

Global Energy Transition และธุรกิจผลิตไฟฟ้าในตลาดทุนไทย

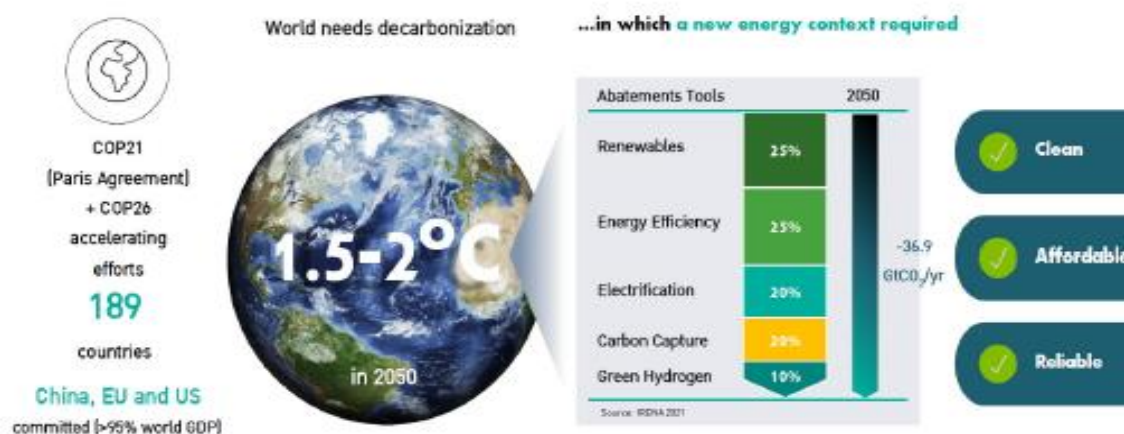
บทสรุปผู้บริหาร

- การประชุม COP26 มีวัตถุประสงค์เพื่อให้แต่ละประเทศเสนอเป้าหมายการลดก๊าซเรือนกระจกที่เข้มข้นมากขึ้นกว่าเดิม โดยมีเป้าหมายสูงสุดคือการบรรลุ Net Zero ทั่วโลกภายในปี 2050 ส่งผลให้ผู้ลงทุนบางส่วนเริ่มส่งสัญญาณความกังวลต่อการลงทุนในเชื้อเพลิงฟอสซิล รวมถึงการทบทวนการลงทุนในการผลิตปิโตรเลียมของบริษัทน้ำมันทั่วโลก และมีบริษัทผู้ผลิตน้ำมันและถ่านหินเพื่อใช้เป็นเชื้อเพลิงได้ปรับรูปแบบธุรกิจในแนวทาง Energy Transition รวมทั้งการเปลี่ยนผ่านของอุตสาหกรรมไฟฟ้าไปสู่การใช้พลังงานสะอาดที่ต้นทุนปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง
- ไฟฟ้าที่ผลิตได้จะถูกส่งต่อไปให้ผู้ใช้งานระบบสายส่ง โดยมีหน่วยงานกำกับดูแลทั้งด้านการผลิตการจำหน่าย รวมถึงการกำหนดราคาค่าไฟฟ้าและจัดทำแผนการลงทุนเพื่อเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศ การเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าอาจต้องใช้เวลาพอสมควร (ประมาณ 5-7 ปี) จึงได้มีการจัดทำแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศ โดยได้ตั้งเป้าให้มีการเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนไม่น้อยกว่า 50%
- การให้ใบอนุญาตเพิ่มขึ้นในกลุ่มโรงไฟฟ้าขนาดกลางและเล็กที่ใช้พลังงานหมุนเวียนทำให้โครงสร้างการแข่งขันเปลี่ยนไปจากที่มีผู้เล่นขนาดใหญ่ที่ใช้พลังงานจากก๊าซและถ่านหินเป็นหลัก เป็นการมีผู้เล่นจำนวนเพิ่มมากขึ้นกว่าเดิม โดยมีหลายบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (บจ.) เข้ามามีส่วนร่วม ซึ่งแต่ละ บจ. นั้นอาจเน้นการผลิตไฟฟ้าด้วยชนิดพลังงานหมุนเวียนที่แตกต่างกัน อีกทั้งยังได้มีการขยายการลงทุนไปในต่างประเทศ
- จากการวิเคราะห์ข้อมูลด้านความยั่งยืนใน Sustainability Report และข้อมูลอื่นๆ พบว่าหลาย บจ. ได้ปรับตัวให้สอดคล้องกับแผนยุทธศาสตร์ด้าน Climate Change และ Energy Transition ของโลกและไทย โดยเฉพาะในกลุ่มพลังงาน ได้เข้าสู่ช่วงเปลี่ยนผ่านไปสู่การผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานทดแทนมากยิ่งขึ้น แต่อาจแตกต่างกันไปตามกลยุทธ์การดำเนินงานของบริษัท โอกาสทางธุรกิจและแหล่งทรัพยากรที่บริษัทเข้าถึงได้ และมีแนวโน้มการเติบโตแบบ inorganic growth โดยเฉพาะใน บจ. ที่มีสถานะทางการเงินที่เข้มแข็ง เช่น สภาพคล่องดี เงินลงทุนสูง มีหนี้ต่ำจะช่วยให้เพิ่มโอกาสให้เข้าไปลงทุนในโครงการใหม่ๆ ได้สะดวกขึ้น ซึ่งอาจสังเกตได้จากสัดส่วนมูลค่าการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรต่อรายได้ และมูลค่าการควมรวม/ลงทุนในกิจการของทั้งโรงไฟฟ้าแบบดั้งเดิมและแบบพลังงานหมุนเวียน ทั้งนี้การลงทุนดังกล่าวช่วยส่งเสริมการเติบโตในระยะยาว แต่ก็อาจส่งผลต่อการทยอยบันทึกค่าเสื่อมราคาของการลงทุนและกำไรสุทธิในระยะหนึ่ง
- การลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานฟอสซิลอาจมีข้อพิจารณาเพิ่มเติมตามทิศทาง Global Energy Transition ไปสู่พลังงานหมุนเวียน เนื่องจากอาจต้องเผชิญความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายรวมถึงกฎเกณฑ์ด้านสิ่งแวดล้อมและการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่เข้มข้นขึ้น และตลาดก็อาจให้การตอบรับที่ดีในแง่การเติบโตและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีแผนการเปลี่ยนถ่ายไปยัง renewable energy อย่างชัดเจน อย่างไรก็ตาม บจ. ที่เน้นธุรกิจโรงไฟฟ้าจากฟอสซิลซึ่งมักเป็นผู้เล่นรายใหญ่ที่ดำเนินกิจการมานาน ก็มีความน่าสนใจจากการจ่ายปันผลในอัตราที่สูงเช่นกัน

Global Energy Transition เป็นกระแสที่ผู้ผลิตพลังงานและผู้ลงทุนให้ความสำคัญ

การประชุม COP26 มีวัตถุประสงค์เพื่อให้แต่ละประเทศเสนอเป้าหมายการลดก๊าซเรือนกระจกที่เข้มข้นมากขึ้นกว่าเดิม โดยมีเป้าหมายสูงสุดคือการบรรลุ Net Zero ทั่วโลกภายในปี 2050 โดยเป้าหมาย Net Zero ดังกล่าวจำเป็นอย่างยิ่งสำหรับการควบคุมอุณหภูมิโลกไม่ให้สูงขึ้นเกิน 1.5 องศาเซลเซียส เทียบกับก่อนยุคปฏิวัติอุตสาหกรรม (ภาพที่ 1) ทั้งนี้หากจะบรรลุเป้าหมายแต่ละภาคส่วนต้องนำเทคโนโลยีต่างๆ มาเพื่อช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงานรวมถึงการเปลี่ยนมาใช้พลังงานทดแทน อาทิ น้ำ ลม และแสงอาทิตย์ มากขึ้นเพราะสามารถลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญของภาวะโลกร้อน โดยปัจจัยเร่งที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนถ่ายมายังพลังงานทดแทนมาจากผู้ลงทุนสถาบันซึ่งถอนการลงทุนในการผลิตปิโตรเลียมของบริษัทน้ำมันทั่วโลก ในขณะที่ผู้ลงทุนรายย่อยโดยเฉพาะในกลุ่ม Gen Z ที่ผลสำรวจออกมาว่าให้ความสำคัญกับเรื่องการดูแลสิ่งแวดล้อมของบริษัทที่เข้าไปลงทุน นอกจากนี้โครงการต้องเผชิญความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายรวมถึงกฎเกณฑ์ด้านสิ่งแวดล้อมและการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่เข้มข้นขึ้นส่งผลให้บริษัทผู้ผลิตน้ำมันและถ่านหินเพื่อใช้เป็นเชื้อเพลิงอาจหลีกเลี่ยง Energy Transition ได้ยากขึ้นเช่นกัน

ภาพที่ 1 สรุปผลการประชุม COP26 ที่เสนอเป้าหมายการลดก๊าซเรือนกระจก

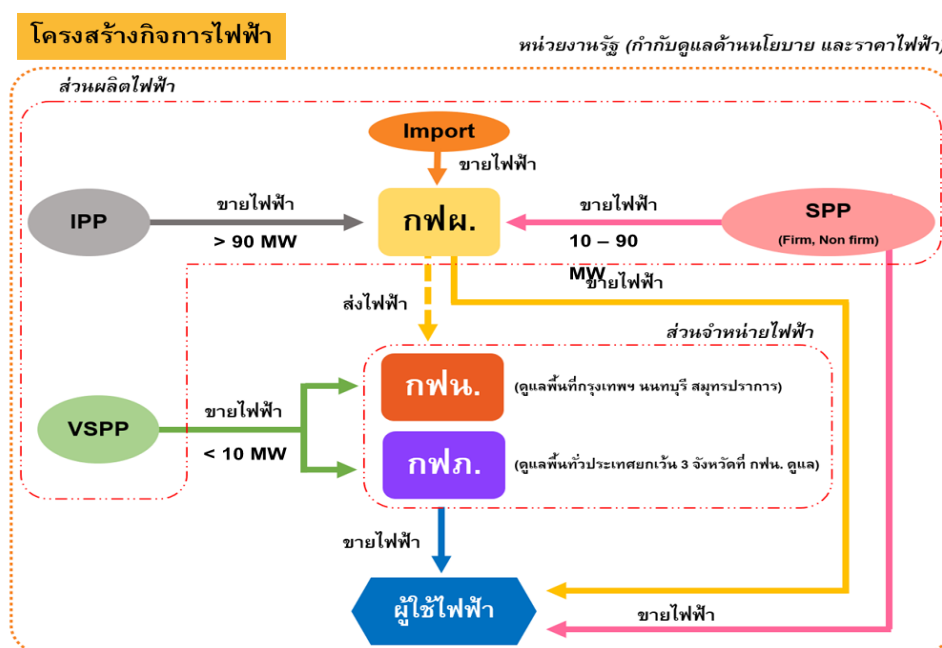


ภาคการผลิตไฟฟ้าเป็นต้นกำเนิดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่สำคัญ คิดเป็นราว 30% ของปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั่วโลก อย่างไรก็ตามแม้ว่าการเปลี่ยนผ่านของอุตสาหกรรมไฟฟ้าไปสู่การใช้พลังงานสะอาดที่ต้นทุนปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง แต่มีการประมาณการไว้ว่าเวลาที่ต้นทุนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนจะปรับลดลงมาในระดับที่เท่ากับต้นทุนการผลิตไฟฟ้าจากถ่านหินหรือก๊าซธรรมชาติอาจต้องรอถึงปี 2028 และหากรวมต้นทุนค่าแบตเตอรี่สำหรับกักเก็บไฟฟ้าที่ผลิตได้นั้นอาจต้องรอถึงปี 2050 ทำให้โครงการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนนั้นมียอดต่ำกว่าโครงการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแบบดั้งเดิม ดังนั้นการส่งเสริมของภาครัฐทั้งทางด้านกฎระเบียบและเงินทุนจึงมีความสำคัญสำหรับโครงการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนเพื่อเป็นการลดช่องโหว่ของต้นทุน ทั้งนี้องค์กรระดับโลกและระดับภูมิภาคอย่าง เช่น World Bank และ Asian Development Bank (ADB) ที่ให้ความสำคัญสนับสนุนด้านเงินทุนผ่านการออกพันธบัตรสีเขียว (Green Bond) ซึ่งทำให้อัตราต้นทุนของเงินทุน หรือ weighted average cost of capital (WACC) ของผู้ผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนลดลงมาอยู่ระดับต่ำกว่าผู้ผลิตไฟฟ้าจากพลังงานดั้งเดิม ซึ่งเป็นกระบวนการสำคัญที่จะผลักดันให้โลกมุ่งสู่เป้าหมาย net zero เพื่อลดผลกระทบจาก climate change ได้ตามเป้าหมาย

โครงสร้างอุตสาหกรรมโรงไฟฟ้าในประเทศไทย

ไฟฟ้าที่ผลิตได้จะถูกส่งต่อไปให้ผู้ซื้อไฟผ่านระบบสายส่งของประเทศ โดยมีหน่วยงานทำหน้าที่กำกับดูแลทั้งด้านการผลิตการจำหน่าย รวมถึงการกำหนดราคาค่าไฟฟ้าและจัดทำแผนการลงทุนเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศ (ภาพที่ 2) อย่างไรก็ตาม มีแนวโน้มที่จะให้ภาคเอกชนมีส่วนร่วมในการผลิตไฟฟ้ามากขึ้น โดยภาคเอกชนมีสัดส่วนในการผลิตไฟฟ้าที่ใช้ภายในประเทศอยู่ที่ 67.7% ในปี 2020 จากเดิมที่เคยมีสัดส่วนอยู่ที่ 54.7% ในปี 2010 ซึ่งการเปิดให้มีการแข่งขันมากขึ้นเป็นผลดีกับผู้ซื้อไฟฟ้าทั้งในภาคอุตสาหกรรมและภาคครัวเรือน และผู้ผลิตไฟฟ้ามีแนวโน้มจะพัฒนาความสามารถในการแข่งขันด้วย

ภาพที่ 2 โครงสร้างกิจการผลิตไฟฟ้าในประเทศไทย



การเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าไม่สามารถทำได้ในระยะเวลาอันสั้น โดยแผนการลงทุนในแต่ละโครงการอยู่ที่ประมาณ 5-7 ปี ดังนั้นภาครัฐต้องมีการจัดทำแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศ โดยภาครัฐตั้งเป้าจะให้มีความสามารถในการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนไม่น้อยกว่า 50% โดยในแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้า หรือ Power Development Plan: PDP2018 ได้ให้แนวทางการสนับสนุนพลังงานหมุนเวียนหลายรูปแบบ ทั้งโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานน้ำจากต่างประเทศ และพลังงานลมเป็นหลัก (ตารางที่ 1)

ตารางที่ 1 สรุปความแตกต่างระหว่างแผน PDP2018 rev.1 และ PDP2022

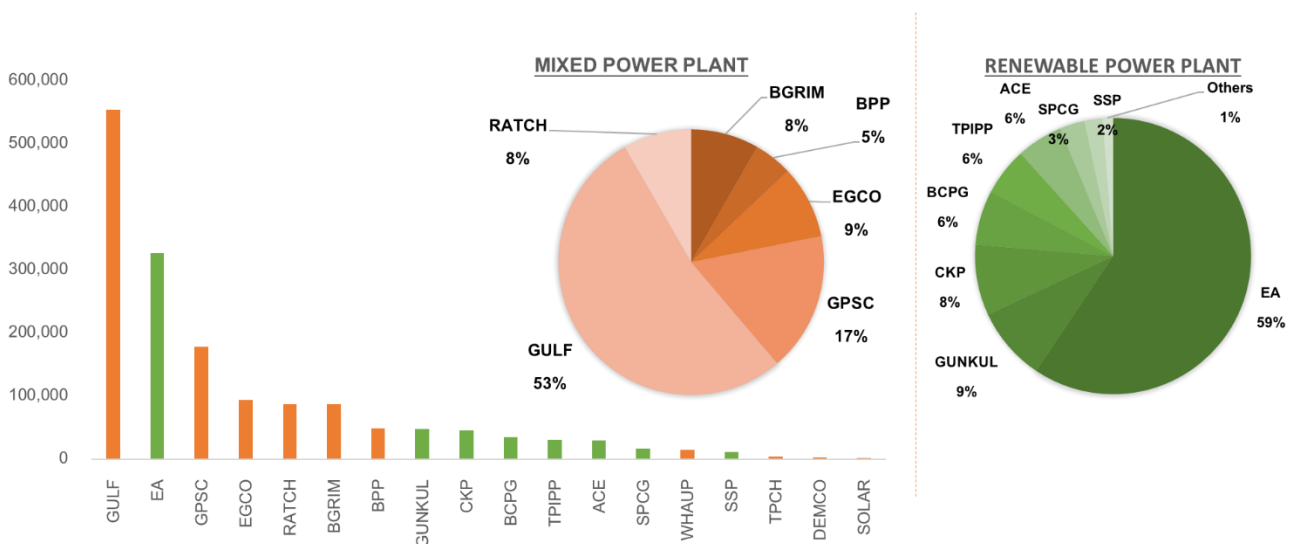
ชนิดเชื้อเพลิง	กำลังผลิตจากโรงไฟฟ้าใหม่ (MW)		ความแตกต่าง (MW)
	PDP2018 rev.1	ปรับปรุงใหม่	
เชื้อเพลิงฟอสซิล			
ถ่านหินและลิกไนต์	600	600	0 (0%)
ก๊าซธรรมชาติ	5,550	4,850	-700 (-12.6%)

ชนิดเชื้อเพลิง	กำลังผลิตจากโรงไฟฟ้าใหม่ (MW)		ความแตกต่าง (MW)
	PDP2018 rev.1	ปรับปรุงใหม่	
พลังงานหมุนเวียน / พลังงานสะอาด			
แสงอาทิตย์	5,194	4,455	-739 (-14.2%)
ลม	270	1,500	1,230 (+455.6%)
พลังน้ำขนาดเล็ก	26	52	26 (+100%)
ชีวมวล	1,120	485	-635 (-56.7%)
ก๊าซชีวภาพ	789	335	-448 (-57.5%)
ขยะ	400	600	200 (+50%)
รับซื้อไฟฟ้าพลังน้ำจากต่างประเทศ	1,400	2,766	1,366 (+97.6%)
รวมทั้งสิ้น	15,343	15,643	300 (+2%)

ที่มา: สำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน กระทรวงพลังงาน

บริษัทจดทะเบียน (บจ.) ในตลาดหลักทรัพย์ ที่ทำธุรกิจผลิตไฟฟ้านั้นถูกจัดอยู่ในกลุ่มทรัพยากรซึ่งรวมถึง บจ. ที่ทำธุรกิจพลังงาน (น้ำมัน ก๊าซธรรมชาติ และถ่านหิน) ซึ่งมักมีกิจการขนาดใหญ่ มีมูลค่าตลาดค่อนข้างสูง ทำให้ บจ. ที่ทำธุรกิจผลิตไฟฟ้าที่ส่วนใหญ่มีมูลค่าตลาดน้อยกว่าอาจไม่โดดเด่นมากนักในภาพรวมรายอุตสาหกรรม และหากนำเฉพาะ บจ. ที่ทำธุรกิจผลิตไฟฟ้ามาเรียงตามมูลค่าตลาด พบว่าบริษัทจดทะเบียนที่ผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานหมุนเวียนมักมีขนาดเล็กกว่าโรงไฟฟ้าแบบดั้งเดิมค่อนข้างมาก (ภาพที่ 3)

ภาพที่ 3 บริษัทจดทะเบียนไทยที่ทำธุรกิจผลิตไฟฟ้า (เรียงตามมูลค่าตลาด หน่วย: ล้านบาท)



ที่มา SETSMART (Data as of 31 May 2022)

หากพิจารณาโครงสร้างการแข่งขันในโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ (ปริมาณขายไฟฟ้ามากกว่า 90 MW) พบว่ามีจำนวน บจ. ค่อนข้างจำกัด และเป็นโรงไฟฟ้าที่ใช้พลังงานจากก๊าซและถ่านหินเป็นหลัก แต่จากนโยบายภาครัฐที่เพิ่มใบอนุญาตให้มากขึ้นในกลุ่มโรงไฟฟ้าขนาดกลางและเล็กที่ใช้พลังงานหมุนเวียน ทำให้มีจำนวน บจ. เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นถึงสภาวะการแข่งขันที่สูงขึ้น โดยแต่ละ บจ. นั้นอาจมีความชำนาญในการผลิตไฟฟ้าด้วยชนิดพลังงานหมุนเวียนที่แตกต่างกัน (ตารางที่ 2) สอดคล้องกับแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย อีกทั้งหลาย บจ. ได้มีการขยายการลงทุนไปต่างประเทศ เช่น ประเทศลาว เวียดนาม และ ญี่ปุ่น เป็นต้น

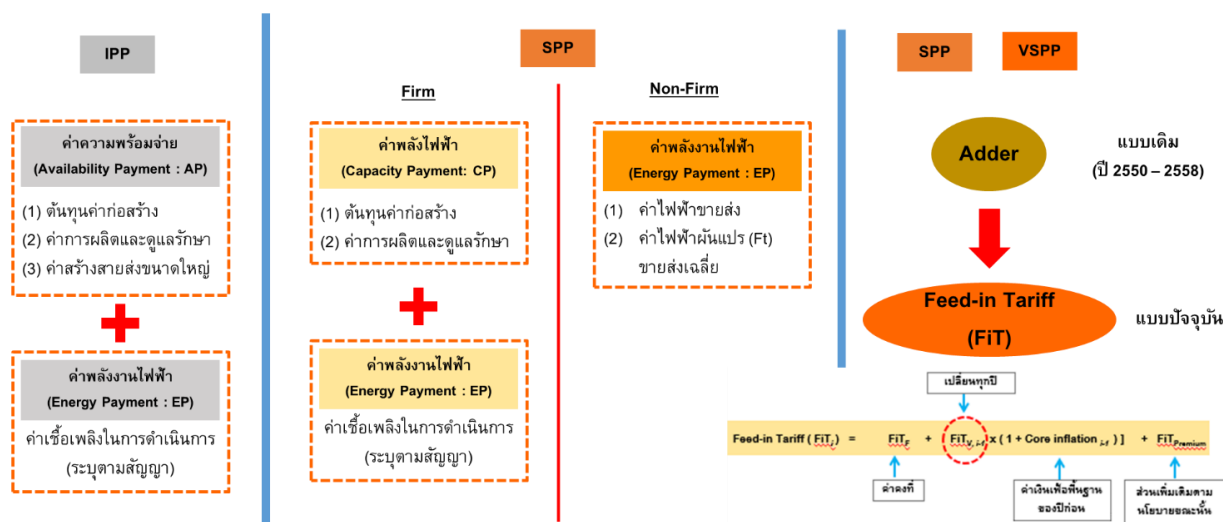
ตารางที่ 2 สรุปความแตกต่างตามประเภทโรงไฟฟ้า

ประเภทผู้ผลิต	ประเภทสัญญา	จำนวนบริษัท (COD แล้ว)*	ตัวอย่างรายชื่อ บจ. ตามประเภทเชื้อเพลิง	ตัวอย่างรายชื่อ บจ. ที่ไปลงทุนในต่างประเทศ
ผู้ผลิตเอกชนรายใหญ่ (Independent Power Producer: IPP)	อายุสัญญา 20 - 30 ปี ตามแต่รอบของการรับซื้อ	16	ถ่านหิน: BPP, EGCO ก๊าซธรรมชาติ: EGCO, GULF, RATCH	จีน: BPP ลาว: BPP, EGCO, RATCH
ผู้ผลิตเอกชนรายเล็ก (Small Power Producer: SPP)	Firm (อายุสัญญา 20 - 25 ปี)	95	ก๊าซธรรมชาติ: BGRIM, GULF, GPSC	เวียดนาม: BGRIM, GULF ไต้หวัน: GULF ลาว: GPSC
	Non-Firm (อายุสัญญา 5 ปี / ต่อสัญญา 5 ปี)	61	แสงอาทิตย์: BCPG, EA น้ำ: CKP, BCPG ลม: EA, GUNKUL ขยะ: TPIPP	ลาว: CKP, BCPG เวียดนาม: BCPG, GUNKUL
ผู้ผลิตเอกชนรายเล็กมาก (Very Small Power Producer: VSPP)	อายุสัญญา 5 ปี / ต่อสัญญา 5 ปี	982	แสงอาทิตย์: BCPG, EA, GUNKUL, SPCG, SSP น้ำ: CKP, BCPG ลม: DEMCO, EA, GUNKUL ชีวมวล และก๊าซชีวภาพ ACE, TPCH ขยะ: ACE, TPIPP	ลาว: CKP, BCPG เวียดนาม: BCPG, GUNKUL, SSP ญี่ปุ่น: SPCG

ที่มา SET RESEARCH (รวบรวมจากบทวิเคราะห์หลักทรัพย์)

หน่วยงานรัฐเป็นผู้กำหนดโครงสร้างราคาและต้นทุน (ภาพที่ 4) โดยแบ่งตามประเภทของโรงไฟฟ้าซึ่งมีข้อได้เปรียบ/เสียเปรียบส่งผลต่อกำไรของบจ. แตกต่างกัน โดยผู้ผลิตไฟฟ้าที่มีโรง IPP อยู่มากจะได้รายรับจากการขายไฟค่อนข้างคงที่มากกว่า SPP ที่กำไรจากการขายไฟแปรผันกับต้นทุนพลังงานซึ่งถูกกำหนดจากอุปสงค์และอุปทานในตลาดโลกทำให้ในช่วงที่ราคาพลังงานปรับสูงขึ้นมาก หุ้นบริษัทที่มีสัดส่วนโรงไฟฟ้า SPP สูงจะถูกคาดการณ์ว่าจะมีผลกำไรลดลงมากกว่าประเภทอื่นๆ ในขณะที่โรงไฟฟ้าที่ใช้พลังงานหมุนเวียนบางชนิดจะได้รับค่าส่วนต่างจากการสนับสนุนของภาครัฐ (Feed-in Tariff หรือ FIT) เพื่อให้หลายบริษัทสนใจและหันมาสร้างโรงไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนตามที่ยุทธศาสตร์ที่ภาครัฐกำหนด

ภาพที่ 4 โครงสร้างการตั้งราคารับซื้อไฟฟ้าตามประเภทโรงไฟฟ้า

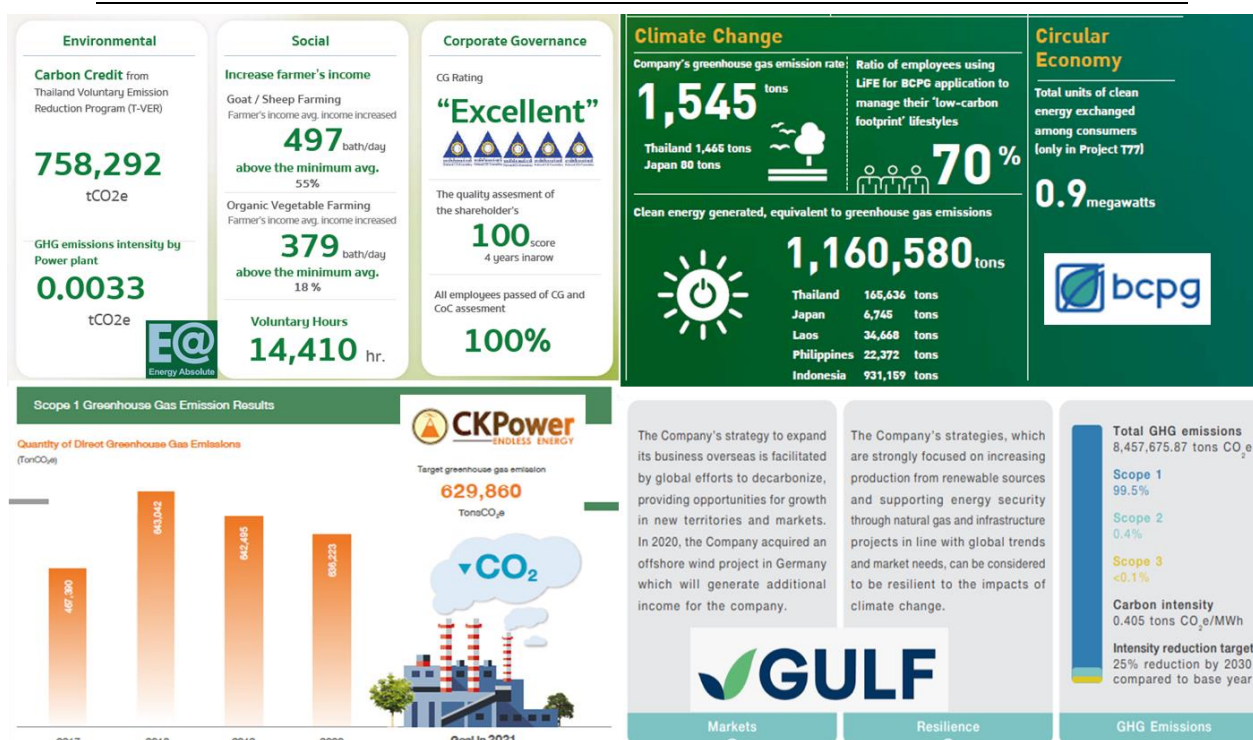


ที่มา: สำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน กระทรวงพลังงาน

Sustainability Reportingกับการเปลี่ยนถ่ายไปยังพลังงานทดแทน (Renewable Energy)

Sustainability Reporting หรือ “รายงานผลการพัฒนายั่งยืน” เริ่มจากการที่องค์กรชื่อว่า Global Report Initiatives หรือ GRI ซึ่งเป็นองค์กรอิสระที่ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ.2540 ประกอบด้วย การวัด การเปิดเผยข้อมูล และการแสดงความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งภายในและภายนอกองค์กร เพื่อส่งเสริมการดำเนินงานขององค์กรให้ส่งผลต่อการพัฒนายั่งยืน ซึ่งเป็นรายงานที่เผยแพร่ต่อสาธารณะ โดยมีบางตัวชี้วัดที่เกี่ยวข้องกับความพยายามในการเปลี่ยนถ่ายไปสู่พลังงานทดแทน (ภาพที่ 5)

ภาพที่ 5 ตัวอย่างการรายงานเกี่ยวกับการผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานทดแทนของบริษัทจดทะเบียนไทย



ที่มา SET RESEARCH (รวบรวมจาก Sustainability Report ของแต่ละบริษัท)

จากตัวชี้วัดด้านการเปลี่ยนถ่ายมาสู่พลังงานทดแทนที่หลากหลาย มีสองตัวชี้วัดสำคัญที่มักมีการรายงานโดย บจ. คือสัดส่วนไฟฟ้าที่ผลิตจากพลังงานทดแทน (% Renewable Capacity) และอัตราการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ (Carbon Intensity) ซึ่งมีหน่วยเป็น tCO₂/MWh. จึงอาจนำมาใช้เปรียบเทียบความพยายามในการเปลี่ยนถ่ายไปสู่พลังงานทดแทนของ บจ. ซึ่งโดยสรุปแล้ว หลาย บจ. ได้ปรับตัวให้สอดคล้องกับแผนยุทธศาสตร์ด้าน Climate Change ของโลกและของไทย โดยมีการเปลี่ยนถ่ายไปผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานทดแทนมากขึ้น แต่จะมากหรือน้อยนั้นขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย เช่น กลยุทธ์การดำเนินงานของบริษัท และแหล่งทรัพยากรที่บริษัทเข้าถึง (ตารางที่ 3)

ตารางที่ 3 ความพยายามเปลี่ยนถ่ายไปสู่พลังงานทดแทนของบจ. ที่เป็นผู้ผลิตไฟฟ้าแบบผสม

Ticker	%Renewable capacity	Carbon Intensity	Transition Strategy
BPP	12%	0.60	BPP ประกาศจะลด GHG emission intensity ในปี 2020 ลง 15% จากปี 2012 แต่ยังไม่สามารถบรรลุตามเป้า แต่มีแผนเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานทดแทนจาก 0.5GW ในปี 2020 ไปเป็น 0.8GW ในปี 2025.
EGCO	19%	0.49	EGCO เติบโตจากขยายการผลิตไฟฟ้าโดยการ M&A ไปยังต่างประเทศ แต่ผู้ลงทุนเริ่มกังวลเกี่ยวกับความล่าช้าในกระบวนการ M&A ในช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมา บริษัทประกาศแผนเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานทดแทนจาก 19% ในปี 2020 ไปเป็น 25% ในปี 2030
RATCH	14%	0.43	RATCH ประกาศแผนเพิ่มทุนกว่า \$1bn เพื่อนำไปขยายการผลิตไฟฟ้าโดยการ M&A กับโรงไฟฟ้าจากพลังงานถ่านหินสร้างความกังวลให้กับผู้ลงทุน อย่างไรก็ตาม บริษัทประกาศแผนเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานทดแทนจาก 14.4% ในปี 2020 ไปเป็น 25% ในปี 2025
BGRIM	30%	0.43	BGRIM ให้ความสำคัญกับการสนับสนุน ESG goals อย่างต่อเนื่องจากการที่มี Asian Development Bank (ADB) เป็นผู้ลงทุน โดยในปี 2020 บริษัทปล่อย GHG emission intensity อยู่ที่ 0.429 CO2e/MWh ซึ่งถือว่าค่อนข้างคงที่เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า
GULF	12%	0.40	GULF ประกาศดำเนินนโยบาย 'no coal' พร้อมกับแผนการเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานทดแทน ในปี 2020 ได้เริ่มจ่ายไฟฟ้า (COD) จากพลังงานลมและแสงอาทิตย์ในประเทศเวียดนาม โดยกำหนดเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนลง 25% ในปี 2030
GPSC	11%	0.37	GPSC กำลังจะขยายการผลิตไฟฟ้าโดยการ M&A กับโรงไฟฟ้าจากพลังงานก๊าซธรรมชาติขนาดใหญ่ทำให้แนวโน้มการปล่อยคาร์บอนปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะสั้นแต่บริษัทวางแผนที่จะเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานทดแทนจาก 11% ในปี 2020 ไปเป็น 20% ในปี 2025

ที่มา SET RESEARCH (รวบรวมจาก Sustainability Report และบทวิเคราะห์หลักทรัพย์)

ในขณะที่ผู้ผลิตไฟฟ้าที่เน้นพลังงานหมุนเวียนเป็นหลักที่แม้ว่าจะตั้งบริษัทมาไม่นาน มีขนาดเล็กและมีจำนวนมากกว่าทำให้ มีแนวโน้มการเติบโตและการแข่งขันที่สูง ทำให้ บจ. ในกลุ่มนี้ (ตารางที่ 4) อาจอาศัยนวัตกรรมเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการลดการปล่อยคาร์บอน รวมถึงการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศและอาจขยายไปทำธุรกิจอื่นด้วย

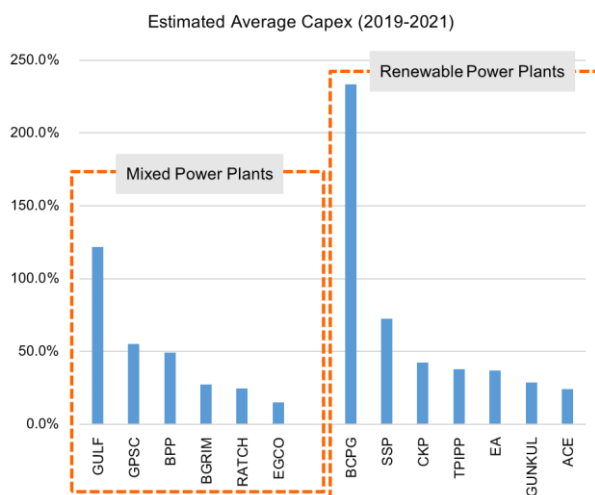
ตารางที่ 4 สถานะการปล่อยก๊าซเรือนกระจกของบจ. ที่เป็นผู้ผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน

Ticker	Renewable capacity	Transition Strategy
EA	100%	EA เป็นผู้ทำธุรกิจจากพลังงานสะอาดรายใหญ่ของประเทศ แม้จะเริ่มต้นจากผู้ผลิต "biofuel" แต่จากการขยายการลงทุนไปโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และลมรวมแล้วกว่า 1,389,020 MWh ในปี 2019 ทำให้ลดปริมาณการปล่อยก๊าซ GHG 581,633t CO2e.
GUNKUL	100%	GUNKUL เป็นผู้ทำธุรกิจจากพลังงานสะอาดรายใหญ่อันดับ 2 ซึ่งเน้นไปที่โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และลม ทั้งในไทยและในประเทศพม่าโดยตั้งเป้าหมายเป็น 100% clean energy และ carbon neutral ภายในปี 2050
BCPG	100%	BCPG เป็นบริษัทลูกของ บมจ. บางจาก (BCP) ทำธุรกิจโรงไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ geothermal และ ลมโดยเฉพาะในประเทศลาว ทั้งนี้ในปี 2020 มีกำลังการผลิตคิดเป็น 37% 33% และ 24% ของกำลังการผลิตทั้งหมดตามลำดับ
CKP	89%	CKP เป็นบริษัทลูกของ บมจ. ช. การช่าง (CK) ทำธุรกิจโรงไฟฟ้าจากพลังงานน้ำโดยมีโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ 2 แห่งในประเทศลาว NN2 and XPCL คิดเป็น 87.71% ของกำลังการผลิตทั้งหมด
SPCG	100%	SPCG เป็นผู้ริเริ่มธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในไทยและขยายธุรกิจไปยังประเทศต่าง ๆ ในเอเชีย นอกจากนี้ยังมีโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ขนาดใหญ่ใน EEC โดยได้ตั้งเป้ากำลังการผลิตไว้ที่ 1000 MW ภายในปี 2025

ที่มา: SET RESEARCH (รวบรวมจาก Sustainability Report และบทวิเคราะห์หลักทรัพย์)

ความพยายามในการเปลี่ยนผ่านด้านพลังงานและเพิ่มสัดส่วนการใช้พลังงานทดแทนของ บจ. ไทยในช่วงสามปีที่ผ่านมา ยังอาจสังเกตเพิ่มเติมได้จากสัดส่วนมูลค่าการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรต่อรายได้ และมูลค่าการควบรวมและลงทุนในกิจการของทั้งผู้ผลิตไฟฟ้าแบบดั้งเดิมและแบบพลังงานทดแทน ที่พยายามเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานสะอาด ซึ่งเป็นการเสริมการเติบโตแบบ inorganic growth ของบริษัท โดยบาง บจ. ที่มีเงินสดหรือมูลค่าการลงทุนที่สูงมากๆ อาจหมายถึง บจ.ที่กำลังเร่งการลงทุนในโรงไฟฟ้าแห่งใหม่เพื่อมาทดแทนโรงไฟฟ้าแห่งเก่าที่ใกล้หมดอายุ และอาจส่งผลกระทบต่อกำไรในระยะสั้นรวมถึงอาจมีการเพิ่มทุนเพื่อรองรับการขยายกิจการ

ภาพที่ 6 มูลค่าการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรต่อรายได้



ที่มา: บทวิเคราะห์หลักทรัพย์, SET RESEARCH (Data as of end 2019-2021)

ตารางที่ 5 ตัวอย่างรายการ M&A ของผู้ผลิตไฟฟ้าไทย

Date	Target	Deal Type	Buyer	Deal size (M. USD)
18-Jan-21	Glow Energy PCL	Acquisition	GPSC	2,982.6
22-Apr-21	GPSC	Investment	PTT	1,272.9
19-Jan-21	ERU of Thai Oil	Acquisition	TOP	757.0
19-Feb-21	Glow SPP1 cogeneration plant	Acquisition	BGRIM	105.5
18-Dec-21	Nine solar power plants	Acquisition	GPSC	93.6
5-May-21	Rojana Power Co Ltd	Acquisition	ROJNA	93.1
20-Mar-21	Ang Thong Power	Acquisition	BGRIM	78.8
20-Feb-21	Four solar power	Acquisition	SUPER	72.9
20-Feb-21	Four solar power	Acquisition	BCPG	27.9
20-Jan-21	Infinite Alternative Energy	Investment	GUNKUL	25.9
18-Jun-21	Lomligor	Acquisition	BCPG	25.1

ที่มา: FactSet, Bloomberg (Data as of end 2019-2021)

ผลการดำเนินงานและผลตอบแทนของผู้ผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน

ผลการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าได้รับผลกระทบจากหลายปัจจัย โดยปัจจัยที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของบริษัทได้แก่นโยบายของภาครัฐ โดยในแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้า หรือ Power Development Plan: PDP2018 หรือนโยบายที่กระทบกับการใช้ไฟฟ้าผ่านมาตรการสนับสนุนต่าง ๆ ของรัฐบาลในขณะนั้น เช่น โครงการคนละครึ่ง การส่งเสริมการสร้างโรงไฟฟ้าชุมชน การส่งเสริมการใช้นยานยนต์ไฟฟ้า (EV) แนวทาง Net Zero Emission เป็นต้น นอกจากนี้ อัตราการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) ของประเทศ อัตราเงินเฟ้อของประเทศ และผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล รวมถึงราคาเชื้อเพลิงฟอสซิลในตลาดโลก และราคาขายปลีกในประเทศ ยังมีผลต่อการใช้ไฟและกำไรสุทธิของ บจ. อีกด้วย ดังนั้นกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจก็เป็นปัจจัยสำคัญว่า บจ. จะสามารถทำกำไรให้เติบโตต่อเนื่องได้อย่างไร โดยอาจมีประเด็นพิจารณาเพิ่มเติมในด้านต่างๆ เช่น

- ผู้ผลิตไฟฟ้าอาจจำเป็นต้องขยายธุรกิจโดยการซื้อหรือลงทุนในโรงไฟฟ้าอื่นอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น บจ. ที่มีสถานะทางการเงินที่เข้มแข็ง เช่น มีสภาพคล่องดี เงินลงทุนสูง มีหนี้ต่ำ จะช่วยเพิ่มโอกาสให้เข้าไปลงทุนในโครงการใหม่ๆ ได้สะดวกขึ้น อย่างไรก็ตามการทำการ M&A แม้ประกาศแล้วแต่อาจล่าช้า หรือการก่อสร้างอาจมีปัญหาติดขัดทำให้มีการเลื่อนการรับรู้กำไรได้
- กลยุทธ์ของการเลือกประเภทโรงไฟฟ้าเข้าพอร์ตโฟลิโอมีความสำคัญ โดยเฉพาะในช่วงที่ราคาน้ำมันสูง โรงไฟฟ้าประเภท SPP อาจจะได้รับผลกระทบมากกว่า IPP หรือโรงไฟฟ้าขยะและชีวมวลขนาดเล็กอาจจะได้ premium ราคาจากภาครัฐสูงกว่า
- ผู้ผลิตไฟฟ้าจะมีค่าใช้จ่ายจากการเข้าซื้อ/ลงทุนในกิจการค่อนข้างสูง ซึ่งส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายแบบ one-time และบริษัทได้ทำการจ่ายจริงเรียบร้อยแล้ว แต่ในทางบัญชีมักจะถูกทยอยคิดเป็นค่าเสื่อมราคา ซึ่งจะถูกลบเฉลี่ยมาหักออกเป็นรายปี ทำให้การพิจารณาเฉพาะกำไรสุทธิอาจไม่สะท้อนกำไรที่แท้จริงของบริษัท
- นักวิเคราะห์หลักทรัพย์มักแนะนำการใช้ EBITDA Margin แทน และการประเมินมูลค่าของ บจ. จะนำ EBITDA/EV มาประกอบกับ P/E, P/BV ด้วย นอกจากนี้พบว่าผู้ผลิตไฟฟ้าดั้งเดิมอาจจะมี Valuation ต่ำกว่าแต่ถูกชดเชยด้วยอัตราปันผลที่สูงกว่า

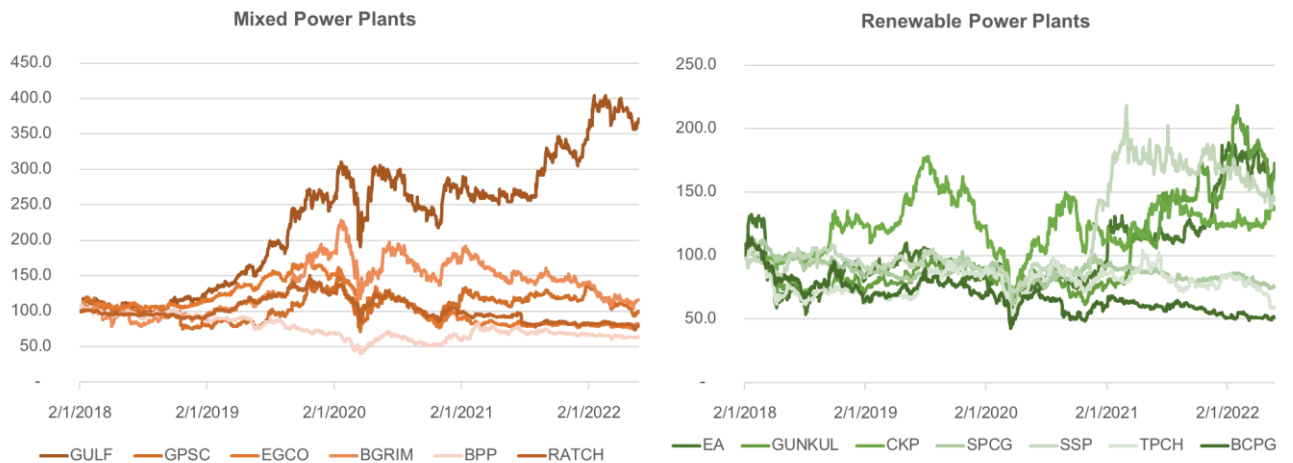
ตารางที่ 6 ข้อมูลทางการเงินที่สำคัญในกลุ่มบจ. ผู้ผลิตไฟฟ้า

		Liquidity	Leverage		Profitability		Valuation			
Name	Ticker	Cash & ST investment (M)	Debt/ EBITDA (x)	Debt/ EV (%)	EBITDA margin (%)	Net Profit margin (%)	P/E (x)	P/BV (x)	EBITDA/EV (x)	Dividend yield (%)
Mixed Power Plants		18,358.80	10.90	73.33%	17.48%	20.48%	24.88x	2.24x	40.82x	3.08%
B.Grimm Power	BGRIM-TH	27,774.0	7.97x	59.1%	26.1%	4.0%	46.68x	2.80x	13.44x	1.26%
Banpu Pwr	BPP-TH	4,934.4	-	32.9%	-6.5%	56.7%	9.98x	-	168.05x	4.04%
Electricity Generating	EGCO-TH	28,416.5	12.45x	203.8%	21.8%	18.7%	8.18x	0.77x	4.68x	3.67%
Global Power Synergy	GPSC-TH	19,432.9	7.28x	45.1%	17.4%	6.6%	30.02x	1.58x	13.48x	2.38%
Gulf Energy Development	GULF-TH	22,633.5	14.18x	35.5%	33.2%	16.2%	44.73x	5.17x	28.43x	0.93%
Ratch Group	RATCH-TH	6,961.5	12.64x	63.6%	12.9%	20.7%	9.71x	0.90x	16.86x	6.21%
Renewable Power Plants		4,644.74	5.57	44.97%	39.16%	-4.19%	16.38x	2.65x	13.58x	2.41%
Absolute Clean Energy	ACE-TH	890.7	2.14x	14.2%	39.0%	26.3%	13.90x	2.00x	11.60x	1.30%
BCPG	BCPG-TH	25,386.1	7.90x	78.3%	76.7%	59.6%	13.54x	1.19x	8.64x	2.73%
CK Power	CKP-TH	6,975.9	8.38x	49.4%	39.9%	22.8%	19.86x	1.75x	13.43x	1.43%
Energy Absolute	EA-TH	2,943.8	4.68x	12.2%	47.6%	30.2%	42.01x	8.02x	30.00x	0.34%
Gunkul Engineering Public	GUNKUL-TH	3,868.1	5.87x	37.5%	46.3%	23.9%	16.72x	3.26x	13.89x	3.36%
SPCG	SPCG-TH	3,042.4	1.20x	22.0%	81.4%	55.2%	7.14x	-	-	4.85%
TPI Polene Power	TIIPP-TH	3,384.6	3.34x	37.6%	43.2%	35.5%	8.36x	0.97x	8.55x	6.79%
Demco	DEMCO-TH	86.8	-	68.8%	-3.5%	3.9%	-	-	-	1.01%
Sernsang Pwr	SSP-TH	3,833.2	9.99x	65.1%	70.3%	43.7%	9.50x	1.36x	8.96x	0.10%
TPC Power Holding	TPCH-TH	643.0	6.59x	62.9%	32.5%	5.5%	-	-	-	4.60%
Solartron	SOLAR-TH	37.5	-	46.7%	-42.6%	-352.7%	-	-	-	0.00%

ที่มา SET RESEARCH, FactSet (Data as of 31 May 2022)

- การลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานฟอสซิลอาจมีข้อพิจารณาเพิ่มเติมตามทิศทาง Global Energy Transition ไปสู่พลังงานหมุนเวียน เนื่องจากอาจต้องเผชิญความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายรวมถึงกฎเกณฑ์ด้านสิ่งแวดล้อมและการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่เข้มข้นขึ้น และตลาดก็อาจให้การตอบรับที่ดีในแง่การเติบโตและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีแผนการเปลี่ยนถ่ายไปยัง renewable energy อย่างชัดเจน (ภาพที่ 7) อย่างไรก็ตาม บจ. ที่เน้นธุรกิจโรงไฟฟ้าจากฟอสซิลซึ่งมักเป็นผู้เล่นรายใหญ่ที่ดำเนินกิจการมานาน ก็มีความน่าสนใจจากการจ่ายปันผลในอัตราที่สูงเช่นกัน

ภาพที่ 7 การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ระหว่างผู้ผลิตไฟฟ้าแบบดั้งเดิมและแบบพลังงานทดแทน



ที่มา SET RESEARCH, Bloomberg (Data as of 31 May 2022)

จัดทำโดย

ศิริยศ จุฑานนท์

ฉัตรชัย ทิศาดลดิolk

ฝ่ายวิจัย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Disclaimer: ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่มีความน่าเชื่อถือโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่าน มิใช่การให้คำแนะนำด้านการลงทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมิได้ให้การรับรองในความถูกต้องของข้อมูล และไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้น อันเนื่องจากการนำข้อมูลไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งหรือทั้งหมดไปใช้อ้างอิง หรือเผยแพร่ไม่ว่าในลักษณะใด นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลง แก้ไข เพิ่มเติมข้อมูลไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งหรือทั้งหมดตามหลักเกณฑ์ที่เห็นสมควร ความเห็นที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ เป็นความคิดเห็นส่วนตัวของผู้เขียน ซึ่งไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับความเห็นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย