



กระแสหลักทรัพย์

● Utilities : ยั้งคงระมัดระวัง

ยั้งคงระมัดระวัง

แม้ว่าภาพรวมการเมืองไทยอาจจะดีขึ้นและมีความมั่นใจมากขึ้นในการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ แต่เรายังคงมีแนวทางที่ระมัดระวังต่อภาคสาธารณูปโภคของไทย ภาคธุรกิจยังคงประสบกับการปรับการประมาณการในระยะยาว และต้นทุนก๊าซที่ลดลง และอัตราค่าไฟที่เพิ่มขึ้นภายในธุรกิจการผลิตไฟฟ้าร่วมของ SPP ถือเป็นปัจจัยเชิงบวกเพียงประการเดียวสำหรับภาคส่วน ณ จุดนี้ BGRIM ยังคงเป็นหุ้นที่เราแนะนำ โดยมีสาเหตุหลักมาจากการที่บริษัทมีความเสี่ยงอย่างมากในธุรกิจผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็กประเภทโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วมในนิคมอุตสาหกรรม (SPP cogeneration business) ทั้งนี้ เราปรับลดคำแนะนำสำหรับ EGCO เป็น “ถือ” (จาก “ซื้อ”) โดยมูลค่าที่เหมาะสมเท่ากับ 148.00 บาท เนื่องจากมีศักยภาพในการเติบโตที่จำกัดมากกว่า และมีผลตอบแทนที่ต่ำกว่าในระยะยาว โดยลำดับความสำคัญของเราในกลุ่มนี้ ได้แก่ BGRIM, GPSC, EGCO, GULF และสุดท้าย RATCH

โอกาสในประเทศน้อยลง และผลดำเนินงานในต่างประเทศที่ย่ำแย่

แนวโน้มการเติบโตในประเทศที่มีความเสี่ยงต่ำและให้ผลตอบแทนสูงซึ่งมีความท้าทายมากขึ้นเรื่อยๆ ส่งผลให้ระบบสาธารณูปโภคของไทยเปลี่ยนไปสู่โอกาสในต่างประเทศ แม้ว่าจะมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นก็ตาม ประเทศไทยคาดว่าจะต้องต่อสู้กับแหล่งจ่ายไฟส่วนเกินจนถึงปี 2030F เป็นอย่างน้อย และการจัดสรรกำลังการผลิตใหม่ภายในแผนพัฒนากำลังไฟฟ้าในปัจจุบัน (PDP 2018 ฉบับที่ 1) ได้หมดลงไปมาก ในขณะที่เดียวกัน โอกาสในพื้นที่พลังงานหมุนเวียนก็เริ่มมีน้อยลง อันที่จริง รัฐบาลได้กำหนดส่วนสำคัญของกำลังการผลิตหมุนเวียนเพื่อให้บรรลุเป้าหมายปัจจุบัน เราคาดหวังการผลิตพลังงานหมุนเวียนอีกครั้ง (3.7GW) ในอีก 2-3 ปีข้างหน้า และหากมีโอกาสเกิดขึ้น เราไม่คาดหวังว่าสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) จะมีราคาที่ดีเหมือนเมื่อก่อน อย่างไรก็ตาม ประชาชนได้แสดงความกังวลเกี่ยวกับเงื่อนไขที่เป็นประโยชน์มากเกินไปต่อภาคเอกชนแล้ว นอกจากนี้ เรายังตั้งข้อสังเกตว่าประวัติการลงทุนในต่างประเทศของสาธารณูปโภคไทยยังไม่เป็นที่น่าพอใจ

การลดลงของต้นทุนก๊าซในระยะสั้นเป็นเพียงปัจจัยบวกที่เหลืออยู่

การที่ต้นทุนก๊าซที่ลดลงอย่างต่อเนื่องสำหรับธุรกิจ SPP cogeneration ดูเหมือนจะเป็นเพียงแสงสว่างเดียวสำหรับภาคสาธารณูปโภคของไทย เราประเมินต้นทุนก๊าซสำหรับการผลิตไฟฟ้าพลังความร้อนร่วมของ SPP จะลดลงเหลือ 394 บาท/ล้านปีที่อยู่ 2H23F และเพิ่มขึ้นเป็น 410 บาท/ล้านปีที่อยู่ 2024F จากนั้นจึงลดลงเหลือ 408 บาท/ล้านปีที่อยู่ 2025F เทียบกับ 443 บาท/ล้านปีที่อยู่ ที่พบในครึ่งปีแรกของปี 2023 สาเหตุหลักที่อยู่เบื้องหลังการลดลงที่คาดการณ์ไว้ก็คือ ผลผลิตก๊าซในประเทศที่เพิ่มขึ้น (แหล่งก๊าซเอราวัณ กำลังเพิ่มการผลิต) และความจำเป็นในการนำเข้าจากราคา LNG ที่มีราคาแพงกว่า ซึ่งการประมาณการรวมถึงราคา LNG ของเรา (JKM) ที่ 14.0 เหรียญสหรัฐฯ/ล้านปีที่อยู่ 2H23 ตามด้วย 23.9 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ล้านปีที่อยู่ 2024F และ 19.5 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ล้านปีที่อยู่ 2025F เทียบกับ 14.8 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ล้านปีที่อยู่ ที่บันทึกไว้ใน 1H23 ทั้งนี้ เรายังมองว่า BGRIM เป็นบริษัทที่มีข้อได้เปรียบมากที่สุดในการขยายอัตราค่าไฟจากต้นทุนก๊าซที่ลดลง

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : tiscoresearch@tisco.co.th

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ยอมรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

29 สิงหาคม 2566

กระแสหลักทรัพย์

ผลประกอบการและการปรับลดมูลค่าที่เหมาะสม

เราได้ปรับลดประมาณการผลประกอบการรวมสำหรับภาคธุรกิจนี้ลง 13% สำหรับปี 2023F, 7% สำหรับปี 2024F และ 6% สำหรับปี 2025F ซึ่งการปรับปรุงเหล่านี้คำนึงถึงผลประกอบการที่รายงานใน 2H23 (รวมองค์ประกอบที่ไม่ใช่ธุรกิจหลัก) ตลอดจนการประมาณการที่อัปเดตสำหรับอัตราค่าไฟฟ้า ค่าก๊าซ และต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม มูลค่าที่เหมาะสมตาม DCF ของเราลดลง 5-27% และเราได้เปลี่ยนเป้าหมายสิ้นปีไปเป็นกลางปี 2024 และเพิ่มการประมาณการ WACC ของเราเป็น 5.5% (เพิ่มขึ้นจาก 5.0%) ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากการขยายธุรกิจในด้านต่างประเทศมากขึ้น รูปที่ 5 สรุปคำแนะนำ มูลค่าที่เหมาะสม และการคาดการณ์ผลประกอบการ ซึ่งความเสี่ยงหลักคือ การเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจมหภาค ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนสูงขึ้น และค่าเงินบาทอ่อนค่าลง และต้นทุนก๊าซที่สูงกว่าคาดจากความล่าช้าในการผลิตก๊าซในประเทศเนื่องจากความต้องการจัดหา LNG ที่มีราคาแพงกว่า ■

Figure 1. Thailand now has enough power supply for at least until 2030

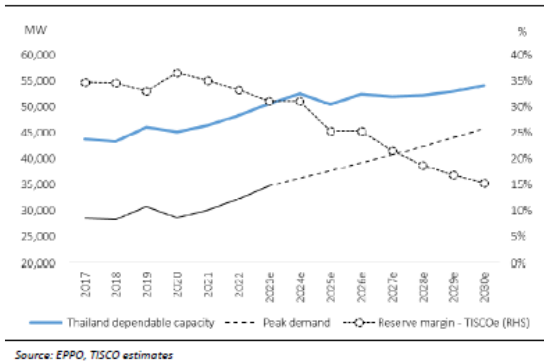
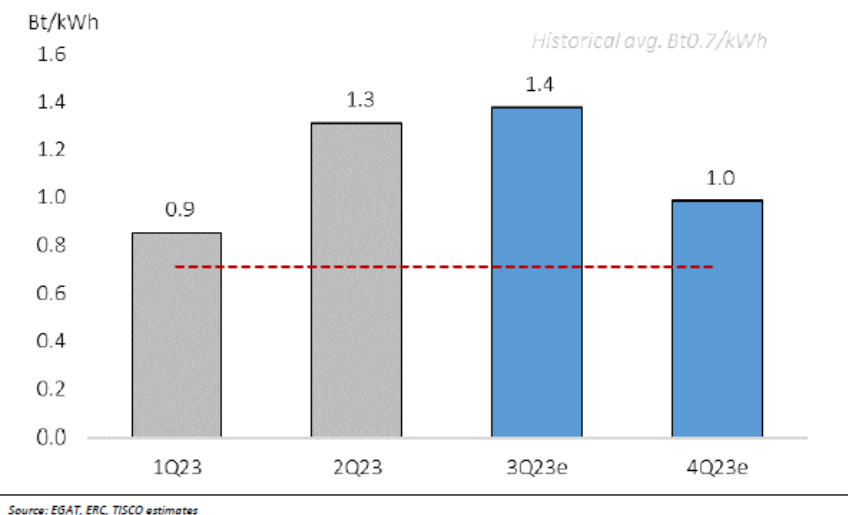


Figure 2. The government already awarded most of the renewable capacities in the recent bidding round, and we now expect bidding for only an additional 3.7GW of renewable capacities over the next 2-3 years

MW	PDP 2018 Rev.1 (awarded)	Additional to PDP2018 Rev.1 (pending)
Solar	2,368	2,632
Solar + ESS	1,000	n/a
Wind	1,500	1,000
Biogas	335	7
Industrial waste	100	30
Total	5,303	3,669

Source: ERC, GPSC, TISCO Research

Figure 3. Margin expansion (as gas costs decline) at the SPP cogeneration business in 2H23e remains the only positive for the sector



รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน **“Company Report”** (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight
E-mail : tiscoresearch@tisco.co.th

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้แจงหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใดที่สโกไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว



กระแสหลักทรัพย์

Figure 4. Key earnings assumptions

	2023e			2024e			2025e		
	New	Old	%chg.	New	Old	%chg.	New	Old	%chg.
Power tariff (Bt/KWh)	4.82	4.70	3%	4.19	4.29	-2%	4.18	3.88	8%
Gas cost - SPP cogeneration (Bt/mmbtu)	419	409	2%	410	413	-1%	408	360	13%
Spot LNG - JKM (USD/mmbtu)	14.4	24.7	-42%	23.9	35.0	-32%	19.5	30.0	-35%
Newcastle coal price (USD/t)	172	205	-16%	130	163	-20%	108	118	-8%

Source: TISCO estimates

Figure 5. Summary of recommendations, target prices, and earnings forecasts

	Recommendation		Target price (Bt / share)			2023e			2024e			2025e		
	New	Old	New	Old	%chg.	New	Old	%chg.	New	Old	%chg.	New	Old	%chg.
BGRIM	BUY	BUY	42	47	-11%	2,478	2,754	-10%	2,607	2,768	-6%	2,494	2,584	-3%
EGCO	HOLD	BUY	148	202	-27%	8,997	12,507	-28%	10,773	12,419	-13%	12,772	14,046	-9%
GPSC	HOLD	HOLD	61	74	-18%	4,423	5,323	-17%	5,297	6,266	-15%	5,444	6,641	-18%
GULF	HOLD	HOLD	45	48	-6%	14,744	15,584	-5%	21,124	21,808	-3%	23,019	23,943	-4%
RATCH	HOLD	HOLD	36	38	-5%	7,499	7,805	-4%	8,271	8,277	0%	9,982	9,994	0%
Total						38,141	43,973	-13%	48,072	51,538	-7%	53,711	57,208	-6%

Source: TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : tiscoresearch@tisco.co.th

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด
 ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้
 เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

29 สิงหาคม 2566