยู่ในอุตสาหกรรมอาหาร ปูนซีเมนต์ และสิ่งทอ ส่วนบริษัทย่อยประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักของบริษัท ได้แก่ ผู้ผลิตและจำหน่ายถ่านหินอัดก้อน (coal briquette) ธุรกิจขนส่งทางบกและทางน้ำ

### Corporate Governance

CG Rating (2006)

BAFS	consolidated				
	unit:Btm	3Q08	3Q07	% YoY	2Q08 % QoQ
Sales	504	541	-7%	533	-5%
Cost of Sales	(221)	(214)	3%	(225)	-2%
Gross Profits	283	327	-14%	308	-8%
SG&A	(67)	(66)	2%	(74)	-10%
Interest Expenses	(41)	(42)	-3%	(40)	2%
Tax	(41)	(59)	-30%	(58)	-30%
Net Profit	130	150	-14%	124	4%
EPS (Bt)	0.25	0.29	-14%	0.24	4%

BAFS ประกอบธุรกิจจัดเก็บและให้บริการเติมน้ำมันเครื่องบินรายใหญ่ที่สุดของสนามบินแห่งใหม่สุวรรณภูมิ ตั้งแต่ 28 ก.ย.49 อย่างครบวงจร ทั้งระบบส่งน้ำมันผ่านท่อแบบ Hydrant ระบบคลังน้ำมัน (Depot) และระบบเติมน้ำมัน (intoplane) โดยลูกค้าคือ บริษัทค้า น้ำมัน ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นและมีรายได้เป็นเงินเหรียญสหรัฐฯ

## กลุ่มพลังงาน

▶ UMS (ซื้อ) EGCO และ BAFS (ถือลงทุน)

## พลังงาน

- **UMS:** (ซื้อ), บริษัทรายงานกำไรสุทธิ 3Q51 อยู่ที่ 153 ล้านบาท (+50%YoY) กำไรต่อหุ้น 0.73 บาท (fully diluted) สาเหตุหลักเกิดจากรายได้จากการขายและบริการเพิ่มขึ้น 53%YoY เป็น 953 ล้านบาท เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณขาย ตามการขายฐานลูกค้าที่เพิ่มขึ้น และราคาขายถ่านหินที่คาดว่าจะปรับเพิ่มขึ้น 5%~10% ทำให้อัตรากำไรขั้นต้น (gross margin) 3Q51 เพิ่มขึ้นเป็น 34.6% จากปีก่อนที่ 33.5% ส่วนผลประกอบการ 9M51 มีกำไรสุทธิ 393 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 81%YoY

**ความเห็น:** กำไรสุทธิ 3Q51 ออกมาสูงกว่าที่เราคาด ทำให้กำไรสุทธิ 9M51 คิดเป็น 76% ของประมาณการกำไรทั้งปี 51 ที่ 520 ล้านบาท (+43%YoY) และปี 52 เพิ่มขึ้นเป็น 625 ล้านบาท (+20%YoY) กำไรต่อหุ้น 2.98 บาท (fully diluted) ซึ่งคิดจากจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการแปลงสภาพออร์แรนทเป็นหุ้นสามัญเต็มจำนวน 70 ล้านหุ้นแล้ว) อีกทั้งคาดว่าจะจ่ายปันผล 2H51 ประมาณ 1.25 บาท/หุ้น คิดเป็น Dividend yield ที่ 8%

แนวโน้มกำไรและมูลค่าหุ้นในอนาคตยังคงเติบโตได้ จากโครงการใหม่ที่อยู่ระหว่างดำเนินการ คือ 1) โครงการแปลงถ่านหินเป็นก๊าซ (coal gasification) สำหรับโรงงานที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิง ซึ่งจะเริ่มผลิตได้ในกลางปี 52 และ 2) โครงการใหม่ในธุรกิจบำบัดขยะชุมชนให้กับเทศบาลในต่างจังหวัด จึงแนะนำ ซื้อ หุ้น UMS และให้ราคาเป้าหมายปี 52 ที่ 30 บาท โดยราคาหุ้นปัจจุบันที่ 15.70 บาท ซื้อขายที่ P/E ปี 52 ที่ 5.4x ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของภูมิภาคที่ 5x แต่ หุ้น UMS จ่ายปันผลสูง โดยมี Dividend yield ปี 52 ที่ 14% เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของภูมิภาคเพียง 10%

- **BAFS:** (ถือลงทุน), บริษัทประกาศกำไรสุทธิ 3Q51 ลดลง 14%YoY เป็น 129 ล้านบาท กำไรต่อหุ้น 0.25 บาท สาเหตุหลักมาจากรายได้ค่าบริการลดลง 6%YoY เป็น 500 ล้านบาท เนื่องจากปริมาณเติมน้ำมันเครื่องบินลดลง 8%YoY มาที่ 1,042 ล้านลิตรใน 3Q51 ขณะที่ต้นทุนการให้บริการกลับเพิ่มขึ้น 3%YoY เป็น 221 ล้านบาท มาจากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายพนักงาน ค่าเสื่อมราคา และค่าซ่อมบำรุงรักษา รวมทั้งค่าใช้จ่ายบริหารฯ เพิ่มขึ้น 2%YoY ส่วนใหญ่เกิดจากค่าใช้จ่ายพนักงานและค่าเสื่อมราคาที่เพิ่มขึ้น ส่วนกำไรสุทธิ 9M51 เท่ากับ 394 ล้านบาท ลดลง 15%YoY

**ความเห็น:** กำไรสุทธิ 3Q51 ลดลงตามคาด ทำให้กำไรสุทธิ 9M51 คิดเป็น 72% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 51 ที่ 550 ล้านบาท (+1%YoY) และปริมาณเติมน้ำมันในเดือน ต.ค.51 ลดลง 6.6%YoY มาที่ 357 ล้านลิตร ส่งผลให้ปริมาณเติมน้ำมันเฉลี่ย 10M51 อยู่ที่ 3,722 ล้านลิตร ลดลง 1.7%YoY และต่ำกว่าเป้าหมายเติบโตปีนี้ที่ 5% ซึ่งสะท้อนแนวโน้มธุรกิจท่องเที่ยวและการบินที่ไม่สดใส เป็นผลจากภาวะชะลอตัวของเศรษฐกิจใน 2H51-ปี 52 ดังนั้น จึงแนะนำ ถือลงทุน จากราคาหุ้นได้ปรับตัวลดลงแรงมาอยู่ที่ 6.10 บาท ทำให้มี upside gain อยู่ 47% จากราคาเป้าหมายปี 52 ที่ 9 บาท อิงจากค่า P/E ปี 52 ที่ 8x

**Corporate Governance**

CG Rating (2006)



EGCO	consolidated				
	unit: Btm	3Q08	3Q07	%YoY	2Q08
Sales	2,651	3,006	-12%	2,575	3%
Cost of Sales	(1,538)	(1,523)	1%	(1,437)	7%
Gross Profit	1,113	1,483	-25%	1,138	-2%
SG&A	(209)	(205)	2%	(228)	-9%
Interest Expenses	(141)	(204)	-31%	(162)	-13%
Tax	(166)	(183)	-10%	(180)	-8%
Core Earnings	2,032	2,362	-14%	1,457	39%
Net Profit	2,011	2,358	-15%	1,440	40%
EPS (Bt)	3.82	4.48	-15%	2.74	40%

EGCOMP ผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนรายใหญ่อันดับ 2 ของไทย ดำเนินธุรกิจเป็นบริษัทโฮลดิ้ง โดยลงทุนในบริษัทย่อยและบริษัทร่วมที่ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้าและธุรกิจให้บริการด้านพลังงานทั้งในประเทศและภูมิภาคอาเซียน ปัจจุบันมีกำลังผลิตติดตั้งตามสัดส่วนถือหุ้น (Equity MW) ที่ 3,876 เมกะวัตต์ จากโรงไฟฟ้ารวมทั้งสิ้น 14 โรง โดยมีโรงไฟฟ้าหลัก 4 โรงคือ โรงไฟฟ้าระยอง (REGCO) โรงไฟฟ้าขนอม (KEGCO) โรงไฟฟ้าถ่านหิน BLCP และแก่งคอย 2 เฟส 1

**EGCO:** (ถือลงทุน), บริษัทรายงานกำไรสุทธิ 3Q51 จำนวน 2,011 ล้านบาท กำไรต่อหุ้น 3.82 บาท ลดลง 15%YoY และหากไม่รวมขาดทุน FX จำนวน 21 ล้านบาท กำไรปกติจากการดำเนินงานอยู่ที่ 2,032 ล้านบาท (-14%YoY) ส่วนกำไรสุทธิ 9M51 เท่ากับ 6,268 ล้านบาท (รวมกำไรจาก FX จำนวน 11 ล้านบาท) ลดลง 15%YoY สาเหตุหลักมาจากรายได้ค่าไฟฟ้าและกำไรในโรงไฟฟ้าขนอมลดลง ตามอัตราค่าไฟที่ลดลง ซึ่งเป็นไปตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว (PPA) กับ กฟผ. ซึ่งจะหมดอายุสัญญาลงในปี 59 อีกทั้งส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทในเครือที่ลดลง โดยส่วนใหญ่เป็นผลจากรายได้และกำไรจาก FX ของโรงไฟฟ้าถ่านหิน BLCP ที่ลดลง รวมทั้งค่าซ่อมบำรุงที่เพิ่มขึ้น ขณะที่รายได้ค่าไฟฟ้าและกำไรจากโรงไฟฟ้าระยอง ทรงตัวใกล้เคียงกับปีก่อน

**ความเห็น :** กำไรปกติ 9M51 ยังดีและสูงกว่าที่เราคาด โดยคิดเป็น 80% ของประมาณการกำไรปกติทั้งปี 51 ที่ 7,855 ล้านบาท กำไรต่อหุ้น 14.92 บาท และแนวโน้มกำไร 4Q51 อ่อนตัว เนื่องจาก 1) ความต้องการใช้ไฟฟ้าจะลดลงในช่วงฤดูหนาว ซึ่งเป็นไปตามผลของฤดูกาล 2) มีการปิดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้าประจำปีทั้งระยอง ขนอม และ BLCP ใน 3Q-4Q51 ดังนั้นเราจึงคงใช้ประมาณการกำไรปี 51 ดังกล่าว ส่วนกำไรปี 52 คาดว่าลดลงมาอยู่ที่ 7,633 ล้านบาท กำไรต่อหุ้น 14.50 บาท เนื่องจากไม่มีโรงไฟฟ้าใหม่เข้าสู่ระบบ และให้ราคาเป้าหมายปี 52 ที่ 86 บาท หรือคิดเป็น P/E ปี 52 ที่ 6x แม้กำไรปี 51-52 จะลดลง แต่บริษัทยังมีกระแสเงินสดที่แข็งแกร่งประมาณ 4-5 พันล้านบาท/ปี ซึ่งเพียงพอในการลงทุนและจ่ายปันผลสม่ำเสมอ คาดจ่ายปันผล 2H51 ที่ 2.50 บาท/หุ้น และปี 52 ที่ 5 บาท/หุ้น คิดเป็น Dividend Yield ที่ 8.6% ดังนั้น แนะนำ ถือ สำหรับการลงทุนระยะยาว โดยราคาหุ้นที่ 58 บาท ค่อนข้างถูก ซื้อขายที่ P/E ปี 52 ที่ 4.6x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของโรงไฟฟ้าในภูมิภาคที่ 10.3x และมี Dividend yield เพียง 5.4%

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

**United Securities Plc**

4-5/F Thanapoom Tower  
1550 New Phetchaburi Rd,  
Tel. 0 2207 0038  
Fax. 0 2207 0505  
Ratchathewi, Bangkok 10400  
www.unitedsec.com

**Branch Offices :**

Nakompathom Nakornsawan Rangsit

**Disclaimer & Disclosure**

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ผู้จัดทำ (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุน แต่ไม่มีวัตถุประสงค์จะขึ้นหรือชักชวนให้ซื้อขายหลักทรัพย์ที่ระบุในรายงาน ผู้จัดทำได้ตรวจสอบความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่ใช้โดยระมัดระวังแล้ว แต่ไม่อาจรับประกันถึงความสมบูรณ์หรือความถูกต้องได้ ทั้งนี้ ข้อมูลและความเห็นต่าง ๆ ในรายงานอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณ และไม่ประคองข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องก่อนตัดสินใจลงทุน ผู้จัดทำจะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ที่อาจเกิดขึ้นจากการตัดสินใจลงทุนดังกล่าว

นักวิเคราะห์ที่รับผิดชอบในการจัดทำรายงานนี้ขอรับรองว่า (1) ความเห็นที่ปรากฏเป็นความเห็นของนักวิเคราะห์ที่มีต่อหลักทรัพย์และบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (2) ผู้เขียนไม่ได้รับผลตอบแทนใด ๆ ไม่ว่าจะเป็นทางตรงและทางอ้อมที่เกี่ยวข้องกับการให้คำแนะนำและความเห็นที่ปรากฏในรายงานนี้