

**TIIPP**

**บมจ. ทีพีไอ โพลีน เพาเวอร์**

Current	Previous	IPO Price	2017 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2016
--	--	7.00	8.00	14.3%	--	--

**IPO details**

ผู้ออกหลักทรัพย์	TIIPP
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	2,500
ราคาเสนอขาย (บาท)	7.00
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	1.00
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	5 เมษายน 2560
แกนนำการจัดจำหน่าย	CIMB, MBKET, TISCO
ที่ปรึกษาทางการเงิน	CIMB, MBKET, TISCO

**Consolidated earnings**

(Bt mn)	2015	2016	2017E	2018E
Revenue	2,629	4,368	7,370	13,842
EBITDA	1,390	2,323	4,276	7,271
Normalized profit	1,079	1,799	2,932	6,054
% growth Y-Y	177.4	66.7	63.0	106.5
Net profit	493	1,824	2,932	6,054
% growth Y-Y	30.1	270.0	60.8	106.5
ROE (%)	11.9	21.6	10.7	20.0
EV/EBITDA (x)	29.6	18.7	13.1	7.6
PER (x) - Normalized	38.3	23.0	20.1	9.7
PER (x)	71.4	22.6	20.1	9.7
PBV (x)	3.9	5.0	2.2	1.9
Dividend yield (%)	0.0	6.2	2.5	5.1
YE no. of shares (mn)	5,900	5,900	8,400	8,400
No. of share-fully diluted	5,900	5,900	8,400	8,400
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, FSS estimates

**หมายเหตุ :** บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดทำนายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท ทีพีไอ โพลีน เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

**นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์**

Analyst: Parinth Nikornkittikosol  
 Register No.: 085699  
 Tel: 0-2646-9817  
 Email: Parinth.n@fnsyrus.com

[www.fnsyrus.com](http://www.fnsyrus.com)

**ผู้นำด้านการเปลี่ยนขยะเป็นไฟฟ้า**

**TIIPP** ดำเนินธุรกิจหลักเป็นโรงไฟฟ้า และสถานีบริการน้ำมันเชื้อเพลิงและก๊าซธรรมชาติ ซึ่งธุรกิจโรงไฟฟ้าถือว่าเป็นอุตสาหกรรมที่กำลังขยายตัวตามความต้องการในอนาคตที่เพิ่มขึ้น ปัจจุบัน Portfolio ประกอบด้วยโรงไฟฟ้าพลังงานขยะและความร้อนที่กำลังการผลิตติดตั้งรวม 150 MW และ จะเพิ่มเป็น 440 MW ในปี 2017 ทำให้คาดว่าจะกำไรสุทธิในช่วง 3 ปีข้างหน้าจะเติบโตอย่างก้าวกระโดดที่ +50.4% CAGR โดยจุดเด่นของ **TIIPP** คือ ความเป็นผู้นำในธุรกิจโรงไฟฟ้าขยะที่มีกำลังการผลิตสูงที่สุดในประเทศไทย (ข้อมูลจาก AWR Lloyd) มีเครือข่ายการจัดการขยะทำให้สามารถหาขยะที่มีทั้งคุณภาพและปริมาณเพียงพอ และเนื่องจากมี **TIPIPL** เป็นบริษัทแม่และที่ตั้งของโรงไฟฟ้าอยู่ใกล้โรงปูนซีเมนต์ของ **TIPIPL** ทำให้ **TIIPP** สามารถนำความร้อนที่ถูกปล่อยทิ้งจากกระบวนการผลิตปูนซีเมนต์มาผลิตไฟฟ้าได้ด้วยต้นทุนที่ต่ำ เราประเมินมูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานของหุ้น **TIIPP** ปี 2017 ด้วยวิธี **SOTP** ได้มูลค่าหุ้นตามปัจจัยพื้นฐานปี 2017 ที่ 8.00 บาท

**ภาพรวมอุตสาหกรรมยังเติบโต**

ธุรกิจหลักของ **TIIPP** อยู่ในอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค ซึ่งความต้องการใช้ไฟฟ้าของประเทศไทยมีแนวโน้มเติบโตตามการพัฒนาของเทคโนโลยีและการเพิ่มขึ้นของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ซึ่งภาครัฐตั้งเป้าเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าเพื่อรองรับความต้องการใช้ไฟฟ้าของประเทศ โดยตั้งเป้าเพิ่มกำลังการผลิตจากปี 2014 ที่ 37.6 GW เป็น 70.3 GW ภายในปี 2036 โดยโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนจะเป็นสัดส่วนสูงสุดของกำลังการผลิตที่จะเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ตามประมาณการของ AWR Lloyd ในช่วง 20 ปีข้างหน้า ปริมาณขยะชุมชนของประเทศไทยอาจเพิ่มขึ้นเป็น 35-40 ล้านตัน/ปี ส่งผลให้จะมีการนำขยะมาเปลี่ยนเป็นพลังงานมากขึ้น และน่าจะทำให้กำลังการผลิตไฟฟ้าจากขยะเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ภาครัฐตั้งเป้าที่ 500 MW ในปี 2036 ซึ่งจะเป็นโอกาสแก่ **TIIPP**

**เบอร์หนึ่งในธุรกิจโรงไฟฟ้าขยะ**

ปัจจุบัน **TIIPP** จัดว่าเป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าพลังงานขยะที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ (ข้อมูลจาก AWR Lloyd) มีโรงไฟฟ้าพลังงานขยะที่ COD แล้ว 2 โรง กำลังการผลิตติดตั้งรวม 80 MW นอกจากนี้ ยังมีโรงไฟฟ้าพลังงานขยะที่อยู่ระหว่างก่อสร้างซึ่งคาดว่าจะสามารถเริ่มจ่ายไฟฟ้าได้ปี 2017 อีก 1 โรง กำลังการผลิตติดตั้งรวม 70 MW ซึ่งจะทำให้ **TIIPP** มีความได้เปรียบด้านการจัดหาขยะและการผลิตเชื้อเพลิง RDF โดยสิ่งสำคัญที่ทำให้ **TIIPP** ไม่เหมือนโรงไฟฟ้าพลังงานขยะอื่นนอกจากกำลังการผลิตที่สูงแล้ว **TIIPP** ยังมีความเชี่ยวชาญและเทคโนโลยีในการบริหารจัดการกับขยะอย่างมีประสิทธิภาพผ่านเครือข่ายการจัดการขยะที่ **TIIPP** มีความสัมพันธ์อันดีด้วย ทำให้ **TIIPP** สามารถจัดหาขยะที่มีทั้งคุณภาพและปริมาณเพียงพอกับการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าพลังงานขยะ อีกทั้ง Synergy ที่เกิดกับโรงงานปูนซีเมนต์ซึ่งเป็นบริษัทแม่ ยิ่งทำให้โรงไฟฟ้าของ **TIIPP** มีต้นทุนเชื้อเพลิงในการผลิตไฟฟ้าต่ำ ส่งผลให้ผลตอบแทนจากโครงการโรงไฟฟ้าเหล่านี้ค่อนข้างสูงกว่าคู่แข่ง

**ผลประกอบการเติบโตก้าวกระโดด**

เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2017-2019 จะมีอัตราการเติบโตที่สูง คาดเฉลี่ยที่ 50.4% CAGR โดยคาดว่าปี 2017 จะเติบโต +60.8% Y-Y ภายใต้มูลค่าที่ 2.9 พันล้านบาท จากการรับรู้กำลังการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นจากโครงการโรงไฟฟ้าใหม่จำนวน 3 โรงกำลังการผลิตติดตั้งรวม 290 MW ทำให้กำลังการผลิตติดตั้งจะเพิ่มขึ้นจาก 150 MW เป็น 440 MW และประสิทธิภาพการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นหลังผ่านการลงทุนติดตั้งหม้อผลิตไอน้ำ ส่วนปีถัดไปคาดว่าจะเติบโตจากการรับรู้รายได้เต็มปีของโรงไฟฟ้าดังกล่าว คาดกำไรปี 2018 ที่ 6.1 พันล้านบาท +106.5% Y-Y

**ประเมินมูลค่าหุ้นตามปัจจัยพื้นฐานปี 2017 ที่ 8.00 บาท**

เราประเมินมูลค่าหุ้นด้วย **SOTP** แยกตามแต่ละธุรกิจ โดยธุรกิจโรงไฟฟ้าใช้วิธี **DCF** รวมโครงการที่ COD แล้วและอยู่ระหว่างก่อสร้าง ส่วนธุรกิจสถานีบริการน้ำมันเชื้อเพลิงและก๊าซธรรมชาติ และธุรกิจเกษตรกรรมใช้วิธี **Relative Valuation** ได้มูลค่าหุ้นที่เหมาะสมปี 2017 เท่ากับ 8.00 บาท

**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. Finansia Syrus Securities Public Company Limited, 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.

Finansia Syrus Securities Public Company Limited 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 Finansia Syrus Securities Public Company Limited, 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.

Finansia Syrus Securities Public Company Limited or one or more of its affiliates is acting as or may act 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.

## ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท ทีพีโอ โพลีน เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน) (TIIPP หรือ บริษัท) ก่อตั้งขึ้นเมื่อเดือน พ.ย. 1991 โดยมีมจ. ทีพีโอ โพลีน (TIPL) เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ เพื่อประกอบธุรกิจด้านพลังงานและสาธารณูปโภค ปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ประกอบการในธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค ธุรกิจสถานีบริการเชื้อเพลิงและก๊าซธรรมชาติ (NGV) และธุรกิจเกษตรกรรม

สำหรับธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค บริษัทมุ่งเน้นการดำเนินการโรงไฟฟ้าพลังงานเชื้อเพลิง RDF และพลังงานความร้อนทิ้ง เพื่อจำหน่ายไฟฟ้าให้แก่ กฟผ. และ TIPL ปัจจุบัน TIIPP มีโรงไฟฟ้าที่เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้ว กำลังการผลิตติดตั้งรวม 150 MW ซึ่งได้แก่ โรงไฟฟ้าพลังงานเชื้อเพลิง RDF และ โรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนทิ้ง โดยตามข้อมูลของ AWR Lloyd (ธ.ม.ค. 2017) TIIPP เป็นผู้ประกอบกิจการโรงไฟฟ้าพลังงานขยะที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ นอกจากนี้ TIIPP ยังมีโรงไฟฟ้าที่อยู่ระหว่างก่อสร้างอีก 3 แห่ง กำลังการผลิตติดตั้งรวม 290 MW ซึ่งใช้เชื้อเพลิง RDF และ ถ่านหิน คาดว่าจะสามารถเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ได้ในปี 2017 ทั้งหมด และจะทำให้ TIIPP จะมีกำลังการผลิตติดตั้งรวมเป็น 440 MW

โรงไฟฟ้าที่ดำเนินการจ่ายไฟฟ้าแล้ว จำนวน 4 โรง กำลังการผลิตไฟฟ้าติดตั้งรวม 150 MW แบ่งเป็น

1. โรงไฟฟ้า WH-40MW ผลิตไฟฟ้าโดยใช้ความร้อนที่ถูกปล่อยทิ้งจากกระบวนการผลิตปูนซีเมนต์ของ TIPL นอกจากนี้ ยังมีหม้อผลิตไอน้ำขนาด 150 ตัน จากเชื้อเพลิงถ่านหินเพื่อใช้เป็นกรณีสำรองในกรณีที่ปริมาณความร้อนทิ้งจาก TIPL ไม่เพียงพอสำหรับการผลิตไฟฟ้า โรงไฟฟ้างดกล่าวเริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ตั้งแต่ปี 2009 จำหน่ายไฟฟ้าให้แก่ TIPL ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวซึ่งจะสิ้นสุดในปี 2044 สำหรับค่าไฟฟ้า TIIPP จะเรียกเก็บจาก TIPL ตามปริมาณไฟฟ้าที่จำหน่ายจริงในแต่ละเดือนในอัตราค่าไฟฟ้าเฉลี่ยที่ TIPL ซื้อไฟฟ้าจาก กฟผ.
2. โรงไฟฟ้า WH-30MW เป็นส่วนหนึ่งของโรงไฟฟ้า RDF-100MW ซึ่งประกอบด้วยโรงไฟฟ้า WH-30MW (เริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้วเมื่อปี 2016) และ โรงไฟฟ้า RDF-70MW ซึ่งอยู่ระหว่างการก่อสร้าง โดยระหว่างที่โรงไฟฟ้า RDF-70MW ยังไม่เริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ โรงไฟฟ้า WH-30MW จะจำหน่ายไฟฟ้าที่ผลิตได้ให้แก่ TIPL โดยจะเรียกเก็บค่าไฟฟ้าจาก TIPL ตามปริมาณไฟฟ้าที่จำหน่ายจริงในแต่ละเดือนในอัตราค่าไฟฟ้าเฉลี่ยที่ TIPL ซื้อไฟฟ้าจาก กฟผ. ทั้งนี้ เมื่อโรงไฟฟ้า RDF-70MW ก่อสร้างเสร็จ ซึ่งคาดว่าจะในช่วงไตรมาส 4 ของปี 2017 บริษัทจะนำกำลังการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้า WH-30MW รวมกับ RDF-70MW จำนวน 90 MW ตามหนังสือตอบรับการรับซื้อไฟฟ้าจากกฟผ. เพื่อจำหน่ายไฟฟ้าให้แก่ กฟผ. ตามโครงการโรงไฟฟ้า RDF-100MW ต่อไป
3. โรงไฟฟ้า RDF-20MW ผลิตไฟฟ้าโดยใช้เชื้อเพลิง RDF เป็นเชื้อเพลิงหลัก และ ใช้ความร้อนที่ถูกปล่อยทิ้งจากกระบวนการผลิตปูนซีเมนต์ของ TIPL เป็นเชื้อเพลิงเสริม กำลังการผลิตติดตั้ง 20 MW เริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ตั้งแต่ปี 2015 จำหน่ายไฟฟ้าจำนวน 18 MW ให้แก่ กฟผ. ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า ภายใต้การซื้อขายแบบ Non-Firm โดยมีราคาซื้อไฟฟ้าในอัตราค่าพลังงานไฟฟ้า บวกส่วนเพิ่มราคาซื้อไฟฟ้า (Adder) ในอัตรา 3.5 บาทต่อหน่วย ทั้งนี้ เพื่อให้ได้รับอัตราซื้อค่าไฟฟ้าตามข้างต้น โรงไฟฟ้า RDF-20MW ต้องใช้เชื้อเพลิงจากขยะเป็นหลัก โดยสามารถใช้เชื้อเพลิงอื่นเสริมได้ ยกเว้นถ่านหิน ในปริมาณพลังงานความร้อนที่ได้จากเชื้อเพลิงเสริมในแต่ละรอบปีต้องไม่เกินร้อยละ 25.0 ของปริมาณพลังงานความร้อนทั้งหมดที่ใช้ในกระบวนการผลิตในรอบปีสัญญา
4. โรงไฟฟ้า RDF-60MW ผลิตไฟฟ้าโดยใช้เชื้อเพลิง RDF เป็นเชื้อเพลิงหลัก กำลังการผลิตติดตั้ง 60 MW เริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ตั้งแต่ปี 2015 จำหน่ายไฟฟ้าให้แก่ กฟผ. ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าจำนวน 55 MW ภายใต้การซื้อขายแบบ Non-Firm โดยมีราคาซื้อไฟฟ้าในอัตราค่าพลังงานไฟฟ้า บวกส่วนเพิ่มราคาซื้อไฟฟ้า (Adder) ในอัตรา 3.5 บาทต่อหน่วย ทั้งนี้ เพื่อให้

ได้รับอัตราซื้อค่าไฟฟ้าตามข้างต้น โรงไฟฟ้า RDF-20MW ต้องใช้เชื้อเพลิงจากขยะเป็นหลัก โดยสามารถใช้เชื้อเพลิงอื่นเสริมได้ ยกเว้นถ่านหิน ในปริมาณพลังงานความร้อนที่ได้จากเชื้อเพลิงเสริมในแต่ละรอบปีต้องไม่เกินร้อยละ 25.0 ของปริมาณพลังงานความร้อนทั้งหมดที่ใช้ในกระบวนการผลิตในรอบปีสัญญา

โรงไฟฟ้าที่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง จำนวน 3 โรง กำลังการผลิตติดตั้งรวม 290 MW แบ่งเป็น

1. โรงไฟฟ้า RDF-70MW ผลิตไฟฟ้าโดยใช้เชื้อเพลิง RDF ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของโรงไฟฟ้า RDF-100MW โดยภายหลังโรงไฟฟ้า RDF-70MW ก่อสร้างเสร็จ ซึ่งคาดว่าจะสามารถเริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ช่วงไตรมาส 4 ของปี 2017 บริษัทจะนำกำลังการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้า WH-30MW รวมกับ RDF-70MW เพื่อจำหน่ายไฟฟ้าจำนวน 90 MW ให้แก่ กฟผ. ตามโครงการโรงไฟฟ้า RDF-100MW ตามหนังสือแจ้งผลการพิจารณาตอบรับซื้อไฟฟ้าจาก กฟผ. เมื่อปี 2014 โดยมีรูปแบบการซื้อขายแบบ Non-Firm โดยมีราคาซื้อไฟฟ้าในอัตราค่าพลังงานไฟฟ้า บวกส่วนเพิ่มราคาซื้อไฟฟ้า (Adder) ในอัตรา 3.5 บาทต่อหน่วย
2. โรงไฟฟ้า Coal-150MW ผลิตไฟฟ้าโดยใช้ถ่านหินเป็นเชื้อเพลิง กำลังการผลิตติดตั้ง 150 MW คาดว่าจะเริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ช่วงไตรมาส 4 ของปี 2017 จำหน่ายไฟฟ้าให้แก่ TIIPL ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า โดยจะเรียกเก็บค่าไฟฟ้าจาก TIIPL ตามปริมาณไฟฟ้าที่จำหน่ายจริงในแต่ละเดือนในอัตราค่าไฟฟ้าเฉลี่ยที่ TIIPL ซื้อไฟฟ้าจาก กฟผ.
3. โรงไฟฟ้า Coal-RDF70MW เป็นโรงไฟฟ้าที่ผลิตไฟฟ้าโดยสามารถเลือกใช้เชื้อเพลิงได้ทั้งถ่านหินและเชื้อเพลิง RDF มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นโรงไฟฟ้าสำรองกรณีโรงไฟฟ้า RDF อื่นหยุดดำเนินการ กำลังการผลิตติดตั้ง 70 MW คาดว่าจะเริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ช่วงไตรมาส 4 ของปี 2017 จำหน่ายไฟฟ้าให้แก่ TIIPL ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า โดยจะเรียกเก็บค่าไฟฟ้าจาก TIIPL ตามปริมาณไฟฟ้าที่จำหน่ายจริงในแต่ละเดือนในอัตราค่าไฟฟ้าเฉลี่ยที่ TIIPL ซื้อไฟฟ้าจาก กฟผ.

#### โครงการโรงไฟฟ้าทั้งหมดที่ดำเนินงานแล้ว และ อยู่ระหว่างการก่อสร้างของ TIIPP

TYPE	Project		Installed (MW)	Contracted (MW)	Tariff	Off-taker	COD	Expiry Date
Operating	WHPP-40MW	TG 1, TG 2	40.0	40.0	PEA Rate	TIIPL	Jun-09	Jul-44
	RDFPP-20MW	TG 3	20.0	18.0	Adder THB3.5/kWh	EGAT	Jan-15	Jul-44
	RDFPP-60MW	TG 5	60.0	55.0	Adder THB3.5/kWh	EGAT	Aug-15	Jul-42
	*WHPP-30MW	TG 4	30.0	30.0	PEA Rate	TIIPL	Jan-16	Jul-42
	<b>Total</b>		<b>150.0</b>	<b>143.0</b>				
Under Construction	RDFPP-70MW	TG 6	70.0	60.0	Adder THB3.5/kWh	EGAT	4Q17	Dec-45
	CoalPP-150MW	TG 8	150.0	150.0	PEA Rate	TIIPL	4Q17	Jul-42
	Coal-RDFPP 70MW	TG 7	70.0	70.0	PEA Rate	TIIPL	4Q17	Jul-42
	<b>Total</b>		<b>290.0</b>	<b>280.0</b>				

Source : Company Data and FSS Estimates

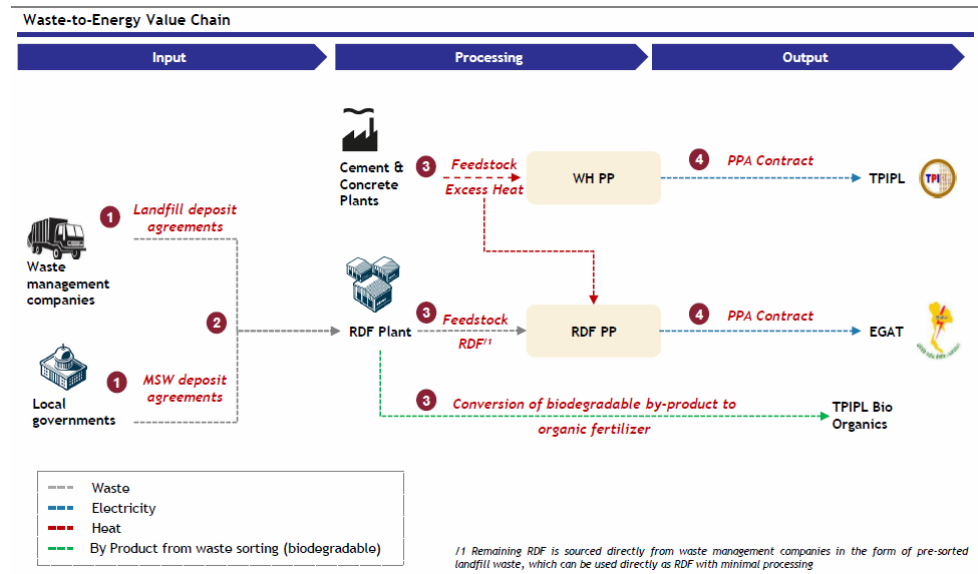
หมายเหตุ ภายหลังโรงไฟฟ้า RDF-70MW ก่อสร้างเสร็จ บริษัทจะนำกำลังการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้า RDF-70MW รวมกับ โรงไฟฟ้า WH-30MW เพื่อจำหน่ายให้แก่กฟผ.ตามหนังสือแจ้งผลการพิจารณาตอบรับซื้อไฟฟ้าจาก กฟผ. เมื่อปี 2014 จำนวน 90 MW และมีสิทธิได้รับส่วนเพิ่มจำนวน 3.5 บาทต่อหน่วย ทั้งนี้ เงื่อนไขภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้าซึ่งบริษัทจะเข้าทำกับ กฟผ. นั้น อาจมีการเปลี่ยนแปลงไปเป็นระบบ Feed-in Tariff ได้โดยขึ้นอยู่กับนโยบายการรับซื้อไฟฟ้าของรัฐบาลในขณะนั้น

นอกจากนี้ บริษัทยังประกอบกิจการสถานประกอบการผลิตเชื้อเพลิง RDF ซึ่งมีกำลังการรับขยะจากชุมชนเข้าสู่กระบวนการผลิตจำนวน 4,000 ตันต่อวัน ซึ่งสามารถผลิตเชื้อเพลิง RDF ได้ 2,000 ตันต่อวัน ทั้งนี้ เพื่อเป็นการรองรับการผลิตไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าพลังงานเชื้อเพลิง RDF ปัจจุบันบริษัทอยู่ระหว่างการขยายกำลังการผลิตเชื้อเพลิง RDF คาดว่าเมื่อแล้วเสร็จช่วงไตรมาส 1 ของปี 2017 จะสามารถรองรับปริมาณขยะได้ถึง 6,000 ตันต่อ

วัน และสามารถผลิตเป็นเชื้อเพลิง RDF ได้ถึง 3,000 ตันต่อวัน ซึ่งจะทำให้บริษัทเป็นผู้ผลิตเชื้อเพลิง RDF ที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย (ข้อมูลจาก AWR Lloyd) ส่วนเชื้อเพลิง RDF ที่ป้อนเข้าโรงไฟฟ้า ส่วนใหญ่จะมาจากการผลิตของบริษัทเอง โดยมีการจัดหาขยะมูลฝอยชุมชนจากหลายแหล่ง และมีบางส่วนที่บริษัทจัดหาจากบริษัทจัดการขยะในรูปของขยะจากฝั่งกลบที่มีการคัดแยกแล้ว (Pre-sorted Landfill Waste) ซึ่งสามารถนำมาใช้เป็นเชื้อเพลิง RDF โดยผ่านกระบวนการเพิ่มเติมไม่มากนัก

ในการประกอบธุรกิจสถานีบริการน้ำมันเชื้อเพลิงและก๊าซธรรมชาติ (NGV) ปัจจุบันบริษัทมีสถานีบริการทั้งสิ้น 12 แห่ง ตั้งอยู่ในกรุงเทพมหานครและจังหวัดอื่น โดยแบ่งเป็น สถานีบริการน้ำมันเชื้อเพลิง จำนวน 8 แห่ง สถานีบริการน้ำมันเชื้อเพลิงและก๊าซธรรมชาติ จำนวน 3 แห่ง และ สถานีบริการก๊าซธรรมชาติ จำนวน 1 แห่ง ดำเนินงานภายใต้เครื่องหมายการค้า “ทีพีไอพีแอล” (TPIPL)

นอกจากนี้ บริษัทยังมีรายได้จากธุรกิจเกษตรกรรม โดยมาจากการจำหน่ายอินทรีย์วัตถุที่เหลือใช้จากโรงงานผลิตเชื้อเพลิง RDF

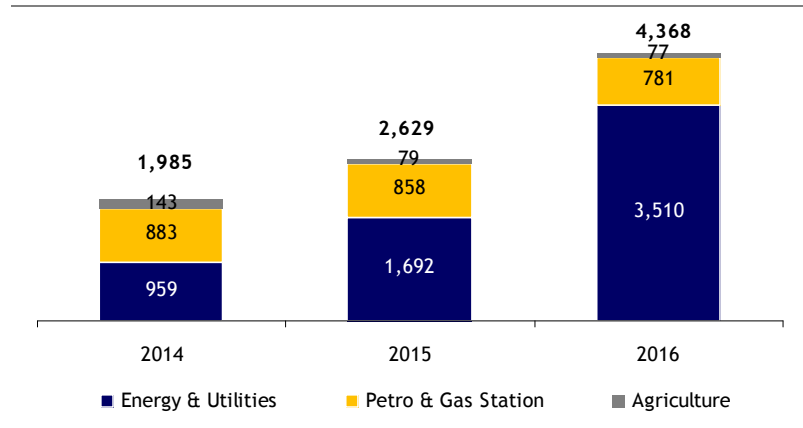


Source: Company data

**โครงสร้างรายได้**

นับตั้งแต่ปี 2014 ถึง 2016 รายได้หลักของ TPIPP มาจากการธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภคซึ่งคือการจำหน่ายไฟฟ้า และ ธุรกิจสถานีบริการน้ำมันเชื้อเพลิงและก๊าซธรรมชาติ (NGV) โดยสัดส่วนรายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้ามีการเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับกำลังการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นตามการเริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ของโรงไฟฟ้าต่างๆ ได้แก่ WH-40MW RDF-20MW RDF-60MW และ WH-30MW โดย ณ สิ้นปี 2016 มีกำลังการผลิตไฟฟ้ารวมทั้งสิ้น 150 MW

**โครงสร้างรายได้จากการขาย (ล้านบาท)**

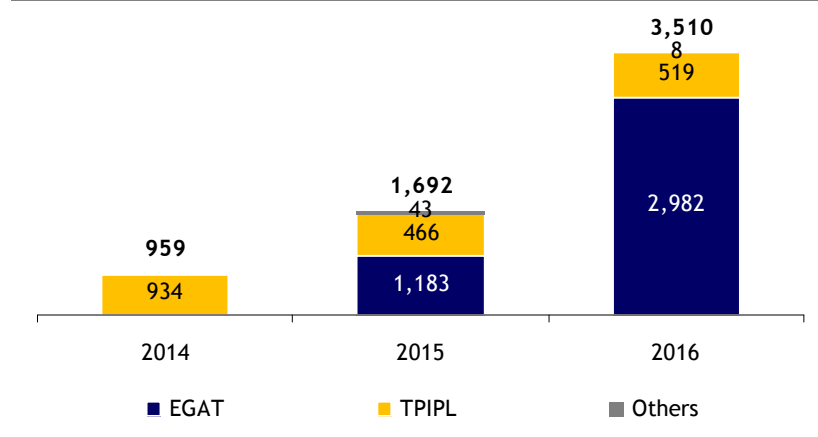


Source: Company data

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.



รายได้จากธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค (ล้านบาท)



Source: Company data

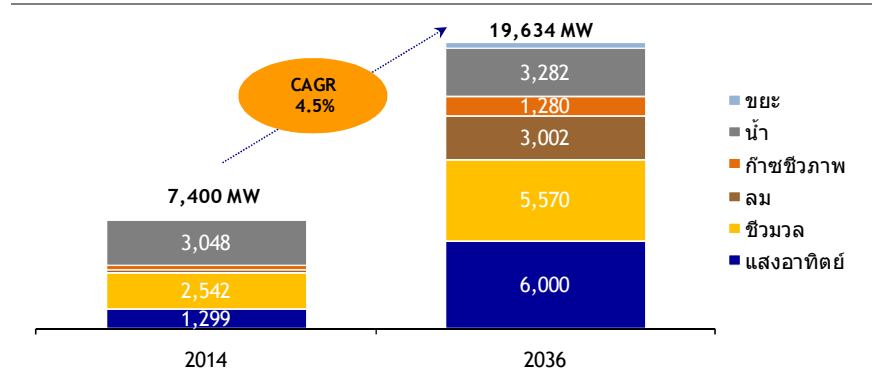
ภาวะอุตสาหกรรม

ภาวะอุตสาหกรรมพลังงานไฟฟ้า

ภาครัฐตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนเป็น 15-20% ในปี 2036

ในปี 2015 ภาครัฐได้เห็นชอบกับแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าปี 2015-2036 หรือ PDP 2015 ซึ่งตั้งเป้าเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าจากปี 2014 ที่ 37.6 GW เป็น 70.3 GW โดยมีความมุ่งมั่นว่าภายในปี 2036 จะลดการพึ่งพาก๊าซธรรมชาติในการผลิตไฟฟ้าลงจาก 64% ในปี 2014 เป็น 30%-40% และเพิ่มสัดส่วนการใช้พลังงานหมุนเวียนจาก 8% ในปี 2014 เป็น 15%-20% เพิ่มสัดส่วนการใช้ถ่านหินเป็น 20%-25% นำเข้าไฟฟ้าจากพลังงานน้ำจากประเทศเพื่อนบ้านเพิ่มขึ้นเป็น 15%-20% และ ใช้พลังงานนิวเคลียร์เป็นสัดส่วน 5%

สัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนตามแผน AEDP 2015



Source: แผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือกปี 2015-2036 (AEDP 2015)

ภาครัฐให้ความสำคัญกับการผลิตไฟฟ้าจากขยะ ชีวมวล และ ชีวภาพเป็นลำดับแรก

ตามแผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือกปี 2015 - 2036 (AEDP 2015) ที่ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนให้เป็น 15% - 20% ในปี 2036 โดยมุ่งเน้นให้ความสำคัญแก่การผลิตไฟฟ้าจากขยะ ชีวมวล และ ก๊าซชีวภาพเป็นลำดับแรกในระยะสั้น และ ตั้งเป้าหมายในปี 2036 ที่จะเพิ่มการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์เป็น 6 GW พลังงานลมเป็น 3 GW พลังงานชีวมวลและชีวภาพเป็น 6.2 GW และ พลังงานขยะเป็น 500 MW

**ภาวะอุตสาหกรรมการผลิตไฟฟ้าจากขยะในไทย**

**การจัดการขยะในประเทศไทย**

ขยะในประเทศไทยสามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่ ขยะอุตสาหกรรม (Industrial Waste) และ ขยะมูลฝอยชุมชน (Municipal Solid Waste) โดยปี 2014 ขยะอุตสาหกรรมมีสัดส่วน 34% ของขยะรวมทุกประเภท (ตามข้อมูลปี 2007) 30% ของขยะอุตสาหกรรมจะถูกนำกลับมาใช้ (Recycle) 15% นำไปใช้เป็นพลังงาน (Waste to Energy) 13% ถูกนำไปคัดแยกเพื่อขายต่อ 13% ถูกนำไปกำจัด 8% ถูกนำไปใช้ประโยชน์ใหม่ (Reuse) และ 22% ถูกนำไปกำจัดด้วยวิธีอื่นๆ ส่วนขยะมูลฝอยชุมชนมีสัดส่วน 66% ของขยะรวมทุกประเภท โดยตามข้อมูลสถิติขยะมูลฝอยชุมชนมีจำนวนเพิ่มขึ้นจาก 23.9 ล้านตันต่อปี ในปี 2008 เป็น 26.2 ล้านตันต่อปี ในปี 2014 ซึ่งตามข้อมูลของธนาคารโลก พบว่าประเทศไทยมีอัตราการก่อขยะในชุมชนเมืองต่อหัวสูงที่สุดในอาเซียน และ ยังคงมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงสุดไปจนถึงปี 2025 ซึ่งการจัดการกับขยะชุมชนในปี 2014 มีเพียง 75% ของขยะชุมชนที่ได้รับการจัดการ

**การเปลี่ยนขยะเป็นพลังงานไฟฟ้า**

อุตสาหกรรมการเปลี่ยนขยะเป็นพลังงานในประเทศไม่ได้เป็นอุตสาหกรรมใหม่ แต่เป็นโครงการที่ได้วางแผนมาแล้วกว่า 10 ปี แต่ไม่ได้ดำเนินการก่อสร้าง ทั้งนี้ ตัวแปรสำคัญที่ช่วยผลักดันให้อุตสาหกรรมในช่วงไม่กี่ปีนี้มีมาจากรoadmap การจัดการขยะมูลฝอยและของเสียอันตรายปี 2014 ร่างแผนแม่บทการบริหารจัดการขยะมูลฝอยของประเทศปี 2015 และ แผนพัฒนาพลังงานทดแทนปี 2015 ทำให้กำลังการผลิตไฟฟ้าจากขยะเพิ่มขึ้นจาก 26 MW ในปี 2010 เป็น 132 MW ในเดือนมี.ค. 2016 มีจำนวนโครงการรวม 23 โครงการ ซึ่งทั้งหมดเป็น VSPP ยกเว้นโรงไฟฟ้าขยะของ TPIPP จำนวน 2 โครงการที่เป็น SPP ซึ่งโรงไฟฟ้าขยะของ TPIPP จัดเป็นผู้ผลิตไฟฟ้าจากเชื้อเพลิงขยะที่มีกำลังการผลิตสูงที่สุดในประเทศไทย (ข้อมูลจาก AWR Lloyd) ตามแผนพลังงานทดแทนปี 2015 ที่ตั้งเป้าหมายกำลังการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าขยะรวม 500 MW ปัจจุบัน มีกำลังการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการจ่ายไฟฟ้าแล้ว 151 MW และ อยู่ระหว่างพัฒนาอีก 280 MW รวมกำลังการผลิตทั้งสิ้น 431 MW ทั้งนี้ โครงการที่อยู่ระหว่างพัฒนานี้อาจมีความล่าช้าหรือยกเลิกโครงการเนื่องจากศักยภาพของผู้ได้รับใบอนุญาตดำเนินโครงการ

Company	Type	Installed MW	Contracted MW	Market Share	COD
TPIPP	SPP	80	73	53%	2015
PJT Technology	VSPP	14	13	9%	2012
Zenith Green Energy	VSPP	8.5	8	6%	2010
Bangkok Greenpower	VSPP	8.2	8	6%	2010
Gidec	VSPP	7	5.4	4%	2014
Charoen Sompong	VSPP	2.4	2.4	2%	2010
Active Synergy	VSPP	2.1	1	1%	2009
BEC	VSPP	1.6	0.8	1%	2012
Bantal Powerplant	VSPP	1.1	1	1%	2012
Tha Chiang Thong	VSPP	1.1	1	1%	2010
Others	VSPP	25.1	23.4	17%	
<b>Total</b>		<b>151.1</b>	<b>137.0</b>		

Source: คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน

**ภาวะอุตสาหกรรมสถานีบริการน้ำมันเชื้อเพลิงและก๊าซธรรมชาติ**

ในประเทศไทยมีผู้ประกอบการในธุรกิจสถานีบริการน้ำมันเชื้อเพลิงจำนวนมาก โดยมีสถานีบริการน้ำมันเชื้อเพลิงทั้งหมดราว 25,000 แห่ง ทั้งนี้ หากนับเฉพาะผู้ประกอบการรายใหญ่ 10 อันดับแรก ซึ่งมีสถานีให้บริการกว่า 6,500 แห่ง หรือคิดเป็นร้อยละ 26 ของจำนวนสถานีทั้งหมด ส่วนสถานีบริการ NGV ปัจจุบันในประเทศไทยมี



สถานีบริการทั้งหมด 487 แห่ง โดยทั่วไป ผู้ประกอบการรายใหญ่ส่วนมากมีการให้บริการธุรกิจค้าปลีกอื่นๆที่ไม่ใช่ธุรกิจการขายน้ำมันเชื้อเพลิงภายในสถานีบริการน้ำมันเชื้อเพลิง เนื่องจากมีอัตรากำไรที่สูงกว่า โดยอัตรากำไรของการขายน้ำมันเชื้อเพลิงจะอยู่ระหว่าง 2%-6% ขณะที่ อัตรากำไรของธุรกิจค้าปลีกอื่นที่อยู่ในสถานีจะอยู่ระหว่าง 30%-40% นอกจากนี้ ผู้ประกอบการรายใหญ่มักเลือกลงทุนสถานีบริการขนาดใหญ่ และ อยู่ในทำเลที่ดี

Operator	2013		2014		2015	
	# station	%	# station	%	# station	%
PTT	1,610	7.0	1,652	6.8	1,725	6.8
PT Energy	743	3.2	951	3.9	1,150	4.5
Bangchak	1,074	4.7	1,070	4.4	1,072	4.2
ESSO	516	2.2	511	2.1	534	2.1
Shell	515	2.2	489	2.0	491	1.9
WP Energy	340	1.5	369	1.5	445	1.8
Siam Gas	418	1.8	405	1.7	431	1.7
Chevron	366	1.6	359	1.5	362	1.4
Susco	220	1.0	218	0.9	217	0.9
Unique	114	0.5	125	0.5	130	0.5
Others	17,088	74.3	18,064	74.6	18,786	74.1
<b>Total</b>	<b>23,004</b>	<b>100.0</b>	<b>24,213</b>	<b>100.0</b>	<b>25,343</b>	<b>100.0</b>

Source: กรมธุรกิจพลังงาน

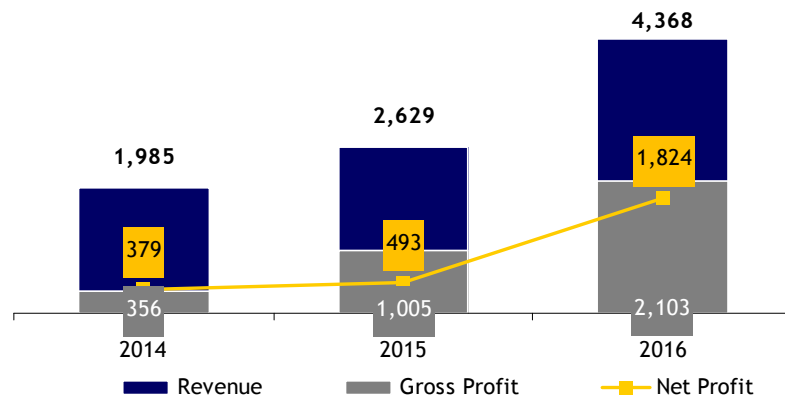
**ผลการดำเนินงานในอดีต**

เนื่องจากก่อนการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนครั้งนี้ บริษัทได้ดำเนินการปรับโครงสร้างเพื่อมุ่งเน้นธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงาน และจัดการถือหุ้นไขว้กับ TPIPL หลังจากดำเนินการปรับโครงสร้างบริษัทแล้วเสร็จ บริษัทไม่มีบริษัทย่อยใดๆ ดังนั้น การวิเคราะห์จากงบการเงินเฉพาะกิจการจึงสะท้อนภาพโครงสร้างทางธุรกิจของบริษัท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนครั้งนี้

ในช่วงปี 2014 – 2016 บริษัทมีรายได้รวมเท่ากับ 1,985 ล้านบาท 2,629 ล้านบาท และ 4,368 ล้านบาท ตามลำดับ โดยรายได้จากธุรกิจสถานีบริการน้ำมันเชื้อเพลิงและก๊าซธรรมชาติ และธุรกิจเกษตรกรรมมีแนวโน้มลดลงโดยลดลงเนื่องจากราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลงตามราคาน้ำมันในตลาดโลก ในปี 2015 รายได้รวมกลับมาเติบโตขึ้น 645 ล้านบาท +32.5% Y-Y โดยหลักมาจากรายได้จากธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภคที่เติบโตขึ้น เนื่องจากการกลับมาดำเนินการหลังซ่อมบำรุงของโรงไฟฟ้า WH-40MW ในปีก่อน และ การเริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ของโรงไฟฟ้า 2 โรง ได้แก่ RDF-20MW และ RDF-60MW ซึ่งจำหน่ายไฟฟ้าให้แก่กฟผ.โดยได้รับอัตรารับซื้อค่าไฟฟ้าที่มีส่วนเพิ่ม (Adder) 3.5 บาทต่อหน่วย ส่วนปี 2016 รายได้รวมเพิ่มขึ้น 1,739 ล้านบาท +66.1% Y-Y สาเหตุหลักมาจากธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภคมีรายได้สูงขึ้นกว่ากระโดดซึ่งมาจากยอดจำหน่ายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นสูงขึ้นเพราะสามารถรับรู้กำลังการผลิตไฟฟ้าของโรงไฟฟ้า RDF-60MW เต็มปี และ โรงไฟฟ้า WH-30MW ที่เริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์เมื่อเดือนมกราคม 2016 เนื่องจากเป็นช่วงหยุดซ่อมบำรุงตามแผนของโรงไฟฟ้า WH-40MW ด้านต้นทุนขาย ช่วงปี 2014 – 2016 ต้นทุนขายเท่ากับ 1,629 ล้านบาท 1,625 ล้านบาท และ 2,265 ล้านบาท โดยปี 2014 ต้นทุนขายลดลงเล็กน้อย -0.3% Y-Y โดยต้นทุนจากการจำหน่ายไฟฟ้าเพิ่มขึ้นตามปริมาณการผลิตไฟฟ้า แต่ต้นทุนน้ำมันจากสถานีบริการน้ำมันเชื้อเพลิงและก๊าซธรรมชาติมีการปรับลดลงตามราคาน้ำมันในตลาดโลก ส่วนปี 2016 ต้นทุนขายเพิ่มขึ้น +39.4% Y-Y สาเหตุหลักจากต้นทุนการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นตามปริมาณการผลิตไฟฟ้า ทำให้กำไรขั้นต้นปี 2014 – 2016 เท่ากับ 356 ล้านบาท 1,005 ล้านบาท และ 2,103 ล้านบาท คิดเป็นอัตรากำไรขั้นต้นเท่ากับ 17.9% 38.2% และ 48.1% ตามลำดับ ทำให้บริษัทมีกำไรสุทธิปี 2014 – 2016 เท่ากับ 379 ล้านบาท 493 ล้านบาท และ 1,824 ล้านบาท คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิเท่ากับ 19.1% 18.8% และ 41.8% ตามลำดับ

สำหรับด้านอัตราส่วนทางการเงิน บริษัทมีอัตราส่วนการเติบโตของรายได้และกำไรค่อนข้างสูงโดยช่วงปี 2014 - 2016 มีอัตราการเติบโตของรายได้และกำไรเท่ากับ +120.1% และ +381.3% ตามลำดับ อัตราส่วน ROA ช่วงปี 2014 - 2016 เท่ากับ 3.7% 4.0% และ 11.8% ตามลำดับ โดยสาเหตุที่ ROA ในอดีตค่อนข้างต่ำเนื่องจากสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไปยังไม่ได้สร้างรายได้ ขณะที่อัตราส่วนสภาพคล่องมีแนวโน้มลดลง ปี 2014 - 2016 มี Current ratio เท่ากับ 1.0 เท่า 1.2 เท่า และ 0.6 เท่า ตามลำดับ ด้านโครงสร้างเงินทุนถือว่ามั่นคงใช้ได้ มี D/E ratio ช่วงปี 2014 - 2016 เท่ากับ 0.8 เท่า 0.4 เท่า และ 1.2 เท่า โดยอัตราส่วน D/E ปี 2016 เพิ่มขึ้นมากเพราะมีการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินและกิจการที่เกี่ยวข้องเพื่อลงทุนก่อสร้างโรงไฟฟ้า รวมถึงมีการลดลงของส่วนของผู้ถือหุ้นจากการจ่ายเงินปันผล

**รายได้และกำไรขั้นต้นจากการขาย และ กำไรสุทธิ (ล้านบาท)**



Source : Company Data

**ประเด็นการลงทุนและคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต**

**ภาพรวมอุตสาหกรรมยังเติบโต**

ธุรกิจหลักของ TPIPP อยู่ในอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค ซึ่งความต้องการใช้ไฟฟ้าของประเทศไทยมีแนวโน้มเติบโตตามการพัฒนาของเทคโนโลยีและการเพิ่มขึ้นของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) โดยระหว่างปี 2004 - 2014 ความต้องการใช้ไฟฟ้าของระบบเพิ่มขึ้นจาก 19,326 MW เป็น 26,942 MW หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี หรือ CAGR ที่ 3.4% และจากประมาณการของสำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน (สนพ.) กระทรวงพลังงาน ได้คาดการณ์ว่า ในปี 2014 - 2036 ความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดจะเพิ่มขึ้นจาก 27,633 MW เป็น 49,655 MW หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี หรือ CAGR ที่ 2.7% นอกจากนี้ ตามแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศไทยปี 2015 - 2036 (PDP 2015) ยังกำหนดแนวทางให้โรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนเป็นสัดส่วนสูงสุดของกำลังการผลิตที่จะเกิดขึ้นใหม่ โดยตามแผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือกปี 2015-2036 (AEDP 2015) ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนจากกำลังการผลิตตามสัญญาที่ 7,490 MW เป็น 19,634 MW หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี หรือ CAGR ที่ 4.5% โดยในระยะแรกยังให้ความสำคัญการผลิตไฟฟ้าจากขยะ ชีวมวล และ ชีวภาพเป็นลำดับแรก

**เบอร์หนึ่งในการเปลี่ยนขยะเป็นพลังงาน**

ปัจจุบัน TPIPP เป็นผู้ประกอบกิจการโรงไฟฟ้าขยะที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ (ข้อมูลจาก AWR Lloyd) มีโรงไฟฟ้าที่เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้ว 2 โรง กำลังการผลิตติดตั้งรวม 80 MW นอกจากนี้ ยังมีโรงไฟฟ้าขยะที่อยู่ระหว่างก่อสร้างซึ่งคาดว่าจะสามารถเริ่มจ่ายไฟฟ้าได้ภายในปี 2017 อีก 1 โรง กำลังการผลิตติดตั้ง 70 MW คือโรงไฟฟ้า RDF 70 MW เมื่อก่อสร้างแล้วเสร็จบริษัทจะนำกำลังการผลิตของโรงไฟฟ้า WH 30 MW มารวม เพื่อใช้เป็นโรงไฟฟ้า RDF 100 MW ซึ่งการที่บริษัทมี Portfolio เป็นโรงไฟฟ้าขยะที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ ทำให้เกิดความได้เปรียบด้านการจัดหาขยะเพื่อนำมาเป็นเชื้อเพลิง นอกจากนี้ บริษัทยังมีความเชี่ยวชาญและเทคโนโลยีในการบริหารจัดการกับขยะอย่างมีประสิทธิภาพ เช่น การเพิ่มค่าความร้อนของขยะผ่านกระบวนการคัดแยกขยะที่มีประสิทธิภาพ

**เครือข่ายการจัดการขยะเป็นอีกหนึ่งที่ทำให้แตกต่าง**

บริษัทมีช่องทางการรับขยะผ่านเครือข่ายการจัดการขยะที่มีความสัมพันธ์อันดีด้วย ทำให้บริษัทสามารถจัดหาขยะที่มีทั้งคุณภาพและปริมาณเพียงพอต่อการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าพลังงานขยะ โดยบริษัทได้ทำสัญญากับบริษัทจัดการขยะจำนวน 60 ราย เพื่อรับขยะจากหลุมฝังกลบที่ผ่านการคัดแยกแล้วและที่ยังไม่ผ่านการคัดแยก จำนวนรวม 887,720 ตันต่อปี และได้เข้าทำสัญญาขยะชุมชนกับเทศบาลจำนวน 89 แห่ง และกับบริษัทจัดการขยะอื่นในจังหวัดใกล้เคียงจำนวน 13 ราย บริษัทยังมุ่งเน้นการรักษาความสัมพันธ์กับบริษัทจัดการขยะในระยะยาวโดยการรักษาส่วนได้เสียในเครือข่ายการจัดการขยะ กล่าวโดยแม้บริษัทจะเรียกเก็บค่าธรรมเนียมการจัดการขยะ แต่หากขยะมีคุณสมบัติตามกำหนดด้านค่าความร้อน บริษัทจะมีการให้ค่าส่วนเพิ่มแก่บริษัทจัดการขยะต่าง ๆ

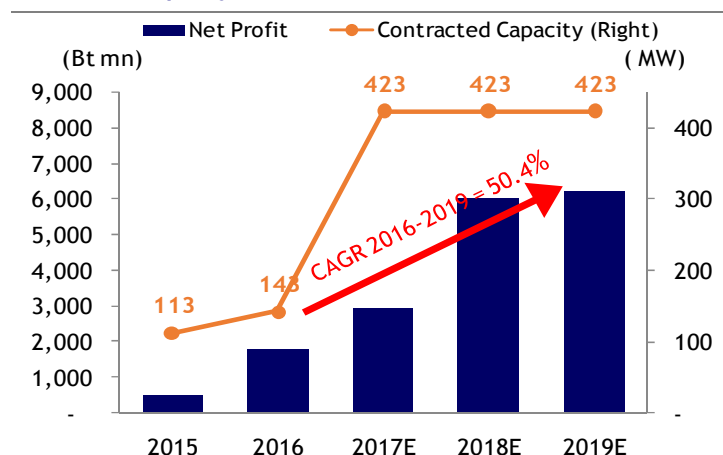
**Synergy ที่ยากจะเลียนแบบ**

เนื่องจากโรงไฟฟ้าของ TPIPP ตั้งอยู่ใกล้กับโรงงานผลิตปูนซีเมนต์ของ TPIPL ทำให้ TPIPP สามารถใช้ความร้อนที่ปล่อยทิ้งออกมาจากกระบวนการผลิตปูนซีเมนต์มาขับเคลื่อนกระบวนการผลิตไฟฟ้า ส่งผลให้ต้นทุนการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนทั้งค่อนข้างต่ำมาก และยากที่จะเลียนแบบเนื่องจากต้องใช้ความร้อนทั้งจากกระบวนการผลิตปูนซีเมนต์มาเป็นปัจจัยขับเคลื่อน ยิ่งไปกว่านั้นบริษัทยังสามารถผลิตไฟฟ้าจากความร้อนทั้งซึ่งมีต้นทุนต่ำเพื่อขายไฟฟ้าให้แก่ฟผ.ตามโครงการโรงไฟฟ้า RDF ที่อนุญาตให้บริษัทสามารถใช้เชื้อเพลิงเสริมได้ (ยกเว้นถ่านหิน) โดยหากปริมาณพลังงานความร้อนที่ได้จากเชื้อเพลิงเสริมในแต่ละรอบปีสัญญาไม่เกิน 25% ของปริมาณพลังงานความร้อนทั้งหมดที่ใช้ในกระบวนการผลิตรอบปีนั้น บริษัทยังคงได้รับอัตราค่าไฟฟ้าส่วนเพิ่ม (Adder) จำนวน 3.5 บาทต่อหน่วยด้วย ส่งผลให้ผลตอบแทนจากโครงการโรงไฟฟ้าเหล่านี้ค่อนข้างสูง

**คาด 3 ปีข้างหน้าเติบโตก้าวกระโดด 240.1% หรือ เฉลี่ย 50.4% CAGR**

เรคาดกำไรสุทธิปี 2017 - 2019 จะเติบโตถึง 240.1% หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ 50.4% โดยคาดกำไรสุทธิปี 2017 จะเติบโต +60.8% Y-Y มาอยู่ที่ 2.9 พันล้านบาท สาเหตุจากการรับรู้กำลังการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นจากโครงการโรงไฟฟ้าใหม่จำนวน 3 โครงการ กำลังการผลิตติดตั้งรวม 290 MW ทำให้กำลังการผลิตไฟฟ้าติดตั้งจะเพิ่มขึ้นจาก 150 MW เป็น 440 MW อีกทั้ง จากการลงทุนติดตั้งหม้อผลิตไอน้ำเพิ่มเติม จะทำให้ประสิทธิภาพการผลิตไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้น ส่งผลให้อัตราการใช้กำลังการผลิตไฟฟ้าดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนปี 2018 คาดกำไรยังคงเติบโตจากการรับรู้รายได้เต็มปีของโรงไฟฟ้าที่ COD ในปี 2017 คาดกำไรปี 2018 ที่ 6.1 พันล้านบาท +106.5% Y-Y

**Contracted Capacity VS Net Profit**

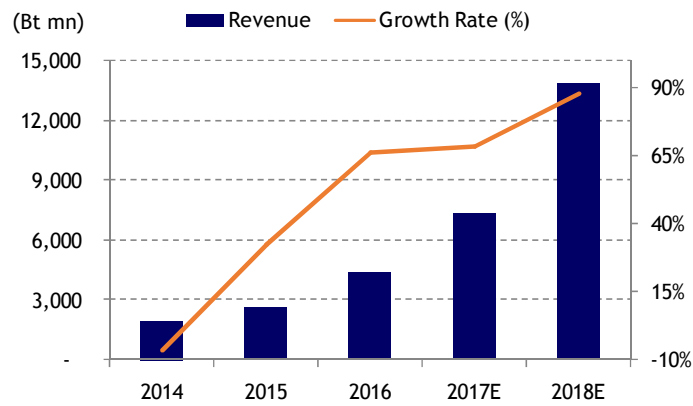


Source : Company Data and FSS Estimates

**โอกาสสำหรับโรงไฟฟ้าขยะในอนาคต**

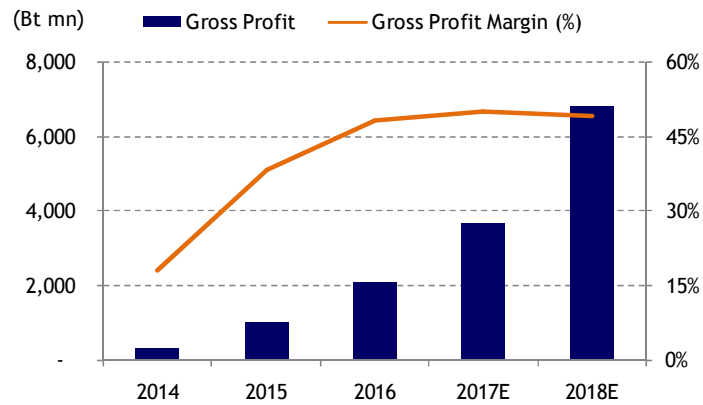
จากการประมาณการของ AWR Lloyd ที่ประเมินว่าในช่วง 20 ปีข้างหน้า ปริมาณขยะชุมชนของประเทศไทยจะเพิ่มขึ้นเป็น 35-40 ล้านตัน/ปี ส่งผลให้จะมีการนำขยะมาเปลี่ยนเป็นพลังงานมากขึ้น และ น่าจะทำให้กำลังการผลิตไฟฟ้าจากขยะเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ภาครัฐตั้งเป้าที่ 500 MW ในปี 2036 เป็น 850-2,000 MW ซึ่งจะเป็นโอกาสแก่ TPIPP ซึ่งเป็นผู้นำในธุรกิจนี้ และ เป็น Upside ในอนาคตจากประมาณการของเรา

**Revenue VS Growth Rate (2014 – 2018E)**



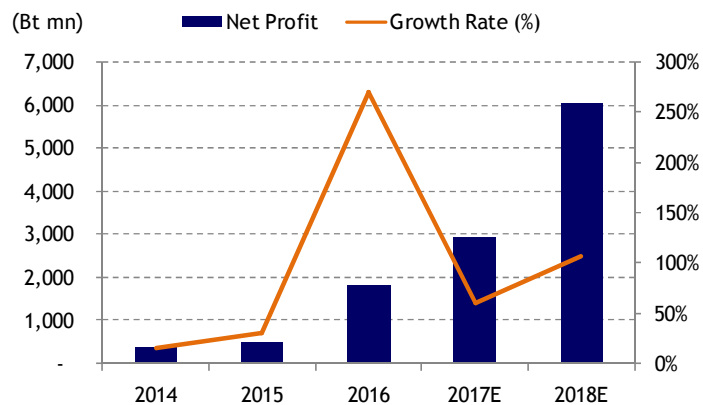
Source : Company Data and FSS Estimates

**Gross Profit VS Gross Profit Margin (2014 – 2018E)**



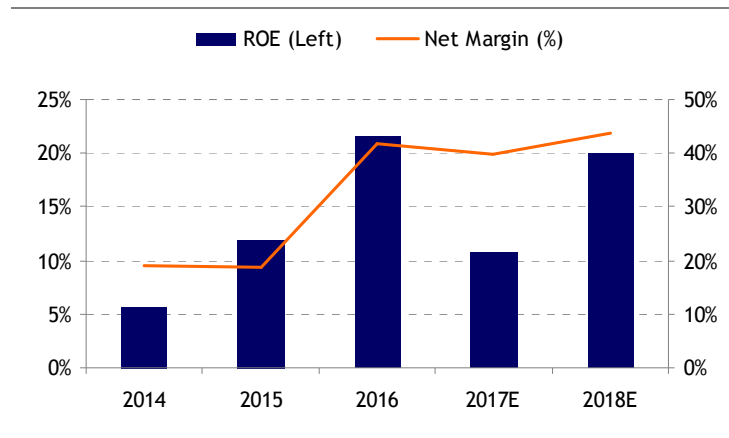
Source : Company Data and FSS Estimates

**Net Profit VS Growth Rate (2014 – 2018E)**



Source : Company Data and FSS Estimates

**ROE VS Net Profit Margin (2014 – 2018E)**



Source : Company Data and FSS Estimates

**การประเมินมูลค่าหุ้น**

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TPIPP ด้วยวิธี Sum of the part (SOTP) แยกตามแต่ละธุรกิจ สำหรับโครงการโรงไฟฟ้า เราคิดมูลค่าเหมาะสมด้วยวิธี Discounted cash flow เฉพาะโครงการโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการแล้ว และโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้าง โดยทำประมาณการกระแสเงินสดในอนาคตของแต่ละโครงการโรงไฟฟ้า จากนั้นคิดลดหามูลค่าปัจจุบันด้วย WACC ที่ 7.0% ส่วนธุรกิจสถานีบริการน้ำมันเชื้อเพลิงและก๊าซธรรมชาติ และ ธุรกิจเกษตรกรรม ประเมินมูลค่าด้วยวิธี Relative valuation อ้างอิง PER ปี 2017 ที่ 15.0 เท่า เราจึงคำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานของ TPIPP ที่ 8.00 บาทต่อหุ้น

**Sum of the Part Valuation**

Projects	Equity's value (mnTHB)	Value per share (THB per share)
<u>Operating projects</u>		
WHPP-40MW	7,522.5	0.90
RDFPP-20MW	3,799.8	0.45
RDFPP-60MW	11,125.4	1.32
WHPP-30MW	7,041.5	0.84
<b>Total</b>	<b>29,489.2</b>	<b>3.51</b>
<u>Under construction projects</u>		
RDFPP-70MW	11,446.5	1.36
Coal-PP-150MW	8,675.3	1.03
Coal-RDF-TG-70MW	4,240.8	0.50
<b>Total</b>	<b>24,362.6</b>	<b>2.90</b>
<u>Petro Station and Agriculture business</u>		
2017F Net profit	32.5	
2017 PER	15.0	
Equity value	487.4	
<b>Total</b>	<b>487.4</b>	<b>0.06</b>
<u>Cash</u>		
Equity value	12,790.0	1.52
<b>TPIPP's value</b>	<b>67,129.2</b>	<b>8.00</b>

Source : FSS estimates

## Peer's valuation and growth

Ticker	Mkt Cap (Bn THB)	EV/EBITDA 2017	EV/EBITDA 2018	P/E 2017	P/E 2018	Growth 2017	Growth 2018
GPSC	51.69	12.70	10.04	16.68	12.97	13%	24%
RATCH	75.40	13.27	13.58	11.49	10.88	6%	6%
EGCO	106.87	19.15	17.28	10.99	10.26	17%	7%
GLOW	114.47	8.95	9.13	13.43	13.51	-1%	-10%
TPCH	7.54	11.86	7.41	18.25	11.59	102%	53%
EA	92.50	20.00	15.33	26.22	18.79	33%	48%
SPCG	20.51	8.18	7.95	8.56	7.83	9%	6%
GUNKUL	32.75	36.42	17.16	47.69	25.75	82%	42%
<b>Average</b>		16.32	12.24	19.16	13.95	33%	22%

Source : FSS estimates and Bloomberg

### นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิในงบการเงินเฉพาะกิจการ หลังหักสำรองตามกฎหมายกำหนด รวมถึงเงินสำรองอื่นๆ (ถ้ามี) นอกจากนี้ คณะกรรมการบริษัทอาจจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้เป็นครั้งคราว เมื่อเห็นว่าบริษัทมีกำไรเพียงพอ

### ปัจจัยความเสี่ยง

#### ความไม่แน่นอนและการเปลี่ยนแปลงการดำเนินการ มาตรการภาครัฐ

เนื่องจากต้นทุนในการผลิตไฟฟ้าจากขยะค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับการผลิตไฟฟ้าแบบดั้งเดิม ดังนั้น ที่ผ่านมาภาครัฐจึงมีการสนับสนุนและมาตรการจูงใจทางการเงิน โดยโรงไฟฟ้าพลังงานเชื้อเพลิง RDF ของบริษัท ที่ดำเนินการอยู่ มีสิทธิได้รับส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้า (Adder) อัตรา 3.5 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง เพิ่มจากราคาอัตราค่าไฟฟ้าพื้นฐานเป็นเวลา 7 ปี นับแต่โรงไฟฟ้าแต่ละแห่งเริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) ทั้งนี้ รัฐบาลอยู่ในระหว่างการกำหนดนโยบาย โดยมีแผนจะยกเลิกระบบส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้า (Adder) และใช้ระบบอัตราซื้อขายแบบ Feed-in Tariff แทน

#### การแข่งขันด้านการจัดหาขยะ

ความต้องการขยะของบริษัทมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น โดยเฉพาะเมื่อโรงไฟฟ้า RDF-70MW เริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ นอกจากนี้ การแข่งขันในการจัดหาขยะอาจมีความรุนแรงมากขึ้นจากการที่มีจำนวนโรงผลิตไฟฟ้าจากขยะเพิ่มขึ้น บริษัทอื่นที่มีเทคโนโลยีที่สามารถคัดแยกขยะได้ด้วยวิธีการที่คุ้มค่ามากกว่า บริษัทอื่นที่มีข้อตกลงกับหน่วยงานในท้องถิ่นและบริษัทกำจัดขยะด้วยเงื่อนไขที่ดีกว่า

#### การพึ่งพาความร้อนทั้งจาก TIPL มาสู่กระบวนการผลิตไฟฟ้า

เนื่องจากบริษัทต้องพึ่งพาการจัดส่งความร้อนทั้งที่ปล่อยออกมาจากกระบวนการผลิตปูนซีเมนต์ของ TIPL สำหรับการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนทั้งและโรงไฟฟ้าพลังงานเชื้อเพลิง RDF ในกรณีที่กระบวนการผลิตปูนซีเมนต์ของ TIPL หยุดชะงัก บริษัทอาจมีพลังงานความร้อนทั้งที่ไม่เพียงพอสำหรับกระบวนการผลิตไฟฟ้า



### การหยุดชะงักของการประกอบกิจการ

โดยทั่วไป การหยุดเดินเครื่องจักรเพื่อดำเนินการบำรุงรักษาโรงไฟฟ้าครั้งใหญ่นั้นจะทำเป็นประจำทุก 5 ปี โดยจะใช้เวลาประมาณ 30 ถึง 60 วัน ส่วนการหยุดซ่อมบำรุงรักษาปกติและการตรวจสอบสภาพจะทำปีละ 1 ครั้ง โดยใช้เวลา 15 ถึง 30 วัน นอกจากนี้ โรงไฟฟ้า หรือ สถานีบริการน้ำมันเชื้อเพลิงและก๊าซธรรมชาติอาจหยุดชะงักด้วยปัจจัยที่นอกเหนือการควบคุม เช่น ภัยธรรมชาติ อุบัติเหตุในงานอุตสาหกรรม การวางเพลิง การก่อการร้าย ข้อพิพาทแรงงาน

### การใช้อัตรากำลังการผลิตไฟฟ้าไม่เป็นไปตามความคาดหวัง

อัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าขึ้นอยู่กับหลายปัจจัยทั้งพลังงานความร้อนของเชื้อเพลิง RDF ปริมาณความร้อนทั้งจากกระบวนการผลิตปูนซีเมนต์ รวมถึงความสามารถของการผลิตไอน้ำจากหม้อผลิตไอน้ำ

### สถานีบริการก๊าซธรรมชาติพึ่งพาการจัดการก๊าซธรรมชาติจากผู้ขายรายเดียว

การดำเนินกิจการสถานีบริการก๊าซธรรมชาติ บริษัทพึ่งพาการจัดการก๊าซธรรมชาติจากผู้ขายเพียงรายเดียว โดยมีการจัดทำสัญญาซื้อขายก๊าซธรรมชาติกับปตท.เท่านั้น

### ความเสี่ยงในการไม่สามารถพัฒนาโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้างได้ตามเวลาและงบประมาณที่กำหนด

บริษัทอยู่ระหว่างการก่อสร้างโรงไฟฟ้าจำนวน 3 โรง ทั้งนี้ การก่อสร้างอาจมีความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม วิศวกรรม การก่อสร้าง ระยะเวลาการออกใบอนุญาตต่างๆ คดีความหรือข้อพิพาท ภัยธรรมชาติ ฯลฯ ทำให้มีค่าใช้จ่ายสูงขึ้น ล่าช้ากว่ากำหนด หรือ ประสิทธิภาพต่ำกว่าที่กำหนด ส่งผลให้ผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจจากโครงการดังกล่าวอาจลดลงอย่างมีนัยสำคัญและไม่เป็นไปตามที่คาดหวัง

Income Statement					
(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Revenue	1,985	2,629	4,368	7,370	13,842
Cost of sales	1,629	1,624	2,265	3,679	7,037
Gross profit	356	1,005	2,103	3,691	6,804
SG&A costs	108	102	191	184	303
Operating profit	248	903	1,912	3,507	6,502
Other income	168	165	40	0	0
EBIT	416	1,068	1,952	3,507	6,502
EBITDA	695	1,390	2,323	4,276	7,271
Interest charge	9	95	160	494	359
Tax on income	18	-106	-7	81	89
Earnings after tax	379	493	1,824	2,932	6,054
Minority interests	0	0	0	0	0
Net profit	379	493	1,824	2,932	6,054
Extraordinary items	-10	-586	25	0	0
Normalized Profit	389	1,079	1,799	2,932	6,054

Cash Flow Statement					
(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Net Profit	379	493	1,824	2,932	6,054
Depreciation etc.	279	322	371	769	769
Change in working capital	864	1,116	4,502	-5,920	-2,199
Other CF from operations	-745	-1,584	-3,871	494	359
Cash flow from operations	777	347	2,826	-1,724	4,983
Capital expenditure	4,102	528	6,494	8,781	481
Other CF from investing	-888	-387	-1,171	0	0
Cash flow from investing	-3,214	-141	-5,323	-8,781	-481
Free cash flow	-2,437	206	-2,497	-10,505	4,502
Net borrowings	2,446	-3,057	2,526	6,557	-2,590
Equity capital raised	91	1,749	0	17,500	0
Dividends paid	0	0	-2,552	-1,466	-3,027
Others CF from financing	-127	1,184	2,695	-279	-359
Cash flow from financing	2,410	-124	2,669	22,312	-5,976
Other adjustments	0	0	0	-224	-9
Net change in cash	-27	82	172	11,583	-1,483

Balance Sheet					
(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Cash	32	114	286	11,869	10,386
ST investment	0	0	0	0	0
Accounts receivable	1,455	1,679	823	1,389	2,608
Inventory	394	440	393	1,279	2,402
Other current assets	836	41	203	203	203
Total current assets	2,717	2,274	1,705	14,739	15,599
Plant, property & equipment	8,068	9,282	15,459	23,480	23,201
Other assets	1,515	1,117	1,005	1,005	1,005
Total assets	12,300	12,673	18,169	39,224	39,805
Short-term loans	0	0	29	29	29
Accounts payable	129	86	97	158	301
Current maturities	306	0	165	1,440	1,089
Other current liabilities	2,275	1,876	2,534	2,534	2,534
Total current liabilities	2,710	1,962	2,825	4,160	3,954
Long-term debt	2,751	0	2,332	7,614	5,375
Other non-current liab.	23	1,666	4,691	162	162
Total non-current liab.	2,774	1,666	7,023	7,776	5,537
Total liabilities	5,484	3,628	9,848	11,937	9,491
Paid up capital	4,151	5,900	5,900	8,400	8,400
Share premium	0	0	0	15,000	15,000
Unappropriated	2,656	3,145	2,202	3,668	6,695
Others	9	0	0	0	0
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	6,816	9,045	8,321	27,287	30,314

Important Ratios					
	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>Growth (%)</b>					
Sales	-6.2	32.4	66.1	68.7	87.8
EBITDA	4.7	100.0	67.1	84.1	70.0
Net profit	15.2	30.1	270.0	60.8	106.5
Normalized profit	-0.8	177.4	66.7	63.0	106.5
<b>Profitability Ratios (%)</b>					
Gross profit margin	17.9	38.2	48.1	50.1	49.2
EBITDA margin	35.0	52.9	53.2	58.0	52.5
EBIT margin	21.0	40.6	44.7	47.6	47.0
Normalized profit margin	19.6	41.0	41.2	39.8	43.7
Net profit margin	19.1	18.8	41.8	39.8	43.7
Normalized ROA	3.2	8.5	9.9	7.5	15.2
Normalized ROE	5.7	11.9	21.6	10.7	20.0
Normalized ROCE	4.3	10.0	12.7	10.0	18.1
<b>Risk (x)</b>					
D/E	0.8	0.4	1.2	0.4	0.3
Net D/E	0.8	0.4	1.1	0.0	0.0
Net debt/EBITDA	7.8	2.5	4.1	0.0	-0.1
<b>Per share data (Bt)</b>					
EPS - Reported	0.09	0.10	0.31	0.35	0.72
EPS - Full Dilution	0.09	0.10	0.31	0.35	0.72
EPS - Normalized	0.09	0.18	0.30	0.35	0.72
EBITDA	0.17	0.24	0.39	0.51	0.87
Book value	1.64	1.80	1.41	3.25	3.61
Dividend	0.00	0.00	0.43	0.17	0.36
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	76.6	71.4	22.6	20.1	9.7
P/E - Normalized	74.7	38.3	23.0	20.1	9.7
P/BV	4.3	3.9	5.0	2.2	1.9
EV/EBTDA	46.2	29.6	18.7	13.1	7.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	6.2	2.5	5.1

Source: Company data, FSS research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b> (สายงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัลมาลิงค์</b> 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา บางนา</b> 1093 อาคารเซ็นทรัลพลาซ่าทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลินธอร์ 1</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เคียนหงวน (ลินธอร์ 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลินธอร์ 3</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารรสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รังสิต</b> 1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี</p>	<p><b>สาขา ไทยซัมมิท</b> 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี</p>
<p><b>สาขา ศรีราชา</b> 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 1</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>
<p><b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหิยะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>
<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>	<p><b>สาขา นครปฐม</b> 28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม</p>	<p><b>สาขา ภูเก็ต</b> 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่ 1</b> 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่ 2</b> 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>
<p><b>สาขา หาดใหญ่ 3</b> 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา กระบี่</b> 223/20 ถ.มหาพรต ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่</p>	<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.รัตนโกสินทร์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>	<p><b>สาขา บัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระนิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี</p>

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

BUY	“ซื้อ”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	“ถือ”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	“ขาย”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	“ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น”	เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	“ลงทุนมากกว่าตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>
NEUTRAL	“ลงทุนเท่ากับตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>
UNDERWEIGHT	“ลงทุนน้อยกว่าตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) “บริษัท” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัท อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2016**

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2559 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 28 ตุลาคม 2559) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC