



### ยังต้องรอโครงการใหม่มาเพิ่ม upside

โดดเด่นด้านการจ่ายปันผลที่สูง โดย 2H63 ประกาศจ่ายที่ 0.15 บาท/หุ้น คิดเป็น Div Yield ครึ่งปีที่ 3.4% แต่ราคาค่อนข้างเต็มมูลค่าพื้นฐานจึงต้องรอ upside จากโครงการใหม่ๆเข้ามา อีกทั้งโครงการใหม่ที่จะเข้ามาถือเป็นเพียงมาชดเชย Adder โรงไฟฟ้าเดิมที่จะทยอยหมดลง คงแนะนำ "Switch"

### ล้นผลประมูลโรงไฟฟ้าขยะโคราช เข้าช่วย Adder ที่ทยอยหมดให้ดีขึ้นบ้าง

จากการประชุมนักวิเคราะห์ ผู้บริหาร TPIPP เปิดเผยความคืบหน้าของโครงการโรงไฟฟ้าขยะชุมชนโคราช กำลังการผลิตตามสัญญา 9.9 เมกะวัตต์ ที่ขณะนี้อยู่ระหว่างรอผลการประมูลจากทางภาครัฐ คาดจะรู้ผลได้ภายในเดือนมี.ค. นี้ ซึ่งหาก TPIPP เป็นผู้ชนะประมูล คาดจะเริ่ม COD ได้ในปี 2566 ซึ่งจะเข้ามาชดเชย Adder โรงไฟฟ้าเดิมที่จะเริ่มทยอยหมดในปี 2565 รวม 73.0 เมกะวัตต์ และในปี 2568 อีก 90.0 เมกะวัตต์ ลงได้บ้าง ทั้งนี้ยังต้องรอโครงการใหม่ๆ ที่จะเพิ่มเข้ามาช่วยประคองกำไรได้ในระยะยาว

### คาดการณ์กำไร 64 เพิ่มขึ้นเล็กน้อย จากการปรับปรุงประสิทธิภาพโรงไฟฟ้า

สำหรับแผนการปรับปรุงประสิทธิภาพ ขณะนี้ Incinerator Boiler ตัวที่ 15 ติดตั้งแล้วเสร็จและเปิดใช้งานเรียบร้อยแล้ว โดยคาดว่าจะทำให้ Utilization rate เฉลี่ยเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ราว 75% จาก 64% ในปี 2563 ซึ่งคาดว่าจะทำให้กำไรปกติปี 2564 เติบโตขึ้นได้เล็กน้อยราว 4.2%yoy มาอยู่ที่ 4.6 พันล้านบาท โดยจะยังไม่มีการรับรู้รายได้จากโครงการใหม่ในปีนี้ ซึ่งโครงการใหม่ที่ชนะประมูลคาดว่าจะเริ่มรับรู้รายได้ตั้งแต่ปี 2566 เป็นต้นไป

### ประกาศจ่ายปันผล 2H63 ที่หุ้นละ 0.15 บาท คิดเป็น div yield ครึ่งปี 3.4%

ประเมิน FV ณ สิ้นปี 2564 (DCF) เท่ากับ 4.5 บาท/หุ้น โดยประกาศจ่ายปันผล 2H63 อยู่ที่ 0.15 บาท/หุ้น ซึ่งคิดเป็น Div.yield ครึ่งปีที่ 3.4% สำหรับนักลงทุนที่มีหุ้นอยู่สามารถถือรับปันผลได้ แต่หากไม่มี แนะนำหาจังหวะเข้าลงทุนรอบใหม่เมื่อเห็นมูลค่าเพิ่มจากโครงการใหม่ๆที่สามารถชดเชยกำไรที่จะลดลงตั้งแต่ปี 2565 ได้

#### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2562	2563	2564F	2565F	2566F
รายได้จากการขาย	10,571	11,119	11,302	10,283	9,938
กำไรสุทธิ	4,607	4,506	4,606	3,894	3,495
Norm Profit	4,500	4,422	4,606	3,894	3,495
EPS	0.55	0.54	0.55	0.46	0.42
PER	8.0	8.2	8.0	9.5	10.6
DPS	0.40	0.27	0.30	0.25	0.23
Dividend yield	9.1%	6.1%	6.9%	5.8%	5.2%
ROE	17.7%	16.1%	15.4%	12.2%	10.4%
ROA	13.3%	11.0%	10.4%	8.5%	7.3%
จำนวนหุ้น	8,400	8,400	8,400	8,400	8,400

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# TPIPP

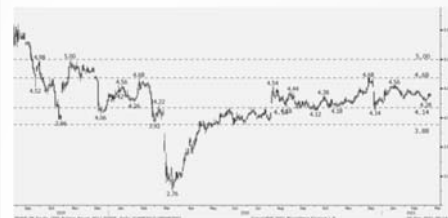
แนะนำ:

Switch



ราคาปัจจุบัน (บาท)	4.40
ราคาเป้าหมาย (บาท)	4.50
Upside (%)	2.3%
Dividend Yield (%)	6.9%
Total Return (%)	9.1%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	36,960

#### Technical Chart



#### เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2564F	0.55	0.56	-2%
2565F	0.46	0.45	3%

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

CG Score : 3 = ดี

Anti-corruption Indic. = na.

#### RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ณัฐวัฒน์ กิตติคำพลรัตน์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

ธัญญา อุดม

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ผลการดำเนินงาน 4Q63

TPIPP (ล้านบาท)	3Q61	4Q61	1Q62	2Q62	3Q62	4Q62	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63	%QoQ	%YoY	2563F	2562	%YoY
รายได้จากการขาย	2,107	2,283	2,430	2,577	2,687	2,878	2,535	2,794	3,011	2,870	-4.7%	-0.3%	11,210	10,571	6.0%
ต้นทุนขาย	1047	1151	1337	1245	1438	1509	1410	1547	1625	1549	-4.7%	2.6%	6,130	5,530	10.9%
กำไรขั้นต้น	1060	1132	1092	1332	1248	1369	1125	1247	1386	1321	-4.7%	-3.5%	5,080	5,041	0.8%
ค่าใช้จ่ายจากการขายและบริหาร	89	162	123	140	112	133	110	129	108	137	26.2%	2.9%	484	508	-4.7%
EBIT	971	970	970	1192	1136	1236	1015	1118	1278	1185	-7.3%	-4.2%	4,596	4,534	1.4%
กำไร(ขาดทุน)จากอัตราแลกเปลี่ยน	39	-3	40	35	5	12	-38	21	-15	30	-298.3%	141.6%	(3)	92	-103.1%
ดอกเบี้ยจ่าย	1	16	40	41	62	17	52	56	87	90	3.6%	433.2%	285	159	78.9%
ภาษีจ่าย	-33	-22	-31	-21	-23	-28	-19	-45	-35	-34	-4.6%	21.7%	(133)	(102)	30.5%
กำไรสุทธิ	1005	974	983	1251	1098	1275	967	1172	1206	1153	-4.4%	-9.6%	4,498	4,607	-2.4%
EPS (บาท)	0.12	0.12	0.12	0.15	0.13	0.15	0.12	0.14	0.14	0.14	-4.4%	-9.6%	0.54	0.55	-2.4%
Norm Profit	967	977	943	1203	1092	1262	1005	1063	1221	1123	-8.1%	-11.0%	4,413	4,500	-1.9%
Norm EPS (บาท)	0.115	0.116	0.112	0.143	0.130	0.150	0.120	0.127	0.145	0.134	-8.1%	-11.0%	1	1	-1.9%
Gross margin	50%	50%	45%	52%	46%	48%	44%	45%	46%	46%			45%	48%	
Net profit margin	46%	42%	39%	46%	40%	43%	37%	40%	39%	39%			40%	44%	

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASPS

ตารางรายละเอียดโรงไฟฟ้าทั้งหมด

TG	Type	Off taker	COD	TAX INCENTIVE
TG 1-2	WH	TPIPL	Jun 2009	8 Y
TG 3	RDF	EGAT	Jan 2015	8 Y
TG 4	WH	TPIPL/EGAT	Jan 2016/Apr 2018	8 Y
TG 5	RDF	EGAT	Aug 2015	8/5 Y
TG 6	RDF	EGAT	Apr 2018	8 Y
TG 7	Coal/RDF	TPIPL	Aug 2018	-
TG 8	Coal	TPIPL	Jan 25, 2019	8 Y

ที่มา: TPIPP / ฝ่ายวิจัย ASPS

โครงการโรงไฟฟ้าทั้งหมด

Capacity	2009	2016 & 2017	2018	2019
	60 MW	70 MW	110 MW	260 MW
Power Plants with Electricity Sales to TPIPL	TG1 20 MW TG2 20 MW TG3 20 MW	Note (1) TG1 20 MW TG2 20 MW TG4 30 MW	TG1 20 MW TG2 20 MW TG7 (1) 70 MW (2)	TG1 20 MW TG2 20 MW TG7 (1) 70 MW (2) TG8 (1) 150 MW
Power Plants with Electricity Sales to EGAT	-	80 MW (PPA 73 MW)	180 MW (PPA 163 MW)	180 MW (PPA 163 MW)
		Capacity PPA TG3 20 MW 18 MW TG5 60 MW 55 MW	Capacity PPA TG3 20 MW 18 MW TG5 60 MW 55 MW TG4 30 MW 90MW TG6 70 MW 90MW	Capacity PPA TG3 20 MW 18 MW TG5 60 MW 55 MW TG4 30 MW 90MW TG6 70 MW 90MW
Total Power Capacity	60 MW	150 MW	290 MW	440 MW

Notes:  
(1) TPIPP completed the installation of additional boilers at ROPPP-2009W and ROPPP-2009W in December 2016 and January 2017, respectively.  
(2) Can be a backup for sales to EGAT during maintenance period of TG1 and TG2.  
(3) TG7 COD in Aug 2018 under an approved power generation capacity of 40 MW.  
(4) TG8 COD on Jan 25, 2019.

ที่มา: TPIPP / ฝ่ายวิจัย ASPS

สรุปประมาณการและคำแนะนำหุ้นกลุ่มพลังงานทดแทน

Company	REC.IBB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV	PER
<b>SOLAR</b>						
CHINA					2563F	2564F
SHANGHAI AEROS-A	5.00	10.97	14.3	29.9%	3.6	3.3
XINYI SOLAR HLDS	4.73	2.62	4.0	51.3%	2.3	1.9
CHINA SINGYES SO	4.47	3.52	5.0	42.0%	0.8	0.6
GCL-POLY ENERGY	3.93	1.00	1.3	32.5%	0.8	0.7
NEO SOLAR POWER	3.44	14.50	13.0	-10.3%	0.7	0.8
MOTECH INDUSTRIE	3.25	25.60	24.0	-6.3%	0.9	1.0
USA					0.6	0.6
FIRST SOLAR INC	3.54	31.16	37.0	18.6%	0.6	0.8
SUNPOWER CORP	3.35	6.88	11.1	60.9%	0.8	0.9
SOLARCITY CORP	2.87	20.40	20.9	2.6%	1.5	2.1
<b>WIND</b>						
CHINA					0.9	8.2
HUIJIAN RENEWAH	4.74	2.45	3.4	37.4%	1.0	0.9
HUADIAN FUXIN -H	4.73	1.69	2.5	49.1%	0.6	0.6
CHINA LONGYUAN-H	4.56	5.72	7.7	34.4%	1.0	0.9
XINJIANG GOLD-H	4.33	11.20	14.6	30.4%	1.5	1.3
CHINA DATANG C-H	3.47	0.75	0.9	24.7%	0.4	0.4
EUROPE					3.0	3.0
GAMESSA	4.19	19.04	22.3	17.1%	3.0	3.0
VESTAS WIND SYST	4.00	443.10	571.4	29.0%	4.0	3.4
<b>THAILAND</b>						
DEMCO PCL	Switch	3.16	3.20	1.3%	0.69	0.65
ENERGY ABSOLUTE	Switch	47.00	49.00	4.3%	5.83	4.91
GUNKUL ENGINEER	BUY	2.66	3.30	24.1%	1.90	1.74
BOPF PCL	BUY	15.60	19.70	26.3%	1.91	1.80
TPI POLYENE POWER	Switch	4.48	4.20	-6.3%	1.36	1.30
AVERAGE					1.7	1.6

ที่มา: Bloomberg

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

- ความเสี่ยงจากการเกิดเหตุหยุดฉุกเฉินของโรงไฟฟ้าทุกโรง (unplanned shutdown) ซึ่งจะมีผลกระทบต่อการผลิตไฟฟ้า และไอน้ำ
- การขายไฟฟ้าให้กับ TPIPL มีความเสี่ยงที่ลูกค้าอาจเกิดเหตุขัดข้องฉุกเฉินไม่สามารถรับไฟฟ้าได้ตามสัญญา
- การผลิตไฟฟ้าจากโดยใช้เชื้อเพลิง RDF และขยะสดอาจมีความเสี่ยงจากการขาดแคลนวัตถุดิบได้ รวมถึงการถูกฟ้องร้องจากปัญหาหมอกพิษหากมีการควบคุมที่ไม่ดีพอ
- ความเสี่ยงจากรายได้ที่ลดลงมีนัยยะหลัง Adder 3.5 บ./kWh จะหมดอายุลงสำหรับโรง TG3 ในปี 2565 และ TG5 กับ TG4+TG6 ในปี 2568

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2563-66 ของ TPIPP

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2565F
รายได้จากการขาย	11,119	11,302	10,283	9,938
ต้นทุนขาย	(6,028)	(5,801)	(5,607)	(5,664)
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>5,092</b>	<b>5,501</b>	<b>4,676</b>	<b>4,274</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(499)	(554)	(507)	(490)
ดอกเบี้ยจ่าย	(285)	(280)	(280)	(280)
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	325	100	100	100
<b>กำไรสุทธิก่อนหักภาษี</b>	<b>4,632</b>	<b>4,767</b>	<b>3,989</b>	<b>3,604</b>
ภาษีเงินได้	(122)	(161)	(95)	(110)
<b>กำไรปกติ</b>	<b>4,422</b>	<b>4,606</b>	<b>3,894</b>	<b>3,495</b>
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(4)	-	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>4,506</b>	<b>4,606</b>	<b>3,894</b>	<b>3,495</b>
การเติบโตของยอดขาย (%)	5.2%	1.6%	-9.0%	-3.4%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	-2.2%	2.2%	-15.5%	-10.3%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	45.8%	48.7%	45.5%	43.0%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	40.5%	40.8%	37.9%	35.2%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63
รายได้รวม	2,596	2,928	3,077	2,842
ต้นทุนขาย	(1,410)	(1,547)	(1,625)	(1,446)
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>1,187</b>	<b>1,381</b>	<b>1,452</b>	<b>1,396</b>
EBIT	1,038	1,273	1,329	1,273
กำไร(ขาดทุน)จากอัตราแลกเปลี่ยน	-	21	-	29
ดอกเบี้ยจ่าย	52	56	87	90
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>967</b>	<b>1,172</b>	<b>1,206</b>	<b>1,161</b>
การเติบโตของยอดขาย (%)	-12.0%	12.8%	5.1%	-7.6%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	-24.1%	21.1%	3.0%	-3.8%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	44.4%	44.6%	46.0%	48.0%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	37.3%	40.0%	39.2%	40.8%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2565F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.24	2.72	3.21	3.58
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.51	0.45	0.43	0.09
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	11.0%	10.4%	8.5%	7.3%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	16.1%	15.4%	12.2%	10.4%

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2562-65 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2565F
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
กำไรสุทธิ	4,506	4,606	3,894	3,495
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	876	895	912	942
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ยังไม่เกิดขึ้นจริง	(6)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(556)	454	82	105
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>4,820</b>	<b>5,955</b>	<b>4,888</b>	<b>4,542</b>
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	1,045	818	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(5,931)	(3,040)	(1,125)	(1,124)
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(4,886)</b>	<b>(2,222)</b>	<b>(1,125)</b>	<b>(1,124)</b>
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	342	2,854	-	-
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	0	1	2
จ่ายเงินปันผล	(2,688)	(2,533)	(2,142)	(1,922)
อื่นๆ	3,512	(4,698)	-	-
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>1,166</b>	<b>(4,378)</b>	<b>(2,141)</b>	<b>(1,920)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>1,101</b>	<b>(644)</b>	<b>1,622</b>	<b>1,498</b>
<b>งบดุล (ล้านบาท)</b>				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2565F
<b>เงินสดและเทียบเท่าเงินสด</b>				
ลูกหนี้การค้า	2,426	2,235	2,280	2,325
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	2,942	3,544	3,544	3,546
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	35,606	37,751	37,964	38,146
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	1,011	146	146	146
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>43,775</b>	<b>44,823</b>	<b>46,703</b>	<b>48,431</b>
<b>หนี้สินระยะสั้น</b>				
หนี้สินระยะยาว	-	2,854	2,854	2,854
อื่นๆ	14,593	10,729	10,856	11,009
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>14,847</b>	<b>13,822</b>	<b>13,950</b>	<b>14,103</b>
<b>ทุนที่ชำระแล้ว</b>				
กำไรสะสม	5,947	8,020	9,772	11,346
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>28,928</b>	<b>31,001</b>	<b>32,753</b>	<b>34,328</b>
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>43,775</b>	<b>44,823</b>	<b>46,703</b>	<b>48,431</b>
<b>สมมติฐานในการทำประมาณการ</b>				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2565F
<b>Total Power Capacity (MW)</b>				
-Waste Heat	40	40	40	40
-RDF (PPA)	163	163	163	163
-RDF/Coal,Coal	220	220	220	220
<b>Total Gross Margin (%)</b>				
Total Net Margin (%)	40.5%	40.8%	37.9%	35.2%
<b>RDF (Baht/Ton)</b>				
Coal (Baht/Ton)	1,480	1,480	1,480	1,480

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส