

กลุ่มโรงไฟฟ้า บล.กลีกรไทยปรับลดมุมมอง “เป็นกลาง”



กลุ่มโรงไฟฟ้า

บล.กลีกรไทยปรับลดมุมมอง “เป็นกลาง”

โรงไฟฟ้าพลังงานเชื้อเพลิง

BGRIM	ซื้อ	29.00
BPP	ซื้อ	14.60
EGCO	ซื้อ	125
GPSC	ซื้อ	51.50
GULF	ถือ	64.50
RATCH	ซื้อ	34.00

โรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน

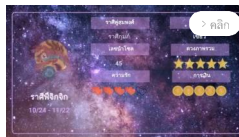
BCPG	ซื้อ	7.60
CKP	ซื้อ	4.60
EA	ถือ	3.80
GUNKUL	ซื้อ	3.10
SPCG	ถือ	11.60
SSP	ซื้อ	8.70

ที่มา - บล.กลีกรไทย

หมายเหตุ - ราคาเหมาะสม (บาท)

www.thunhoon.com

ทุกความจริงตลาดทุน



หุ้นโรงไฟฟ้า #thunhoon - บัณฑิตเศรษฐีไทย บล.กลีกรไทย

เตรียมทบทวนค่า Adder และ FIT

กกพ. เสนอให้ลดค่าไฟฟ้าลงเหลือ 3.98 บาท/kWh จาก 4.15 บาท/kWh จากการทบทวนค่าใช้จ่ายของระบบ Adder และ FIT

การทบทวนค่า Adder และ FIT อาจประสบปัญหาจาก PPA ที่มีในปัจจุบัน การเลื่อนการชำระภาระคงค้างแก่ กกพ. ออกไปดูเหมือนจะเป็นทางเลือกที่เป็นไปได้มากกว่า

ลดมุมมองหุ้นกลุ่มโรงไฟฟ้าเป็นกลาง ปัจจัยเสี่ยงด้านกฎระเบียบต่อการลดค่าไฟฟ้าทำให้เกิดความท้าทายเป็นอย่างมากต่อกลุ่มฯ

Investment Topics

กกพ. เรียกร้องให้ทบทวนค่า Adder และ FIT สำนักงานคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) เสนอให้ลดค่าไฟฟ้าลงโดยทบทวนค่าใช้จ่ายด้านนโยบายที่เกี่ยวข้องกับระบบ Adder และ Feed-in Tariff (FIT) ในการแสวงหาของ กกพ. การปรับครั้งนี้จะส่งผลให้ค่าไฟฟ้าลดลงได้ทันทีที่ 0.17 บาท/kWh ซึ่งทำให้ค่าไฟฟ้าลดลงเหลืออยู่ที่ 3.98 บาท/kWh จากระดับปัจจุบันที่ 4.15 บาท/kWh

สัดส่วนของค่าไฟฟ้าระดับปัจจุบันที่ 4.15 บาท/kWh สำหรับค่าไฟฟ้าระดับปัจจุบัน (เดือนม.ค.-ม.ย.2568) ที่ 4.15 บาท/kWh แบ่งเป็นจากค่าใช้จ่ายของระบบ Adder และ FIT (1.1 หมั่นลบ.) ที่ 0.17 บาท/kWh, จากการชำระคืนภาระคงค้างให้กับไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) ที่ 0.20 บาท/kWh และที่เหลืออีก 3.78 บาท/kWh มาจากต้นทุนเชื้อเพลิง, สายส่งไฟฟ้าและระบบจัดจำหน่าย

ค่าประสมความท้าทายในการใช้วิธีนี้ เรามองว่าการทบทวนค่า Adder และ FIT มีความท้าทาย หากจะต้องเริ่มใช้ในเร็วนี้ โดยผู้ผลิตไฟฟ้าที่มีสัญญา PPA ฉบับปัจจุบันภายใต้ระบบAdder และ FIT ใช้อัตราค่าไฟฟ้าที่ค่อนข้างต่ำสำหรับการคำนวณความเป็นไปได้ของโครงการและผลตอบแทน การปรับค่าไฟฟ้าโดยไม่มีสาเหตุที่เหมาะสมอาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของโครงการเป็นอย่างมาก และอาจนำไปสู่ข้อพิพาททางกฎหมายได้ ทางเลือกที่เป็นไปได้ในระยะสั้นคือการเลื่อนการชำระคืนหนี้สินของ กฟผ. ออกไปก่อน (0.20 บาท/kWh สำหรับระบบค่าไฟฟ้าปัจจุบัน) ซึ่งเป็นวิธีเดิมที่เคยนำมาใช้เพื่อลดค่าไฟฟ้า

ผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อผู้ผลิตไฟฟ้า หากมีการหักค่า Adder ออกไปทั้งหมด ผู้ผลิตไฟฟ้าทั้งงานหมุนเวียนที่อิงได้ประโยชน์จากค่า Adder อาจมี downside ต่อกำไรในปี 2568 โดยค่าผลกระทบจะอยู่ที่ -162% สำหรับ EA, -29% สำหรับ GUNKUL, -2% สำหรับ BCPG และ -2% สำหรับ GULF นอกจากนี้หากมีการปรับค่าไฟฟ้าลดลงโดยไม่ได้ช่วยเหลือด้านราคาต้นทุนก๊าซ อาจกดดันอัตราค่าไฟฟ้าของโรงไฟฟ้า SPP ในส่วนของลูกค้าอุตสาหกรรม โดยคาดการณ์ในปี 2568 ของ BGRIM, GPSC และ GULF จะมีความเสี่ยงลดลงที่ 21%, -20% และ -2% ตามลำดับ อิงจากการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของเรา

Valuation and Recommendation

ลดค่าแนะนำเป็นกลาง กลุ่มโรงไฟฟ้าเผชิญปัจจัยเสี่ยงด้านกฎระเบียบและนโยบายจากแรงกดดันในการลดค่าไฟฟ้า หน้าที่มีส่วนโรงไฟฟ้า SPP และพลังงานหมุนเวียนไทยในระดับสูงคาดว่าจะยังเผชิญแรงกดดันในระยะสั้นระหว่างการความชัดเจนเรื่องการลดค่าไฟฟ้าไปสู่เป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ 3.70 บาท/kWh

Fig 1 Timeline for Adder expiration

		2022	2023	Timeline of Adder expiration					2028	2029
				2024	2025	2026	2027			
BCPG	MW with adder	40	32	53						9
	Adder (Bt/kWh)	Bt8	Bt8	Bt8						Bt3.5
EA	MW with adder	8	90	90	90	126				260
	Adder (Bt/kWh)	Bt8	Bt6.5	Bt6.5	Bt6.5	Bt3.5				Bt3.5
GUNKUL	MW with adder	8	5		30	34	26			
	Adder (Bt/kWh)	Bt8	Bt8		Bt3.5	Bt3.5	Bt3.5			
SPCG	MW with adder	15	76	72						
	Adder (Bt/kWh)	Bt8	Bt8	Bt8						
GULF	MW with adder				30	34	26			
	Adder (Bt/kWh)				Bt3.5	Bt3.5	Bt3.5			

Source: Company data, KS research

Fig 2 Potential earnings impact from removing Adder component

	2025	2026
Potential earnings impact from removing Adder		
EA	(3,383)	(2,750)
GUNKUL	(408)	(510)
BCPG	(28)	(42)
GULF	(408)	(510)
Current earnings assumption		
EA	2,093	1,212
GUNKUL	1,386	1,506
BCPG	1,130	1,522
GULF	20,817	22,902
Potential downside risk to earnings		
EA	-162%	-227%
GUNKUL	-29%	-34%
BCPG	-2%	-3%
GULF	-2%	-2%

Source: KS research

Fig 3 Scenario analysis on Bt3.70/kWh electricity tariff implementation

Power tariff					
(Bt/kWh)	Scenario1	Scenario2	Scenario3	Scenario4	Current assumption
Jan-Apr	4.15	4.15	4.15	4.15	4.18
May-Aug	3.48	3.70	3.99	3.99	4.18
Sep-Dec	3.48	3.70	3.70	3.70	4.18
Avg 2025	3.70	3.85	3.95	3.95	4.18
Pool gas price (Bt/MMBtu)	280	280	280	260	280

Source: KS research

Fig 4 Sensitivity analysis on electricity tariff adjustment

	GPSC	BGRIM	GULF
2025 core profit	5,659	2,681	20,415
%earnings impact			
Scenario 1: Power tariff Bt3.70/kWh	-41%	-43%	-5%
Scenario 2: Power tariff Bt3.85/kWh	-28%	-30%	-3%
Scenario 3: Power tariff Bt3.95/kWh	-20%	-21%	-2%
Scenario 4: Power tariff Bt3.95/kWh and pool price at Bt260/MMBtu	-11%	-9%	-1%
Our 2025 base assumption: power tariff Bt4.18/kWh (Ft = Bt0.40), pool gas price = Bt280/MMBtu			

Source: KS research

องค์ประกอบค่าไฟฟ้า ม.ค. – มิ.ย. ปี 2567 ตามรายได้โครงสร้างอัตราค่าไฟฟ้า

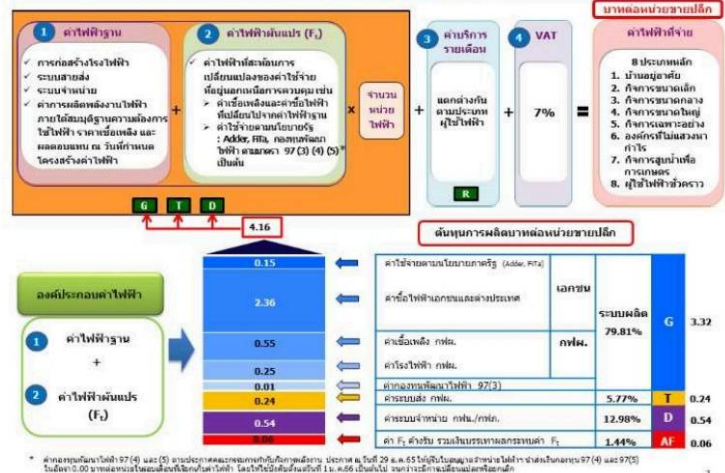


Fig 6 Peer comparison

Stock	Rating	Price (Rs)		Target price (Rs)	Upside (%)	P/E (x)		P/BV (x)		Net profit grth (%) ³	Div. yield (%)	ROE (%)			
		Jan 16, 2025	Feb 16, 2025			2024E	2025E	2024E	2025E			2024E	2025E		
Conventional power oriented															
BGRIM	OP	15.10	29.00	92.1	24.7	13.1	1.3	1.0	9.0	46.0	2.1	3.0	5.3	7.4	
BPF	OP	9.10	14.60	60.4	8.7	7.0	0.6	0.5	-28.5	4.8	6.9	8.2	7.5	7.6	
GGCO	OP	111.00	125.00	17.6	8.5	8.2	0.6	0.5	n.m.	-1.8	5.6	5.9	6.8	6.4	
SCOP	OP	31.75	51.50	62.2	28.1	15.8	1.0	0.8	3.9	47.7	1.9	3.1	3.6	5.2	
GULF	N	60.50	64.50	6.6	39.9	34.1	5.6	5.3	17.8	18.9	1.5	1.7	14.1	15.6	
RATCH	OP	28.00	34.00	21.4	9.4	8.3	0.6	0.6	34.3	5.2	6.7	7.1	7.0	7.1	
Simple Average (N % YoY change)															
						10.9	14.4	1.6	1.4	33.6	15.7	4.1	4.8	7.4	8.2
Renewable power oriented															
BCPG	OP	6.35	7.60	19.7	5.1	16.8	0.5	0.6	197.8	-65.6	4.3	3.9	10.7	3.5	
OP	OP	3.00	4.60	53.3	22.0	12.4	0.9	0.8	-19.2	66.1	2.7	2.7	4.3	6.9	
N	N	3.16	3.80	20.3	20.3	5.2	1.2	1.1	-40.9	-25.9	0.5	0.5	10.0	10.2	
GUNJAL	OP	2.04	3.10	52.0	14.0	13.1	1.4	1.2	-1.7	6.7	3.9	3.9	10.1	9.1	
SPCG	N	8.15	11.60	42.3	13.1	21.5	0.5	0.5	-62.8	-41.4	7.7	7.3	3.6	2.1	
SSP	OP	5.20	8.70	67.3	17.7	12.6	0.8	0.8	-20.6	-42.2	5.3	3.3	11.5	6.3	
Simple Average (N % YoY change)															
						11.2	14.5	1.2	1.1	40.6	7.0	4.0	4.2	8.1	7.0
Source - KSI Research															

Source: KS Research



 [Share](#)
 [Share](#)