

บริษัท ไฟฟ้าน้ำจืด 2 จำกัด

ครั้งที่ 21/2561
5 มีนาคม 2561

CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร:	A
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน	A-
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:		
วันที่	อันดับ	แนวโน้มอันดับ
	เครดิต	เครดิต/ เครดิตพินิจ
26/07/17	A	Stable

ติดต่อ:
 เสริมวิทย์ ศรีโยธา
 sermwit@trisrating.com

ประวิตร ชัยชานะภักย์, CFA
 pravit@trisrating.com

วิดา ประทุมสุวรรณ, CFA
 wiyada@trisrating.com

WWW.TRISRATING.COM

เหตุผล

ทริสเรทติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท ไฟฟ้าน้ำจืด 2 จำกัด ที่ระดับ "A" และคงอันดับเครดิตหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันชุดปัจจุบันของบริษัทที่ระดับ "A-" พร้อมทั้งยังจัดอันดับเครดิตหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันชุดใหม่ในวงเงินไม่เกิน 3,000 ล้านบาทของบริษัทที่ระดับ "A-" ด้วย ทั้งนี้ อันดับเครดิตหุ้นกู้ที่ต่ำกว่าอันดับเครดิตองค์กรอยู่ 1 ขั้นนั้นสะท้อนถึงลักษณะของการด้อยสิทธิทางโครงสร้าง (Structural Subordination) ของหุ้นกู้ของบริษัทเมื่อเปรียบเทียบกับเงินกู้คงค้างจากธนาคาร โดย บริษัทจะนำเงินที่ได้จากการออกหุ้นกู้ชุดใหม่ไปชำระหนี้เงินกู้โครงการเดิมของบริษัทบางส่วน

อันดับเครดิตสะท้อนถึงโครงสร้างสัญญาที่รัดกุมของบริษัทไฟฟ้าน้ำจืด 2 ตลอดจนกระแสเงินสดที่แน่นอนจากการมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว (Power Purchase Agreement -- PPA) กับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) (ได้รับอันดับเครดิต "AAA" จากทริสเรทติ้ง) คณะผู้บริหารที่มีประสบการณ์ในการบริหารงานโรงไฟฟ้าพลังน้ำ และเทคโนโลยีซึ่งผ่านการพิสูจน์แล้วที่ใช้ในโรงไฟฟ้าพลังน้ำของบริษัท อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตดังกล่าวมีข้อจำกัดจากความไม่แน่นอนของปริมาณน้ำในแม่น้ำจืดและความเสี่ยงประเทศของสาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนลาว (สปป.ลาว) (ได้รับอันดับเครดิต "BBB+/Negative" จากทริสเรทติ้ง) ซึ่งบริษัทดำเนินโครงการอยู่ในประเทศดังกล่าว

ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

โครงสร้างสัญญาบรรเทาความเสี่ยงได้เป็นส่วนใหญ่

โครงสร้างสัญญาในโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำจืด 2 ช่วยบรรเทาความเสี่ยงส่วนใหญ่ของโครงการ ในขณะที่สัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว (PPA) ที่มีกับ กฟผ. ช่วยบรรเทาความเสี่ยงด้านตลาด ซึ่งสัญญา PPA นั้นอยู่ในลักษณะของการจ่ายค่าไฟฟ้าทั้งหมดซึ่งสามารถเรียกเก็บไฟฟ้าส่วนที่ขาดให้ครบได้ในภายหลัง (Take-or-Pay) ซึ่ง กฟผ. จะรับซื้อไฟฟ้าในปริมาณสูงสุดไม่เกิน 2,310 ล้านกิโลวัตต์ชั่วโมง (ล้านหน่วย) ต่อปี (ปริมาณไฟฟ้าเป้าหมายต่อปี หรือ Annual Supply Target) ซึ่งแบ่งเป็นปริมาณไฟฟ้าหลัก (Primary Energy -- PE) จำนวน 2,218 ล้านหน่วยและปริมาณไฟฟ้ารอง (Secondary Energy -- SE) จำนวน 92 ล้านหน่วย

สัญญาสัมปทาน (Concession Agreement) ที่มีกับรัฐบาล สปป. ลาว ช่วยบรรเทาความเสี่ยงจากการโอนเงินและการแลกเปลี่ยนเงินตรา โดยสัญญาสัมปทานให้สิทธิบริษัทไฟฟ้าน้ำจืด 2 ในการรับรายได้และפקเงินในบัญชีเงินฝากที่อยู่นอก สปป. ลาว ได้ ดังนั้น รายได้จากการขายไฟฟ้าที่ได้รับจาก กฟผ. จึงใช้วิธีจ่ายเข้าบัญชีเงินฝากของบริษัทในประเทศไทย

ความเสี่ยงจากการดำเนินงานของบริษัทลดน้อยลงเนื่องจาก กฟผ. เป็นผู้ดำเนินงานโรงไฟฟ้าให้แก่บริษัท โดยบริษัทได้ทำสัญญาเดินเครื่องและบำรุงรักษา (Operation and Maintenance Agreement -- OMA) กับ กฟผ. ซึ่งครอบคลุมตลอดอายุสัญญาซื้อขายไฟฟ้า อนึ่ง กฟผ. มีความชำนาญและมีประสบการณ์ที่ยาวนานในการดำเนินงานโรงไฟฟ้าในประเทศไทย นับตั้งแต่เริ่มเปิดดำเนินงานในเดือนมีนาคม 2554 โรงไฟฟ้าของบริษัทมีค่าความพร้อมอยู่ในระดับที่สูงกว่า 96% นอกจากนี้ บริษัทยังได้ทำสัญญาซ่อมบำรุงใหญ่ (Major Maintenance Agreement -- MMA) กับ กฟผ. ด้วย

เทคโนโลยีที่ผ่านการพิสูจน์แล้ว

เทคโนโลยีที่ใช้ในโรงไฟฟ้าพลังน้ำของบริษัทเป็นเทคโนโลยีที่ผ่านการพิสูจน์แล้วซึ่งช่วยสร้างความมั่นใจในเรื่องความมั่นคงในการดำเนินงานโรงไฟฟ้า ทั้งนี้ โรงไฟฟ้าของบริษัทติดตั้งกังหันน้ำชนิด Francis ซึ่งผลิตโดย “โตชิบา” กังหันน้ำแต่ละชุดทำงานร่วมกับเครื่องกำเนิดไฟฟ้าชนิด

Synchronous ขนาด 205 เมกะวัตต์โดยมีกำลังการผลิตไฟฟ้ารวมทั้งสิ้น 615 เมกะวัตต์

ความเสี่ยงจากปริมาณน้ำยังคงดำรงอยู่ แต่สัญญาซื้อขายไฟฟ้าทำให้สามารถบริหารจัดการได้

ปริมาณน้ำที่ไหลผ่านโรงไฟฟ้าพลังน้ำของบริษัทอาจแตกต่างกันไปในแต่ละปี อย่างไรก็ตาม สัญญาซื้อขายไฟฟ้ามักมีกลไกที่จะช่วยให้กระแสเงินสดของโครงการมีเสถียรภาพ กลไกดังกล่าวเอื้อให้บริษัทสามารถขายไฟฟ้าได้มากกว่าปริมาณเป้าหมายในปีที่มีน้ำมาก ในขณะที่ปีที่มีน้ำน้อยบริษัทจะได้รับเงินสดจากการนำไฟฟ้าที่ผลิตเกินกว่าเป้าหมายดังกล่าวมาใช้ และในกรณีที่บริษัทขายไฟฟ้าได้ต่ำกว่าปริมาณไฟฟ้าเป้าหมายต่อปี ปริมาณไฟฟ้าในส่วนที่ขาดนี้ก็ยังสามารถนำไปพบกับปริมาณไฟฟ้าเป้าหมายของปีถัด ๆ ไปได้

ปริมาณไฟฟ้าเป้าหมายต่อปีนั้นมาจากอัตราการไหลของน้ำที่ระดับ 6,270 ล้านลูกบาศก์เมตร (ลบ.ม.) ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยต่อปี โดยคำนวณจากข้อมูลในอดีตในระหว่างปี 2492-2546

ระหว่างปี 2558-2560 ปริมาณน้ำที่ไหลเข้าอ่างเก็บน้ำต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต ดังนั้น บริษัทจึงมีปริมาณไฟฟ้าต่ำกว่าเป้าหมายต่อปีสะสมรวม 641 ล้านหน่วยสำหรับ PE และ 216 ล้านหน่วยสำหรับ SE ซึ่งปริมาณไฟฟ้าดังกล่าวสามารถนำไปพบกับเป้าหมายรายปีในปีถัด ๆ ไปได้ กลไกดังกล่าวจะช่วยให้กระแสเงินสดของโครงการค่อย ๆ มีเสถียรภาพในระยะยาว

EBITDA ลดลงแต่ไม่กระทบต่อสถานะเครดิตของบริษัท

ในปี 2560 บริษัทมีกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ลดลง 12.5% เหลือ 2,627 ล้านบาทอันเป็นผลเนื่องจากปริมาณน้ำที่น้อยลงเป็นหลัก ทริสเรตติ้งประมาณการว่า EBITDA ของบริษัทจะอยู่ในช่วง 3,000-3,500 ล้านบาทต่อปีระหว่างปี 2561-2563 โดยใช้อัตราคิดลดประมาณ 10% ของปริมาณน้ำโดยเฉลี่ยต่อปีในอดีต ซึ่งจำนวน EBITDA นี้เพียงพอที่จะชำระหนี้ของบริษัทที่จะครบกำหนด ทั้งนี้ บริษัทมีกำหนดชำระคืนหนี้ประมาณ 1,100 ล้านบาทต่อปีระหว่างปี 2561 และปี 2562 และอีกประมาณ 2,200 ล้านบาทในปี 2563

โครงสร้างเงินทุนอยู่ในระดับปานกลาง

บริษัทมีการใช้เงินลงทุนเพื่อขยายสถานีไฟฟ้าย่อยบางมูลค่า 3,120 ล้านบาทในระหว่างปี 2559-2561 ทำให้เงินกู้รวมของบริษัทเพิ่มขึ้นจาก 16,347 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2559 เป็น 17,024 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2560 ในขณะที่อัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนอยู่ในระดับปานกลางที่ 62.5% ณ สิ้นปี 2560 ทริสเรตติ้งคาดว่าอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจะปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ในระดับต่ำกว่า 60% ในปี 2563 เนื่องจากบริษัทไม่มีแผนสำหรับการลงทุนขนาดใหญ่

สถานะสภาพคล่องแข็งแกร่ง

บริษัทมีสภาพคล่องที่แข็งแกร่ง โดย ณ สิ้นปี 2560 บริษัทมีเงินสดในมือจำนวน 1,038 ล้านบาท ทริสเรตติ้งคาดว่าเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทจะมีมากกว่า 2,000 ล้านบาทในระยะ 12 เดือนข้างหน้า ดังนั้น เมื่อรวมเงินสดในมือและเงินทุนจากการดำเนินงานดังกล่าวแล้วถือว่าเพียงพอสำหรับการชำระคืนหนี้เงินกู้ที่จะครบกำหนดในปี 2561 จำนวนประมาณ 1,100 ล้านบาท

ภายใต้สัญญาเงินกู้โครงการนั้น บริษัทจะต้องฝากเงินในบัญชีเงินสำรอง(Reserve account)และบัญชีเงินสำรองสะสม(Accrual reserves account) ล่วงหน้าสำหรับใช้ในการชำระคืนเงินกู้ในงวดถัดไป โดยบัญชีดังกล่าวช่วยบรรเทาความเสี่ยงให้แก่ผู้ให้กู้ในกรณีที่ผลการดำเนินงานของบริษัทไม่เป็นไปตามเป้าหมาย นอกจากนี้ บริษัทยังมีนโยบายในการคงเงินสดไว้ไม่ต่ำกว่า 700 ล้านบาทอีกด้วย ซึ่งเงินจำนวนดังกล่าวเพียงพอสำหรับค่าใช้จ่ายดำเนินงานประมาณ 12 เดือน

ประมาณการของทริสเรตติ้งคาดว่าอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทจะอยู่ที่ 1.68 เท่าโดยเฉลี่ยตลอดอายุเงินกู้ ทริสเรตติ้ง เชื่อว่าบริษัทจะสามารถปฏิบัติตามเงื่อนไขทางการเงินที่ระบุไว้ในสัญญาเงินกู้โครงการและหุ้นกู้ได้

แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต "Stable" หรือ "คงที่" สะท้อนถึงการคาดการณ์ของทริสเรตติ้งว่าบริษัทจะยังคงมีกระแสเงินสดที่แน่นอนจากโรงไฟฟ้า นอกจากนี้ ยังคาดว่าบริษัทจะสามารถบริหารจัดการโรงไฟฟ้าและปริมาณน้ำให้มีเพียงพอสำหรับการผลิตไฟฟ้าได้ตามเป้าหมายตลอดอายุสัญญา PPA

ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตของบริษัทอาจได้รับการปรับเพิ่มขึ้นได้หากบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ปัจจัยที่อาจมีผลต่อการลดอันดับเครดิตอาจเกิดจากการที่บริษัทมีกระแสเงินสดที่ถดถอยลง หรือมีการลงทุนขนาดใหญ่ซึ่งเป็นปัจจัยที่ทำให้สถานะการเงินของบริษัทอ่อนแอลง

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ

หน่วย: ล้านบาท

	ณ วันที่ 31 ธันวาคม				
	2560	2559	2558	2557	2556
รายได้	3,318	3,815	3,883	3,976	4,115
ค่าใช้จ่ายทางการเงิน	966	854	895	987	1,225
กำไร (ขาดทุน) สุทธิจากการดำเนินงาน	656	1,041	972	1,080	1,116
เงินทุนจากการดำเนินงาน	1,799	1,777	2,095	2,185	2,150
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	2,627	2,997	2,962	3,165	3,337
สินทรัพย์รวม	27,629	27,138	28,876	29,737	30,412
เงินกู้รวม	17,024	16,347	16,209	17,485	18,928
ส่วนของผู้ถือหุ้น	10,228	10,301	12,141	11,894	11,113
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย/รายได้ (%)	78.9	78.1	75.8	79.4	80.9
อัตราส่วนผลตอบแทน/เงินทุนถาวร (%)	5.7	6.9	6.5	7.0	7.4
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย/ดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	2.7	3.5	3.3	3.2	2.7
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงาน/เงินกู้รวม (%)	10.6	10.9	12.9	12.5	11.4
อัตราส่วนเงินกู้รวม/โครงสร้างเงินทุน (%)	62.5	61.3	57.2	59.5	63.0

บริษัท ไฟฟ้าจำกัด 2 จำกัด (NN2PC)

อันดับเครดิตองค์กร:	A
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
NNPC20OA: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ถ่ถอนปี 2563	A-
NNPC24OA: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,400 ล้านบาท ใ้ถ่ถอนปี 2567	A-
NNPC27OA: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 3,600 ล้านบาท ใ้ถ่ถอนปี 2570	A-
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน ในวงเงินไม่เกิน 3,000 ล้านบาท ใ้ถ่ถอนภายใน 12 ปี	A-
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

อาคารสีลมคอมเพล็กซ์ ชั้น 24 191 ถ. สีลม กรุงเทพฯ 10500 โทร. 02-098-3000

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2561 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้อื่นเปิดเผย แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใด ๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแกลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria