

บริษัท ไฟฟ้าน้ำจืด 2 จำกัด

ครั้งที่ 17/2562

8 กุมภาพันธ์ 2562

CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร:	A
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน	A
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

วันที่ทบทวนล่าสุด : 05/03/61

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับ เครดิต	แนวโน้มอันดับ เครดิต/ เกรดที่ปรับ
26/07/60	A	Stable

ติดต่อ:

เสรมวิทย์ ศรีโยธา

sermwit@trisrating.com

ประวิตร ชัยชานะภักย์, CFA

pravit@trisrating.com

ภารัต มัทธโน

parat@trisrating.com

มณฑิยา จันทร์กล้า

monthian@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

เหตุผล

ทริสเรตติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท ไฟฟ้าน้ำจืด 2 จำกัด ที่ระดับ “A” พร้อมทั้งจัดอันดับเครดิตหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันชุดใหม่ในวงเงินไม่เกิน 6,000 ล้านบาทของบริษัทที่ระดับ “A” ด้วย ทั้งนี้ บริษัทจะนำเงินที่ได้จากการออกหุ้นกู้ชุดใหม่ไปใช้ชำระคืนเงินกู้โครงการเดิมของบริษัททั้งหมด

นอกจากนี้ ทริสเรตติ้งยังปรับเพิ่มอันดับเครดิตหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันชุดปัจจุบันของบริษัทเป็น “A” จากเดิมที่ระดับ “A-” การปรับเพิ่มอันดับเครดิตเป็นผลจากการชำระคืนเงินกู้โครงการที่เหลืออยู่ทั้งหมด ซึ่งนำไปสู่การปลดหลักประกันทั้งหมดจากเจ้าหนี้เงินกู้เดิมรวมถึงการจดจำนองลำดับที่ 1 ของสินทรัพย์โครงการ ซึ่งเป็นการลดความเสี่ยงเปรียบของเจ้าหนี้ไม่มีหลักประกัน

อันดับเครดิตดังกล่าวข้างต้นสะท้อนถึงโครงสร้างสัญญาที่รัดกุมของบริษัท ไฟฟ้าน้ำจืด 2 ตลอดจนกระแสเงินสดที่แน่นอนจากการมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว (Power Purchase Agreement -- PPA) กับ การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) (ได้รับอันดับเครดิต “AAA” จากทริสเรตติ้ง) คณะผู้บริหารที่มีประสบการณ์ในการบริหารงานโรงไฟฟ้าพลังน้ำ และเทคโนโลยีซึ่งผ่านการพิสูจน์แล้วที่ใช้ในโรงไฟฟ้าพลังน้ำของบริษัท อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตดังกล่าวมีข้อจำกัดจากความไม่แน่นอนของปริมาณน้ำในแม่น้ำจืดและความเสี่ยงประเทศของสาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนลาว (สปป.ลาว) (ได้รับอันดับเครดิต “BBB+/Negative” จากทริสเรตติ้ง) ซึ่งบริษัทดำเนินโครงการอยู่ในประเทศดังกล่าว

ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

โครงสร้างสัญญาบรรเทาความเสี่ยงได้เป็นส่วนใหญ่

โครงสร้างสัญญาในโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำน้ำจืด 2 ช่วยบรรเทาความเสี่ยงส่วนใหญ่ของโครงการ ในขณะที่สัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว (PPA) ที่มีกับ กฟผ. ช่วยบรรเทาความเสี่ยงด้านตลาด ซึ่งสัญญา PPA นั้นอยู่ในลักษณะของการจ่ายค่าไฟฟ้าทั้งหมดซึ่งสามารถเรียกรับไฟฟ้าส่วนที่ขาดให้ครบได้ในภายหลัง (Take-or-Pay) ซึ่ง กฟผ. จะรับซื้อไฟฟ้าในปริมาณสูงสุดไม่เกิน 2,310 ล้านกิโลวัตต์ ชั่วโมง (ล้านหน่วย) ต่อปี (ปริมาณไฟฟ้าเป้าหมายต่อปี หรือ Annual Supply Target) ซึ่งแบ่งเป็นปริมาณไฟฟ้าหลัก (Primary Energy -- PE) จำนวน 2,218 ล้านหน่วยและปริมาณไฟฟารอง (Secondary Energy -- SE) จำนวน 92 ล้านหน่วย

สัญญาสัมปทาน (Concession Agreement) ที่บริษัทมีกับรัฐบาล สปป. ลาว ช่วยบรรเทาความเสี่ยงจากการโอนเงินและการแลกเปลี่ยนเงินตรา โดยสัญญาสัมปทานให้สิทธิ์บริษัท ไฟฟ้าน้ำจืด 2 ในการรับรายได้และพักเงินในบัญชีเงินฝากที่อยู่นอก สปป. ลาว ได้ ดังนั้น รายได้จากการขายไฟฟ้าที่ได้รับจาก กฟผ. จึงใช้วิธีจ่ายเข้าบัญชีเงินฝากของบริษัทในประเทศไทย

คณะผู้บริหารที่มีประสบการณ์และเทคโนโลยีที่ผ่านการพิสูจน์แล้ว

ความเสี่ยงจากการดำเนินงานของบริษัทลดน้อยลงเนื่องจาก กฟผ. เป็นผู้ดำเนินงานโรงไฟฟ้าให้แก่บริษัท โดยบริษัทได้ทำสัญญาเดินเครื่องและบำรุงรักษา (Operation and Maintenance Agreement -- OMA) กับ กฟผ. ซึ่งครอบคลุมตลอดอายุสัญญาซื้อขายไฟฟ้า อนึ่ง กฟผ. มีความชำนาญและมีประสบการณ์ที่ยาวนานในการดำเนินงานโรงไฟฟ้าในประเทศไทย นอกจากนี้ บริษัทยังได้ทำสัญญาซ่อมบำรุงใหญ่ (Major Maintenance Agreement -- MMA) กับ กฟผ. ด้วย นับตั้งแต่เริ่มเปิดดำเนินงานในเดือนมีนาคม 2554 ถึงปี 2560 โรงไฟฟ้าของบริษัทมีค่าความพร้อมอยู่ในระดับที่สูงกว่า 96% ส่วนในปี 2561 ความพร้อมโรงไฟฟ้าของบริษัทอยู่ที่ 92% เนื่องจากการหยุดซ่อมบำรุงตามวาระ

เทคโนโลยีที่ใช้ในโรงไฟฟ้าพลังน้ำของบริษัทเป็นเทคโนโลยีที่ผ่านการพิสูจน์แล้วซึ่งช่วยเสริมความมั่นคงในการดำเนินงานโรงไฟฟ้า ทั้งนี้ โรงไฟฟ้าของบริษัทติดตั้งกังหันน้ำชนิด Francis ซึ่งผลิตโดย "โตชิบา" กังหันน้ำแต่ละชุดทำงานร่วมกับเครื่องกำเนิดไฟฟ้าชนิด Synchronous ขนาด 205 เมกะวัตต์ โดยมีกำลังการผลิตไฟฟ้ารวมทั้งสิ้น 615 เมกะวัตต์

ความเสี่ยงจากปริมาณน้ำยังคงดำรงอยู่ แต่สัญญาซื้อขายไฟฟ้าทำให้สามารถบริหารจัดการได้

ปริมาณน้ำที่ไหลผ่านโรงไฟฟ้าพลังน้ำของบริษัทอาจแตกต่างกันไปในแต่ละปี อย่างไรก็ตาม สัญญาซื้อขายไฟฟ้ามักจะช่วยให้กระแสเงินสดของโครงการมีเสถียรภาพ กล่าวคือช่วยให้บริษัทสามารถขายไฟฟ้าได้มากกว่าปริมาณเป้าหมายในปีที่มีน้ำมาก ในขณะที่ปีที่มีน้ำน้อยบริษัทจะได้รับเงินสดจากการนำไฟฟ้าที่ผลิตเกินกว่าเป้าหมายดังกล่าวมาใช้ และในกรณีที่บริษัทขายไฟฟ้าได้ต่ำกว่าปริมาณไฟฟ้าเป้าหมายต่อปี ปริมาณไฟฟ้าในส่วนที่ขาดนี้ก็สามารถนำไปเทียบกับปริมาณไฟฟ้าเป้าหมายของปีถัด ๆ ไปได้

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

ในปี 2561 ปริมาณน้ำที่ไหลเข้าเขื่อนน้ำจิม 2 นั้นมีปริมาณทั้งสิ้น 10,535 ล้าน ลบ.ม. สูงสุดในรอบ 70 ปี บริษัทจึงประกาศขายไฟฟ้าทั้งสิ้น 2,454 ล้านหน่วย ประกอบด้วย PE จำนวน 1,980 ล้านหน่วย SE จำนวน 130 ล้านหน่วย และ ปริมาณไฟฟ้าส่วนเกิน (Excess Energy -- EE) จำนวน 344 ล้านหน่วย อย่างไรก็ตาม บริษัทมีปริมาณไฟฟ้าสะสมที่สามารถนำไปเทียบกับเป้าหมายรายปีในปีถัด ๆ ไปได้จำนวนทั้งสิ้น 879 ล้านหน่วยสำหรับ PE และ 178 ล้านหน่วยสำหรับ SE เป็นผลจากการที่บริษัทไม่สามารถผลิตไฟฟ้าได้ตามเป้าหมายในช่วงปี 2558-2560

EBITDA เพิ่มขึ้นเนื่องจากปริมาณน้ำสูงขึ้น

ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2561 บริษัทมีกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) เพิ่มขึ้น 25.2% เป็น 2,456 ล้านบาท เนื่องจากปริมาณน้ำที่เพิ่มขึ้นเป็นหลัก ทริสเรตติ้งประมาณการ EBITDA ของบริษัทจะอยู่ในช่วง 3,000-3,500 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2562-2564 โดยใช้ อัตราคิดลดประมาณ 10% ของปริมาณน้ำโดยเฉลี่ยต่อปีในอดีต ซึ่งจำนวน EBITDA นี้เพียงพอที่จะใช้ชำระหนี้ของบริษัทที่จะครบกำหนด ทั้งนี้ บริษัทจะชำระคืนหนี้จำนวน 600 ล้านบาทในปี 2562 จำนวน 2,100 ล้านบาทในปี 2563 และจำนวน 1,000 ล้านบาทในปี 2564 โดยบริษัทมีแผนจะออกหุ้นกู้ใหม่เพื่อชำระคืนหุ้นกู้เดิมจำนวน 1,000 ล้านบาทในปี 2563

โครงสร้างเงินทุนคาดว่าจะดีขึ้น

ทริสเรตติ้งคาดว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจะค่อย ๆ ดีขึ้นโดยอยู่ในระดับต่ำกว่า 50% ในปี 2564 ทริสเรตติ้งเชื่อว่าบริษัทจะไม่มีค่าใช้จ่ายส่วนทุนและการลงทุนขนาดใหญ่นอกจากการซ่อมบำรุงในช่วงประมาณการ โดยการลงทุนครั้งล่าสุดคือการขยายสถานีไฟฟ้าย่อยบางซึ่งก่อสร้างแล้วเสร็จในปี 2561 ด้วยเงินลงทุนทั้งสิ้น 3,120 ล้านบาท โดย ณ เดือนกันยายน 2561 บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนที่ 57.2%

สภาพคล่องแข็งแกร่ง

ทริสเรตติ้งเชื่อว่าบริษัทสามารถรักษาสภาพคล่องที่แข็งแกร่งได้ตลอดช่วงประมาณการ โดยคาดว่าบริษัทจะสามารถดำเนินงานได้เป็นปกติและสร้างกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอได้ ทริสเรตติ้งเชื่อว่าบริษัทจะมีเงินทุนจากการดำเนินงานสูงกว่า 2,500 ล้านบาทในปี 2562 นอกจากนี้ บริษัทยังมีเงินสดในมือประมาณ 2,059 ล้านบาท ณ เดือนกันยายน 2561 เงินสดในมือรวมกับประมาณการเงินทุนจากการดำเนินงานนั้นเพียงพอสำหรับการชำระคืนเงินกู้ประมาณ 600 ล้านบาทในปี 2562 ได้

บริษัทจะนำเงินที่ได้รับจากการออกหุ้นกู้ในครั้งนี้ไปชำระคืนเงินกู้โครงการที่เหลืออยู่ทั้งหมด ซึ่งนำไปสู่การปลดหลักประกันทั้งหมดจากเจ้าหนี้เงินกู้เดิม ซึ่งรวมถึงการปลดการจดจำนองลำดับที่ 1 ของสินทรัพย์โครงการ ซึ่งเป็นการลดภาระผูกพันที่มีอยู่บนสินทรัพย์ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้สถานะของเจ้าหนี้ไม่มีหลักประกันดีขึ้น

หลังจากชำระคืนเงินกู้โครงการทั้งหมดด้วยหุ้นกู้ บริษัทยังคงมีนโยบายทางการเงินที่ระมัดระวังในการสำรองเงินอย่างน้อย 1,000 ล้านบาท สำหรับการชำระคืนเงินกู้ในงวดถัดไป โดยเงินสำรองนี้ช่วยบรรเทาความเสี่ยงให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ในกรณีที่ผลการดำเนินงานของบริษัทไม่เป็นไปตามเป้าหมาย นอกจากนี้ บริษัทยังมีนโยบายการคงเงินสดไว้ไม่ต่ำกว่า 700 ล้านบาทอีกด้วย ซึ่งเงินจำนวนดังกล่าวเพียงพอสำหรับค่าใช้จ่ายดำเนินงานประมาณ 12 เดือน

สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

- ทริสเรทติ้งประมาณการส่วนลด 10% สำหรับปริมาณน้ำเฉลี่ยในอดีตที่ 6,270 ล้าน ลบ.ม.
- อัตราความสามารถในการผลิตไฟฟ้า (Capacity Factor) อยู่ในช่วง 36%-40% ในช่วงปี 2562-2564
- คาดว่าโรงไฟฟ้าของบริษัทจะมีความพร้อมมากกว่า 96% ตลอดช่วงประมาณการ
- อัตราค่าไฟฟ้าเป็นไปตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า
- ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการดำเนินงานและซ่อมบำรุงจะเพิ่มขึ้นประมาณ 3% ต่อปี

แนวโน้มอันดับเครดิต

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

ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตของบริษัทอาจได้รับการปรับเพิ่มขึ้นได้หากบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ปัจจัยที่อาจมีผลต่อการลดอันดับเครดิตอาจเกิดจากการที่บริษัทมีกระแสเงินสดที่ถดถอยลง หรือมีการลงทุนขนาดใหญ่ซึ่งทำให้สถานะการเงินของบริษัทอ่อนแอลง

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-ก.ย. 2561	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
		2560	2559	2558	2557
รายได้จากการดำเนินงานรวม	2,992	3,327	3,833	3,903	3,986
กำไรจากการดำเนินงาน	2,454	2,627	2,991	2,955	3,159
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	1,638	1,423	1,864	1,910	2,066
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	2,456	2,505	2,946	2,997	3,155
เงินทุนจากการดำเนินงาน	1,839	1,522	2,077	2,101	2,166
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	582	967	855	896	989
เงินลงทุน	545	1,577	915	24	25
สินทรัพย์รวม	27,946	27,629	27,138	28,876	29,737
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	14,254	14,732	14,299	13,109	14,635
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	10,679	10,228	10,301	12,141	11,894
อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว					
อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (%)	82.00	78.95	78.04	75.73	79.25
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	7.07 *	5.27	6.77	6.61	6.95
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	4.22	2.59	3.44	3.34	3.19
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	4.75 *	5.88	4.85	4.37	4.64
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	15.18 *	10.33	14.53	16.03	14.80
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	57.17	59.02	58.13	51.92	55.16

* ปรับเป็นอัตราส่วนเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงิน, 5 กันยายน 2561
- Group Rating Methodology, 10 กรกฎาคม 2558
- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตของประเทศ (Sovereign Credit Rating), 8 ตุลาคม 2556
- วิธีการจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 31 ตุลาคม 2550

บริษัท ไฟฟ้าห้วยผิง 2 จำกัด (NN2PC)

อันดับเครดิตองค์กร:	A
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
NNPC20OA: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2563	A
NNPC24OA: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,400 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2567	A
NNPC27OA: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 3,600 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2570	A
NNPC303A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 3,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2573	A
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน ในวงเงินไม่เกิน 6,000 ล้านบาท ใ้ก่อนภายใน 8 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. 2562 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้อัดเผยแพร่ ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ในรูปแบบหรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแถลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้เหล่านั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ใ้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด จึงใ้รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ใ้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria