

วันจันทร์ที่ 6 มีนาคม พ.ศ. 2560

ทีพีโอ โพลีน เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)

พบกันต่อต้นทุนผลิตเหนือคู่แข่งมาก

TPIPP ขึ้นแท่นผู้นำโรงไฟฟ้าขยะรายใหญ่ในประเทศ หนุนกำไรเติบโตโดดเด่นกว่า 92% p.a. ในช่วง 2 ปีข้างหน้า (ภายใต้สมมติฐานผ่าน EIA/EHIA) อีกทั้งยังมีจุดแข็งจากการเป็นลูกของ TPIPL รวมถึง PER ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มฯที่ฝ่ายวิจัยศึกษา จึงถือเป็นอีกตัวเลือกที่น่าจับตามองในกลุ่มพลังงานทดแทน

ขึ้นแท่นผู้นำโรงไฟฟ้าขยะรายใหญ่ในประเทศ

TPIPP ถือเป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าขยะรายใหญ่ในประเทศตามข้อมูลของ AWR Lloyd ด้วยกำลังการผลิตที่ผลิตเชิงพาณิชย์แล้วตามสัญญา PPA ถึง 73 เมกะวัตต์ อีกทั้งยังมีโครงการโรงไฟฟ้าขยะที่อยู่ระหว่างยื่น EIA อีก 70 เมกะวัตต์ ซึ่งหากผ่าน EIA จะรวมกำลังการผลิตกับโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงความร้อนถึง 30 เมกะวัตต์ ขายไฟฟ้าตามสัญญา PPA ที่ 90 เมกะวัตต์ ทำให้กำลังการผลิตโรงไฟฟ้าขยะของ TPIPP ขึ้นสู่ระดับ 163 เมกะวัตต์ ภายในปี 2560 คิดเป็น 32.6% ของกำลังการผลิตโรงไฟฟ้าขยะตามแผน AEDP 2015 อีกทั้งยังมีจุดแข็งจากการนำพลังงานความร้อนที่ได้จากโรงปูนของบริษัทแม่ TPIPL มาใช้เป็นเชื้อเพลิงร่วมกับเชื้อเพลิงขยะ RDF ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนอยู่ในระดับสูงมาก

แนวโน้มกำไร 2 ปีข้างหน้าเติบโตโดดเด่นในกลุ่มพลังงานทดแทน

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไร 2 ปีข้างหน้า (2560-2561) จะเติบโตถึง 92% p.a. (CAGR) ภายใต้สมมติฐานการยื่น EIA/EHIA ผ่านทั้ง 3 โรง (TG6:RDF-70 MW, TG7:Coal-RDF-70 MW, TG8:Coal-150 MW) โดยในปี 2560 คาดกำไรสุทธิเติบโตกว่า 52%yoy จากการรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าขยะ 100 เมกะวัตต์ กำลังการผลิตตามสัญญา PPA ที่ 90 เมกะวัตต์ โรงไฟฟ้าถ่านหิน/ขยะ 70 เมกะวัตต์ และโรงไฟฟ้าถ่านหิน 150 เมกะวัตต์ ที่จะเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ในงวด 4Q60 นอกจากนี้คาดแนวโน้มกำไรสุทธิปี 2561 จะเติบโตอย่างก้าวกระโดด 144%yoy จากการรับรู้รายได้จากโรงไฟฟ้าทั้ง 3 โรงข้างต้นเต็มปีเป็นปีแรก

มูลค่าบริษัท เทียบกับ 6.5 หมื่นล้านบาท

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่า TPIPP สิ้นปี 2560 อิงวิธี DCF เทียบกับ 6.5 หมื่นล้านบาท ภายใต้สมมติฐานรวมทุกโครงการในมือปัจจุบันของ TPIPP แบ่งเป็นโครงการที่ผลิตเชิงพาณิชย์มูลค่ารวม 2.8 หมื่นล้านบาท และโครงการที่อยู่ระหว่างการขอ EIA/EHIA มูลค่ารวม 3.7 หมื่นล้านบาท (1. กำลังการผลิตตามสัญญา PPA 90 เมกะวัตต์ (TG4&TG6) มูลค่า 1.7 หมื่นล้านบาท 2. กำลังการผลิต 70 เมกะวัตต์ ขายให้ TPIPL (TG7) มูลค่า 4.8 พันล้านบาท 3. กำลังการผลิต 150 เมกะวัตต์ ขายให้ TPIPL (TG8) มูลค่า 1.5 หมื่นล้านบาท) อีกทั้งมี PER ปี 2560 อยู่ที่ 22 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯที่ 24 เท่า

การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)			ก่อน IPO	หลัง IPO
ประชาชนทั่วไป	2,500	บมจ. ทีพีโอ โพลีน	99.9%	70.2%
		กลุ่มเลี้ยวไพรตน์	0.0%	0.0%
ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)		นายมังกร เกรียงวัฒนา	0.0%	0.0%
ก่อน IPO	5,900	ผู้ถือหุ้น TPIPL	0.0%	1.5%*
ราคาพาร์ (บาท)	1.00	ประชาชนทั่วไป	0.0%	28.3%*
		รวม	100.0%	100.0%

หมายเหตุ : * ภายใต้สมมติฐานผู้ถือหุ้นเดิมของ TPIPL ใช้สิทธิ (pre-emptive right) เต็มจำนวน

FY: ปี 31 ธ.ค.	FY58A	FY59A	FY60F	FY61F	FY62F
รายได้ (ล้านบาท)	2,795	4,433	6,484	14,004	13,778
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	493	1,824	2,770	6,755	6,652
Norm Profit (บาท)	1,079	1,799	2,770	6,755	6,652
ROA (%)	3.8%	11.8%	10.9%	19.7%	18.5%
ROE (%)	6.6%	21.0%	16.0%	23.3%	19.9%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

TPIPP



บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด เป็นผู้ร่วมจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ TPIPP ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุน

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Blackout period) ตั้งแต่วันที่ 7 มีนาคม 2560 จนถึงวันสิ้นสุดการจองซื้อ

ผู้ลงทุนควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุน

นลินรัตน์ กิตติกำพลรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

Nalinrat.re@asiaplus.co.th

วราเกียรติ กิ่งมนตรี

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

vorrakiat@asiaplus.co.th

THIS REPORT MAY NOT BE DISTRIBUTED IN, OR TRANSMITTED INTO, THE UNITED STATES, CANADA, JAPAN, OR THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA (EXCLUDING HONG KONG)

By accepting this report the recipient hereof represents and warrants that he is entitled to receive such report in accordance with the restrictions set forth below and agrees to be bound by the limitations contained herein. Any failure to comply with these limitations may constitute a violation of law.

This document has been prepared by its authors independently of TPI Polene Power Public Company Limited (the **Company**), and has not been approved or disapproved by the Company or its directors, officers, employees or shareholders, and none of the Company or any such persons shall be in any way responsible for the contents hereof. Asia Plus Securities, who may act in connection with an offering of securities by the Company (the **Offering**), has no authority whatsoever to give any information or make any representation or warranty on behalf of the Company, CIMB Securities (Thailand) Co., Ltd., CIMB Securities Pte. Ltd., Maybank Kim Eng Securities (Thailand) Public Company Limited, Maybank Kim Eng Securities Pte Ltd., TISCO Securities Co., Ltd., (the **Underwriters**), CIMB Thai Bank Public Company Limited, Maybank Kim Eng Securities (Thailand) Public Company Limited, and TISCO Bank Public Company Limited (the **Financial Advisors**) or any advisors to the Company or any other person in connection therewith. In particular, the opinions and projections expressed in this document are entirely those of the author and are given as part of its normal research activity and not as a manager or underwriter of any offering or as an agent of the Company, or any advisors to the Company or any other person.

Asia Plus Securities has not independently verified all of the information given in this document. Accordingly, no representation or warranty, express or implied, is made as to the accuracy, completeness or fairness of the information and opinions contained in this document. None of Asia Plus Securities, the Company, any of the Underwriters, Financial Advisors or advisors to the Company and any other person accepts any liability for any loss arising from the use of this document or its contents or otherwise arising in connection therewith.

This document is for information purposes only and does not constitute or form part of an offer or solicitation of any offer to buy securities, nor should it or any part of it form the basis of, or be relied on any connection with, any contract or commitment whatsoever. Any decision to purchase or subscribe for securities in the Company should be made solely on the basis of information contained in the offering circular to be published in respect of the Offering and no reliance should be placed on any information other than that contained in the offering circular. Any opinion, estimate or projection herein constitutes a judgment as of the date of this report, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such opinion, estimate or projection. The information in this document is subject to change without notice, its accuracy is not guaranteed, it may be incomplete or condensed, will not be updated, and it may not contain all material information concerning the Company.

Asia Plus Securities Public Company Limited is acting as the co-underwriter for the Offering by the Company.

This document is confidential and is being supplied to you solely for your information and may not be reproduced, further distributed to any other person or published (in whole or in part) for any purpose. This document must not be distributed to the press or any media organization.

NEITHER THIS DOCUMENT NOR ANY COPY OF IT MAY BE SENT OR TAKEN OR TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES OR DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES (AS DEFINED IN REGULATION S UNDER THE U.S. SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED (THE SECURITIES ACT)). NEITHER THIS DOCUMENT NOR ANY COPY OF IT MAY BE TAKEN OR TRANSMITTED INTO CANADA OR JAPAN OR THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA (EXCLUDING HONG KONG) OR DISTRIBUTED OR REDISTRIBUTED IN CANADA OR JAPAN OR THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA (EXCLUDING HONG KONG) OR TO ANY RESIDENT THEREOF. THE DISTRIBUTION OF THIS DOCUMENT IN OTHER JURISDICTIONS MAY BE RESTRICTED BY LAW AND PERSONS INTO WHOSE POSSESSION THIS DOCUMENT COMES SHOULD INFORM THEMSELVES ABOUT, AND OBSERVE, ANY SUCH RESTRICTIONS. ANY FAILURE TO COMPLY WITH THESE RESTRICTIONS MAY CONSTITUTE A VIOLATION OF UNITED STATES OR CANADIAN SECURITIES LAWS OR THE LAWS OF ANY OTHER SUCH JURISDICTION. BY ACCEPTING THIS DOCUMENT, YOU AGREE TO BE BOUND BY THE FOREGOING RESTRICTIONS.

OTHER JURISDICTIONS: IN ANY OTHER JURISDICTIONS, EXCEPT IF OTHERWISE RESTRICTED BY LAW OR REGULATION, THIS REPORT IS ONLY FOR DISTRIBUTION TO PROFESSIONAL, INSTITUTIONAL OR SOPHISTICATED INVESTORS AS DEFINED IN THE LAWS AND REGULATIONS OF SUCH JURISDICTIONS.

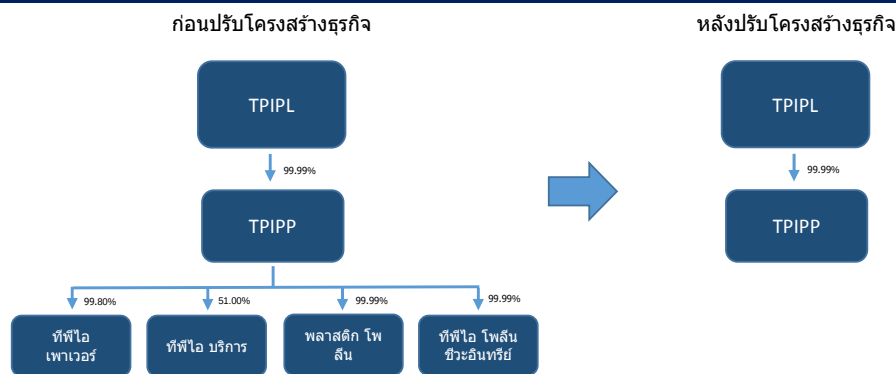
THIS DOCUMENT MAY NOT BE TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES OR DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN OR THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA (EXCLUDING HONG KONG). THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

ระดมทุนเตรียมพร้อมขยายโรงไฟฟ้าขยะ: ขึ้นแท่นผู้ประกอบการรายใหญ่สุดในประเทศ

บริษัท ทีพีโอ โพลีน เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน) (TPIPP) ถูกก่อตั้งขึ้นในเดือน พ.ย. 2534 โดยกลุ่มเลียวไพร์ตัน เพื่อประกอบธุรกิจกิจการพลังงานและสาธารณูปโภค ทั้งนี้ TPIPP ได้มีการปรับโครงสร้างธุรกิจในช่วงครึ่งหลังของปี 2558 ก่อนนำเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้โครงสร้างของ TPIPP มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น โดยทำการจำหน่ายทรัพย์สินและหุ้นในบริษัทอื่นที่ไม่ได้ประกอบธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภคให้กับกลุ่ม บมจ. ทีพีโอ โพลีน จำกัด (มหาชน) (TPIPL) รายละเอียดดังแสดงในแผนภาพ

ปัจจุบัน TPIPP ประกอบธุรกิจหลักผลิตและจำหน่ายไฟฟ้า ผ่านโรงไฟฟ้าที่ผลิตเชิงพาณิชย์แล้วทั้งหมด 4 แห่ง กำลังการผลิตไฟฟ้ารวมทั้งสิ้น 150 เมกะวัตต์ แบ่งออกเป็น 1) โรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนทิ้ง (WH –Waste Heat) จำนวน 2 แห่ง กำลังการผลิตรวม 70 เมกะวัตต์ และ 2) โรงไฟฟ้าพลังงานขยะ (RDF – Refuse Derived Fuel) จำนวน 2 แห่ง กำลังการผลิตรวม 80 เมกะวัตต์ (PPA 73 เมกะวัตต์) นอกจากนี้ TPIPP ยังดำเนินธุรกิจสถานีบริการน้ำมันเชื้อเพลิงและก๊าซธรรมชาติ ทั้งหมดจำนวน 12 แห่ง โดยมีปริมาณการขายน้ำมันเชื้อเพลิง และก๊าซธรรมชาติเฉลี่ย 17 ล้านลิตรต่อปี และ 34.5 ล้านกิโลกรัมต่อปี ตามลำดับ

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ TPIPP ก่อน และหลังปรับโครงสร้างบริษัท



ที่มา : TPIPP

ปัจจุบัน TPIPL เป็นผู้ถือหุ้นหลักสัดส่วน 99.9% ใน TPIPP แต่ภายหลังการทำ IPO เพื่อเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ประชาชนทั่วไปในสัดส่วนไม่เกิน 30% ของทุนเรียกชำระแล้ว สัดส่วนการถือหุ้นของ TPIPL จะปรับตัวลดลงไม่ต่ำกว่า 70% ของทุนเรียกชำระแล้ว

ทั้งนี้วัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนในครั้งนี้เพื่อเป็นการเตรียมไว้ใช้สำหรับเป็นเงินลงทุนและการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าตาม backlogs ที่อยู่ในมือ จำนวน 7 โครงการ ดังนี้ 1) โรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงขยะ RDF (TG6) กำลังการผลิตไฟฟ้า 70 เมกะวัตต์ 2) โรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงถ่านหิน (TG8) กำลังการผลิตไฟฟ้า 150 เมกะวัตต์ 3) โรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงถ่านหิน-RDF (TG7) กำลังการผลิต 70 เมกะวัตต์ 4) โครงการขยายกำลังการผลิตของสถานประกอบการเชื้อเพลิง RDF โดยเพิ่มกำลังการผลิตติดตั้งในการรับขยะอีก 2 พันตันต่อวัน เป็น 6 พันตันต่อวัน ซึ่งสามารถผลิตเชื้อเพลิง RDF ได้ 3 พันตันต่อวัน 5) โครงการลงทุนซื้อหม้อผลิตไอน้ำซึ่งใช้เชื้อเพลิง RDF เพิ่มเติมเพื่อไว้สำหรับทดแทนหม้อผลิตไอน้ำเดิมในกรณีที่มีการหยุดซ่อมบำรุง และใช้เป็นหม้อไอน้ำเสริมสำหรับโรงไฟฟ้า TG5:RDF-60MW และ TG6:RDF-70MW 6) โครงการปรับปรุงโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนทิ้งเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการใช้น้ำเพื่อผลิตไฟฟ้าของโรงไฟฟ้า WH-30MW 7) โครงการลงทุนซื้อเครื่องคัดแยกขยะเบื้องต้นเพื่อการดำเนินงานที่หลุมฝังกลบ นอกจากนี้ยังเตรียมไว้สำหรับการชำระหนี้คืนเงินกู้ยืมกับ TPIPL และสถาบันการเงิน รวมถึงเป็นเงินทุนหมุนเวียนในบริษัทและเพื่อวัตถุประสงค์ทั่วไปอื่นๆ

สรุปด้วยโครงการในมืออีกเพียง

ปัจจุบัน TPIPP มีโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์แล้วทั้งสิ้น 4 โครงการ กำลังการผลิตรวม 150 เมกะวัตต์ แบ่งออกเป็นโรงไฟฟ้าที่ใช้เชื้อเพลิงจากความร้อนทิ้งของโรงงานปูนซีเมนต์ของ TPIPL จำนวน 2 โครงการ กำลังการผลิตรวม 70 เมกะวัตต์ (TG1&TG2: WH-40MW และ TG4: WH-30MW) ซึ่งทั้ง 2 โครงการดังกล่าวเป็นการทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกับบริษัทแม่ TPIPL โดยมีอัตราค่าไฟฟ้าเท่ากับที่ TPIPL ซื้อจากการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) ส่วนอีก 2 โครงการหลังเป็นโรงไฟฟ้าที่ใช้เชื้อเพลิงขยะ กำลังการผลิตรวม 80 เมกะวัตต์ (TG3: RDF-20MW และ TG5: RDF-60MW) แต่เป็นการทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับทางการไฟฟ้าฝ่ายผลิต (PPA) โดยได้รับอัตราค่าไฟฟ้าแบบ Adder ที่ 3.5 บาทต่อหน่วย เป็นระยะเวลา 7 ปี จำนวน 73 เมกะวัตต์ โดยสัญญา PPA ดังกล่าวเป็นแบบ non-firm และจะมีการต่ออายุสัญญาทุกๆ 5 ปี

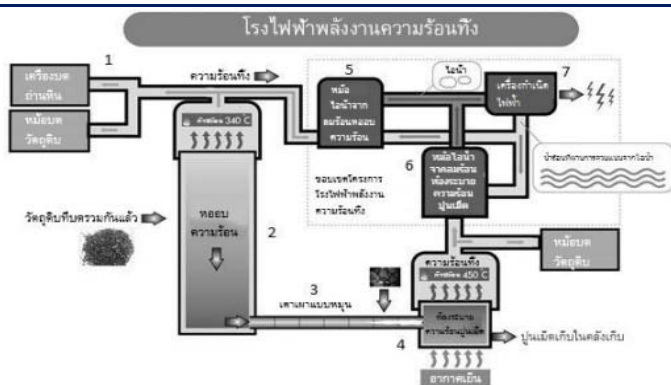
ธุรกิจของ TPIPP ในปัจจุบัน

จ่ายไฟฟ้าเชิงพาณิชย์แล้ว					
โรงไฟฟ้า	WH-40MW	RDF-20MW	RDF-60MW	WH-30MW	
เครื่องกำเนิดกังหันไอน้ำ (TG)	TG1 และ TG2	TG3	TG5	TG4	
กำลังการผลิต (MW)	40	20 (PPA:18)	60 (PPA:55)	30	
เชื้อเพลิงที่ใช้	Waste Heat	Waste Heat/RDF	RDF	Waste Heat	
ลูกค้าที่รับซื้อไฟฟ้า	TPIPL	EGAT	EGAT	TPIPL	
อัตราค่าไฟ					
Base+Ft (Baht/kWh)	✓	✓	✓	✓	
Adder (Baht/kWh)	-	3.5	3.5	-	
COD	ม.ย.2552	ม.ค.2558	ส.ค.2558	ม.ค.2559	

อยู่ระหว่างการก่อสร้าง			
โรงไฟฟ้า	RDF-70MW	Coal-150MW	Coal-RDF-70MW
เครื่องกำเนิดกังหันไอน้ำ (TG)	TG6	TG8	TG7
กำลังการผลิต (MW)	70	150	70
เชื้อเพลิงที่ใช้	RDF	Coal	Coal/RDF
ลูกค้าที่รับซื้อไฟฟ้า	EGAT	TPIPL	TPIPL
อัตราค่าไฟ			
Base+Ft (Baht/kWh)	✓	✓	✓
Adder (Baht/kWh)	3.5	-	-
สถานะ	อยู่ระหว่างการยื่น EIA / อยู่ระหว่างการก่อสร้าง	อยู่ระหว่างการยื่น EHIA / อยู่ระหว่างการก่อสร้าง	อยู่ระหว่างการยื่น EIA / อยู่ระหว่างการก่อสร้าง
SCOD	4Q2560	4Q2560	4Q2560

ที่มา : TPIPP

กระบวนการผลิตของโรงไฟฟ้าความร้อนทิ้ง



ที่มา : TPIPP

กระบวนการผลิตของโรงไฟฟ้า RDF



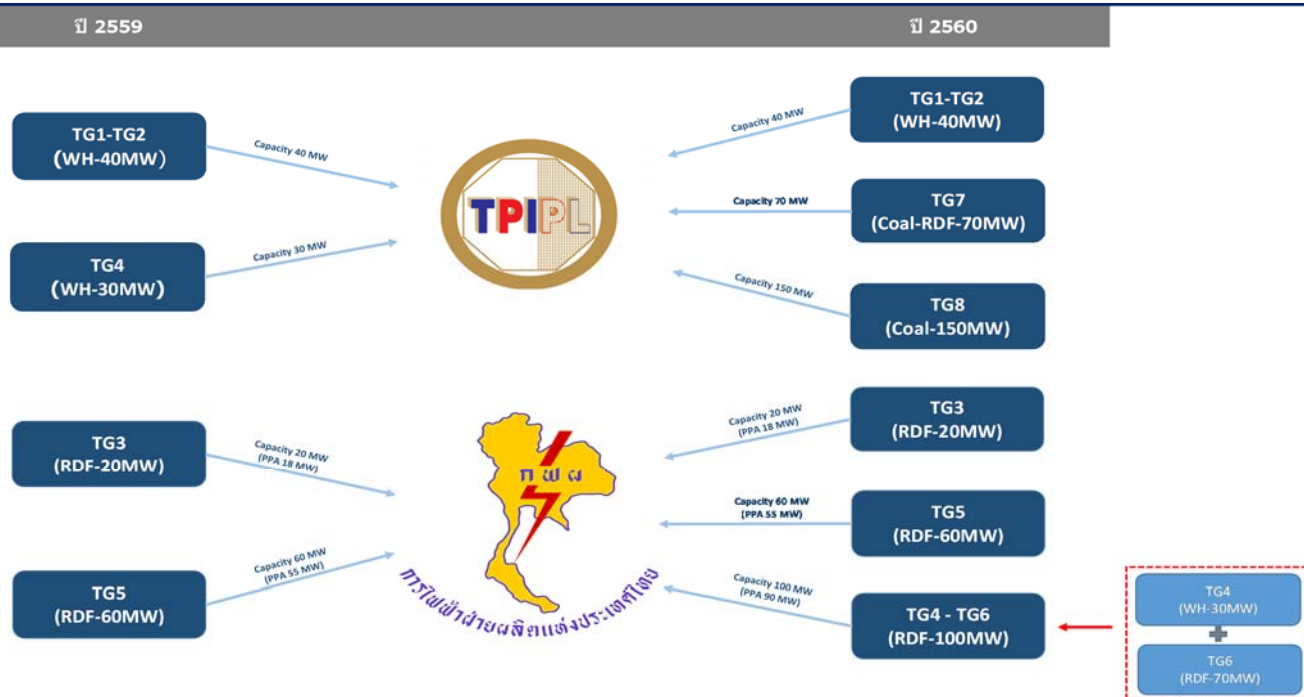
ที่มา : TPIPP

THIS DOCUMENT MAY NOT BE TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES OR DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN OR THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA (EXCLUDING HONG KONG). THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

นอกจากนี้ TPIPP ยังมีโครงการก่อสร้างโรงไฟฟ้าในมืออีก 3 โครงการ ที่ปัจจุบันอยู่ระหว่างการยื่น EIA/EHIA กำลังการผลิตรวม 290 เมกะวัตต์ แบ่งออกเป็นโรงไฟฟ้าจากเชื้อเพลิงขยะกำลังการผลิต 70 เมกะวัตต์ จำนวน 1 โครงการ (TG6: RDF-70MW) โดย TPIPP สามารถนำเชื้อเพลิงชนิดอื่นมาใช้ร่วมผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าขยะในอัตราส่วน 1:3 ซึ่งได้เลือกนำโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงความร้อนทิ้งกำลังการผลิต 30 เมกะวัตต์ (TG4: WH-30MW) ที่เดิมผลิตไฟฟ้าเพื่อขายให้ TPIPL มาเป็นเชื้อเพลิงร่วมสำหรับโครงการนี้ รวมเป็นโรงไฟฟ้าขยะ 100 เมกะวัตต์ (TG4&TG6) ซึ่งตามสัญญา PPA กำลังการผลิตอยู่ที่ 90 เมกะวัตต์ โดยจะได้รับอัตราค่าไฟฟ้าแบบ Adder ที่ 3.5 บาท เป็นระยะเวลา 7 ปี

ส่วนอีก 2 โครงการ เป็นโรงไฟฟ้าถ่านหิน กำลังการผลิตรวม 220 เมกะวัตต์ ได้แก่ 1) โรงไฟฟ้าถ่านหิน-RDF (TG7: Coal-RDF-70MW) ซึ่งโดยปกติจะเดินเครื่องโดยใช้เชื้อเพลิงถ่านหินและขายไฟฟ้าให้กับ TPIPL แต่หากกรณีโรงไฟฟ้าที่ใช้ขยะเป็นเชื้อเพลิงโรงอื่นๆ ของ TPIPP อาทิ TG5 และ TG6 หยุดเดินเครื่อง สามารถใช้โรงไฟฟ้าถ่านหิน-RDF (TG7) เดินเครื่องโดยใช้เชื้อเพลิงขยะแทนได้ เพื่อให้ยังสามารถขายไฟฟ้าให้กับกฟผ.และได้รับอัตราค่าไฟฟ้าส่วนเพิ่ม (Adder) ตามสัญญาของเครื่องนั้นๆ (TG5 หรือ TG6) และ 2) โรงไฟฟ้าถ่านหิน (TG8: Coal-150MW) เป็นการทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกับ TPIPL

กำลังการผลิตโรงไฟฟ้า TPIPP รายปี



ที่มา : TPIPP

Synergy ที่ได้เปรียบเหนือคู่แข่งจากการเป็นลูกของ TPIPL

TPIPP ถือเป็นผู้ประกอบการที่ให้ความสนใจลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนจากเชื้อเพลิงขยะประเภทขยะชุมชน ที่ชัดเจนรายหนึ่งของประเทศไทย ซึ่งในช่วงที่ผ่านมาบริษัทฯ ได้มีการพัฒนาและปรับปรุงกระบวนการทำงานของโรงไฟฟ้าขยะ จนทำให้โรงไฟฟ้าขยะของ TPIPP มีเสถียรภาพมากขึ้น โดยแผนกลยุทธ์ที่ TPIPP ใช้ถือว่ามีความได้เปรียบเหนือคู่แข่ง รวมถึงเลียนแบบได้ค่อนข้างยาก ไม่ว่าจะเป็นการใช้เชื้อเพลิงพลังงานความร้อนทิ้ง (Waste Heat) ที่ได้จากโรงงานปูนซีเมนต์ของบริษัทแม่ TPIPL ซึ่งตั้งอยู่บริเวณใกล้เคียงกันกับโรงไฟฟ้า และมีต้นทุนต่ำมาเป็นเชื้อเพลิงเสริมในการผลิตไฟฟ้า

THIS DOCUMENT MAY NOT BE TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES OR DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN OR THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA (EXCLUDING HONG KONG). THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

ของโรงไฟฟ้าขยะ เพราะโดยปกติแล้วตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับทางกฟผ. (PPA) ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าจะสามารถเลือกใช้เชื้อเพลิงเสริมควบคู่ไปกับเชื้อเพลิงหลักในการผลิตไฟฟ้าได้ แต่ในสัดส่วนที่ไม่เกิน 25.0% ของกำลังการผลิตทั้งหมด โดยกระบวนการดังกล่าวทำให้ TPIPP สามารถประหยัดต้นทุนค่าเชื้อเพลิงได้อย่างมีนัยยะ หากเทียบกับการใช้ขยะเป็นเชื้อเพลิงในการผลิตไฟฟ้าเพียงอย่างเดียว หรือใช้วัตถุดิบอื่นเป็นเชื้อเพลิงเสริมในการผลิตไฟฟ้า

นอกจากนี้ TPIPP ยังมีกลยุทธ์สำคัญในการจัดหาขยะให้มีปริมาณที่เพียงพอให้โรงไฟฟ้าสามารถเดินเครื่องผลิตไฟฟ้าได้ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า รวมถึงการพัฒนาเครื่องจักรให้สามารถแยกขยะสำหรับเป็นเชื้อเพลิงผลิตไฟฟ้าได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ขยะที่ TPIPP ใช้เป็นเชื้อเพลิงในการผลิตไฟฟ้าแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่

- 1) ขยะที่ไม่มีการคัดแยก - ประกอบไปด้วยขยะจากหลุมฝังกลบ ขยะสด และขยะชุมชน ซึ่งขยะประเภทนี้ TPIPP จะรับซื้อมาจากกลุ่มเทศบาลกว่า 89 แห่ง รวมถึงเอกชนกว่า 13 แห่ง ทั้งใน จ.สระบุรี และจังหวัดใกล้เคียง โดยยังไม่ผ่านกระบวนการคัดแยกใดๆ หลังจากนั้น TPIPP จะนำขยะดังกล่าวมาทำการคัดแยกเพื่อเข้าโรงงานผลิตเชื้อเพลิง RDF ต่อไป
- 2) ขยะที่มีการคัดแยก - เป็นการรับซื้อเชื้อเพลิงขยะที่เป็น RDF สำเร็จรูปแล้วจากผู้รับเหมาที่มีโรงงานทำเชื้อเพลิง RDF พร้อมทั้งจะนำมาใช้เป็นเชื้อเพลิงในโรงไฟฟ้าได้ทันที

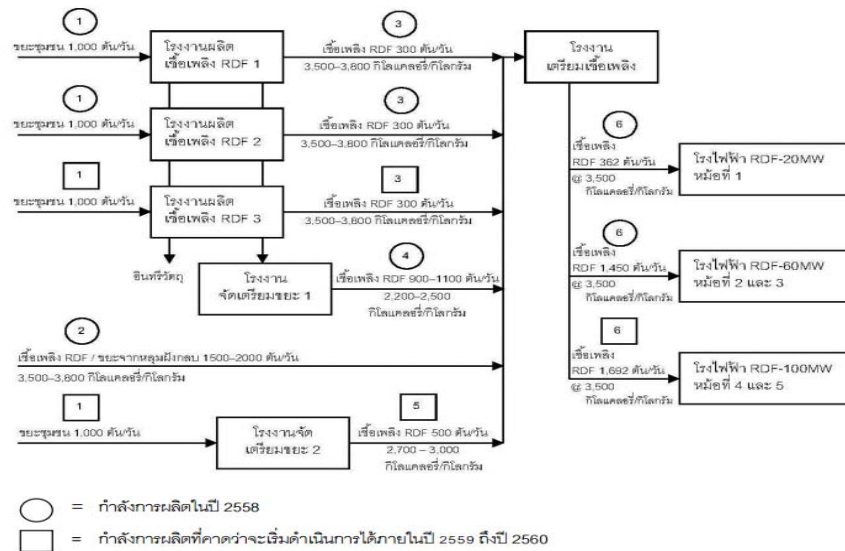
ทั้งนี้ปัจจุบัน TPIPP ได้มีการใช้ขยะทั้ง 2 ประเภท เพื่อเป็นเชื้อเพลิงในโรงไฟฟ้า ในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกันราว 50:50 แต่อย่างไรก็ตามสัดส่วนดังกล่าวสามารถเปลี่ยนแปลงได้ ซึ่งขึ้นอยู่กับปริมาณขยะแต่ละส่วน อีกทั้งเพื่อเป็นการจัดเตรียมเชื้อเพลิงขยะให้เพียงพอต่อการผลิตไฟฟ้าตามสัญญา TPIPP ได้ทำสัญญาซื้อขายขยะล่วงหน้าเป็นระยะเวลา 3 ปี ทั้งประเภทขยะหลุมฝังกลบ และขยะชุมชน จากกลุ่มผู้ขายขยะ รวมถึงได้มีการคัดเลือกคุณภาพขยะให้มีความเหมาะสมกับค่าความร้อนที่จะเกิดขึ้น ซึ่งหากขยะที่รับซื้อมาไม่มีคุณลักษณะตามที่ทาง TPIPP กำหนด TPIPP มีสิทธิปฏิเสธไม่รับขยะที่ส่งมอบและไม่ชำระค่าชดเชยค่าขนส่งให้กับบริษัทจัดการขยะ

นอกจากนี้ TPIPP ยังเสริมจุดแข็งของตนเอง ด้วยการทำวิจัยและพัฒนาเทคโนโลยี รวมถึงการปรับปรุงกระบวนการผลิตของโรงไฟฟ้าขยะให้มีประสิทธิภาพดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง อาทิ การปรับปรุงเทคโนโลยีระบบการคัดแยกขยะให้มีความเหมาะสมกับลักษณะขยะในประเทศ การปรับปรุงประสิทธิภาพกระบวนการแปลงขยะชุมชนให้เป็นเชื้อเพลิง RDF และการปรับลดอัตราการใช้ไฟฟ้าภายในโรงไฟฟ้า (Internal User)

อย่างไรก็ตามหากเทียบกับผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าขยะรายอื่น พบว่า TPIPP มีความได้เปรียบเหนือคู่แข่ง เนื่องจาก

- 1) ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าขยะรายอื่นอาจใช้ขยะเป็นเชื้อเพลิงในการผลิตไฟฟ้าเพียงอย่างเดียว หรือบางรายอาจมีการใช้เชื้อเพลิงเสริมเช่นเดียวกับ TPIPP แต่เชื้อเพลิงเสริมที่ใช้อาจมีต้นทุนสูงกว่า ทำให้ไม่มีความได้เปรียบด้านต้นทุน
- 2) ประเภทของขยะที่ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าขยะรายอื่นใช้จะมาจากการรับกำจัด และไม่มีกระบวนการเตรียมคัดแยก ทำให้ขยะที่ใช้เป็นเชื้อเพลิงในการผลิตไฟฟ้าอาจมีคุณภาพที่ไม่ดีนัก เนื่องจากค่าความร้อนของขยะจะมีความผันผวนค่อนข้างสูงตามประเภทขยะที่รับมากำจัดในแต่ละรอบ ซึ่งจะส่งผลให้การเดินเครื่องผลิตไฟฟ้าไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร

แผนภาพการผลิตข้อมูล RDF ของ TPIPP



ที่มา : TPIPP

ยังมีโอกาสต่อยอดโครงการใหม่ได้อีกตามแผน AEDP

TPIPP ยังให้ความสนใจที่จะขยายการลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานขยะในประเทศ โดยให้น้ำหนักการลงทุนไปที่โรงไฟฟ้าพลังงานประเภทขยะชุมชนเป็นหลัก ซึ่งหากพิจารณาตามแผนการพัฒนากำลังการผลิตแผน AEDP ปี 2558-2579 พบว่ามีการส่งเสริมการรับซื้อไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในปริมาณที่มากขึ้น เพื่อเป็นการลดการพึ่งพาก๊าซธรรมชาติและการนำเข้าพลังงานที่มีต้นทุนสูง ซึ่งทางภาครัฐได้ตั้งเป้าหมายรับซื้อไฟฟ้าพลังงานขยะทั้งหมด 501 เมกะวัตต์ ทั้งนี้ปัจจุบันโรงไฟฟ้าประเภทขยะมีกำลังการผลิตที่จ่ายไฟฟ้าเชิงพาณิชย์แล้วจำนวน 140 เมกะวัตต์ และมีผู้ประกอบการที่ได้ใบสัญญา PPA แต่ยังไม่จ่ายไฟฟ้าเชิงพาณิชย์จำนวน 105 เมกะวัตต์ รวมถึงยังมีโครงการที่ได้รับการตอบรับซื้อแล้วอีก 140 เมกะวัตต์

อย่างไรก็ตามล่าสุดภาครัฐได้เริ่มเข้ามาตรวจสอบสำหรับผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าขยะที่ได้รับใบสัญญา PPA แล้ว แต่ยังไม่จ่ายไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ ซึ่งหากพิสูจน์ได้ว่าผู้ประกอบการไม่ได้มีเจตนาที่จะก่อสร้างโรงไฟฟ้าขึ้นจริง หรือไม่สามารรถดำเนินการได้ตามสัญญา ภาครัฐมีโอกาที่จะยกเลิกสัญญา PPA ที่ทำไว้ก่อนหน้านี้ แล้วนำมาเปิดประมูลใหม่ให้กับผู้ประกอบการที่ให้ความสนใจหรือมีความสามารถในการประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าขยะเข้ามาลงทุนแทน ดังนั้นจะเห็นได้ว่ายังมีโอกาสอีกมากสำหรับการลงทุนก่อสร้างโรงไฟฟ้าขยะในอนาคต ซึ่งถือเป็น upside ที่ยังไม่รวมไว้ในประมาณการของ TIPIP

THIS DOCUMENT MAY NOT BE TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES OR DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN OR THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA (EXCLUDING HONG KONG). THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

โอกาสการขยายโรงไฟฟ้าขยะชุมชนในประเทศ

หน่วย: เมกะวัตต์	กำลังการผลิตตามเป้าหมาย AEDP ปี 2558-2579 (ฉบับใหม่)
พลังงานแสงอาทิตย์	6,000
พลังงานชีวมวล	5,570
พลังงานลม	3,002
พลังงานน้ำ ≤ 10 MW	376
พลังงานน้ำ > 10 MW	2,906
ก๊าซชีวภาพ	1,280
พลังงานขยะ	501
พลังงานรูปแบบใหม่	0
รวม	19,635

สถานะ	จำนวนโรงไฟฟ้า	กำลังการผลิต (MW)	ปริมาณขายตามสัญญา (MW)
ตอบรับซื้อแล้ว	9	161	140
เซ็น PPA	16	119	105
COD แล้ว	26	151	140
รวม	51	431	385

ที่มา : TPIPP (มกราคม 2560)

การยื่น EIA/EHIA ของโรงไฟฟ้าทั้ง 3 โครงการ.....ประเด็นที่ยังต้องติดตาม

ช่วงเดือน ม.ค. 2560 ที่ผ่านมา ข้อมูลใน website ของคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) ระบุว่าโรงไฟฟ้าขยะ 100 เมกะวัตต์ (TG4&TG6) ของ TPIPP ถูกยกเลิกการตอบรับซื้อไฟจากทาง กกพ. (PPA 90MW) ซึ่งจากการสอบถามทาง TPIPP พบว่าปัญหาเกิดจากการที่ TPIPP เลือกใช้ Code of Practice : CoP ที่ประกาศโดย กกพ. ในการขออนุญาตก่อสร้างโรงไฟฟ้า แทนวิธีปฏิบัติเดิมที่จะต้องทำรายงานผลกระทบสิ่งแวดล้อม (EIA) เพื่อประหยัดเวลา แต่ทั้งนี้จากการสุ่มตรวจตัววัดสิ่งแวดล้อมบางรายการที่ไม่ผ่านเกณฑ์ตาม CoP ทำให้ TPIPP ไม่สามารถลงนามในสัญญา PPA ได้ทันตามกำหนดในวันที่ 21 พ.ย. 2559

โดยล่าสุด TPIPP ได้ยื่นเรื่องอุทธรณ์ และ กกพ. ได้อนุมัติขยายเวลาเซ็นสัญญา PPA ออกไปอีก 290 วัน โดยให้ TPIPP ทำรายงานผลกระทบสิ่งแวดล้อม (EIA) แทน CoP ซึ่ง TPIPP คาดจะยื่น EIA รอบแรกภายในเดือน มี.ค. 2560 โดยให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้องพิจารณา เนื่องจากมีโครงร่าง EIA เดิมอยู่แล้ว อีกทั้งยังมีประสบการณ์ทำ EIA โรงไฟฟ้าขยะ 2 โรง ที่เปิดดำเนินการอยู่ในปัจจุบัน จึงเชื่อว่าจะเตรียมข้อมูลได้อย่างครบถ้วน หากได้รับอนุมัติ EIA ก็จะทำเรื่องขอสัญญาซื้อขายไฟกับ EGAT ใหม่อีกครั้งทันที

ส่วนโรงไฟฟ้าถ่านหิน/ขยะ 70 เมกะวัตต์ (TG7) และโรงไฟฟ้าถ่านหิน 150 เมกะวัตต์ (TG8) อยู่ระหว่างการยื่น EIA/EHIA เช่นเดียวกัน โดยได้ทำการยื่นรอบแรกไปแล้วในช่วงเดือน ธ.ค.2559 ซึ่งตามกำหนดการทั้ง 3 โครงการข้างต้นจะสามารถดำเนินการเชิงพาณิชย์ได้ภายในงวด 4Q60

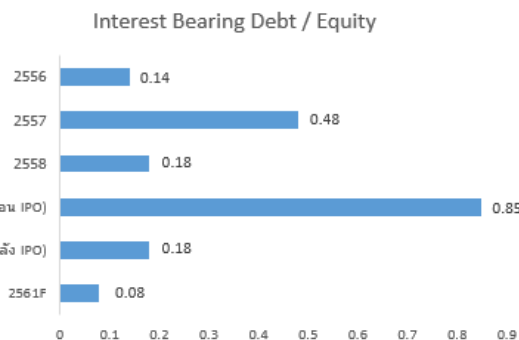
สถานะทางการเงินแข็งแกร่ง

เรามองว่าจากแผนการขยายการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าของ TPIPP ในระยะ 3 ปี ข้างหน้า (2560-2562) คาดจะต้องใช้เงินลงทุน (CAPEX) รวมทั้งหมดราว 1.5 หมื่นล้านบาท หรือเฉลี่ยราวปีละ 5 พันล้านบาท สำหรับการเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าอีกราว 280 เมกะวัตต์ (ตามสัญญา PPA) และการขยายกำลังการผลิตติดตั้งสำหรับการรับขยะชุมชนเข้าสู่การผลิต RDF อีก 2 พันตันต่อวันเป็น 6 พันตันต่อวัน อย่างไรก็ตามหากพิจารณาจากกระแสเงินสดที่มีอยู่ในมือ ณ สิ้นปี 2559 ที่ 286 ล้านบาท แม้จะค่อนข้างน้อย แต่หากรวมกับเงินที่ได้จากการเพิ่มทุนในครั้งนี้ และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในแต่ละปีกว่า 3 พันล้านบาท อีกทั้งยังสามารถที่จะกู้ยืมจากสถาบันการเงินเพิ่มเติมได้

THIS DOCUMENT MAY NOT BE TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES OR DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN OR THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA (EXCLUDING HONG KONG). THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

ภายใต้อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายต่อทุนของ TPIPP ก่อนเพิ่มทุนที่อยู่ระดับอยู่ต่ำเพียง 0.85 เท่า และคาดว่าจะปรับตัวลดลงเหลือเพียง 0.18 เท่า ภายหลังการเพิ่มทุน รวมถึงหากพิจารณาในช่วง 2 ปี ข้างหน้า เราพบว่าสัดส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายต่อทุนคาดว่าจะมีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องเหลือเพียง 0.08 เท่าในปี 2561 จากการทยอยรับรู้รายได้จากโครงการที่อยู่ในมือตามแผน ดังนั้นเราจึงถือว่า TPIPP มีสถานะการเงินที่ค่อนข้างแข็งแกร่งไม่เป็นที่น่ากังวล

อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายต่อทุน ก่อนและหลังเพิ่มทุน



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ภาคการ 2 ปี ข้างหน้า เติบโตสูงถึง 92% p.a. (CAGR)

TPIPP ประกาศกำไรสุทธิปี 2559 เท่ากับ 1.8 พันล้านบาท ปรับตัวเพิ่มขึ้น 269.8% yoy เนื่องจากปี 2559 ไม่มีการบันทึกค่าใช้จ่ายพิเศษ ในขณะที่ปี 2558 มีการบันทึกการขายขาดทุนจากการจำหน่ายเงินลงทุนในบริษัทย่อยทั้งหมด 537.1 ล้านบาท ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว เนื่องจากมีการปรับโครงสร้างบริษัท ทำให้ทาง TPIPP ต้องจำหน่ายทรัพย์สินและหุ้นของบริษัทย่อยทั้ง 4 แห่ง อาทิ บริษัท ทีพีไอ เพาเวอร์ บริษัท ทีพีไอ บริการ บริษัท พลาสติก โพลีน และบริษัท ทีพีไอ โพลีน ชีวะอินทรีย์ ที่มีมูลค่าทางบัญชี แต่หากพิจารณาเฉพาะกำไรจากการดำเนินงานปกติ ปี 2559 พบว่าเติบโต 78.7%yoy จากในปี 2558 ที่ 1,021 ล้านบาท สะท้อนจากการรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าพลังงานความร้อน ทั้ง 30 เมกะวัตต์ (TG4:WH-30MW) ที่เริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ในเดือน ม.ค.2559 รวมถึงการรับรู้รายได้โรงไฟฟ้าขยะ 60 เมกะวัตต์ (TG5:RDF-60MW) กำลังการผลิตตามสัญญา PPA ที่ 55 เมกะวัตต์ เต็มปีเป็นปีแรก

ฝ่ายวิจัยคาดว่ากำไรสุทธิในช่วงปี 2560-2561 จะเติบโตเฉลี่ย 92% p.a. (CAGR) ภายใต้สมมติฐานการยื่น EIA/EHIA ผ่านทั้ง 3 โรง (TG6:RDF-70 MW, TG7:Coal-RDF-70 MW, TG8:Coal-150 MW) โดยในปี 2560 คาดกำไรสุทธิเติบโตกว่า 52%yoy ไปที่ 2.8 พันล้านบาท จากการรับรู้รายได้จากทั้งโรงไฟฟ้าขยะ 100 เมกะวัตต์ (TG4&TG6:RDF-100MW) กำลังการผลิตตามสัญญา PPA ที่ 90 เมกะวัตต์, โรงไฟฟ้าถ่านหิน/ขยะ 70 เมกะวัตต์ (TG7: Coal-RDF-70 MW) และโรงไฟฟ้าถ่านหิน 150 เมกะวัตต์ (TG8: Coal-150MW) ที่จะเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ทุกโครงการในงวด 4Q60

นอกจากนี้คาดว่าแนวโน้มกำไรสุทธิปี 2561 จะเติบโตอย่างก้าวกระโดด 144%yoy ไปที่ 6.8 พันล้านบาท จากการรับรู้รายได้จากทั้งโรงไฟฟ้าขยะ 100 เมกะวัตต์ (TG4&6: RDF-100MW) กำลังการผลิตตามสัญญา PPA ที่ 90 เมกะวัตต์, โรงไฟฟ้าถ่านหิน/ขยะ 70 เมกะวัตต์ (TG7: Coal-RDF-70 MW) และโรงไฟฟ้าถ่านหิน 150 เมกะวัตต์ (TG8: Coal-150MW) เต็มที่ตลอดทั้งปีเป็นปีแรก อีกทั้งจาก Utilization rate ของโรงไฟฟ้าทั้ง 3 โรงข้างต้น ที่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 95.0% เนื่องจากในปี 2560 เป็นปีแรกของการเริ่มจ่ายไฟเชิงพาณิชย์ ทำให้ยังไม่สามารถเดินเครื่องผลิตได้เต็มที่ การปรับเปลี่ยนของอัตราการผลิตเครื่องจะค่อยเป็นค่อยไปจนมีความเสถียรมากขึ้น

THIS DOCUMENT MAY NOT BE TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES OR DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN OR THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA (EXCLUDING HONG KONG). THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

สรุปสมมติฐานหลักๆ สำหรับคาดการณ์ประมาณการปี 2560-2562 ได้ดังนี้

1. กำหนดสมมติฐานอัตราการใช้เครื่องผลิต (Utilization rate) ของโรงไฟฟ้าทุกแห่ง ไว้ที่ระดับ 95.0% เนื่องจาก TPIPP ได้ทำการติดตั้งหม้อไอน้ำ (Boilers) เพิ่มในโรงไฟฟ้าทุกโรง ซึ่งจะสามารถช่วยแบ่งเบาการทำงานของหม้อไอน้ำเดิมได้ ทำให้การทำงานของโรงไฟฟ้ามีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น โดยเป็นการปรับลด utilization rate ของหม้อไอน้ำเดิม และหันมาเดินเครื่องหม้อไอน้ำใหม่ ให้ utilization rate อยู่ในระดับที่เหมาะสม ทั้งนี้ฝ่ายวิจัยได้กำหนด utilization rate ของโรงไฟฟ้า TG1&2: WH-40MW, TG3: RDF-20MW และ TG5: RDF-60MW ไว้ที่ระดับ 95.0% ตั้งแต่ปี 2560 เป็นต้นไป จากปี 2559 ที่กำหนดไว้ที่ 75.0% 90.0% และ 90.0% ตามลำดับ ขณะที่โรงไฟฟ้า TG4&TG6: RDF-100MW, TG7: Coal-RDF-70MW และ TG8: Coal-150MW ซึ่งตามกำหนดการจะเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ภายในงวด 4Q60 ได้กำหนด utilization rate ไว้ที่ระดับ 95.0% ตั้งแต่ปี 2561 เป็นต้นไป (ในปี 2560 เป็นปีแรกของการเริ่มจ่ายไฟเชิงพาณิชย์ของโรงไฟฟ้าทั้ง 3 โครงการ ทำให้ยังไม่สามารถเดินเครื่องผลิตได้เต็มที่)

2. กำหนดสมมติฐานอัตราค่าไฟฟ้าฐาน (Peak และ Off-Peak) ทั้งราคาขายส่งและขายปลีก ให้ปรับตัวเพิ่มขึ้นทุกๆ 3 ปี ปีละ 5% เนื่องจากในอดีตที่ผ่านมาพบว่า อัตราค่าไฟฟ้ามีการเปลี่ยนแปลงเฉลี่ยทุกๆ 3-5 ปี อาทิเช่น ในช่วงปี 2548-2551 อัตราค่าไฟฟ้าฐานปรับตัวลดลงราว 2.2% จากช่วงปี 2543-2548 มาอยู่ที่ 2.75 บาทต่อกิโลวัตต์ หลังจากนั้นในช่วงปี 2554-2558 อัตราค่าไฟฟ้าฐานปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ในระดับ 3.68 บาทต่อกิโลวัตต์ ซึ่งเป็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นเพื่อสะท้อนต้นทุนราคาเชื้อเพลิง อาทิ ราคาน้ำมัน และราคาก๊าซหุงต้ม ที่ปรับตัวขึ้นอย่างมีนัยยะในช่วงดังกล่าวมาขึ้นเหนือระดับ 100 เหรียญต่อบาร์เรล และ 100 เหรียญต่อดิน ตามลำดับ ดังนั้นการกำหนดสมมติฐานอัตราค่าไฟฟ้าในระยะยาวนอกจากจะกำหนดให้การปรับเปลี่ยนเป็นช่วงเวลาเหมือนในอดีตแล้ว ฝ่ายวิจัยได้มีการกำหนดให้มีการเปลี่ยนแปลงให้สอดคล้องกับสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบและราคาขายเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่ได้กำหนดไว้ โดยในปี 2560, 2561 และตั้งแต่ปี 2562 เป็นต้นไป กำหนดสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบอยู่ที่ 55, 60 และ 65 เหรียญต่อบาร์เรล ตามลำดับ ในส่วนของราคาขายเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ตั้งแต่ปี 2560 เป็นต้นไป กำหนดไว้ที่ 60 เหรียญต่อดิน

3. กำหนดสมมติฐานอายุของโรงไฟฟ้าพลังงานขยะอยู่ที่ 30 ปี เนื่องจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกับภาครัฐมีอายุเฉลี่ยราว 30 ปี ซึ่งถือเป็นการสะท้อนช่วงที่โรงไฟฟ้ามีประสิทธิภาพในการผลิตไฟฟ้าได้อย่างเหมาะสม

สมมติฐานของโรงไฟฟ้าแต่ละโครงการ

โรงไฟฟ้า	Assumption	2560F	2561F	2562F
TG1-TG2(WH-40MW)	จำนวนวันที่ผลิต	300	300	300
	อัตราการเดินเครื่องผลิต	95%	95%	95%
	ค่าไฟฟ้า	3.28	3.44	3.45
TG3(RDF-20MW)	จำนวนวันที่ผลิต	330	330	305
	อัตราการเดินเครื่องผลิต	95%	95%	95%
	ค่าไฟฟ้า	6.77	6.93	6.93
TG5(RDF-60MW)	จำนวนวันที่ผลิต	330	330	305
	อัตราการเดินเครื่องผลิต	95%	95%	95%
	ค่าไฟฟ้า	6.77	6.93	6.93
TG4-TG6(RDF-100MW)	จำนวนวันที่ผลิต	90	330	330
	อัตราการเดินเครื่องผลิต	85%	95%	95%
	ค่าไฟฟ้า	6.77	6.93	6.93
TG8(Coal-150MW)	จำนวนวันที่ผลิต	60	330	330
	อัตราการเดินเครื่องผลิต	26%	95%	95%
	ค่าไฟฟ้า	3.28	3.44	3.45
TG7(Coal-RDF70MW)	จำนวนวันที่ผลิต	90	330	330
	อัตราการเดินเครื่องผลิต	83%	95%	95%
	ค่าไฟฟ้า	3.28	3.44	3.45

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

สมมติฐานภาพรวมของบริษัท

	2558	2559	2560F	2561F	2562F
Total Power Capacity (MW)	112	143	423	423	423
Total Gross Margin (%)	38.2%	48.1%	53.6%	55.7%	55.4%
Total Net Margin (%)	18.8%	41.8%	43.2%	48.5%	48.5%
SG&A/Sales (%)	24.3%	4.4%	3.3%	1.6%	1.7%
RDF (Baht/Ton)	1000	1000	1000	1000	1000
Coal (Baht/Ton)	N.A.	1260	1480	1480	1480

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

THIS DOCUMENT MAY NOT BE TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES OR DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN OR THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA (EXCLUDING HONG KONG). THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

ประเมินมูลค่ามูลค่าบริษัท ณ สิ้นปี 2560 เท่ากับ 6.5 หมื่นล้านบาท

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่า TPIPP ณ สิ้นปี 2560 ด้วยวิธี DCF เท่ากับ 6.5 หมื่นล้านบาท ภายใต้สมมติฐานรวมทุกโครงการในมือปัจจุบันของ TPIPP แบ่งเป็นโครงการที่ผลิตเชิงพาณิชย์มูลค่ารวม 2.8 หมื่นล้านบาทและโครงการที่อยู่ระหว่างการขอ EIA/EHIA มูลค่ารวม 3.7 หมื่นล้านบาท (1. กำลังการผลิตตามสัญญา PPA 90 เมกะวัตต์ (TG4&TG6) มูลค่า 1.7 หมื่นล้านบาท 2. กำลังการผลิต 70 เมกะวัตต์ ขายให้ TPIPL (TG7) มูลค่า 4.8 พันล้านบาท 3. กำลังการผลิต 150 เมกะวัตต์ ขายให้ TPIPL (TG8) มูลค่า 1.5 หมื่นล้านบาท)

ทั้งนี้หากพิจารณาในส่วนของ PER พบว่า PER ของ TPIPP ในปี 2560 อยู่ที่ 22 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มของโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนที่ 24 เท่า อีกทั้งการทยอยการรับรู้โครงการใหม่ๆ ที่อยู่ในมือ ซึ่งจะทำการกำลังการผลิตไฟฟ้าของ TPIPP เพิ่มขึ้นอีก 195.8% จากปัจจุบัน มาอยู่ที่ 423 เมกะวัตต์ ภายในปี 2560 จะช่วยหนุนให้ค่า PER ของ TPIPP ลดลงเหลือเพียง 9 เท่า ภายในปี 2561 ขณะที่ค่าเฉลี่ย PER กลุ่มฯ อยู่ที่ 18 เท่า

ตารางเปรียบเทียบกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนที่ศึกษา

Company	Current Price	Net Income				NI Growth 58-61(CAGR)	PER		
		2558	2559	2560F	2561F		2559	2560F	2561F
TPIPP	N.A.	493	1,824	2,770	6,755	139.3%	23.3	21.8	9.0
BCPG	12.80	2,147	1,541	2,081	2,521	5.5%	16.6	12.3	10.2
EA	25.25	2,852	3,252	4,430	5,228	22.4%	28.3	21.3	18.0
GUNKUL	5.05	685	703	987	1,202	20.6%	59.7	42.0	31.2
TSE*	5.80	527	551	663	492	-2.3%	18.4	20.0	20.7
Average						37.1%	29.3	23.5	17.8

หมายเหตุ : *อ้างอิงข้อมูล TSE และ SPCG จาก Bloomberg

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

การประเมินมูลค่าพื้นฐานวิธี DCF ของ TPIPP

TPIPP

Project	Effective Market Capitalization	Time to Maturity (Year)	WACC	Cost of Debt	Cost of Equity	D/E	Beta
TG1&TG2 : WH-40MW	7,228	28	7.3%	4.4%	14.0%	70/30	1.3
TG3 : RDF-20MW	2,888	18	7.3%	4.4%	14.0%	70/30	1.3
TG5 : RDF-60MW	9,897	19	7.3%	4.4%	14.0%	70/30	1.3
TG4&TG6 : RDF-100MW	17,035	20	7.3%	4.4%	14.0%	70/30	1.3
TG8 : Coal-150MW	14,816	26	7.3%	4.4%	14.0%	70/30	1.3
TG7 : Coal-RDF-70MW	4,839	26	7.3%	4.4%	14.0%	70/30	1.3
Petro	378	N.A.	7.3%	N.A.	N.A.	N.A.	1.3
Cash	7,945	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Total	65,026						

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

THIS DOCUMENT MAY NOT BE TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES OR DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN OR THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA (EXCLUDING HONG KONG). THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

ประเด็นความเสี่ยงหลักของ TPIPP

1. ความเสี่ยงจากการปิดซ่อมบำรุง หรือการปิดสายการผลิตของโรงปูนซีเมนต์ของ TPIPL เนื่องจาก TPIPP ใช้เชื้อเพลิงพลังงานความร้อนทิ้ง (Waste Heat) ที่ได้จากโรงงานปูนซีเมนต์ของบริษัทแม่ TPIPL มาเป็นเชื้อเพลิงในการผลิตไฟฟ้า ซึ่งหากมีการปิดซ่อมบำรุงโรงปูนซีเมนต์ จะส่งผลให้ปริมาณความร้อนทิ้งไม่เพียงพอ และจะทำให้ utilization rate ของโรงไฟฟ้าปรับตัวลดลง กระทบกำไรของบริษัท
2. ความเสี่ยงจากการจัดหาเชื้อเพลิงขยะ เนื่องจากมีผู้ประกอบการหลายรายสนใจในการประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าขยะ สวนทางกับปริมาณขยะในแต่ละพื้นที่ ซึ่งมีปริมาณที่จำกัด อาจทำให้ TPIPP มีปริมาณขยะไม่เพียงพอสำหรับใช้เป็นเชื้อเพลิง และจะส่งผลให้โรงไฟฟ้าไม่สามารถดำเนินการผลิตได้อย่างมีประสิทธิภาพ
3. ความเสี่ยงจากการปรับตัวลดลงของค่าไฟฟ้าฐาน และค่า Ft เนื่องจากค่าไฟฟ้าฐานและค่า Ft จะปรับตัวเพิ่มขึ้นหรือลดลงตามราคาเชื้อเพลิงเป็นหลัก ซึ่งการปรับตัวลดลงของค่าไฟจะกระทบไปยังรายได้ของโรงไฟฟ้า TPIPP ทุกแห่ง ปรับตัวลดลง
4. ความเสี่ยงจากปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาก๊าซ โดยในส่วนของต้นทุนเชื้อเพลิงถ่านหิน ถือเป็นต้นทุนหลักสำหรับโรงไฟฟ้า TG7: Coal-RDF-70MW และ TG8: Coal-150MW ซึ่งหากราคาก๊าซเพิ่มขึ้น จะทำให้ต้นทุนการผลิตปรับตัวสูงถึง และมีแนวโน้มที่จะกระทบไปยังกำไรสุทธิของ TPIPP ให้ปรับตัวลดลง เนื่องจากราคาค่าไฟฟ้าที่ขายให้กับ TPIPL ไม่ได้สะท้อนถึงต้นทุนของต้นทุนเชื้อเพลิงที่แท้จริง
5. ความเสี่ยงจากการยื่น EIA ของโรงไฟฟ้า TG4&6 : RDF-100MW ที่อาจจะได้รับการอนุมัติจากทาง สผ. ถ้าเข้าเกินระยะเวลาที่กำหนดภายใน 290 วัน (ภายใน 7 ก.ย.2560) ซึ่งโครงการนี้ถือว่าเป็นโครงการใหญ่ในการสร้างรายได้ให้กับทาง TPIPP จึงมีแนวโน้มที่จะกระทบกำไรสุทธิให้ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยยะ ทั้งนี้ TPIPP ได้เตรียมยื่น EIA รอบแรกภายในเดือน มี.ค. 2560

Sensitivity Analysis

Sensitivity	Ft(Baht/Kwhr)		ค่าไรสุทธิ		Fair Value	
	2560F	2561F	2560F	%Chg	2561F*	%Chg
	-0.1	-0.1	2,713	-2.1%	6,495	10.0%
	0.0	0.0	2,741	-1.0%	6,625	12.2%
Base Case	0.1	0.1	2,770	0.0%	5,904	0.0%
	0.2	0.2	2,799	1.0%	6,885	16.6%
	0.3	0.3	2,828	2.1%	7,015	18.8%

Sensitivity	RDF(Baht/Ton)		ค่าไรสุทธิ		Fair Value	
	2560F	2561F	2560F	%Chg	2561F*	%Chg
	800	800	2,914	5.2%	6,976	18.2%
	900	900	2,842	2.6%	6,865	16.3%
Base Case	1,000	1,000	2,770	0.0%	5,904	0.0%
	1,100	1,100	2,699	-2.6%	6,645	12.6%
	1,200	1,200	2,627	-5.2%	6,534	10.7%

หมายเหตุ : * แม้ต้นทุน RDF / Ft สูงขึ้น แต่ได้รับแรงหนุนจากโรงไฟฟ้าถ่านหินที่ผลิตเชิงพาณิชย์อย่างเต็มที่เป็นปีแรก

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2560-61

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559	2560F	2561F
ยอดขาย	2,629	4,368	6,414	13,934
ต้นทุนขาย	(1,624)	(2,265)	(2,976)	(6,175)
กำไรขั้นต้น	1,005	2,103	3,438	7,760
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(102)	(191)	(213)	(221)
ดอกเบี้ยจ่าย	(95)	(160)	(417)	(562)
ค่าใช้จ่ายอื่น	(537)	-	-	-
รายได้อื่น	165	40	70	70
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	436	1,792	2,878	7,047
ภาษีเงินได้	106	7	(108)	(292)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	542	1,799	2,770	6,755
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(49)	25	-	-
กำไรสุทธิ	493	1,824	2,770	6,755
การเติบโตของยอดขาย (%)	32.5%	66.1%	46.8%	117.3%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	30.2%	269.8%	51.9%	143.8%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	38.2%	48.1%	53.6%	55.7%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	18.8%	41.8%	43.2%	48.5%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59
ยอดขาย	1,135	1,120	N.A.	N.A.
ต้นทุนขาย	(504)	(549)	N.A.	N.A.
กำไรขั้นต้น	632	572	N.A.	N.A.
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(49)	(48)	N.A.	N.A.
ดอกเบี้ยจ่าย	(16)	(49)	N.A.	N.A.
รายได้อื่น	9	11	N.A.	N.A.
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	575	485	N.A.	N.A.
ภาษีเงินได้	2	1	N.A.	N.A.
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	577	487	N.A.	N.A.
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	59	13	N.A.	N.A.
กำไรสุทธิ	636	500	N.A.	N.A.
การเติบโตของยอดขาย (%)	N.A.	-1.3%	N.A.	N.A.
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	N.A.	-21.5%	N.A.	N.A.
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	55.6%	51.0%	N.A.	N.A.
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	56.0%	44.6%	N.A.	N.A.

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559	2560F	2561F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.16	0.60	4.31	7.81
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	1.78	3.49	8.71	20.64
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.18	0.85	0.17	0.08
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	3.8%	11.8%	10.9%	19.7%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	6.6%	21.0%	16.0%	23.3%

THIS DOCUMENT MAY NOT BE TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES OR DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN OR THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA (EXCLUDING HONG KONG). THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2560-61 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559	2560F	2561F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	493	1,824	2,770	6,755
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	323	371	539	880
กำไร/ขาดทุนจาก FX ที่ยังไม่เกิดขึ้นจริง	71	9	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(541)	621	(323)	(640)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	347	2,826	2,986	6,995

กระแสเงินสดจากการลงทุน

เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	1,514	(1,431)	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(1,655)	(3,893)	(8,000)	(1,000)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(141)	(5,324)	(8,000)	(1,000)

กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน

เพิ่ม/ลด เงินกู้	(1,653)	5,419	(2,574)	(2,000)
จ่ายเงินปันผล	-	(2,552)	(912)	(1,385)
อื่นๆ	(219)	(198)		
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(123)	2,670	12,672*	(3,385)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	82	172	7,659	2,610

หมายเหตุ : *ภายใต้สมมติฐานส่วนของการเพิ่มทุนแล้ว

งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559	2560F	2561F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	114	286	7,945	10,554
ลูกหนี้การค้า	1,679	823	650	700
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	481	597	462	452
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	9,282	15,459	22,920	23,040
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	1,117	1,005	871	871
สินทรัพย์รวม	12,674	18,169	32,848	35,618
หนี้สินระยะสั้น	-	30	100	100
หนี้สินระยะยาว	1,635	6,860	4,380	2,380
อื่นๆ	1,993	2,958	2,030	1,430
หนี้สินรวม	3,628	9,848	6,510	3,910

ทุนที่ชำระแล้ว	5,900	5,900	8,400	8,400
กำไรสะสม	3,145	2,421	4,188	9,558
ส่วนของผู้ถือหุ้น	9,045	8,321	26,338*	31,708*
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	12,674	18,169	32,848	35,618

หมายเหตุ : *ภายใต้สมมติฐานส่วนของการเพิ่มทุนแล้ว

สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559	2560F	2561F
Total Power Capacity (MW)	113	143	423	423
-Waste Heat	40	70	40	40
-RDF (PPA)	73	73	163	163
-RDF/Coal,Coal	N.A.	N.A.	220	220
Total Gross Margin (%)	38.2%	48.1%	53.6%	55.7%
Total Net Margin (%)	18.8%	41.8%	43.2%	48.5%
SG&A/Sales (%)	24.3%	4.4%	3.3%	1.6%
RDF (Baht/Ton)	1,000	1,000	1,000	1,000
Coal (Baht/Ton)	N.A.	1,260	1,480	1,480

THIS DOCUMENT MAY NOT BE TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES OR DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN OR THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA (EXCLUDING HONG KONG). THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.