

# ประมาณการผลประกอบการ 1Q/45 ของกลุ่มพลังงาน

## ประเด็นสำคัญ

- คาดว่ากำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติของกลุ่มพลังงานจะเติบโต 70% QoQ และ 109% YoY เป็น 8,820 ล้านบาท ใน 1Q/45
- ในช่วง 1Q/45 BANPU ได้มีการรวมงบการเงินของ Indocoal, PTTEP และ PTT เริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก Medco Energi
- ประมาณการกำไรสุทธิ 1Q/45 คาดว่าจะเติบโต 41% QoQ และ 109% YoY เป็น 9,901 ล้านบาท

**ความเห็นและคำแนะนำ :** จากการทำประมาณการผลประกอบการ 1Q/45 (ม.ค.-มี.ค.) ของหุ้นกลุ่มพลังงานที่ CNS ทำการศึกษา (BAFS, BANPU, EGCOMP, LANNA, PTT, PTTEP และ RATCH) คาดว่ากำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติ (Normalized Profit กำไรที่ไม่รวมผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน และรายการพิเศษ) ของกลุ่มพลังงานจะเติบโต 70% QoQ และ 109% YoY เป็น 8,820 ล้านบาท หากรวมทุกรายการที่มีผลกระทบต่องบกำไรขาดทุน คาดว่ากำไรสุทธิของกลุ่มพลังงานจะมีจำนวนรวม 9,901 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 41% QoQ และ 109% YoY ทั้งนี้เป็นผลมาจาก BANPU ได้มีการรวมงบการเงินของ Indocoal เข้ามา ประกอบกับ PTTEP และ PTT ได้มีการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก Medco Energi อีกทั้งยังมีสมาชิกใหม่ของกลุ่มพลังงาน “BAFS” ที่เข้ามาเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา

## ประมาณการผลการดำเนินงาน 1Q/45 ของกลุ่มพลังงาน

บริษัท	1Q/45							NPV/NAV (บาท)	คำแนะนำ
	Norm. Profit (ลบ.)	% QoQ	% YoY	NP (ลบ.)	EPS (บาท)	% QoQ	% YoY		
BAFS	76	NA	NA	76	3.06	NA	NA	94-105	ซื้ออ่อนตัว
BANPU	212	55%	NA	369	1.76	195%	-44%	43.8	ซื้อ
EGCOMP	697	15%	-4%	878	1.67	39%	98%	62.7	ถือ
LANNA	42	19%	160%	(2)	(0.04)	NA	NA	48.9	ขาย
PTT	4,616	169%	NA	5,039	1.80	71%	NA	36.5*	ถือ
PTTEP	2,745	19%	-4%	2,844	4.36	28%	7%	146**	ซื้อ
RATCH	432	12%	-55%	697	0.48	7%	-27%	18.0	ซื้อ
<b>รวม</b>	<b>8,820</b>	<b>70%</b>	<b>109%</b>	<b>9,901</b>		<b>41%</b>	<b>109%</b>		

### ที่มา : CNS Forecast

หมายเหตุ : Norm. Profit (Normalized Profit) = กำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติ (ไม่รวม forex และรายการพิเศษอื่น)

NP (Net Profit) = กำไรสุทธิ (รวมทุกรายการที่มีผลกระทบต่องบกำไรขาดทุน)

\* มูลค่าปัจจัยพื้นฐานของ PTT (NAV) จะใช้เกณฑ์การประเมินที่แตกต่างกันไปในแต่ละธุรกิจ (ธุรกิจก๊าซธรรมชาติและน้ำมัน ใช้เกณฑ์ EV/EBITDA Comparative กับบริษัทอื่นในภูมิภาค, PTTEP ใช้ EV/BOE ที่ US\$ 2.8, ธุรกิจปิโตรเคมีและธุรกิจโรงกลั่น ใช้ Benchmark ของ NPV, Replacement Cost, BV ในการประเมินมูลค่าเงินลงทุน)

\*\* รวม Incremental NPV ของ Medco Energi

## ธุรกิจปิโตรเลียม : PTT

คาดว่า PTT จะรายงานกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติ 4,616 ล้านบาท ใน 1Q/45 เพิ่มขึ้น 169% QoQ แต่ลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อนที่ยังดำรงสถานะเป็นรัฐวิสาหกิจ (เริ่มเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลในอัตรา 25% หลังเปลี่ยนสถานะเป็นบริษัทมหาชนใน Q4/44 ที่ผ่านมา) หากรวมผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน คาดว่า PTT จะมีกำไรสุทธิ 5,039 ล้านบาท ใน 1Q/45 สาเหตุสำคัญที่ทำให้กำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อนสามารถสรุปได้ดังนี้:-

1. รายได้จากการจัดจำหน่ายก๊าซธรรมชาติ (ราคาเนื้อก๊าซ+ค่าตอบแทนในการจัดหาและจำหน่ายก๊าซธรรมชาติ+อัตราค่าผ่านท่อ) ที่เพิ่มสูงขึ้น ตามปริมาณการจัดจำหน่ายก๊าซธรรมชาติที่เพิ่มสูงขึ้น 5.3% QoQ เป็นวันละ 2,348 ล้านลบ.ฟุต
2. ราคาก๊าซธรรมชาติเฉลี่ยในรูปของเงินบาทอยู่ที่ระดับ 109.6 บาท/ล้านบีทียู ใกล้เคียงกับไตรมาสก่อนที่ 109.4 บาท/ล้านบีทียู เนื่องจากยังไม่สะท้อนผลของ Lag-time ในการปรับราคาก๊าซธรรมชาติในแต่ละแหล่งปีโตรเลียมซึ่งจะถ่วงราคาน้ำมันเตาในตลาดสิงคโปร์ประมาณ 40% (เคลื่อนไหวตามราคาน้ำมันดิบ)
3. ความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจน้ำมันที่ปรับตัวดีขึ้น จากกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจที่ไม่เน้นการตัดราคา-ตรึงราคาเพื่อชิงส่วนแบ่งทางการตลาด ส่งผลให้การตลาดเพิ่มขึ้น 0.25 บาท/ลิตร จากไตรมาสก่อน
4. เริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก Medco Energi (มีสัดส่วนถือหุ้นโดยทางอ้อม 21%) เป็นไตรมาสแรก ประมาณ 184 ล้านบาท
5. ส่วนแบ่งผลการดำเนินงานของบริษัทรวมในธุรกิจโรงกลั่นคาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อน จากค่าการตลาดที่เพิ่มสูงขึ้น (BCP รายงานผลการดำเนินงานมีกำไรสุทธิ 307 ล้านบาท ใน Q1/45) ส่วนธุรกิจปิโตรเคมีคาดว่าจะรับรู้ส่วนแบ่งผลขาดทุนจากการปิดซ่อมบำรุงโรงงานของ NPC และ TOC ในขณะที่ ATC คาดว่าจะมีผลขาดทุนลดลงจากแนวโน้มราคาปิโตรเคมีที่ปรับตัวขึ้นและภาระดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงจากการปรับโครงสร้างทางการเงิน

จากการปรับเพิ่มมูลค่าเงินลงทุนในธุรกิจปิโตรเคมี (NPC, ATC) โดยใช้ NPV เป็น Benchmark ในการประเมิน (ปรับ NPV ของ NPC และ ATC เพิ่มขึ้นจากประมาณการเดิม 47% และ 56% เป็น 53 บาท/หุ้น และ 6.24 บาท/หุ้น ตามลำดับ) ส่งผลให้ NAV ของ PTT เพิ่มขึ้นจากประมาณการเดิมที่ 37.4 บาท/หุ้น เป็น 38.4 บาท/หุ้น (ใช้ EV/EBITDA Comparative กับบริษัทอื่นในภูมิภาคที่ 4.25 เท่า สำหรับธุรกิจก๊าซธรรมชาติ และ 3 เท่า สำหรับธุรกิจน้ำมัน) อย่างไรก็ตามภาพพจน์ของ PTT ในส่วนของ Corporate Governance (ความไม่โปร่งใสในการบริหารงาน หลังจากการแต่งตั้ง Board คนใหม่ของ PTT ซึ่งมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับนายกรัฐมนตรี แต่ไม่มีประสิทธิภาพการทำงานในธุรกิจที่ PTT ดำเนินการ) ที่เป็นลบในสายตาของนักลงทุนต่างชาติ เป็นปัจจัยที่ผลักดันให้ ปรับลดระดับ EV/EBITDA ของธุรกิจก๊าซธรรมชาติ และธุรกิจน้ำมันลงเหลือ 4.15 เท่า และ 2.5 เท่า ส่งผลให้ NAV ของ PTT ปรับลดลงเหลือ 36.5 บาท/หุ้น

## ธุรกิจปิโตรเลียม : PTTEP

คาดว่าผลการดำเนินงาน 1Q/45 ของ PTTEP จะมีกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติ 2,745 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 19% QoQ แต่ลดลง 4% YoY หากรวมผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน PTTEP จะรายงานกำไรสุทธิ 2,844 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 28% QoQ และ 7% YoY ปัจจัยสำคัญที่ ประเมินว่าจะมีผลต่อผลการดำเนินงานไตรมาสนี้คือ:-

1. ปริมาณยอดขายปิโตรเลียมที่เพิ่มขึ้นเป็นวันละ 91,282 บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ ใกล้เคียงกับช่วงเดียวกันของปีก่อน แต่เพิ่มขึ้น 5.9% QoQ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นปริมาณการขายก๊าซธรรมชาติจากแหล่งโพลิน, ยาดานา และเยตากูน ในขณะที่ราคาขายเฉลี่ยของผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมอยู่ที่ระดับ US\$ 17.7 ต่อบาร์เรล ใกล้เคียงกับ 4Q/44 แต่ลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อนที่ US\$ 19.12 ต่อบาร์เรล
2. เริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก Medco Energi เป็นไตรมาสแรก ประมาณ 301 ล้านบาท (มีสัดส่วนถือหุ้น 34.18%)

สำหรับส่วนแบ่งกำไรจากผลการดำเนินงานปี 2545 ของ Medco Energi ตามสัดส่วนร่วมทุนของ PTTEP คาดว่าจะมีจำนวนรวม 1,204 ล้านบาท คิดเป็น EPS 1.85 บาท สำหรับ NPV ส่วนเพิ่ม (Incremental NPV) จาก Medco Energi คาดว่าจะไม่มีนัยสำคัญ คิดเป็นมูลค่าประมาณ 0.91 บาท/หุ้น PTTEP (ใช้ Discount Rate ที่ 16% เนื่องจากความเสี่ยงของการลงทุนในประเทศอินโดนีเซียสูงกว่าการลงทุนในประเทศมาก จึงต้องการอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในระดับสูง)

## ธุรกิจถ่านหิน : BANPU

ประมาณการผลประกอบการ 1Q/45 คาดว่า BANPU จะรายงานกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติ 212 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 55% จากไตรมาสก่อนที่มีกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติ 136 ล้านบาท และช่วงเดียวกันของปีก่อนที่มีขาดทุนจากการดำเนินงานธุรกิจปกติ 358 ล้านบาท สาเหตุหลักมาจาก:-

1. ปริมาณยอดขายถ่านหินคาดว่าจะมีจำนวน 3.22 ล้านตัน (แบ่งเป็นตลาดในประเทศ 1 ล้านตัน และตลาดต่างประเทศ 2.22 ล้านตัน) เพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนและช่วงเดียวกันของปีก่อนที่ยังไม่มีการรวมงบการเงิน Indocoal
2. ราคาขายถ่านหินคาดว่าจะใกล้เคียงกับ Q4/44 โดยราคาขายถ่านหินในประเทศคาดว่าจะเท่ากับ 430 บาท/ตัน ส่วนราคาขายถ่านหินของแหล่ง Jorong และ Indocoal คาดว่าจะเท่ากับ US\$ 18 ต่อดัน (FOB) และ US\$ 28 ต่อดัน (CIF) ตามลำดับ
3. อัตรากำไรขั้นต้นของแหล่งถ่านหินในประเทศคาดว่าจะทรงตัวที่ระดับ 48-49% ส่วนแหล่งถ่านหิน Jorong คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะอยู่ที่ระดับ 25-30% สูงกว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ Indocoal ที่ระดับ 15% เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายในการเปิดหน้าดินต่ำกว่า โดยแหล่งถ่านหิน Jorong เปิดหน้าดิน 4 ตัน ได้ถ่านหิน 1 ตัน เทียบกับแหล่งถ่านหิน Indocoal ที่ต้องเปิดหน้าดินถึง 8 ตัน จึงจะได้ถ่านหิน 1 ตัน)
4. มีการบันทึกรายได้อื่นซึ่งเป็นกำไรจากการขาย บริษัท บ้านปู เทอร์มินัล จำกัด (ทำธุรกิจท่าเทียบเรือ) จำนวน 228 ล้านบาท โดยได้ทำการส่งมอบหุ้นไปแล้วเมื่อวันที่ 19 มี.ค. ที่ผ่านมา (สัดส่วนการลงทุนของ BANPU ในบริษัทดังกล่าวลดลงเหลือ 0%) และได้มีการบันทึกค่าใช้จ่ายพิเศษจำนวน 87 ล้านบาท จากการไถ่ถอน ECD คืนก่อนกำหนดจำนวน US\$ 5 ล้าน (ปัจจุบันมียอด ECD คงเหลือ US\$ 17 ล้าน)

นอกจากรายการดังกล่าวข้างต้นแล้ว การรับรู้ส่วนแบ่งผลกำไรจากบริษัทร่วม 155 ล้านบาท และกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน คาดว่า BANPU จะรายงานผลกำไรสุทธิ 369 ล้านบาท ใน 1Q/45 เทียบกับไตรมาสก่อนที่มีกำไรสุทธิ 125 ล้านบาท และช่วงเดียวกันของปีก่อนที่มีกำไรสุทธิ 654 ล้านบาท (รวมกำไรจากการขายสัดส่วนเงินลงทุนใน COCO จำนวน 1,077 ล้านบาท)

## ธุรกิจถ่านหิน : LANNA

ประมาณการผลการดำเนินงาน 1Q/45 คาดว่า LANNA จะรายงานกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติ 42 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 19% QoQ และ 160% YoY เนื่องจากปริมาณยอดขายจากเหมืองถ่านหิน Harita (สัดส่วนร่วมทุน 63%) ที่เพิ่มสูงขึ้นเป็น 200,000 ตัน (เริ่มผลิต 4Q/44 ที่กำลังการผลิตเริ่มต้น 100,000 ตัน) ซึ่งส่งผลให้ปริมาณยอดขายถ่านหินเพิ่มขึ้นเป็น 420,000 ตัน และส่งผลต่อเนื่องต่อการเติบโตของรายได้ขายถ่านหิน โดยคาดว่าจะเพิ่มขึ้น 77% QoQ และ 70% YoY เป็น 389 ล้านบาท สำหรับอัตรากำไรขั้นต้นของแหล่งถ่านหิน Harita ที่อยู่ในช่วงเริ่มแรกของการผลิตคาดว่าจะยังอยู่ในระดับต่ำเพียง 7% เช่นเดียวกับอัตรากำไรขั้นต้นจากการขายถ่านหินจากแหล่งผลิตอื่น ในขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นของแหล่งถ่านหินในประเทศคาดว่าจะปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ระดับ 25-30% จากอายุการผลิตที่กำลังจะหมดลงหากรวมรายการพิเศษซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายก่อนการดำเนินงานของ Harita จำนวน US\$ 2 ล้าน ที่จะตัดจ่ายเป็นค่าใช้จ่ายในช่วง 1Q-2Q/45 (เป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนขาย) คาดว่าจะส่งผลให้ LANNA รายงานผลขาดทุนสุทธิ 2 ล้านบาท เทียบกับไตรมาสก่อนที่มีกำไรสุทธิ 447 ล้านบาท (มีกำไรจากการขายกัลฟ์ อีเส็คตริก 412 ล้านบาท) และช่วงเดียวกันของปีก่อนที่มีกำไรสุทธิ 18 ล้านบาท

## ธุรกิจไฟฟ้า : EGCOMP

คาดว่า EGCOMP จะ มี กำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติ 697 ล้านบาท ใน Q1/45 เพิ่มขึ้น 15% QoQ แต่ลดลง 4% YoY ทั้งนี้เป็นผลมาจาก:-

1. อัตราการผลิต (Load Factor) ของโรงไฟฟ้าระยองและชนอมที่เพิ่มสูงขึ้นจากไตรมาสก่อนที่มีการหยุดเดินเครื่องโรงไฟฟ้าระยองเพื่อทำ Major Overhaul และโรงไฟฟ้าชนอมเพื่อทำ Warranty Inspection ส่งผลให้รายได้ขายไฟฟ้าทั้งในส่วนของการรายได้ค่าความพร้อมจ่ายและรายได้พลังงานไฟฟ้าเพิ่มสูงขึ้น
2. การรับรู้ส่วนแบ่งผลกำไรจากบริษัทร่วม (อมตะเอ็กโกเพาเวอร์) จำนวน 34 ล้านบาท เทียบกับไตรมาสก่อนที่มีส่วนแบ่งผลกำไรจากบริษัทร่วม 29 ล้านบาท และช่วงเดียวกันของปีก่อนที่มีส่วนแบ่งผลขาดทุนจากบริษัทร่วม 44 ล้านบาท
3. ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่คาดว่าจะปรับตัวลดลงทั้ง QoQ และ YoY (ช่วงเดียวกันของปีก่อนบริษัทมีบันทึกค่าใช้จ่ายก่อนการดำเนินงานของบริษัท ที่แอลพี โคเจนเอเรชั่น และค่าใช้จ่ายในการโฆษณา)
4. กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่เกิดขึ้นจริงจำนวน 181 ล้านบาท เทียบกับไตรมาสก่อนที่มีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 25 ล้านบาท และช่วงเดียวกันของปีก่อนที่มีขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 283 ล้านบาท

## RATCH

ประมาณการผลการดำเนินงาน 1Q/45 CNS คาดว่า RATCH จะมีกำไรจากการดำเนินงานสุทธิจกปกติ 432 ล้านบาท (ไม่รวมเงินชดเชยจากกฟผ.) ลดลง 55% YoY สาเหตุหลักมาจากอัตราค่าความพร้อมจ่ายต่อหน่วยที่ต่ำกว่าปีก่อนเนื่องจากปีก่อนโรงไฟฟ้าพลังความร้อนได้มีการหยุดเดินเครื่อง 85 วัน เพื่อทำ Warranty Inspection ในขณะที่ปี 2545 โรงไฟฟ้าพลังความร้อนไม่มีการหยุดเดินเครื่องเลย ดังนั้นอัตราค่าความพร้อมจ่ายต่อหน่วยในปี 2545 จึงต่ำกว่าปีก่อน ตามจำนวนชั่วโมงที่เพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลให้รายได้ค่าความพร้อมจ่ายลดลง 26% YoY เหลือ 1,333 ล้านบาท ส่วนรายได้ค่าพลังงานไฟฟ้าที่คาดว่าจะลดลง 21% YoY เหลือ 2,206 ล้านบาท ตามการลดลงของปริมาณกระแสไฟฟ้าที่จ่ายให้กฟผ. จากผลกระทบของการหยุดเดินเครื่องโรงไฟฟ้าพลังความร้อนเครื่องที่ 1 เป็น เวลา 47 วัน เพื่อเปลี่ยนท่อ Superheat ที่แตก การลดลงของรายได้ค่าพลังงานไฟฟ้าไม่มีผลกระทบต่อกำไรของ RATCH เนื่องจากรายได้ดังกล่าวที่ครอบคลุมค่าใช้จ่ายผันแปรโดยเฉพาะเชื้อเพลิงจะถูกส่งผ่านไปให้กฟผ. หากรายได้ดังกล่าวลดลงค่าใช้จ่ายผันแปรก็จะลดลงด้วย อย่างไรก็ตามเมื่อรายได้อื่นบริษัทจะได้รับเงินชดเชยจากกฟผ. กรณีโอนโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วมลำปางเป็นจำนวนเงิน 265 ล้านบาท คาดว่า RATCH จะรายงานผลกำไรสุทธิ 697 ล้านบาท ใน 1Q/45

## ธุรกิจบริการเติมน้ำมันเชื้อเพลิง : BAFS

การดำเนินธุรกิจของ BAFS มีความเสี่ยงต่ำ เนื่องจากผูกขาดการให้บริการเติมน้ำมันเชื้อเพลิงที่ท่าอากาศยานดอนเมืองอย่างครบวงจร ดังนั้นการขยายตัวของผลการดำเนินงานจะมาจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณน้ำมันที่ให้บริการ โดย 1Q/45 คาดว่าปริมาณน้ำมันที่ให้บริการจะเพิ่มขึ้นเป็น 898 ล้านลิตร เทียบกับไตรมาสก่อนที่ 872 ล้านลิตร และช่วงเดียวกันของปีก่อนที่ 858 ล้านลิตร จากจำนวนเที่ยวบินที่เพิ่มขึ้น และอัตราค่าบริการเติมน้ำมันที่จูงใจให้สายการบินต่าง ๆ มาใช้บริการ (US Cent 2.13 ต่อ US Gallon เป็นระดับที่แข่งขันได้เมื่อเทียบกับท่าอากาศยานอื่นในภูมิภาค) ซึ่งคาดว่าจะส่งผลให้ BAFS มีกำไรสุทธิ 76 ล้านบาท ใน 1Q/45