

บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 207/2566

25 ตุลาคม 2566

CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร: BBB-
แนวโน้มอันดับเครดิต: Negative

วันที่ทบทวนล่าสุด : 28/10/65

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับเครดิต	แนวโน้มอันดับเครดิต/ เกรดพันธกิจ
29/10/64	BBB-	Stable
09/10/61	BBB	Stable

ติดต่อ:

รพีพล มหพันธ์

rapeepol@trisrating.com

ศุภศิษฐ์ เทียนสุกใส, CFA

supasith@trisrating.com

ภารัต มหัทธโน

parat@trisrating.com

มณเฑียร จันทร์กล้า

monthian@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

* รายงานนี้เป็นเพียงส่วนหนึ่งของรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

เหตุผล

ทริสเรตติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ “BBB-” แต่ปรับลดแนวโน้มอันดับเครดิตเป็น “Negative” หรือ “ลบ” จาก “Stable” หรือ “คงที่” เพื่อสะท้อนการฟื้นตัวของกำไรของบริษัทที่ช้ากว่าที่คาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในธุรกิจก่อสร้าง นอกจากนี้ การปรับลดแนวโน้มดังกล่าวยังสะท้อนมุมมองของทริสเรตติ้งว่าการฟื้นตัวของกำไรของบริษัทยังคงเปราะบางจากความไม่แน่นอนต่าง ๆ อีกด้วย

อันดับเครดิตยังคงสะท้อนถึงความมั่นคงของกระแสเงินสดจากธุรกิจผลิตไฟฟ้าของบริษัทซึ่งช่วยลดผลกระทบจากความเป็นวงจรขึ้นลงของธุรกิจก่อสร้างได้อย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ความแข็งแกร่งของธุรกิจผลิตไฟฟ้าก็ลดทอนลงจากความไม่แน่นอนของปริมาณและความผันผวนของราคาวัตถุดิบเชื้อเพลิง ตลอดจนการแข่งขันที่เพิ่มสูงขึ้นในธุรกิจผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน รวมถึงความเสี่ยงของโครงการโรงไฟฟ้าในต่างประเทศแห่งแรกของบริษัทด้วย นอกจากนี้ อันดับเครดิตยังได้รับแรงกดดันจากความสามารถในการแข่งขันที่ไม่สูงนักของบริษัทในธุรกิจก่อสร้างซึ่งทำให้บริษัทมีอัตรากำไรที่เบาบางอย่างต่อเนื่องอีกด้วย

ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

การฟื้นตัวมีความล่าช้ากว่าการคาดการณ์

ผลการดำเนินงานในภาพรวมของบริษัทยังคงได้รับอิทธิพลอย่างมากจากธุรกิจก่อสร้าง แม้ธุรกิจผลิตไฟฟ้าจะเป็นแหล่งกำไรที่สำคัญของบริษัท แต่ธุรกิจก่อสร้างก็มีสัดส่วนถึงประมาณครึ่งหนึ่งของรายได้ทั้งหมดของบริษัทและมีอัตรากำไรที่เบาบางเป็นอย่างมากในช่วงหลายปีที่ผ่านมา

ผลการดำเนินงานของบริษัทปรับตัวดีขึ้นภายหลังจากสถานการณ์โรคระบาด โดยกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ของบริษัทเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 511 ล้านบาทในช่วงครึ่งแรกของปี 2566 จาก 248 ล้านบาทในช่วงเดียวกันของปีก่อน อย่างไรก็ตาม กำไรของบริษัทที่ฟื้นตัวในอัตราที่ต่ำกว่าการคาดการณ์ก่อนหน้านี้ของทริสเรตติ้ง ในขณะที่กำไรของบริษัทยังคงมาจากธุรกิจผลิตไฟฟ้าเท่านั้น ทั้งนี้ ธุรกิจก่อสร้างสามารถฟื้นตัวได้แต่การดำเนินงานยังคงอ่อนแอและมีผลขาดทุน

จากผลการดำเนินงานล่าสุดของบริษัท ทริสเรตติ้งได้ปรับลดประมาณการอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจก่อสร้างลงเป็น 1% ในปี 2566 จากเดิมที่คาดว่าจะอยู่ที่ 4% โดยคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจก่อสร้างน่าจะค่อย ๆ ปรับตัวดีขึ้นเป็น 5%-7% ในช่วงปี 2567-2568 และเมื่อรวมธุรกิจผลิตไฟฟ้าที่มีกำไรสูงเข้ามาด้วยแล้ว อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทก็น่าจะอยู่ที่ระดับประมาณ 14% ในปี 2566 และจะเพิ่มขึ้นเป็น 19%-20% ในช่วงปี 2567-2568

แม้ทริสเรตติ้งจะคาดว่าบริษัทอยู่ในช่วงของการฟื้นตัว แต่การฟื้นตัวของผลการดำเนินงานก็ยังคงมีความเปราะบางจากอุปสรรคต่าง ๆ เช่น ต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น การแข่งขันที่เข้มข้น ตลอดจนความล่าช้าในการประมูลงานและการลงนามในสัญญาก่อสร้างใหม่ ๆ

ธุรกิจก่อสร้างมีความสามารถในการแข่งขันไม่สูงนัก

ทริสเรตติ้งยังคงเห็นว่าบริษัทมีความสามารถในการแข่งขันในธุรกิจก่อสร้างที่ไม่สูงนักเมื่อพิจารณาจากขนาดของธุรกิจและผลงานในอดีตของบริษัท โดยมูลค่าสัญญาก่อสร้างของบริษัทส่วนใหญ่อยู่ใน

ระดับไม่เกิน 1 พันล้านบาทต่อสัญญา ซึ่งทำให้ฐานรายได้จากการก่อสร้างมีขนาดค่อนข้างเล็กที่ประมาณ 2 พันล้านบาทต่อปี นอกจากนี้ บริษัทยังมีขอบเขตงานก่อสร้างที่ค่อนข้างแคบโดยเน้นเฉพาะงานก่อสร้างอาคาร เช่น โรงพยาบาล มหาวิทยาลัย โรงแรม และศูนย์การค้า

การเติบโตที่แข็งแกร่งของภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศส่งผลให้การแข่งขันที่ทวีความรุนแรงมากขึ้นซึ่งเป็นปัจจัยกดดันมูลค่าสัญญาก่อสร้างใหม่ ๆ รวมถึงอัตราค่าใ้ลดลง ทั้งนี้ บริษัทได้งานก่อสร้างใหม่จำนวนรวมกันทั้งสิ้นเพียง 330 ล้านบาทในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2566 เมื่อเทียบกับ 1-3 พันล้านบาทต่อปีในอดีตที่ผ่านมา ในขณะที่บริษัทมีงานก่อสร้างในมือมูลค่า 1.9 พันล้านบาท ณ สิ้นเดือนมิถุนายน 2566 ซึ่งทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะได้รับงานก่อสร้างใหม่ ๆ เข้ามาเพื่อเพิ่มเติมงานก่อสร้างในมือที่ลดน้อยลง

กระแสเงินสดที่มั่นคงจากธุรกิจผลิตไฟฟ้า

อันดับเครดิตของบริษัทมีพื้นฐานหลักมาจากการกระแสเงินสดที่มั่นคงจากธุรกิจผลิตไฟฟ้าเป็นสำคัญ โดยธุรกิจผลิตไฟฟ้านั้นสร้างกำไรในสัดส่วนมากกว่า 90% ของ EBITDA ของบริษัท ธุรกิจผลิตไฟฟ้าของบริษัทดำเนินงานโดย บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์ โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) หรือ TPCH ซึ่งเป็นบริษัทย่อยหลักที่สร้างกำไรให้แก่บริษัท ณ ปัจจุบัน TPCH เป็นเจ้าของโรงไฟฟ้าทั้งสิ้น 14 แห่งซึ่งประกอบด้วยโรงไฟฟ้าชีวมวล โรงไฟฟ้าขยะ และโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่บริษัทเพิ่งเข้าลงทุนไม่นานมานี้ โดยมีกำลังการผลิตตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้ารวมกันที่ขนาด 212.2 เมกะวัตต์

ความมั่นคงของกระแสเงินสดจากธุรกิจผลิตไฟฟ้านั้นเกิดจากการมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกับผู้ผลิตและผู้จ่ายกระแสไฟฟ้าที่เป็นหน่วยงานภาครัฐที่น่าเชื่อถือ ทั้งนี้ ผลกำไรจากธุรกิจผลิตไฟฟ้าถือเป็นส่วนสำคัญอย่างยิ่งสำหรับทริสเรทติ้งในการพิจารณาสถานะเครดิตของบริษัทโดยช่วยลดผลกระทบจากกำไรที่อ่อนแอของธุรกิจก่อสร้าง

ความเสี่ยงจากวัตถุดิบเชื้อเพลิง

ธุรกิจผลิตไฟฟ้ามีความเสี่ยงในด้านวัตถุดิบเชื้อเพลิง โดยโรงไฟฟ้าชีวมวลนั้นใช้ไม้สับ แกลบ กะลามะพร้าว และพืชเติบโตเร็วอื่น ๆ ในการผลิตไฟฟ้า ความเพียงพอของวัตถุดิบดังกล่าวจะขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย อาทิ ฤดูกาล การใช้ชีวมวลในอุตสาหกรรมอื่น และจำนวนโรงไฟฟ้าชีวมวล ดังนั้นเพื่อให้มีวัตถุดิบเชื้อเพลิงที่เพียงพอ TPCH ซึ่งเป็นผู้ดำเนินธุรกิจผลิตไฟฟ้า จึงได้ทำสัญญาซื้อขายวัตถุดิบระยะยาวกับผู้จำหน่ายท้องถิ่น อย่างไรก็ตาม การบังคับให้ปฏิบัติตามสัญญาอย่างคงมีความท้าทายอยู่

นอกจากนี้ กำไรของโรงไฟฟ้ายังมีความอ่อนไหวต่อความผันผวนของราคาวัตถุดิบเชื้อเพลิงอีกด้วย โดยราคาของวัตถุดิบเชื้อเพลิงชีวมวลนั้นสามารถแกว่งตัวขึ้นและลงได้อย่างมาก อีกทั้งยังแปรเปลี่ยนไปตามความชื้นและค่าความร้อน ในส่วนของโรงไฟฟ้าขยะนั้น ชนิดของขยะที่ต่างกันจะให้ค่าความร้อนที่แตกต่างกันในขณะที่สิ่งเจือปนก็อาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพในการผลิตไฟฟ้าได้เช่นกัน

การแข่งขันในธุรกิจผลิตไฟฟ้าเพิ่มสูงขึ้น

ทริสเรทติ้งมองว่าการแข่งขันที่ทวีความรุนแรงยิ่งขึ้นได้สร้างแรงกดดันต่อผลกำไรอย่างมีนัยสำคัญแม้ว่าอุตสาหกรรมไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในประเทศไทยนั้นจะยังมีโอกาสเติบโตก็ตาม โดยโอกาสที่จะมีโครงการที่จะได้กำไรในระดับสูงนั้นมีค่อนข้างจำกัด ทั้งนี้ โรงไฟฟ้าชีวมวลใหม่ ๆ ของ TPCH (TPCH 1 TPCH 2 และ TPCH 5) มีราคาจำหน่ายไฟฟ้าที่ลดต่ำลงอย่างมีนัยสำคัญจากการประมูลแข่งขันที่รุนแรง ซึ่งผลประโยชน์ที่ลดลงก็ทำให้อัตรากำไรสุทธิของโครงการใหม่ ๆ นั้นลดต่ำลงไปด้วย ส่งผลให้ TPCH ต้องหันไปพัฒนาพลังงานหมุนเวียนในรูปแบบอื่น ๆ เช่น พลังงานจากขยะและแสงอาทิตย์ เป็นต้น นอกจากนี้ TPCH ยังมองหาโอกาสการเติบโตในต่างประเทศโดยเฉพาะในประเทศเพื่อนบ้านอีกด้วย

TPCH วางแผนจะจำหน่ายโรงไฟฟ้าชีวมวลจำนวน 5 แห่ง (TPCH 1 TPCH 2 TPCH 5 PBM และ PBB) ซึ่งมีกำลังการผลิตตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้ารวมกันที่ขนาด 30.4 เมกะวัตต์ ทั้งนี้ ประมาณการกรณพื้นฐานของทริสเรทติ้งคาดว่าโครงการดังกล่าวจะแล้วเสร็จในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี 2566 และ TPCH จะได้รับเงินจำนวนประมาณ 1.2 พันล้านบาท

ความเสี่ยงจากการลงทุนในต่างประเทศ

TPCH เพิ่งขยายธุรกิจไปในต่างประเทศ โดยมีโครงการโรงไฟฟ้าแห่งแรกในสาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนลาว (สปป. ลาว) บริษัทได้ลงทุนเป็นจำนวนเงินประมาณ 430 ล้านบาทในการซื้อหุ้นในสัดส่วน 40% ใน บริษัท แม็โขง พาวเวอร์ จำกัด (MKP) ซึ่งเป็นบริษัทที่จัดตั้งขึ้นใน สปป. ลาว ทั้งนี้ MKP อยู่ระหว่างการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนพื้นดินที่มีกำลังการผลิตขนาด 100 เมกะวัตต์และมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะเวลา 25 ปีกับกรไฟฟ้าลาว (Electricite du Laos – EDL) โครงการดังกล่าวคาดว่าจะเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ได้ในปี 2567 และมีราคาจำหน่ายไฟฟ้าในอัตราค่าใ้ที่ลดลงอายุสัญญาซื้อขายไฟฟ้า

โครงการดังกล่าวเป็นส่วนหนึ่งของสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระหว่าง EDL กับการไฟฟ้ากัมพูชา (Electricity of Cambodia – EDC) โดย EDL จะรับซื้อไฟฟ้าจากหลายแหล่งซึ่งรวมถึงโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนพื้นดินแห่งนี้และจำหน่ายให้กับ EDC จึงเสมือนว่า EDC นั้นเป็นผู้รับซื้อไฟฟ้าทางอ้อมของโครงการซึ่งจะช่วยลดทอนความเสี่ยงด้านการตลาดได้ในระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตามก็ดี คู่สัญญาของ MKP นั้นก็ยังคงเป็น EDL เช่นเดิม

ทริสเรตติ้งมองว่าโครงการในต่างประเทศแห่งแรกของ TPCB นั้นมีความเสี่ยงของประเทศและความเสี่ยงด้านกฎระเบียบที่สูงกว่าโครงการในประเทศไทย ในขณะที่สถานะเครดิตของ EDL ที่เป็นผู้รับซื้อไฟฟ้าภาครัฐเองก็ไม่เข้มแข็งเท่ากับของผู้รับซื้อไฟฟ้าภาครัฐในประเทศไทย โดยสถานะเครดิตที่ถดถอยลงของ EDL ทำให้ TPCB มีความเสี่ยงในด้านคู่สัญญาเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ TPCB ยังจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงในการโอนเงินข้ามประเทศและการแลกเปลี่ยนเงินตราสำหรับเงินปันผลที่ TPCB จะได้รับจาก MKP อีกทั้งโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ดังกล่าวก็ยังให้ราคาจำหน่ายไฟฟ้าในอัตราที่ทำขายโดยอยู่ที่ 6.2 เซ็นต์ต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมงอีกด้วย ทั้งนี้ MKP ได้ทำสัญญาจ้างดำเนินการปฏิบัติงานและบำรุงรักษาในราคาที่ตกลงกันไว้แล้วเพื่อควบคุมต้นทุนในการดำเนินงาน ซึ่งจากแนวโน้มที่ TPCB จะมองหาโอกาสเพิ่มเติมในประเทศเพื่อนบ้าน ทริสเรตติ้งก็คาดหวังว่าการลงทุนใหม่ ๆ ของ TPCB นั้นจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่คุ้มค่ากับความเสี่ยงจากการลงทุนต่าง ๆ เหล่านั้นได้

รายได้น่าจะลดลง กำไรน่าจะปรับตัวดีขึ้น

ในฐานะที่เป็นผู้ถือหุ้นของโครงการ TPCB ได้ให้การรับประกันหนี้ของกิจการร่วมค้าตามสัดส่วนการถือหุ้นในกิจการร่วมค้านั้น ๆ ดังนั้น ในการพิจารณาสถานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทไทยโพลีคอนส์ ทริสเรตติ้งจึงรวมเอาสินทรัพย์ หนี้สิน และผลการดำเนินงานของกิจการร่วมค้าเข้ามารวมกับงบการเงินรวมของบริษัทตามสัดส่วนที่ TPCB ถือหุ้นในกิจการร่วมค้าแต่ละแห่งด้วย

ทริสเรตติ้งคาดการณ์ว่าแผนการจำหน่ายโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวลขนาด 30.4 เมกะวัตต์ออกไปนั้นจะทำให้รายได้จากการดำเนินงานรวมของบริษัทลดลงมาอยู่ที่ระดับ 4.5-5 พันล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2567-2568 จากระดับ 6.4 พันล้านบาทในปี 2566 โดยประมาณการในกรณีพื้นฐานของทริสเรตติ้งคาดว่าโรงไฟฟ้าชีวมวลที่เหลืออยู่นั้นจะยังมีผลการดำเนินงานที่น่าพอใจต่อไป ทั้งนี้ รายได้จากธุรกิจผลิตไฟฟ้าน่าจะลดลงมาอยู่ที่ระดับ 2.5-2.7 พันล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2567-2568 จากระดับ 3 พันล้านบาทในปี 2566 ในขณะที่การจำหน่ายโครงการน่าจะช่วยเพิ่มอัตรากำไรเนื่องจากโรงไฟฟ้าชีวมวลทั้ง 5 แห่งดังกล่าวที่จะขายนั้นมีราคาจำหน่ายไฟฟ้ารวมถึงประสิทธิภาพที่ค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับโครงการโรงไฟฟ้าอื่น ๆ ที่มีอยู่

ส่วนรายได้จากธุรกิจก่อสร้างคาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 2-3 พันล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2566-2568 ภายใต้สมมติฐานว่าบริษัทจะได้สัญญาก่อสร้างใหม่จำนวน 1-2 พันล้านบาทต่อปี โดยทริสเรตติ้งคาดว่าอัตรากำไรของบริษัทจะค่อย ๆ เพิ่มสูงขึ้นจากการทำงบประมาณและการควบคุมต้นทุนที่รัดกุมมากยิ่งขึ้น

เมื่อพิจารณาจากปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้แล้ว ทริสเรตติ้งคาดว่า EBITDA ของบริษัทจะอยู่ที่ระดับ 0.9-1 พันล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2566-2568 โดยเพิ่มขึ้นจาก 0.6 พันล้านบาทในปี 2565 ซึ่งแม้ว่าจะเพิ่มสูงขึ้นแต่ EBITDA ก็ยังอยู่ในระดับต่ำกว่าการคาดการณ์ก่อนหน้านี้ของทริสเรตติ้งซึ่งอยู่ที่ประมาณ 1.1 พันล้านบาทต่อปี ทั้งนี้ ประมาณการกรณีพื้นฐานของทริสเรตติ้งคาดว่า EBITDA Margin ของบริษัทจะอยู่ที่ระดับ 15%-20% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า

ระดับหนี้สินน่าจะลดต่ำลง

แผนการขายโรงไฟฟ้าชีวมวล 5 แห่งออกไปน่าจะทำให้บริษัทได้รับเงินสดเข้ามามีจำนวนประมาณ 1.2 พันล้านบาท ซึ่งทริสเรตติ้งคาดว่าบริษัทจะนำเงินดังกล่าวไปใช้ลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าแห่งใหม่ที่ใช้เงินลงทุนจำนวนไม่เกิน 1 พันล้านบาท ในขณะที่กิจการร่วมค้าของ TPCB จะมีโครงการโรงไฟฟ้าขยะแห่งใหม่ที่มีกำลังการผลิตขนาด 10 เมกะวัตต์ นอกจากนี้ ทริสเรตติ้งยังคาดว่า MKP จะสามารถหาเงินกู้โครงการได้โดยไม่ต้องมีการค้ำประกันหรือรับการช่วยเหลือทางการเงินจากผู้ถือหุ้นตลอดการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ อีกทั้งธุรกิจก่อสร้างของบริษัทไม่น่าจะมีการลงทุนขนาดใหญ่ใด ๆ

เมื่อรวมกับการฟื้นตัวของผลการดำเนินงาน อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA ของบริษัทน่าจะลดลงมาอยู่ที่ระดับ 6.5-7.5 เท่าในช่วงปี 2566-2568 จากระดับ 8.7 เท่า (ปรับเป็นอัตราส่วนเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง) ในช่วงครึ่งแรกของปี 2566 ในขณะที่อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงินน่าจะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 8%-10% และอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนน่าจะอยู่ในระดับประมาณ 65% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า ส่วนเงินทุนรวมก็น่าจะอยู่ที่จำนวนประมาณ 2 พันล้านบาทในช่วงเวลาประมาณการ และบริษัทน่าจะบริหารจัดการเงินทุนหมุนเวียนสำหรับธุรกิจก่อสร้างได้อย่างมีประสิทธิภาพเพื่อหลีกเลี่ยงการเพิ่มขึ้นของระดับหนี้สิน ทั้งนี้ แม้ทริสเรตติ้งคาดว่าระดับหนี้สินจะลดต่ำลงและ

ถ้าโรจะฟื้นตัวดีขึ้น แต่แนวโน้มอันดับเครดิต “Negative” หรือ “ลบ” ยังคงสะท้อนว่าประมาณการของทริสเรตติ้งยังคงมีความไม่แน่นอนจากปัจจัยลบของธุรกิจก่อสร้างที่ยังคงมีอยู่

โครงสร้างหนี้

ในการวิเคราะห์ระดับหนี้ที่มีลำดับในการได้รับชำระคืนก่อน (Priority Debt) ของบริษัทนั้น ทริสเรตติ้งไม่ได้รวมหนี้ของกิจการร่วมค้าที่ TPCB ให้การค้ำประกันเข้ามาด้วย ดังนั้น หนี้เงินกู้รวมของบริษัทจึงมีจำนวนทั้งสิ้นประมาณ 7 พันล้านบาท ณ เดือนมิถุนายน 2566 ซึ่งจำนวนประมาณ 6 พันล้านบาทถือเป็นหนี้ที่มีลำดับในการได้รับชำระคืนก่อนซึ่งประกอบด้วยหนี้ที่มีหลักประกันของบริษัทเองและหนี้ทั้งหมดของบริษัทย่อย ทำให้อัตราส่วนหนี้ที่มีลำดับในการได้รับชำระคืนก่อนต่อหนี้สินรวมของบริษัทอยู่ที่ระดับ 85% ซึ่งส่งผลให้เจ้าหนี้ที่ไม่มีหลักประกันอยู่ในสถานะที่เสียเปรียบเจ้าหนี้ที่มีลำดับในการได้รับชำระคืนก่อนอย่างมีนัยสำคัญเมื่อพิจารณาจากสิทธิเรียกร้องในสินทรัพย์ของบริษัท

มีความเสี่ยงในการหาแหล่งเงินทดแทน

หากไม่นับรวมหนี้ของกิจการร่วมค้า บริษัทมีหนี้ระยะสั้นและระยะยาวที่จะครบกำหนดชำระจำนวนรวมกันประมาณ 3.3 พันล้านบาทในช่วง 12 เดือนข้างหน้าเมื่อเทียบกับสิ้นเดือนมิถุนายน 2566 ซึ่งจำนวน 1.5 พันล้านบาทเป็นหุ้นกู้ที่จะครบกำหนดไถ่ถอนในเดือนมิถุนายน 2567 ทั้งนี้ ทริสเรตติ้งคาดว่าเงินกู้ระยะสั้นสำหรับใช้เงินทุนหมุนเวียนนั้นน่าจะได้รับการขยายต่อเป็นปกติ ในขณะที่เงินกู้โครงการระยะยาวน่าจะได้รับการชำระจากกระแสเงินสดของโครงการโรงไฟฟ้าต่าง ๆ ที่ดำเนินงานอยู่ โดยบริษัทวางแผนจะชำระคืนหุ้นกู้ดังกล่าวด้วยการหาวงเงินกู้โครงการใหม่ ส่วนแหล่งเงินสดอื่น ๆ คาดว่าจะมีจำนวนรวมกันทั้งสิ้น 1.1 พันล้านบาท ซึ่งประกอบด้วยเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทที่คาดว่าจะอยู่ที่ประมาณ 550 ล้านบาทและวงเงินกู้ยืมที่ยังไม่ได้เบิกใช้รวมทั้งเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดรวมกันอีกจำนวน 582 ล้านบาท นอกจากนี้ เงินที่จะได้รับการจำหน่ายสินทรัพย์ออกไปก็จะช่วยสนับสนุนสภาพคล่องได้อีกทางหนึ่ง อย่างไรก็ตาม จากแผนการเติบโตของบริษัท ทริสเรตติ้งมองว่าบริษัทน่าจะยังต้องหาแหล่งเงินทดแทนหุ้นกู้ที่จะครบกำหนดดังกล่าวด้วยการออกหุ้นกู้ชุดใหม่

หุ้นกู้ของบริษัทมีข้อกำหนดในการชำระอัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อทุนไม่เกิน 2.5 เท่า ซึ่งอัตราส่วนดังกล่าวอยู่ที่ 1.9 เท่า ณ เดือนมิถุนายน 2566 นอกจากนี้ บริษัทย่อยของบริษัทซึ่งประกอบด้วย TPCB และบริษัทย่อย รวมถึงกิจการร่วมค้าของ TPCB ยังมีข้อกำหนดทางการเงินในภาระหนี้สินต่าง ๆ ในกรณีนี้ ทริสเรตติ้งคาดว่าทุกบริษัทจะสามารถปฏิบัติตามข้อกำหนดทางการเงินได้

สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

สมมติฐานกรณีพื้นฐานสำคัญ ๆ ของทริสเรตติ้งในช่วงระหว่างปี 2566-2568 มีดังนี้

- กำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัญญาของโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการแล้วจะอยู่ที่ 192 เมกะวัตต์ หลังจากการจำหน่ายโครงการโรงไฟฟ้าออกไป
- อัตราความสามารถในการผลิตไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการแล้วจะอยู่ในช่วง 80%-90%
- มูลค่าสัญญาณก่อสร้างใหม่จะอยู่ที่จำนวน 1-2 พันล้านบาทต่อปี
- EBITDA Margin จะอยู่ที่ระดับ 15%-20%
- เงินลงทุนรวมจะอยู่ที่จำนวน 2 พันล้านบาท

แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Negative” หรือ “ลบ” สะท้อนถึงการฟื้นตัวของกำไรของบริษัทที่ล่าช้ากว่าที่ทริสเรตติ้งคาดการณ์ไว้เนื่องจากผลการดำเนินงานที่อ่อนแอของธุรกิจก่อสร้าง ในขณะที่การฟื้นตัวของกำไรของบริษัทก็ยังคงมีความแปรปรวนจากความไม่แน่นอนต่าง ๆ

ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

ทริสเรตติ้งอาจปรับลดอันดับเครดิตของบริษัทลงได้หากผลการดำเนินงานและตัวเลขทางการเงินยังคงอ่อนแอกว่าที่ทริสเรตติ้งคาดไว้ นอกจากนี้ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่เสื่อมถอยลงจากการลงทุนด้วยการก่อหนี้ในระดับสูงก็อาจนำไปสู่การปรับลดอันดับเครดิตได้เช่นกัน ในทางตรงกันข้าม การปรับเพิ่มแนวโน้มอันดับเครดิตของบริษัทกลับมาเป็น “Stable” หรือ “คงที่” อาจเกิดขึ้นได้หากบริษัทสามารถปรับปรุงผลการดำเนินงานให้ดีขึ้นและลดระดับหนี้สินทางการเงินลงได้อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ ทริสเรตติ้งยังคาดว่าด้วยธุรกิจผลิตไฟฟ้าจะยังคงเป็นธุรกิจหลักที่สร้างกระแสเงินสด

และมีผลการดำเนินงานที่น่าพอใจต่อไป ในขณะที่การลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าที่มีความเสี่ยงในด้านประเทศสูงน่าจะได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่ากลับมา

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ*

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-มิ.ย. 2566	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
		2565	2564	2563	2562
รายได้จากการดำเนินงานรวม	3,548	5,312	4,391	3,906	3,827
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	273	217	95	448	606
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	511	602	481	704	797
เงินทุนจากการดำเนินงาน	319	289	275	581	667
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	186	296	194	123	102
เงินลงทุน	124	423	504	1,428	1,704
สินทรัพย์รวม	13,228	12,577	11,997	10,903	9,981
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	7,505	6,955	5,676	4,673	3,834
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	3,551	3,669	3,803	4,448	4,197
อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว					
อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (%)	14.40	11.33	10.96	18.03	20.83
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	3.89 **	2.03	0.97	5.05	8.26
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	2.75	2.03	2.48	5.73	7.85
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	8.68 **	11.56	11.80	6.64	4.81
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	6.80 **	4.16	4.85	12.44	17.41
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	67.88	65.46	59.88	51.24	47.74

หมายเหตุ: ตัวเลขข้างต้นรวมสินทรัพย์ หนี้สิน และผลการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าชีวมวลของ บริษัท มหาชัย กรีน เพาเวอร์ จำกัด (MGP) และโรงไฟฟ้าพลังงานขยะของ บริษัท สยามพาวเวอร์ จำกัด (SP) ตามสัดส่วนการถือหุ้นในกิจการร่วมค้าเหล่านี้

* งบการเงินรวม

** ปรับเป็นอัตราส่วนเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตกลุ่มธุรกิจ, 7 กันยายน 2565
- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 15 กรกฎาคม 2565
- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงินสำหรับธุรกิจทั่วไป, 11 มกราคม 2565
- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตตราสารหนี้, 15 มิถุนายน 2564

บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน) (TPOLY)

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB-
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Negative

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2566 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้อัดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่อยู่ในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแกลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมิได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน วัตถุประสงค์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆโดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria