

# บริษัท อีสเทอร์น พาวเวอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 217/2562

27 ธันวาคม 2562

## CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร: BBB-

แนวโน้มอันดับเครดิต: Stable

วันที่ทบทวนล่าสุด : 07/12/61

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับ	แนวโน้มอันดับ
	เครดิต	เครดิต/ เครดิตพินิจ
07/12/61	BBB-	Stable
01/12/58	BBB	Stable

ติดต่อ:

ณรงค์ชัย พรสิริชูโสภณ

narongchai@trisrating.com

อวยพร วชิรกาญจนภรณ์

auyporn@trisrating.com

ภารัต มหัทธโน

parat@trisrating.com

มณฑิยา จันทร์กล้า

monthian@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

## เหตุผล

ทริสเรตติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท อีสเทอร์น พาวเวอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ “BBB-” ด้วยแนวโน้ม “Stable” หรือ “คงที่” อันดับเครดิตสะท้อนถึงกระแสเงินสดที่มีเสถียรภาพจาก โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และกำไรจากเงินลงทุนในโรงไฟฟ้าความร้อนร่วม 2 แห่งภายใต้โครงการ ผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็ก (Small Power Producer -- SPP) อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตถูกลดทอนลง บางส่วนจากโครงสร้างเงินทุนที่มีภาระหนี้สินในระดับสูง และความเสี่ยงในการดำเนินโครงการใน ต่างประเทศ

## ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

### กระแสเงินสดที่มีเสถียรภาพจากธุรกิจไฟฟ้า

อันดับเครดิตสะท้อนถึงเสถียรภาพของกระแสเงินสดที่บริษัทได้รับจากธุรกิจไฟฟ้าที่ตั้งอยู่ทั้งใน ประเทศและต่างประเทศ โดยบริษัทเป็นเจ้าของโรงงานไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์หลายแห่ง นอกจากนี้ บริษัทยังลงทุนในโรงไฟฟ้าอีก 2 แห่งที่เป็นโรงไฟฟ้าประเภทพลังงานความร้อนร่วม

โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทยมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้กับรัฐวิสาหกิจด้านพลังงานและผู้ ซื้อไฟฟ้าเอกชนหลายแห่ง ในขณะที่โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในต่างประเทศมีสัญญาซื้อขาย ไฟฟ้ากับการไฟฟ้าแห่งประเทศไทย (กฟผ.) จำนวนรวม 270 เมกะวัตต์ ผลการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าอยู่ในระดับพอใช้ เนื่องจากมีการหยุดซ่อมบำรุงนอกแผน

ผลการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าค่อนข้างเป็นที่น่าพอใจ โดยสามารถผลิตพลังงานไฟฟ้าได้อยู่ในระดับ ประมาณการ P50 (หรือสามารถผลิตไฟฟ้าได้ในระดับความน่าจะเป็นที่ 50%)

ขณะเดียวกัน โรงไฟฟ้าความร้อนร่วมของบริษัทมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้กับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่ง ประเทศไทย (กฟผ.) จำนวนรวม 270 เมกะวัตต์ ผลการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าอยู่ในระดับพอใช้ เนื่องจากมีการหยุดซ่อมบำรุงนอกแผน

### โครงสร้างเงินทุนแข็งแกร่งขึ้นหลังจากขายโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศเวียดนาม

บริษัทได้ประกาศที่จะขายเงินลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 2 แห่งแรกในประเทศ เวียดนามของบริษัท (Xuan Tho1 และ Xuan Tho2) โดยมีกำลังการผลิตรวม 99.2 เมกะวัตต์ โดยมี สัญญาซื้อขายไฟฟ้กับการไฟฟ้าประเทศไทย เป็นระยะเวลา 20 ปี และได้เริ่มเปิดดำเนินงานเชิง พาณิชย์ไปแล้วเมื่อเดือนมิถุนายน 2562 ทั้งนี้บริษัทจะได้รับเงินจำนวน 1.26 พันล้านบาทจากการขาย โรงไฟฟ้าดังกล่าว

ทริสเรตติ้งเชื่อว่ารายการขายเงินลงทุนดังกล่าวจะแล้วเสร็จในช่วงต้นปี 2563 ซึ่งจะทำให้บริษัทมี โครงสร้างทางการเงินที่แข็งแกร่งขึ้นและผ่อนคลายจากข้อกำหนดทางอัตราส่วนการเงินมากขึ้นหลังจาก รับรู้กำไรจากรายการดังกล่าวประมาณ 500 ล้านบาท ทั้งนี้ ทริสเรตติ้งประมาณการว่าอัตราส่วนหนี้สิน ทางการเงินต่อเงินทุนจะเท่ากับ 75% ในปี 2562 และจะลดลงเหลือ 67% หลังจากธุรกรรมดังกล่าว เสร็จสิ้น ในขณะเดียวกัน อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อเงินทุนจะลดลงเหลือ 2.1 เท่า ซึ่งต่ำกว่าข้อกำหนด ทางการเงินของหุ้นกู้ที่ 3.25 เท่า

นอกจากนี้ ธุรกรรมดังกล่าวยังช่วยเพิ่มสภาพคล่องของบริษัทจากการที่บริษัทมีหุ้นกู้ที่จะครบกำหนด ภายใน 12 เดือนข้างหน้า จำนวนประมาณ 800 ล้านบาทอีกด้วย

## เติบโตจากการขยายกำลังการผลิตในต่างประเทศ

ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะยังคงขยายกำลังการผลิตไฟฟ้าต่อไปหลังจากขายโรงไฟฟ้าแล้ว และจากการที่โอกาสการเติบโตในประเทศนั้นมียอดจำกัดจึงมีแนวโน้มว่าบริษัทจะขยายกำลังการผลิตไฟฟ้าในต่างประเทศเป็นหลัก โดยบริษัทอยู่ระหว่างการพิจารณาลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานลมและพลังงานแสงอาทิตย์ขนาดใหญ่ในเวียดนาม คิดเป็นกำลังการผลิตติดตั้งรวมเกือบ 400 เมกะวัตต์

ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทมีแนวโน้มจะลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานลมที่ติดตั้งบนพื้นดินเนื่องจากได้รับอัตราค่าไฟฟ้าที่ 8.5 เซ็นต์สหรัฐ ต่อหน่วยไฟฟ้า ซึ่งสูงกว่าอัตราค่าไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ปรับตัวลดลง ในประมาณการกรณีพื้นฐาน ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานลมขนาด 96 เมกะวัตต์โดยจะก่อสร้างในช่วงปี 2563-2564 ซึ่งจะทำให้การผลิตไฟฟ้าในโรงไฟฟ้าในประเทศเวียดนามคิดเป็นเกือบ 40% ของกำลังการผลิตรวมของบริษัท ในประมาณการกรณีพื้นฐาน บริษัทจะมีกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายประมาณ 700 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2563-2564 และเพิ่มขึ้นเป็น 1,100 ล้านบาทในปี 2565 ขณะที่เงินทุนจากการดำเนินงานจะอยู่ที่ระดับ 220-270 ล้านบาทต่อปีในปี 2563-2564 และเพิ่มขึ้นเป็น 500 ล้านบาทในปี 2565

## ความเสี่ยงในการดำเนินงานของโครงการในต่างประเทศ

ถึงแม้ว่าบริษัทจะสามารถพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศเวียดนามได้ภายในกำหนดระยะเวลาอันสั้น แต่ทริสเรทติ้งเห็นว่าโรงไฟฟ้าพลังงานลมมีความเสี่ยงด้านการก่อสร้างมากกว่าเนื่องจากมีความซับซ้อนมากกว่าในการเลือกเทคโนโลยีที่ใช้และการออกแบบโครงการ ยิ่งไปกว่านั้นโรงไฟฟ้าพลังงานลมยังมีความเสี่ยงด้านการดำเนินงานมากกว่าโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์อีกด้วย

นอกจากนี้ กลยุทธ์ในการเติบโตอาจทำให้บริษัทต้องดำเนินธุรกิจในประเทศที่มีความเสี่ยงมากกว่าปัจจุบัน ถึงแม้ว่าความต้องการใช้ไฟฟ้าในประเทศเวียดนามจะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วและภาครัฐให้การสนับสนุนแต่โรงไฟฟ้าในประเทศเวียดนามก็ยังคงมีความเสี่ยงในหลาย ๆ ด้าน เช่น ความเสี่ยงด้านกฎหมาย ความเสี่ยงจากการบังคับใช้สัญญา และความเสี่ยงจากการไม่ซื้อไฟฟ้าเต็มจำนวนที่ผลิตได้ (Curtailment Risks) นอกจากนี้ บริษัทยังมีความเสี่ยงในระดับสูงเรื่องคู่สัญญาเนื่องจากทริสเรทติ้งมีมุมมองว่าการไฟฟ้าเวียดนามนั้นไม่แข็งแกร่งเท่ากับผู้รับซื้อไฟฟ้าที่เป็นรัฐวิสาหกิจของประเทศไทย

## ภาระหนี้สินจะเพิ่มสูงขึ้น

แม้ว่าภาระหนี้สินของบริษัทจะลดลงหลังจากขายโครงการในเวียดนามไปแล้ว แต่ทริสเรทติ้งเห็นว่าเป็นการลดลงชั่วคราว เนื่องจากบริษัทจะลงทุนพัฒนาโครงการใหม่ ๆ เพิ่มเติม ในประมาณการกรณีพื้นฐานในช่วงปี 2563-2565 ทริสเรทติ้งตั้งสมมุติฐานว่าบริษัทจะได้รับเครดิตจากผู้รับเหมาก่อสร้างโครงการในช่วงก่อสร้างและเครดิตดังกล่าวจะถูกทดแทนด้วยเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน 1 ปีหลังจากโครงการเปิดดำเนินงานเชิงพาณิชย์แล้ว โดยการได้รับเครดิตจากผู้รับเหมาก่อสร้างจะช่วยลดภาระหนี้สินของบริษัทในช่วงที่กำลังก่อสร้างโครงการ ในประมาณการกรณีพื้นฐาน บริษัทมีหนี้สินทางการเงิน 7 พันล้านบาทในปี 2563-2564 และจะเพิ่มขึ้นเป็น 1 หมื่นล้านบาทในปี 2565 เมื่อบริษัททดแทนเครดิตจากผู้รับเหมาก่อสร้างเป็นเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน

อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนลดลงไปที่ 65%-67% ในระหว่างปี 2563-2564 และเพิ่มขึ้นเป็น 72% ในปี 2565 อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะเพิ่มขึ้นเป็น 2.5 เท่า และอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย จะสูงสุดที่ 10.1 เท่าในช่วงปี 2563-2565 ขณะที่ อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงินยังคงอยู่ในระดับต่ำที่ 3%-5%

ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะดำรงภาระหนี้สินอยู่ในระดับที่กล่าวมาในช่วงขยายกำลังการผลิต หากบริษัทจะขยายกำลังการผลิตมากกว่าที่ประมาณการเรา คาดหวังว่าบริษัทจะยังคงระดับภาระหนี้สินดั้งเดิมและใช้เงินทุนมาจากแหล่งอื่น เช่น การเพิ่มทุน หรือการขายสินทรัพย์บางส่วนออกไป

## สภาพคล่องตึงตัว

ทริสเรทติ้งมองว่าบริษัทมีความเสี่ยงในการหาแหล่งเงินทดแทน เนื่องจากโครงการในประเทศญี่ปุ่นบางแห่งของบริษัทนั้นใช้แหล่งเงินกู้ที่มีระยะเวลาต้องคืนเงินกู้ทั้งหมดภายใน 3 ปีครึ่ง ซึ่งไม่สอดคล้องกับลักษณะของโครงการระยะยาว นอกจากนี้ บริษัทยังระดมทุนบางส่วนด้วยการกู้ยืมเงินระยะสั้นจากบริษัทแม่เพื่อนำมาลงทุนในระยะยาว

สภาพคล่องของบริษัทจึงค่อนข้างตึงตัว ในช่วง 12 เดือนข้างหน้าบริษัทมีภาระหนี้สินระยะยาวที่ครบกำหนดซึ่งรวมถึงหุ้นกู้จำนวนประมาณ 800 ล้านบาท ขณะที่บริษัทมีเงินทุนจากการดำเนินงานประมาณ 220 ล้านบาท ดังนั้น บริษัทอาจจะต้องหาแหล่งเงินทดแทนภาระชำระคืนที่ถึงกำหนด อย่างไรก็ตาม กระแสเงินสดจากการขายโรงไฟฟ้าในประเทศเวียดนามจะช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้บริษัทและช่วยบรรเทาความเสี่ยงในการหาแหล่งเงินทดแทนของบริษัทได้

## สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

- กำลังการผลิตไฟฟ้าที่เปิดดำเนินงาน จะเพิ่มขึ้นเป็น 171 เมกะวัตต์ใน 3 ปีข้างหน้า
- รายได้จากการดำเนินงานทั้งหมดประมาณปีละ 0.86-1.48 พันล้านบาทในช่วงปี 2563-2565

- กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายประมาณ 700 ล้านบาทต่อปีในช่วง 2563-2564 และเท่ากับ 1.1 พันล้านบาทในปี 2565
- ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุนจำนวน 4.9 พันล้านบาทในปี 2563-2564
- บริษัทได้รับเครดิตจากผู้รับเหมาก่อสร้างในการก่อสร้างโครงการใหม่ในประเทศเวียดนาม

### แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต "Stable" หรือ "คงที่" สะท้อนถึงความคาดหวังว่าโรงไฟฟ้าของบริษัทจะยังคงมีผลการดำเนินงานเป็นที่น่าพอใจต่อไป และยังคงคาดหวังว่าบริษัทจะสามารถพัฒนาโครงการใหม่และสร้างกระแสเงินสดได้ตามแผนขณะที่ยังรักษาระดับโครงสร้างเงินทุนได้ในระดับที่คาด นอกจากนี้ที่ทริสเรตติ้งยังคาดหวังว่าบริษัทจะบริหารจัดการสภาพคล่องอย่างระมัดระวังอีกด้วย

### ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

การปรับเพิ่มขึ้นของอันดับเครดิตอาจเกิดขึ้นได้หากโครงสร้างเงินทุนของบริษัทแข็งแกร่งขึ้นอย่างมีนัยสำคัญหรือผลการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าดีกว่าคาดเป็นอย่างมาก ในทางกลับกันอันดับเครดิตอาจปรับลดลงหากผลการดำเนินงานต่ำกว่าคาดหรือบริษัทก่อหนี้ขนาดใหญ่เพื่อลงทุน

ภายใต้ Group Rating Methodology ของทริสเรตติ้ง อันดับเครดิตของบริษัทจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับอันดับเครดิตของบริษัทแม่คือ บริษัทโรงพิมพ์ตะวันออก จำกัด (มหาชน) (EPCO) ที่มีอันดับเครดิตองค์กร "BBB-/Stable" การเปลี่ยนแปลงใด ๆ ที่มีผลต่ออันดับเครดิตหรือแนวโน้มอันดับเครดิตของบริษัทแม่จะส่งผลกระทบต่ออันดับเครดิตของบริษัทด้วยเช่นกัน

### ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-ก.ย. 2562	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
		2561	2560	2559	2558
รายได้จากการดำเนินงานรวม	706	603	501	353	371
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	605	499	395	165	244
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	497	388	335	248	312
เงินทุนจากการดำเนินงาน	221	125	124	154	262
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	253	263	202	94	50
เงินลงทุน	3,499	808	907	1,093	255
สินทรัพย์รวม	12,441	9,012	7,658	5,735	1,972
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	8,502	6,207	5,210	2,452	1,078
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	2,914	2,336	1,969	1,681	731
<b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>					
อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (%)	70.50	64.42	66.83	70.23	84.15
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	6.98	6.11	6.03	4.40	17.64
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	1.97	1.48	1.66	2.64	6.28
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	13.71	15.98	15.55	9.90	3.46
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	3.13	2.01	2.37	6.26	24.33
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	74.48	72.65	72.57	59.33	59.60

**เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง**

- วิธีการจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 26 กรกฎาคม 2562
- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงิน, 5 กันยายน 2561
- Group Rating Methodology, 10 กรกฎาคม 2558

บริษัท อีสเทอร์น พาวเวอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

<b>อันดับเครดิตองค์กร:</b>	BBB-
<b>แนวโน้มอันดับเครดิต:</b>	Stable

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2562 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้อัดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแถลงข้อเท็จจริง หรือคำแนะนำให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลปรากฏในรายงานใดๆ 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](http://www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria)