

# กรุงเทพธุรกิจ

หน้าแรก ข่าวทั่วไป การเมือง เศรษฐกิจ-ธุรกิจ การเงิน-การลงทุน sustainability อสังหาริมทรัพย์ ยานยนต์ เทคโนโลยี ต่างประเทศ สุขภาพ-คุณภาพชีวิต โฟล์กไดล์

Data Analysis

## วิเคราะห์หุ้นรายตัว : บล.กรุงศรี GUNKUL มี Sentiment ลบจาก Regulatory risk

🕒 17 ม.ค. 2025 เวลา 15:45 น.



เรามอง **Negative** เจิง **Sentiment** ต่อมติเสนอความเห็นปรับลดราคาซื้อขายไฟฟ้า ภายใต้ระบบ **Adder** และ **FiT** ของกลุ่มผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็ก (**SPP**) และขนาดเล็กมาก (**VSPP**) จากโครงการพลังงานหมุนเวียนที่ **COD** แล้ว

โดยมองความเป็นไปได้ของนโยบายดังกล่าวไม่สูงนัก เนื่องจากโครงการที่ COD แล้วมีการผูกพันกับสัญญา PPA และอาจเกิดการฟ้องร้องหากมีการบังคับใช้ แต่ถือเป็นการเพิ่ม **Overhang** จาก **Regulatory risk** ที่อาจกดดันราคาหุ้นในระยะสั้น-กลาง หาก **Worst case** มีการปรับลดจริงจะกระทบกำไร 25-26F -37% และ -33% ตามลำดับ แต่กระทบ TP25F เพียงเล็กน้อยจาก **Valuation** กลุ่มโรงไฟฟ้าที่เป็น DCF-based คงคำแนะนำ **Buy** และ TP25F ที่ 3.85 บาท/หุ้น โดยยังไม่รวม **Upside** จากโครงการพลังงานหมุนเวียนเฟส 2 ที่อยู่ระหว่างชะลอเซ็น PPA

#### ประเด็น

วานนี้สำนักงานคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) มีมตินำเสนอทางเลือกให้ปรับลดราคาซื้อขายไฟฟ้าจากโครงการพลังงานหมุนเวียนที่ COD ไปแล้วของผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (SPP) และกลุ่มผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็กมาก (VSPP) ภายใต้ระบบ **Adder** และ **FiT** ให้ตรงกับอัตราค่าไฟฟ้าที่ใช้ในการประมูลพลังงานหมุนเวียนรอบล่าสุด หากอิงจากความเห็นดังกล่าวจะเป็นการลดค่าไฟรับซื้อในกลุ่ม

- i) Solar Adder จาก 3.7 บาทต่อ kWh ลงมาเหลือ 2.2 บาทต่อ kWh
- ii) Wind Adder จาก 6.5 บาทต่อ kWh ลงมาเหลือ 3.1 บาทต่อ kWh
- ii) Solar FiT จาก 5.6 บาทต่อ kWh ลงมาเหลือ 2.2 บาทต่อ kWh

#### ความเห็นและคำแนะนำ

- เรามีมุมมอง **Negative** เชิง **Sentiment** ต่อความเห็นดังกล่าวจากกกพ. โดยเบื้องต้นมองความเป็นไปได้ของนโยบายดังกล่าวไม่สูงนัก เนื่องจากโครงการทั้งหมดติดสัญญา PPA และผ่านการ COD ไปแล้ว จึงอาจมีการฟ้องร้องเกิดขึ้นในกรณีที่มีการบังคับใช้นโยบายดังกล่าว อย่างไรก็ตามก็ถือเป็นการเพิ่ม **Overhang** จาก **Regulatory risk** ที่อาจกดดันราคาหุ้นในระยะสั้น-กลาง

- หากประเมินบน **Worst case** ที่มีการปรับลดค่าไฟรับซื้อลงจริงจะเป็น **Downside** ต่อกำไร 25-26F ที่ 37% และ 33% ตามลำดับ จาก **Capacity** ปัจจุบันของ GUNKUL ที่เป็น i) Solar Adder 42 MW ii) Wind Adder 85 MW iii) Solar FiT 100 MW

- แต่มีผลให้ TP25F ลดลงเพียงเล็กน้อยที่ 3.45 บาทต่อหุ้น เนื่องจาก **Valuation** กลุ่มโรงไฟฟ้าเป็น DCF-based ซึ่งเหลือเพียงโรงไฟฟ้าพลังงานลมที่จะหมด Adder ในปี 26F และมูลค่าปัจจุบันของ GUNKUL ราว 24% มาจากโครงการใหม่ที่จะทยอย COD ในปี 26-30F ซึ่งไม่ได้รับผลกระทบ

- คงคำแนะนำ **Buy** และราคาเป้าหมายเดิม (TP25F) ที่ 3.85 บาท อิง SOTP แบ่งเป็น i) ธุรกิจปัจจุบัน (โรงไฟฟ้า COD มูลค่า 1.95 บาท ii) ธุรกิจ EPC & Trading มูลค่า 1.00 บาท iii) โรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนใหม่ มูลค่า 0.90 บาท โดยประมาณการและราคาเป้าหมายปัจจุบันยังไม่รวม **Upside** จากผลการคัดเลือกพลังงานหมุนเวียนเฟส 2 ที่อยู่ระหว่างชะลอการเซ็น PPA

## Forecasts & Valuation

| Year to 31 Dec          | 2023A | 2024F | 2025F  | 2026F  |
|-------------------------|-------|-------|--------|--------|
| Revenue (THBmn)         | 7,737 | 8,931 | 10,225 | 11,717 |
| Revenue growth (%)      | (19)  | 15.4  | 14.5   | 14.6   |
| EBITDA (THBmn)          | 3,352 | 3,473 | 3,637  | 4,253  |
| EBITDA growth (%)       | (39)  | 3.6   | 4.7    | 16.9   |
| Profit, norm (THBmn)    | 1,576 | 1,618 | 1,779  | 2,379  |
| Profit growth, norm (%) | 36.5  | 2.7   | 9.9    | 33.7   |
| Profit, net (THBmn)     | 1,475 | 1,618 | 1,779  | 2,379  |
| Profit growth, net (%)  | (51)  | 9.7   | 9.9    | 33.7   |
| EPS, norm (THB)         | 0.2   | 0.2   | 0.2    | 0.3    |
| EPS growth, norm (%)    | (51)  | 9.7   | 9.9    | 33.7   |
| DPS (THB)               | 0.1   | 0.1   | 0.1    | 0.1    |
| P/E, core (x)           | 13.4  | 12.2  | 11.1   | 8.3    |
| P/BV, core (x)          | 1.4   | 1.3   | 1.3    | 1.2    |
| ROE (%)                 | 10.5  | 11.3  | 11.9   | 15.0   |
| Dividend yield (%)      | 2.7   | 4.5   | 5.0    | 6.6    |
| FCF yield (%)           | 2.4   | 6.7   | 2.9    | 2.2    |

Source: Company data, KSS estimates

Fig. 1: Worst case scenario assumption

|                                  | Old        | New | MW    |
|----------------------------------|------------|-----|-------|
| Solar Adder (Expired)            | 3.7        | 2.2 | 42.3  |
| Wind Adder                       | 6.5        | 3.1 | 85.0  |
| FIT Solar                        | 5.66       | 2.2 | 100.4 |
| <b>Total 25F Earnings Impact</b> | <b>663</b> |     |       |
| Implied downside                 | -37%       |     |       |
| <b>Total 26F Earnings Impact</b> | <b>791</b> |     |       |
| Implied downside                 | -33%       |     |       |

Source: Company, KSS

Fig. 2: Projects

|                                      | Current Projects               | Holding % | Equity MW | PRA MW | Status             | Scheme             | COD                | Location           |
|--------------------------------------|--------------------------------|-----------|-----------|--------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 1                                    | GCPG (Solar Farm)              | 5%        | 15.0      | 30.9   | OOD                | Adde 0.00 Baht     | 2018-2019          | PS,PCANY           |
| 2                                    | GPD (Solar Farm)               | 40%       | 10.4      | 26.0   | OOD                | Adde 0.00 Baht     | 2019-2020          | NKS,CN             |
| 3                                    | NK (Solar Farm)                | 100%      | 10        | 10     | OOD                | Adde 0.00 Baht     | 4Q/8               | KB                 |
| 4                                    | Solar Entities (Solar Rooftop) | 5%        | 2.8       | 5.5    | OOD                | FIT 6.45 Baht      | 2019-2020          | BKK,GR,RY          |
| 5                                    | IAE (RNS) (Solar Farm)         | 100%      | 87.0      | 87.0   | OOD                | FIT 5.66 Baht      | 4Q/8               | Thailand           |
| 6                                    | BM P.D. (Solar Farm)           | 100%      | 8.0       | 8.0    | OOD                | FIT 5.66 Baht      | 2Q/6               | Graksee            |
| 7                                    | WED (Wind Energy)              | 80%       | 30.0      | 60.0   | OOD                | Adde 0.00 Baht     | 1Q/2018            | Nakorn Ratchasima  |
| 8                                    | ECO (Solar Farm)               | 5%        | 2.6       | 5.0    | OOD                | FIT 5.66 Baht      | 4Q/8               | Gamut Sakon Nakhon |
| 9                                    | GNP (Wind Energy)              | 50%       | 30.0      | 60.0   | OOD                | Adde 0.00 Baht     | 1Q/8               | Nakorn Ratchasima  |
| 10                                   | KWE (Wind Energy)              | 50%       | 25.0      | 50.0   | OOD                | Adde 0.00 Baht     | 2Q/8               | Nakorn Ratchasima  |
| 11                                   | Sendaikura (Solar Farm)        | 100%      | 31.8      | 31.8   | OOD                | FIT 36 Yen         | 4Q/8               | Miyaki, Japan      |
| 12                                   | GK Kimita (Solar Farm)         | 100%      | 33.5      | 33.5   | OOD                | FIT 36 Yen         | 2Q/9               | Omiba, Japan       |
| 13                                   | BKAC & TN Viet (Solar Farm)    | 100%      | 60.0      | 60.0   | OOD                | FIT 5.0/0930       | 1Q/20              | Vietnam            |
| 14                                   | Phong Dien II (Solar Farm)     | 100%      | 50.0      | 50.0   | OOD                | FIT 5.0/07         | 4Q/20              | Vietnam            |
| 15                                   | Tan Chau (Solar Farm)          | 100%      | 50.0      | 50.0   | OOD                | FIT 5.0/07         | 4Q/20              | Vietnam            |
| 16                                   | Kenyer Gunkul (Solar Farm)     | 70%       | 210       | 36.0   | OOD                | 0.38 Ringgit       | 4Q/20              | Malaysia           |
| 17                                   | Private PPA (Solar Rooftop)    | 100%      | 47.7      | 47.7   | OOD                | n.a.               | n.a.               | Thailand           |
| Total Current Project                |                                |           | 596       | 636    |                    |                    |                    |                    |
|                                      | Under Construction/Development | Holding % | Equity MW | PRA MW | Status             | Purchase Type      | SCOD               | Location           |
| 1                                    | Private PPA - (Solar Rooftop)  | 100%      | 15.3      | 15.3   | Under construction | n.a.               | n.a.               | Thailand           |
| 2                                    | New Solar farm                 | 100%      | 560.0     | 560.0  | Under development  | FIT 2.91-2.67 Baht | 2025F, 2026F-2030F | Thailand           |
| 3                                    | New Solar farm +BESS           | 100%      | 83.6      | 83.6   | Under development  | FIT 2.65-3.33 Baht | 2025F-2030F        | Thailand           |
| 4                                    | New Wind farm                  | 100%      | 60.0      | 60.0   | Under development  | FIT 3.10 Baht      | 2025F-2030F        | Thailand           |
| Total Under Construction/Development |                                |           | 658       | 658    |                    |                    |                    |                    |
| Total Project                        |                                |           | 1,254     | 1,294  |                    |                    |                    |                    |

Source: Company, KSS

Fig. 3: New Projects from renewable phase 2

| Wind projects                  | Owner  | SCOD | MW         |
|--------------------------------|--------|------|------------|
| Wind Development 1             | GUNKUL | 2028 | 41.6       |
| Wind Development 8             | GUNKUL | 2029 | 90         |
| Wind Development 6             | GUNKUL | 2030 | 90         |
| Wind Development 3             | GUNKUL | 2030 | 62.4       |
| <b>Total Wind MW</b>           |        |      | <b>284</b> |
| <b>Solar &amp; Solar + ESS</b> |        |      |            |
| One Energy 5                   | GUNKUL | 2027 | 7.8        |
| One Energy 5                   | GUNKUL | 2028 | 7.8        |
| One energy 9                   | GUNKUL | 2027 | 19.4       |
| <b>Total Solar MW</b>          |        |      | <b>35</b>  |
| <b>Total MW</b>                |        |      | <b>319</b> |

Source: Company, KSS