

กลุ่มโรงไฟฟ้า

คาดการณ์ใน 2Q20 เติบโตแข็งแกร่งจากการทำ M&A และการนำเข้า LNG

ด้วยราคาหุ้นที่กลับมาฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในเดือน เม.ย. เราจึงแนะนำให้นักลงทุนเลือกหุ้นกลุ่มผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (SPP) แทนหุ้นกลุ่มผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ (IPP) เนื่องจากเราคาดว่า SPP จะได้รับประโยชน์จาก 1) ต้นทุนก๊าซที่ลดลง 2) ปริมาณความต้องการไฟฟ้าจากลูกค้าอุตสาหกรรม (IU) ที่ฟื้นตัวดีขึ้น และ 3) Upside จากการนำเข้า LNG คงค้างแนะนำ นักหักเท่ากับตลาด หุ้นเด่นของเราคือ RATCH และ GPSC

WHAT'S NEW

- **เปลี่ยนไปสนใจลงทุนในหุ้นกลุ่มผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (SPP) แทน** หลังจากที่ได้เข้าร่วมการประชุมผ่านทางโทรศัพท์ (conference call) หลังจากประกาศผลการดำเนินงานของผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าของไทยทั้ง 8 บริษัท เราเชื่อว่าในตอนนี้ตลาดชอบหุ้นกลุ่มผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (SPP) มากกว่าหุ้นกลุ่มผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ (IPP) สำหรับ sentiment ของ SPP ในระยะเวลาอันใกล้ดูเหมือนว่าจะดีขึ้นจากการคาดการณ์ของตลาดที่คาดว่า SPP จะได้รับประโยชน์จากต้นทุนก๊าซที่ถูกลง และปริมาณความต้องการไฟฟ้าจากลูกค้าอุตสาหกรรมที่ฟื้นตัวเร็วกว่าคาด หลังจากที่ประเทศออกจากมาตรการปิดเมือง (lockdown)
- **ต้นทุนก๊าซปรับตัวลดลง** ต้นทุนก๊าซน่าจะเริ่มปรับตัวลดลงใน 2Q20 ซึ่งมีแนวโน้มที่จะลดลงทั้ง yoy และ qoq จากการปรับโครงสร้างราคาซื้อขายกับ PTT ซึ่งเป็นผู้ขายก๊าซเพียงรายเดียวในประเทศไทย และราคาซื้อขายเคลื่อนไหวตามราคาน้ำมันย้อนหลัง 6-12 เดือน ต้นทุนก๊าซที่ลดลงน่าจะส่งผลทำให้ SPP มี sentiment ที่ดีขึ้นในระยะเวลาอันใกล้จากยอด margin ที่เพิ่มขึ้นจากการขายไฟฟ้าให้กับลูกค้าอุตสาหกรรม ซึ่งแตกต่างจาก IPP และในตอนนี้ กฟผ. กำลังรับภาระต้นทุนเชื้อเพลิงของ IPP จากการทำ channel check ของเราทำให้เราคาดว่าต้นทุนวัตถุดิบก๊าซของ SPP จะลดลงจาก 267 บาท/mmbtu ใน 1Q20 เป็น 265 บาทใน 2Q20 , 232 บาทใน 3Q20 และ 210 บาทใน 4Q20
- **ปริมาณความต้องการจากลูกค้าอุตสาหกรรมฟื้นตัวเร็วกว่าคาด** มาตรการปิดเมือง (lockdown) ทั่วประเทศ และสถานการณ์ภัยแล้งในตะวันออกของประเทศได้ส่งผลทำให้ปริมาณความต้องการไฟฟ้าจากลูกค้าอุตสาหกรรมลดลง 10-20% ตั้งแต่เดือนเม.ย. จนถึงต้นเดือนพ.ค. ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดไว้ อย่างไรก็ตาม จากการสอบถามกับทางกลุ่มผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (SPP) ทำให้ทราบว่าปริมาณความต้องการจากลูกค้าอุตสาหกรรมได้กลับมาฟื้นตัวเร็วกว่าที่คาดไว้ โดยเฉพาะกลุ่มชิ้นส่วนยานยนต์ ขณะที่ปริมาณการใช้ไฟฟ้าในกลุ่มปิโตรเคมียังคงแข็งแกร่งอยู่ที่ระดับใกล้เคียงกับ 1Q20 เราเชื่อว่าแนวโน้มนี้จะยังคงดำเนินต่อไปจนถึงช่วง 2H20 หลังจากยกเลิกข้อจำกัดภายใต้มาตรการปิดเมือง (lockdown) ทั้งหมดแล้ว
- **ผู้จัดหาก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG): โอกาสการลงทุนใหม่** ก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG) น่าจะได้รับความสนใจมากขึ้นในฐานะที่เป็นแหล่งอุปทานก๊าซในประเทศไทยจากปริมาณก๊าซธรรมชาติในประเทศไทยที่ลดลง PTT และ EGAT เป็นผู้นำเข้า LNG เพียง 2 รายในประเทศ และ PTT เป็นผู้นำเข้ารายใหญ่ที่สุด (ปัจจุบันมีการนำเข้าอยู่ที่ประมาณ 5 ล้านตันต่อปี) อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) น่าจะอนุมัติคำขอใบอนุญาตเป็นผู้จัดหาและคำสั่งก๊าซธรรมชาติ LNG (Shipper) จากบริษัท หินกองเพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด ซึ่งเป็นกิจการร่วมค้าระหว่างบริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GULF) และ บริษัท ราช กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (RATCH) เร็วๆ นี้ เพื่อนำเข้า LNG ประมาณ 1.4 ล้านตันต่อปีเพื่อเป็นอุปทานสำหรับโรงไฟฟ้าแห่งใหม่ขนาด 1,400 เมกะวัตต์ ในภาคตะวันตกของประเทศไทยซึ่งจะเริ่มดำเนินงานในปี 2024 GULF ได้รับการอนุมัติจาก กกพ. ให้นำเข้า LNG อยู่ที่ 0.33 ล้านตันต่อปีเพื่อนำไปใช้ในโรงงานผลิตไฟฟ้า SPP จำนวน 19 แห่ง และ BGRIM ได้รับใบอนุญาตเป็นผู้จัดหาก๊าซ LNG จากกกพ. เพื่อจัดหาให้กับโรงงาน SPP แห่งใหม่ 5 แห่ง ซึ่งสิ่งนี้จะช่วยเพิ่มขีดความสามารถที่สำคัญสำหรับกลุ่มโรงไฟฟ้าในระยะสั้นนี้ (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

PEER COMPARISON

Company	Ticker	Rec.	Last Price (Bt)	Target Price (Bt)	Upside Downside (%)	Market Cap (US\$m)	PE			EPS	PEG	P/B	Yield (%)	ROE (%)
							2019 (x)	2020F (x)	2021F (x)	CAGR 2019-21 (%)				
BCPG *	BCPG TB	BUY	16.90	22.00	30.2	1,056	18.7	16.0	14.7	12.9	1.0	2.1	4.0	13.1
Banpu Power*	BPP TB	BUY	17.00	21.00	23.5	1,621	17.5	12.0	9.7	34.5	0.3	1.3	4.1	10.5
Electricity Generating	EGCO TB	HOLD	268.00	302.00	12.7	4,409	10.8	16.6	11.7	(4.0)	(0.5)	1.3	2.8	7.9
Global Power Synergy*	GPSC TB	BUY	78.00	85.00	9.0	6,873	34.7	38.9	37.6	(4.0)	(3.6)	1.9	1.9	4.7
GULF Energy*	GULF TB	HOLD	38.50	30.0	(21.0)	12,833	17.9	17.6	13.4	15.8	8.5	2.1	1.8	9.5
Ratch Group	RATCH TB	BUY	65.50	78.00	19.1	2,968	15.9	12.9	12.2	14.3	0.5	1.5	3.8	12.0
WHA Utilities&Power	WHAUP TB	BUY	4.60	8.00	73.9	550	8.2	11.6	9.7	(7.8)	(0.4)	1.2	4.7	10.9
Sector						30,310	20.3	21.3	18.3			1.8	2.4	8.6

Source: UOB Kay Hian * Coverage on our retail platform

MARKET WEIGHT

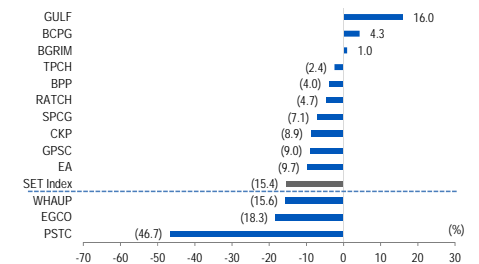
(Maintained)

STOCK PICKS

Company	R c	Share Price (Bt)	Target Price (Bt)
GPSC*	BUY	77.50	85.0
RATCH	BUY	65.75	78.0

* Coverage on our retail platform
Source: UOB Kay Hian,

YTD SHARE PRICE PERFORMANCE (%)



Source: UOB Kay Hian

ANALYST(S)

Arsit Pamaranont
+66 2 2659 8317
arsit@uobkayhian.com

Tanaporn Visaruthaphong
+66 2 2659 8305
tanaporn@uobkayhian.com

Siwakorn Mitsantisuk, CFA
+66 2 2659 8027
Siwakorn@uobkayhian.com

- **กิจกรรม M&A เกิดความล่าช้า** การเสร็จสิ้นการเข้าซื้อกิจการในต่างประเทศของกลุ่มโรงไฟฟ้าเกิดความล่าช้าจากการระบาดของไวรัส COVID-19 ซึ่งในตอนนี้อาจคิดว่าดีลการควบรวมนี้ น่าจะเสร็จสิ้นในช่วง 2H20 หลังจากสิ้นสุดมาตรการปิดประเทศ (lockdown) และน่าจะเป็นปัจจัยเชิงบวกที่สำคัญต่อราคาหุ้นในช่วง 2H20

ACTION

- **คงคองแนะนำ น้ำหนักเท่ากับตลาด** หุ้นในกลุ่มโรงไฟฟ้าของไทยน่าจะได้รับแรงหนุนจาก 1) เป็นกลุ่มที่มีความปลอดภัยสูง (defensive sector) 2) มีแนวโน้มกำไรที่เติบโตดีจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) 3) มี downside risk ต่อการจ่ายเงินปันผลที่จำกัด และ 4) มีการ upside จากกิจกรรม M&A ในต่างประเทศในช่วง 2H20 อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าราคาหุ้นได้สะท้อนแนวโน้มเชิงบวกของกลุ่มไปเกือบทั้งหมดแล้ว การเลือกซื้อหุ้นในกลุ่มโรงไฟฟ้าเป็นกลยุทธ์ที่สำคัญของเรา
- **หุ้นเด่นของเราคือ RATCH และ GPSC** เราชอบ RATCH เนื่องจากมีกำไรหลักที่แข็งแกร่งใน 2Q20 โดย upside จากการได้รับใบอนุญาตเป็นผู้จัดหาก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG) สำหรับ GPSC เราเชื่อว่าบริษัทจะได้รับประโยชน์จากต้นทุนก๊าซที่จะเริ่มถูกลงใน 2Q20 เรายังชอบ WHAUP เนื่องจากมีส่วนแบ่งกำไรที่แข็งแกร่งจากธุรกิจน้ำในช่วงสถานการณ์ภัยแล้งในประเทศไทย และมีอัตราเงินปันผลตอบแทนที่สูงที่สุดในกลุ่มโรงไฟฟ้าที่ 4.7%

ESSENTIALS

- **แนวโน้มแข็งแกร่งใน 2Q20** เราคาดว่ากลุ่มโรงไฟฟ้าจะรายงานกำไรหลักที่เติบโตแข็งแกร่งใน 2Q20 โดยได้รับแรงหนุนจาก 1) เป็นช่วง high-season สำหรับกลุ่มผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ (IPP) 2) ต้นทุนก๊าซที่ลดลงสำหรับกลุ่มผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (SPP) 3) ปริมาณความต้องการไฟฟ้าจากลูกค้าอุตสาหกรรมที่ฟื้นตัวเร็วกว่าคาด และ 4) ส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำ (hydro power) ในช่วงฤดูฝน
- **งบดุลแข็งแกร่ง** งบดุลของโรงไฟฟ้าส่วนใหญ่ค่อนข้างแข็งแกร่งใน 1Q20 โดยมีอัตราส่วน D/E ที่ต่ำกว่า 1.0 เท่า ซึ่งน่าจะส่งผลทำให้มีการจ่ายเงินปันผลที่สูงในช่วง 1H20 และมีโอกาสที่จะควบรวมกิจการ (M&A) ในช่วง 2H20
- **ผลกระทบจากมาตรฐานการบัญชีฉบับใหม่จำกัด** แม้ว่าผู้ประกอบการธุรกิจสาธารณูปโภค และธุรกิจพลังงานทุกแห่งจะนำมาตรฐานการรายงานทางการเงินฉบับใหม่ (IFRS 16) และ (IFRS 9) มาใช้สำหรับการรายงานทางการเงินตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค.20 แต่อย่างไรก็ตาม มาตรฐานการรายงานฉบับใหม่นี้ไม่ได้มีผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อการรายงานกำไรของโรงไฟฟ้าของไทย (น้อยกว่า 3% ของกำไรหลัก)

ASSUMPTION CHANGES

- เรายังคงประมาณการกำไรหลักของโรงไฟฟ้าทุกแห่งที่อยู่ในการวิเคราะห์ของเราที่ระดับเดิม

EARNINGS SENSITIVITY

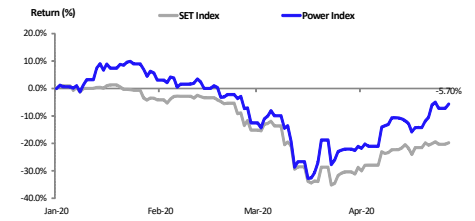
	% of industrial customers	Impact for every 1% U-rate cut	Impact for every Bt1/MMBTU gas cost down
BGRIM*	25%	0.7%	0.4%
GPSC**	52%	1.4%	0.5%
GULF**	21%	0.4%	0.4%

* Not in our coverage **Coverage under our retail platform
Source: UOB Kay Hian

SECTOR CATALYSTS

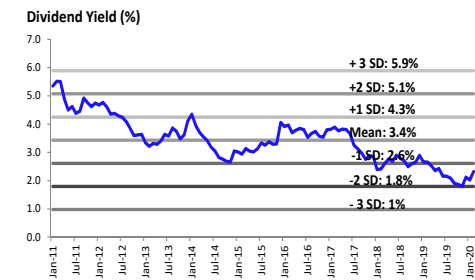
- ปริมาณความต้องการไฟฟ้าที่สูงขึ้นตามฤดูกาลในช่วง 2Q20

SECTOR RETURN VS SET



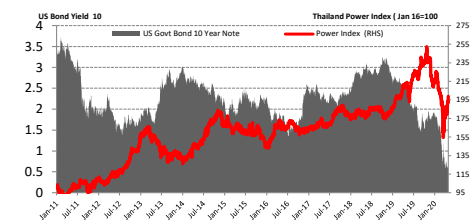
Source: UOB Kay Hian

SECTOR DIVIDEND YIELD



Source: UOB Kay Hian

10-YEAR US T-BOND VS POWER SECTOR INDEX



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในกรณีเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการนำเสนอข้อเห็นอกเห็นใจหรือการชักชวนหรือการขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน