



FUNDAMENTAL

TPIPP

Underperform

การกำกับของ LSP ไม่ใช่เรื่องง่าย

Flash Points

- TPIPP รายงานกำไรสุทธิงวด 2Q68 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 3.7%qoq มาอยู่ที่ 491.7 ล้านบาท หนุ่่นจากการดำเนินการงานปกติที่เพิ่มขึ้น 15.3%qoq มาอยู่ที่ 485.3 ล้านบาท จากกำไรขั้นต้นที่ปรับตัวขึ้น 15.9%qoq มาอยู่ที่ 697.2 ล้านบาท ตามการบริหารจัดการต้นทุน และปรับปรุงประสิทธิภาพโรงไฟฟ้า ส่งผลให้ต้นทุนการผลิตต่อหน่วยที่ลดลง ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 33.4% จากเดิม 28.2% ถึงแม้ว่ารายได้จากการขายไฟฟ้าจะลดลง 2.1%qoq มาอยู่ที่ 2.1 ล้านบาท ตามค่า Ft เติ้ลขึ้นในงวด 3Q68 ที่ลดลง 7 สตางค์/หน่วย มาอยู่ที่ 18.39 สตางค์/หน่วย ก็ตาม
- อีกทั้งค่าใช้จ่ายทางภาษีลดลงมาอยู่เพียง 1.9 ล้านบาท จาก 44.5 ล้านบาทในงวดก่อนหน้า จากการรับรู้สิทธิพิเศษทางภาษี และรายได้ที่ต้องเสียภาษีที่ลดลง ถึงแม้ว่าต้นทุนทางการเงินจะเพิ่มขึ้น 77.1%qoq มาอยู่ที่ 141.5 ล้านบาท จากการรับรู้ดอกเบี้ยหุ้นกู้ที่เพิ่มขึ้นก็ตาม
- ส่วนกำไรพิเศษ Fx งวดนี้ ลดลงมาอยู่ที่ 6.4 ล้านบาท จาก 53.3 ล้านบาท ในงวด 2Q68

Impact Insight

- โดยรวมแล้วส่งผลให้งวด 9M68 กำไรสุทธิอยู่ที่ 1.9 พันล้านบาท ลดลง 21.2%yoy และคิดเป็นสัดส่วน 86.2% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2568 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้
- ภาพกำไรสุทธิปี 2568 คาดปรับตัวลดลง 33.9%yoy มาอยู่ที่ 2.2 พันล้านบาท กดดันจาก Adder โครงการสุดท้ายที่หมดเดือน เม.ย.2568 และค่า Ft เติ้ลขึ้นทั้งปีลดลง YoY
- งวด 4Q68 คาดกำไรสุทธิยังทรงตัวใกล้เคียงเดิม QoQ โดยคาดว่าจะมีแรงหนุนจากรัฐโครงการโรงไฟฟ้าฯ-สงขลา 7.2 MW ที่คาด COD ได้ตามแผนในเดือน พ.ย. 2025 อย่างไรก็ตาม คาดมีปัจจัยกดดันบางส่วนจากราคาขายไฟฟ้าที่ลดลงต่อเนื่อง QoQ ตามค่า Ft ประกอบกับค่าใช้จ่าย SG&A ที่คาดเพิ่มขึ้นเป็นปกติในช่วงปลายปี

Execution

- ปรับไปใช้มูลค่าพื้นฐานปี 2569 ที่ 2.2 บาท/หุ้น ช่วงสั้นคาดยังไม่มียปัจจัยบวกที่โดดเด่นเข้าจับเคลื่อนราคาหุ้น ขณะที่ด้านปัจจัยพื้นฐานปี 2568-2569 คาดแนวโน้มทำยังเป็นช่วงขาลง จาก Adder ที่หมดลงทุกโครงการ รวมถึงการจ่ายปันผลที่มีแนวโน้มลดลงเมื่อเทียบกับในอดีต จากทั้งผลประกอบการที่ลดลง และการสำรองเงินสำหรับใช้ในโครงการใหม่ๆ จึงคงคำแนะนำ Underperform

Technical Chart



แนวโน้มราคา : Sideways Down

แนวรับ : 1.95 บาท

แนวต้าน : 2.16 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ราคาปัจจุบัน (บาท)	2.04
ราคาเป้าหมาย (บาท)	2.20
Upside (%)	7.84
Dividend yield (%)	6.33

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	0.26	0.26	-1%
2569F	0.23	0.23	1%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Global Peers

Company	REC/BB Rating	PBV		PER	
		2568F	2569F	2568F	2569F
CHINA					
SHANGHAI AEROS-A	5.00	3.6	3.3	43.4	35.4
XINYI SOLAR HLDS	4.73	2.3	1.9	8.8	6.8
CHINA SINGYES SO	4.47	0.6	0.6	5.2	5.0
GCL-POLY ENERGY	3.93	0.8	0.7	7.1	7.0
NEO SOLAR POWER	3.44	0.7	0.8	n.m.	n.m.
MOTECH INDUSTRIE	3.25	0.9	1.0	n.m.	n.m.
USA					
FIRST SOLAR INC	3.54	0.6	0.6	6.8	87.0
SUNPOWER CORP	3.35	0.8	0.9	n.m.	n.m.
SOLARCITY CORP	2.87	1.5	2.1	n.m.	n.m.
CHINA					
HUANENG RENEWA-H	4.74	1.0	0.9	8.2	7.0
HUADIAN FUXIN -H	4.73	0.6	0.6	5.4	5.0
CHINA LONGYUAN-H	4.56	1.0	0.9	11.4	9.4
XINJIANG GOLD-H	4.33	1.5	1.3	8.8	7.9
CHINA DATANG C-H	3.47	0.4	0.4	16.2	8.3
EUROPE					
GAMESA	4.19	3.0	3.0	18.6	17.1
VESTAS WIND SYST	4.00	4.0	3.4	13.8	14.5
THAILAND					
ENERGY ABSOLUTE	Underperform	0.27	0.27	12.9	20.3
GUNKUL ENGINEER	Outperform	1.25	1.15	10.5	10.1
BCPG PCL	Outperform	0.74	0.57	18.5	16.2
TPI POLENE POWER	Underperform	0.48	0.47	7.9	8.7
SERMSANG POWER	Underperform	0.52	0.48	10.0	6.0
TTW	Neutral	2.21	2.14	12.44	12.29
AVERAGE		1.3	1.2	11.9	11.0

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2565	2566	2567	2568F	2569F
รายได้จากการขาย	10,200	10,990	10,747	8,677	8,450
กำไรสุทธิ	2,813	3,653	3,302	2,169	1,960
Norm Profit	2,806	3,610	3,281	2,169	1,960
EPS	0.33	0.43	0.39	0.26	0.23
PER	11.1	8.6	9.5	14.4	15.9
DPS	0.24	0.24	0.22	0.13	0.12
Dividend yield	11.8%	11.8%	10.6%	6.3%	5.7%
ROE	9.0%	11.3%	9.7%	6.1%	5.4%
ROA	5.7%	6.6%	5.2%	3.3%	3.0%
จำนวนหุ้น	8,400	8,400	8,400	8,400	8,400

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ESG Assessment

SET ESG Ratings

CG Score

Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง

AAA

ดีเลิศ

-

ที่มา : SET

จัดทำโดย นลินรัตน์ กิตติคำพลรัตน์
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

สัญญา อุดม
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 066756

คำเตือน

การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูล และทำความเข้าใจลักษณะสินค้า เงื่อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยง ก่อนตัดสินใจลงทุน

ESG

Environment (E)

มุ่งพัฒนาสู่สังคมคาร์บอนต่ำ โดยตั้งเป้าหมายเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2580 รวมถึงปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิต และใช้เทคโนโลยีให้เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมโดยนำขยะมาแปรรูปเป็นเชื้อเพลิงแทนถ่านหินในการผลิตไฟฟ้า รวมถึงยังมีการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนอื่นๆ เพื่อเปลี่ยนผ่านสู่บริษัทผลิตไฟฟ้าจากพลังงานสะอาด 100%

Social (S)

ดำเนินธุรกิจด้วยความรับผิดชอบต่อสังคมให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสีย สร้างผลตอบแทนที่ดีให้กับผู้ถือหุ้น คำนึงถึงหลักสิทธิมนุษยชน ปกป้องสิทธิแรงงาน อาชีวอนามัยและความปลอดภัย และสร้างสภาพแวดล้อมที่ดีในการทำงาน บริหารและพัฒนาความสามารถและทักษะให้แก่บุคลากรอย่างต่อเนื่องเคารพข้อมูลส่วนบุคคล ส่งเสริมเยาวชนในด้านการศึกษา และร่วมสร้างคุณค่าและยกระดับคุณภาพชีวิตของชุมชนและสังคม ให้เติบโตอย่างยั่งยืน

Governance (G)

ยึดหลักความถูกต้องและสอดคล้องกับกฎหมายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้อง ภายใต้จรรยาบรรณธุรกิจมีกรอบการดำเนินงานตั้งอยู่บนพื้นฐานของหลักการทำกับกิจการที่ดี เปิดเผยข้อมูลและผลการดำเนินงานอย่างโปร่งใส บริหารจัดการความเสี่ยงรอบด้าน มีความยืดหยุ่นในการบริหารจัดการ ซึ่งสะท้อนได้จากรางวัล SET ESG Rating ในระดับ AA

ESG Comment: จากการให้ความสำคัญด้าน ESG โดยลดการใช้ถ่านหินมาเป็นเชื้อเพลิงขยะทดแทน นอกจากจะช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้กับ TPIPP ยังถือเป็นส่วนช่วยลดต้นทุนการผลิตให้แก่บริษัท หนุนให้มีอัตรากำไรที่สูงขึ้น อีกทั้งการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน จะได้ใบรับรอง REC และมีโอกาสขายคาร์บอนเครดิตในอนาคต ซึ่งเป็นส่วนช่วยสร้างรายได้ให้แก่ TPIPP ได้อีกหนึ่งช่องทาง

ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

TPIPP (ล้านบาท)	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	1Q68	2Q68	3Q68	%QoQ	%YoY	9M68	9M67	%YoY
รายได้จากการขาย	2,682	2,559	2,697	2,691	2,801	2,722	2,130	2,085	-2.1%	-22.5%	6,938	7,947	-12.7%
ต้นทุนขาย	1823	1655	1727	1708	1729	1589	1529	1388	-9.2%	-18.7%	4506	5091	-11.5%
กำไรขั้นต้น	859	904	969	983	1071	1134	601	697	15.9%	-29.1%	2432	2856	-14.8%
ค่าใช้จ่ายจากการขายและบริหาร	143	119	131	158	118	115	124	118	-4.7%	-25.4%	357	409	-12.7%
EBIT	716	784	838	825	954	1019	477	579	21.3%	-29.8%	2075	2447	-15.2%
กำไร(ขาดทุน)จากอัตราแลกเปลี่ยน	87	-89	-9	117	2	4	53	6	-88.0%	-94.5%	64	19	237.8%
ดอกเบี้ยจ่าย	63	58	67	64	66	63	80	141	77.1%	120.0%	284	189	50.4%
ภาษีจ่าย	5	-20	5	-115	-67	-46	-45	-2	-95.8%	-98.4%	-92	-130	-29.1%
กำไรสุทธิ	834	699	858	833	912	967	474	492	3.7%	-41.0%	1933	2390	-19.1%
EPS (บาท)	0.10	0.08	0.10	0.10	0.11	0.12	0.06	0.06	3.7%	-41.0%	0.23	0.28	-19.1%
Norm Profit	748	789	866	716	909	963	421	485	15.3%	-32.3%	1869	2372	-21.2%
Norm EPS (บาท)	0.09	0.09	0.10	0.09	0.11	0.11	0.05	0.06	15.3%	-32.3%	0.22	0.28	-21.2%
Gross margin	32%	35%	36%	37%	38%	42%	28%	33%			35%	36%	
Net profit margin	29%	27%	31%	29%	32%	35%	21%	23%			28%	30%	

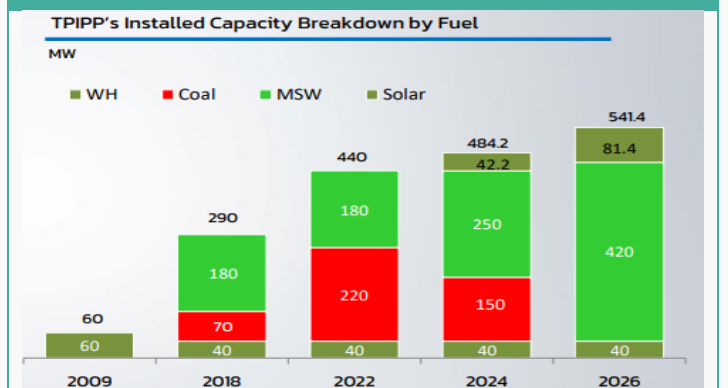
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ตาราง COD และ ADDER ของโรงไฟฟ้าที่จะหมดลง

SPP	PPA	TG	COD	ADDER	Expiration of ADDER
1	18 MW	TG3	16 JAN 2015	7 Y	JAN 2022
2	55 MW	TG5	6 Aug 2015	7 Y	AUG 2022
3	90 MW	TG4+TG6	18 APR 2018	7 Y	APR 2025

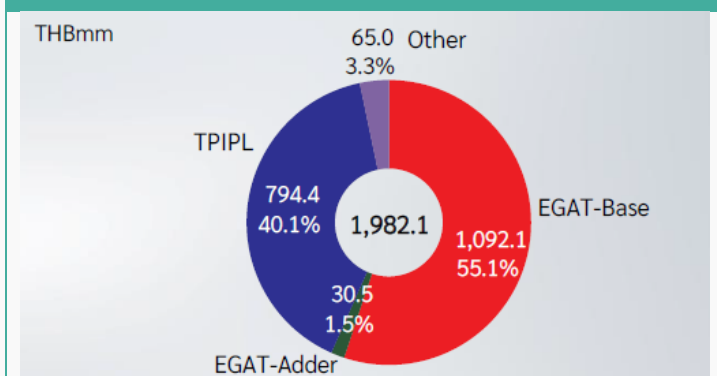
ที่มา : SPALI และ รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

แผนกำลังการผลิตและโครงการในอนาคต



ที่มา : SPALI และ รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

โครงสร้างรายได้ ณ สิ้นงวด 1Q68 ของ TPIPP



ที่มา : SPALI และ รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยง

1. ตัวแปรสำคัญที่มีผลต่อการตัดสินใจซื้อที่อยู่อาศัยได้แก่ ความเชื่อมั่นต่อการสร้างรายได้ในอนาคตของผู้ซื้อ หากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไม่เป็นไปตามที่คาด ก็จะกระทบความเชื่อมั่นของผู้บริโภคในการตัดสินใจซื้อโครงการ ส่งผลให้ยอดขายและยอดโอนไม่เป็นไปตามเป้าหมายได้
2. ระดับการแข่งขันในอุตสาหกรรมรุนแรงขึ้นต่อเนื่อง อาจทำให้การควบคุมเรื่องประสิทธิภาพการดำเนินงานทำได้ยากขึ้น

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2570 ของ TPIPP

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
รายได้จากการขาย	10,990	10,747	8,677	8,450	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	(6,978)	(6,820)	(5,631)	(5,679)	กำไรสุทธิ	3,653	3,302	2,169	1,960
กำไรขั้นต้น	4,011	3,928	3,046	2,770	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(537)	(527)	(617)	(607)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	1,017	1,033	2,942	4,332
ดอกเบี้ยจ่าย	(148)	(255)	(151)	(192)	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ยังไม่เกิดขึ้นจริง	(36)	(15)	-	-
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	457	47	(988)	(695)
รายได้อื่น	298	328	250	250	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	5,091	4,368	4,123	5,597
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	3,624	3,474	2,529	2,222	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ภาษีเงินได้	(17)	(197)	(360)	(262)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(1,657)	1,392	138	120
กำไรปกติ	3,610	3,281	2,169	1,960	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(5,846)	(6,843)	(2,000)	(2,000)
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	43	21	-	-	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(7,503)	(5,450)	(1,862)	(1,880)
กำไรสุทธิ	3,653	3,302	2,169	1,960	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	-	418	-	-
การเติบโตของยอดขาย (%)	7.7%	-2.2%	-19.3%	-2.6%	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	(0)	(0)
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	29.9%	-9.6%	-34.3%	-9.6%	จ่ายเงินปันผล	(2,016)	(1,764)	(1,084)	(980)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	36.5%	36.5%	35.1%	32.8%	อื่นๆ	4,859	3,014	(663)	980
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	33.2%	30.7%	25.0%	23.2%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(2,049)	2,843	1,668	(1,747)
					เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	431	586	513	3,717
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	3Q67	4Q67	1Q68	2Q68	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
รายได้จากการขาย	2,691	2,801	2,722	2,130	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	2,434	2,988	3,502	6,031
ต้นทุนขาย	(1,708)	(1,729)	(1,589)	(1,529)	ลูกหนี้การค้า	1,727	2,735	2,208	2,150
กำไรขั้นต้น	983	1,071	1,134	601	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	4,321	2,786	3,664	3,858
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	158	118	115	124	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	48,025	55,275	54,333	52,001
ดอกเบี้ยจ่าย	64	66	63	80	สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	3,260	2,618	2,554	2,520
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	สินทรัพย์รวม	59,767	66,402	66,261	66,560
รายได้อื่น	42	41	39	35					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	948	979	1,013	519	หนี้สินระยะสั้น	40	457	39	39
ภาษีเงินได้	(115)	(67)	(46)	(45)	หนี้สินระยะยาว	-	-	-	-
กำไรปกติ	716	909	963	421	อื่นๆ	26,526	31,204	30,398	29,717
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	117	2	4	53	หนี้สินรวม	26,566	31,662	30,437	29,756
กำไรสุทธิ	833	912	967	474					
					ทุนที่ชำระแล้ว	8,400	8,400	8,400	8,400
การเติบโตของยอดขาย (%)	-0.2%	4.1%	-2.8%	-21.7%	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	14,581	14,581	14,581	14,581
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	-2.8%	9.4%	6.0%	-51.0%	กำไรสะสม	10,221	11,759	12,843	13,823
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	36.5%	38.3%	41.6%	28.2%	ส่วนของผู้ถือหุ้น	33,202	34,740	35,824	36,804
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	31.0%	32.6%	35.5%	22.3%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	59,767	66,402	66,261	66,560
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.25	2.18	3.17	4.79	Total Power Capacity (MW)	448	512	530	530
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	6.66	4.82	3.51	3.88	-Waste Heat	40	40	40	40
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.80	0.91	0.85	0.81	-RDF (PPA)	171	171	171	171
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	6.6%	5.2%	3.3%	3.0%	-RDF/Coal/Coal	220	220	220	220
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	11.3%	9.7%	6.1%	5.4%	Total Gross Margin (%)	36.5%	36.5%	35.1%	32.8%

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส