

# บริษัท อีสเทอร์น พาวเวอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 232/2564

30 ธันวาคม 2564

## CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร: BBB-  
แนวโน้มอันดับเครดิต: Stable

วันที่ทบทวนล่าสุด : 30/12/63

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

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

ติดต่อ:

ณรงค์ชัย พรสิริชูโสภณ  
narongchai@trisrating.com

จตุรันต์ สุขทอง  
jaturun@trisrating.com

ภารัต มัททรโน  
parat@trisrating.com

มณฑิธร จันทร์กล้า  
monthian@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

\* รายงานนี้เป็นเพียงส่วนหนึ่งของรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## เหตุผล

ทริสเรทติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท อีสเทอร์น พาวเวอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ "BBB-" ด้วยแนวโน้มอันดับเครดิต "Stable" หรือ "คงที่" โดยอันดับเครดิตสะท้อนถึงความคาดหวังว่า โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมของบริษัทในประเทศเวียดนามจะสร้างผลกำไรที่แน่นอน ตลอดจนสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งในอุตสาหกรรมสิ่งพิมพ์และแนวโน้มการเติบโตของธุรกิจบรรจุภัณฑ์กระดาษของบริษัท การพิจารณาอันดับเครดิตยังคำนึงถึงสภาพคล่องของบริษัทที่เพิ่มขึ้นภายหลังจากการขายเงินลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วมออกไปอีกด้วย ในทางกลับกัน อันดับเครดิตถูกลดทอนลงจากแนวโน้มอุตสาหกรรมสิ่งพิมพ์ที่ไม่ค่อยดีนัก ตลอดจนความเสี่ยงในการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมในประเทศเวียดนาม และสภาพแวดล้อมที่ทำหายยิ่งขึ้นของธุรกิจพลังงานหมุนเวียน

## ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

### รายได้ที่แน่นอนจากโรงไฟฟ้าพลังงานลม

บริษัทมีชื่อเดิมคือ บริษัท โรงพิมพ์ตะวันออก จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธุรกิจสิ่งพิมพ์เป็นธุรกิจหลัก ต่อมาบริษัทได้ขยายการดำเนินงานไปสู่ธุรกิจผลิตไฟฟ้าและประสบความสำเร็จในการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์หลายโครงการทั้งในประเทศไทย ญี่ปุ่น และเวียดนาม เมื่อพิจารณาโดยรวมแล้ว ธุรกิจผลิตไฟฟ้าของบริษัทมีผลการดำเนินงานเป็นที่น่าพอใจอย่างต่อเนื่อง

ภายหลังการขายเงินลงทุนในโรงไฟฟ้าที่ดำเนินงานแล้วหลายแห่งออกไป รายได้ของบริษัทจากธุรกิจผลิตไฟฟ้าจึงมาจากโครงการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ที่ติดตั้งบนหลังคากลุ่มเล็ก ๆ ซึ่งมีรายได้เพียง 80-90 ล้านบาทต่อปีเท่านั้น ปัจจุบันบริษัทกำลังก่อสร้างฟาร์มกังหันลมจำนวน 4 แห่งในประเทศเวียดนามซึ่งมีกำลังการผลิตสุทธิประมาณ 126 เมกะวัตต์ ดังนั้น รายได้ในอนาคตของบริษัทจึงขึ้นอยู่กับความสำเร็จของการพัฒนาโครงการนี้เป็นอย่างมาก

เมื่อพิจารณาจากความสำเร็จในการพัฒนาโครงการในอดีตของบริษัทแล้ว ทริสเรทติ้งจึงคาดว่าบริษัทจะสามารถพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมได้เสร็จสมบูรณ์ ทั้งนี้ อันดับเครดิตสะท้อนความคาดหวังของทริสเรทติ้งว่าฟาร์มกังหันลมจะสร้างรายได้ในระดับสูงให้แก่บริษัทอย่างต่อเนื่องในปีต่อ ๆ ไป ในขณะที่ความแน่นอนของกระแสเงินสดนั้นจะขึ้นอยู่กับการมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว (Power Purchase Agreement -- PPA) กับการไฟฟ้าเวียดนาม (Vietnam Electricity -- EVN) ตลอดจนอัตราค่าไฟฟ้าคงที่ และผลการดำเนินงานที่น่าพอใจของโครงการฟาร์มกังหันลม

### โครงการฟาร์มกังหันลมจะช่วยเพิ่มรายได้

ภายใต้ประมาณการพื้นฐาน ทริสเรทติ้งคาดการณ์ว่าบริษัทจะเริ่มเปิดดำเนินการโครงการฟาร์มกังหันลม 3 แห่งแรกในเชิงพาณิชย์ได้ภายในเดือนมีนาคม 2565 ด้วยกำลังการผลิตรวม 100 เมกะวัตต์ ส่วนโครงการที่เหลือซึ่งมีกำลังการผลิต 26 เมกะวัตต์จะเริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ได้ในเดือนมิถุนายน 2565 ซึ่งทุกโครงการจะได้รับอัตราค่าไฟฟ้าคงที่ (Feed-in Tariff -- FIT) ที่ระดับ 8.5 เซนต์ต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง เมื่อฟาร์มกังหันลมทุกโครงการเปิดดำเนินการเต็มกำลังแล้ว ทริสเรทติ้งคาดว่าโครงการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานลมจะสร้างกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ให้แก่บริษัทที่จำนวน 1 พันล้านบาทต่อปี

### โรคระบาดทำให้เกิดความล่าช้าในการก่อสร้าง

ผู้พัฒนาโครงการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานลมหลายรายในประเทศเวียดนามต่างก็ได้รับผลกระทบจากการระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (โรคโควิด 19) ซึ่งส่งผลทำให้การผลิตและการขนส่ง

กึ่งหุ้นมีความล่าช้า ทั้งนี้ การก่อสร้างโครงการและการติดตั้งอุปกรณ์ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากมาตรการจำกัดการเดินทางและมาตรการปิดเมือง (Lockdown) ความล่าช้าในลักษณะเดียวกันก็เกิดกับโครงการฟาร์มกังหันลมของบริษัทในประเทศเวียดนามที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างด้วยเช่นกัน โดยในช่วงกลางเดือนธันวาคม 2564 ความคืบหน้าในการก่อสร้างฟาร์มกังหันลม 2 แห่งของบริษัทในจังหวัดกว๋างตรี (76.6 เมกะวัตต์) อยู่ที่ประมาณ 80%-90% ในขณะที่อีก 2 แห่งในจังหวัดเกียลย (49.5 เมกะวัตต์) มีความคืบหน้าน้อยกว่า ส่งผลให้รายได้ของบริษัทจากธุรกิจผลิตไฟฟ้าในปี 2564 และปี 2565 น้อยกว่าที่ทริสเรตติ้งคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้

### ความเสี่ยงที่อัตราค่าไฟฟ้าจะถูกปรับลดลง

รัฐบาลเวียดนามได้กำหนดอัตราค่าไฟฟ้าแบบคงที่เป็นระยะเวลา 20 ปีที่ราคา 8.5 เซนต์ต่อกิโลวัตต์ชั่วโมงสำหรับโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมติดตั้งบนบกที่สามารถเริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ได้ก่อนวันที่ 1 พฤศจิกายน 2564 ซึ่งโครงการที่ไม่สามารถเปิดดำเนินการได้ภายในเวลาที่กำหนดนั้นมีความเสี่ยงที่อัตราค่าไฟฟ้าจะถูกปรับลดลง เนื่องจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมของบริษัทไม่สามารถเปิดดำเนินการได้ตามเวลาที่กำหนดจึงมีความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับอัตราค่าไฟฟ้าในราคาเดิมอีกต่อไป ปัจจุบันผู้พัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมหลายรายได้ร้องขอให้รัฐบาลเวียดนามขยายกำหนดเวลาออกไป แม้ว่าการตัดสินใจของรัฐบาลจะอยู่ในระหว่างขั้นตอนการพิจารณา แต่ในประมาณการของทริสเรตติ้งก็ได้ตั้งสมมติฐานว่าบริษัทจะยังคงได้รับอัตราค่าไฟฟ้าอัตราเดิมต่อไปเอาไว้ด้วย อย่างไรก็ตาม หากการก่อสร้างยังมีความล่าช้าออกไปอีกก็จะส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดที่คาดไว้ได้

นอกเหนือจากความเสี่ยงในการก่อสร้างแล้ว โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมก็มีความเสี่ยงในการปฏิบัติการที่สูงกว่า เช่น ความเสียหายทางด้านกลไกและด้านไฟฟ้า ความสำเร็จของการดำเนินโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมส่วนใหญ่ขึ้นอยู่กับความพร้อมและความเร็วของลม ความผันแปรเล็กน้อยของความเร็วลมในช่วงระยะเวลาหนึ่งอาจทำให้จำนวนหน่วยไฟฟ้าที่ผลิตได้มีการเบี่ยงเบนอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น โครงการฟาร์มกังหันลมแห่งแรกของบริษัทจึงยังจะต้องมีการพิสูจน์ผลสำเร็จในการดำเนินงานต่อไป

### สถานะทางการตลาดที่แข็งแกร่งในธุรกิจสิ่งพิมพ์

สำหรับธุรกิจสิ่งพิมพ์นั้น บริษัทมีสถานะทางการตลาดที่แข็งแกร่งในฐานะผู้ให้บริการการพิมพ์ระดับแนวหน้าโดยได้รับแรงหนุนจากขนาดและความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ บริษัทรักษาความสัมพันธ์ระยะยาวกับลูกค้าโดยมีจุดแข็งจากการมีประวัติผลงานที่ยาวนาน แม้ว่าอุตสาหกรรมสิ่งพิมพ์และการพิมพ์จะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะแวดล้อมทางธุรกิจอย่างรุนแรงก็ตาม แต่ธุรกิจการพิมพ์ของบริษัทก็ยังคงสร้างผลกำไร โดยภาพรวมบริษัทยังมีอัตรากำไรขั้นต้นในธุรกิจการพิมพ์อยู่ที่ประมาณ 15%-20%

อย่างไรก็ตาม อุตสาหกรรมสิ่งพิมพ์ได้ตกต่ำลงอย่างต่อเนื่องอันเป็นผลมาจากการเติบโตอย่างรวดเร็วของการใช้อินเทอร์เน็ตและสื่อดิจิทัล รายได้จากธุรกิจสิ่งพิมพ์ของบริษัทลดลงอย่างต่อเนื่องมาอยู่ที่ระดับ 393 ล้านบาทในปี 2563 โดยลดลงจากระดับ 410-560 ล้านบาทในช่วงปีก่อน ๆ ในขณะที่การแพร่ระบาดของโรคโควิด 19 ที่ยืดเยื้อได้เพิ่มแรงกดดันต่ออุปสงค์ด้านสิ่งพิมพ์ให้มากยิ่งขึ้น ทั้งนี้ ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2564 รายได้จากธุรกิจสิ่งพิมพ์ของบริษัทอยู่ที่ระดับ 285 ล้านบาท ลดลง 5% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า นอกจากนี้ อัตรากำไรจากสิ่งพิมพ์ยังลดลงอย่างมีนัยสำคัญจากต้นทุนกระดาษที่สูงขึ้นซึ่งมีสาเหตุมาจากปัญหาความตึงเครียดของอุปทานซึ่งได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของโรคโควิด 19

### บรรจุกิจที่กระด้างมีศักยภาพในการเติบโต

เพื่อแก้ปัญหาอุปสงค์ด้านการพิมพ์ที่ลดลง บริษัทได้หันมาผลิตบรรจุกิจที่กระด้างซึ่งมีศักยภาพในการเติบโตที่แข็งแกร่ง โดยบริษัทได้ออกผลิตภัณฑ์บรรจุกิจที่กระด้างหลากหลายประเภทไม่ว่าจะเป็นถุงกระดาษ กล่องพีชซ่า กล่องหุซ้าง และลังกระดาษ เป็นต้น ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2564 บริษัทมีรายได้จากธุรกิจบรรจุกิจอยู่ที่ 180 ล้านบาท ซึ่งเพิ่มขึ้นถึง 254% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน บริษัทวางแผนจะขยายฐานลูกค้าไปยังลูกค้ารายย่อยผ่านแพลตฟอร์มออนไลน์และดีสเคาท์สโตร์ ดังนั้น ยอดขายบรรจุกิจที่กระด้างจึงคาดว่าจะเติบโตควบคู่ไปกับอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ โดยรวมแล้ว บริษัทมีกำไรขั้นต้นจากธุรกิจสิ่งพิมพ์และบรรจุกิจอยู่ที่ระดับ 14% ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2564

### การขายเงินลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วม

ในเดือนธันวาคม 2564 บริษัทได้ขายเงินลงทุนในบริษัทย่อยคือ บริษัท อีสเทอร์น โคเจนเนอเรชั่น จำกัด (Eastern Cogeneration Co., Ltd. -- E-COGEN) ให้แก่ บริษัท ยูนิเวนเจอร์ บีจีพี จำกัด (Univentures BGP Co., Ltd. -- UVBGP) ซึ่งเป็นกิจการร่วมค้าระหว่าง บริษัท ยูนิเวนเจอร์ จำกัด (มหาชน) (Univentures PLC -- UV) และ บริษัท บี. กริม เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน) (B. Grimm Power PLC -- BGRIM) โดย E-COGEN ถือหุ้นใน บริษัท พีพีทีซี จำกัด (PPTC Co., Ltd. -- PPTC) และ บริษัท เอสเอสยูที จำกัด (SSUT Co., Ltd. -- SSUT) ซึ่งเป็นเจ้าของโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วม 3 แห่งภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (Small Power Producer -- SPP) โรงไฟฟ้าความร้อนร่วมมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว 25 ปีกับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) และสัญญาระยะยาวกับลูกค้าโรงงานอุตสาหกรรม การขายเงินลงทุนทำให้กำลังการผลิตไฟฟ้าของบริษัทลดลงไปประมาณครึ่งหนึ่งเหลือ 132.5 เมกะวัตต์เมื่อวัดตามสัดส่วนของความเป็นเจ้าของ อย่างไรก็ตาม ทริสเรตติ้งมองว่าการขายกิจการไม่ได้ส่งผลกระทบต่อ EBITDA ของบริษัท แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วมไม่ได้จ่ายเงินปันผลจากการมีปัญหาคอขวดที่ยาวนานกับผู้รับเหมาด้านวิศวกรรม การจัดซื้อจัดจ้าง และการก่อสร้าง (Engineering, Procurement, and Construction -- EPC)

## สภาพคล่องเพิ่มขึ้น

ธุรกรรมการขายเงินลงทุนจะช่วยเสริมสภาพคล่องให้แก่บริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะได้รับเงินสดจำนวน 1.09 หมื่นล้านบาท สุทธิจากสำรองอนุญาโตตุลาการและจะรับรู้กำไรจำนวน 2.2 พันล้านบาทจากการขายเงินลงทุน ทั้งนี้ ภายใต้ประมาณการของทริสเรทติ้งคาดว่า บริษัทจะใช้เงินประมาณ 6.3 พันล้านบาทสำหรับชำระหนี้ระยะสั้นและจะมีเงินสดคงเหลือในมือจำนวน 4.5 พันล้านบาท ณ สิ้นปี 2564 โดยบริษัทวางแผนจะจ่ายต้นทุนการก่อสร้างที่เหลืออยู่ของโครงการฟาร์มกังหันลมด้วยเงินสดเนื่องจากโครงการไม่ได้ใช้เงินทุนจากผู้รับเหมาอีกต่อไป ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะจ่ายค่าใช้จ่ายที่เหลือของโครงการฟาร์มกังหันลมเป็นจำนวนเงินทั้งสิ้น 2.1 พันล้านบาทในปี 2565 ซึ่งเงินสดที่มีอยู่จากการขายเงินลงทุนสามารถรองรับภาระดังกล่าวได้ทั้งหมด ดังนั้น ความเสี่ยงจากการก่อสร้างฟาร์มกังหันลมจึงลดลงไปบางส่วน

## กระแสเงินสดดีขึ้นเมื่อเทียบกับหนี้สิน

โดยรวมแล้ว ทริสเรทติ้งคาดว่ารายได้ของบริษัทจะลดลงเหลือประมาณ 615 ล้านบาทในปี 2564 และจะเพิ่มขึ้นเป็น 1.7 พันล้านบาทในปี 2565 จากนั้นจะเพิ่มสูงถึง 2.1 พันล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2566-2567 ในขณะที่เดียวกัน EBITDA ก็คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 0.8 พันล้านบาทในปี 2565 และ 1.1 พันล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2566-2567

ภายใต้ประมาณการพื้นฐาน ทริสเรทติ้งคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อ EBITDA ของบริษัทจะดีขึ้นมาอยู่ที่ระดับประมาณ 3-5 เท่าภายในปี 2566 เมื่อเทียบกับระดับ 6-13 เท่าในช่วงที่ผ่านมา ทริสเรทติ้งคาดว่าเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทจะอยู่ที่ระดับประมาณ 500 ล้านบาทในปี 2565 และที่ประมาณ 700 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2566-2567 อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงินจะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 10% ในปี 2565 และจะสูงถึงระดับ 20% ในปี 2566 นอกจากนี้ ทริสเรทติ้งยังประมาณการว่าอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนของบริษัทจะลดลงมาอยู่ที่ 25.4% ในปี 2564 จากระดับ 30.8% ในปี 2563 อีกด้วย โดยทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะยังคงรักษาอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนให้อยู่ที่ระดับประมาณ 40% ซึ่งต่ำกว่าระดับ 60%-70% ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาเอาไว้ได้

## สภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่ท้าทายยิ่งขึ้น

ทริสเรทติ้งยังคงมีมุมมองว่าธุรกิจผลิตไฟฟ้าในประเทศไทยมีความท้าทายมากยิ่งขึ้น โดยการแข่งขันเริ่มตึงเครียดมากยิ่งขึ้นในช่วงหลายปีที่ผ่านมาจากนโยบายเปิดเสรีของภาครัฐเพื่อจำกัดโอกาสในการเพิ่มต้นทุนค่าไฟฟ้า ส่งผลให้บริษัทเอกชนต่าง ๆ ตั้งแต่ผู้ประกอบการขนาดเล็กมากไปจนถึงขนาดใหญ่ต่างก็ขยายกิจการเข้าสู่ธุรกิจผลิตไฟฟ้า ในขณะที่อุปสงค์ในการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยจากผลของการแพร่ระบาด ประเทศไทยก็กำลังประสบกับปัญหากำลังการผลิตไฟฟ้าสำรองส่วนเกินจำนวนมาก บริษัทผู้ผลิตไฟฟ้าไทยหันไปลงทุนในต่างประเทศกันมากขึ้นจากผลของการมีแรงจูงใจด้านอัตราปรับขึ้นไฟฟ้าที่ลดลง ตลอดจนการแข่งขันประมูลโครงการที่ทวีความรุนแรงยิ่งขึ้น ความล่าช้าที่เกิดขึ้นต่อเนื่องของโครงการภาครัฐ และผลตอบแทนจากการลงทุนที่ลดต่ำลง อย่างไรก็ตาม การขยายธุรกิจไปในบางประเทศก็มีความเสี่ยงที่สูงกว่าอันเนื่องมาจากความโปร่งใสและความต่อเนื่องของกฎระเบียบของประเทศที่ไปลงทุน ตลอดจนความน่าเชื่อถือของผู้ซื้อไฟฟ้า และความท้าทายด้านสิ่งแวดล้อม

## การเปิดรับความเสี่ยงในประเทศเวียดนามเป็นอย่างมาก

บริษัทมีการเปิดรับความเสี่ยงในประเทศเวียดนามเป็นอย่างมาก ทั้งนี้ โรงไฟฟ้าของบริษัทในประเทศเวียดนามจะมีสัดส่วนคิดเป็นเกือบ 100% ของกำลังการผลิตทั้งหมดเมื่อโครงการฟาร์มกังหันลมของบริษัททุกแห่งเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ในปี 2565 สำหรับการดำเนินงานเต็ม 1 ปีนั้น โครงการฟาร์มกังหันลมจะมีผลการดำเนินงานคิดเป็นประมาณ 90% ของ EBITDA ทั้งหมดของบริษัท นอกจากนี้ บริษัทยังคงมองหาโอกาสเพิ่มเติมในประเทศเวียดนามด้วยจำนวนเงินลงทุนที่มากขึ้นอีกด้วย แม้ว่าอุปสงค์ไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว แต่ทริสเรทติ้งก็มองว่าการลงทุนในประเทศเวียดนามมีความเสี่ยงอยู่หลายประการ เช่น การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบ การบังคับใช้สัญญา โครงสร้างพื้นฐานที่ไม่เพียงพอ และความล่าช้าในการก่อสร้าง นอกจากนี้ ความเสี่ยงของคู่สัญญาก็มีสูงกว่อย่างเห็นได้ชัด ทริสเรทติ้งมองว่าสถานะเครดิตของ EVN นั้นไม่แข็งแกร่งเท่ากับผู้ซื้อไฟฟ้าไทยที่มีรัฐบาลเป็นเจ้าของ นอกจากนี้ การลงทุนโดยการก่อหนี้จำนวนมากก็จะส่งผลกระทบต่ออันดับเครดิตด้วยเช่นกัน

## โครงสร้างเงินทุน

ณ สิ้นเดือนกันยายน 2564 บริษัทมีหนี้สินจำนวน 9.7 พันล้านบาท โดยหนี้ส่วนใหญ่เป็นหนี้ของบริษัทย่อยซึ่งถือเป็นหนี้ที่มีลำดับในการได้รับชำระคืนก่อน ทำให้อัตราส่วนของหนี้ที่มีลำดับในการได้รับชำระคืนก่อนต่อหนี้ทั้งหมดของบริษัทอยู่ที่ระดับประมาณ 69% ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์ 50% ทริสเรทติ้งจึงมองว่าเจ้าหนี้ที่ไม่มีหลักประกันของบริษัทมีความเสี่ยงเปรียบอย่างมีนัยสำคัญในแง่ของลำดับในการเรียกร้องต่อทรัพย์สินของบริษัท ทั้งนี้ หลังจากการขายเงินลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วมออกไป ทริสเรทติ้งก็คาดว่าอัตราส่วนดังกล่าวจะลดลงชั่วคราวมาอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า 50% หรือประมาณ 34% อย่างไรก็ตาม ทริสเรทติ้งคาดว่าอัตราส่วนดังกล่าวจะกลับมามีอยู่ในระดับมากกว่า 50% เมื่อโครงการฟาร์มกังหันลมได้รับอนุมัติเงินกู้โครงการ

## สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

- รายได้จากธุรกิจสิ่งพิมพ์และบรรจุภัณฑ์กระดาษคาดว่าจะอยู่ที่ประมาณ 580-840 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2564-2567 และจะมีอัตรากำไรขั้นต้นที่ระดับประมาณ 14%-16%
- อัตราความสามารถในการผลิตไฟฟ้าของโครงการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ที่ติดตั้งบนหลังคาจะอยู่ที่ระดับประมาณ 13%
- โครงการฟาร์มกังหันลมในประเทศเวียดนามจะใช้ประมาณการ P90 (สามารถผลิตไฟฟ้าได้ในระดับความน่าจะเป็นที่ 90%)
- รายได้จากธุรกิจผลิตไฟฟ้าจะอยู่ที่ระดับ 900 ล้านบาทในปี 2565 และจะเพิ่มเป็น 1.3 พันล้านบาทต่อปีในปี 2566
- อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายจะเท่ากับ 45% ในปี 2565 และจะเพิ่มขึ้นสูงกว่า 50% ตั้งแต่ปี 2566 เป็นต้นไป
- ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุนโดยรวมจะอยู่ที่จำนวน 8 พันล้านบาทในช่วงปี 2564-2567
- บริษัทจะได้รับเงินกู้โครงการจำนวน 5.5 พันล้านบาทในปี 2565 สำหรับโครงการฟาร์มกังหันลมทุกโครงการในประเทศเวียดนาม
- เงินปันผลจ่ายจะอยู่ที่ราว ๆ 46 ถึง 300 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2564-2567

## แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนถึงความคาดหวังของทริสเรตติ้งว่าโครงการฟาร์มกังหันลมของบริษัทจะเปิดดำเนินการได้ตามที่ประมาณการไว้และจะมีผลการดำเนินงานตามที่คาดไว้ นอกจากนี้ ทริสเรตติ้งยังคาดด้วยว่าธุรกิจผลิตบรรจุภัณฑ์กระดาษจะมีผลการดำเนินงานที่น่าพอใจและจะช่วยชดเชยรายได้ที่ลดลงของธุรกิจสิ่งพิมพ์ได้ นอกจากนี้ ทริสเรตติ้งยังคาดว่าบริษัทจะบริหารจัดการสภาพคล่องอย่างระมัดระวังในช่วงที่มีการก่อสร้างโครงการฟาร์มกังหันลมแห่งใหม่อีกด้วย

## ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

การปรับเพิ่มอันดับเครดิตอาจเกิดขึ้นได้หากบริษัทสามารถสร้างกระแสเงินสดได้มากกว่าค่าดอกเบี้ยและจะทำให้ระดับกระแสเงินสดเมื่อเปรียบเทียบกับระดับหนี้สินปรับตัวดีขึ้น ในทางกลับกัน อันดับเครดิตอาจปรับลดลงหากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทต่ำกว่าที่ทริสเรตติ้งประมาณการไว้อย่างมากซึ่งอาจเป็นผลมาจากการเปิดดำเนินการล่าช้าอีกของโครงการฟาร์มกังหันลม หรือจากอัตราค่าไฟฟ้าที่ลดลง หรือผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าค่าอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ อันดับเครดิตอาจปรับลดลงหากบริษัทมีการลงทุนขนาดใหญ่เพิ่มเติมจนเป็นผลทำให้เกิดความเสี่ยงด้านสภาพคล่องหรือความเสี่ยงด้านการเงินที่เพิ่มสูงขึ้นอีกด้วย

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-ก.ย.	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
		2563	2562	2561	2560
	2564				
รายได้จากการดำเนินงานรวม	526	1,187	1,552	1,052	955
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	525	334	786	550	466
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	397	347	659	473	434
เงินทุนจากการดำเนินงาน	105	10	227	201	200
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	229	282	362	251	211
เงินลงทุน	3,032	483	821	824	935
สินทรัพย์รวม	14,206	8,382	11,555	10,599	8,508
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	9,596	2,162	6,433	6,336	5,472
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	4,078	4,862	3,897	3,280	2,473
<b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>					
อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (%)	75.39	29.24	42.45	44.95	45.46
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	4.46	3.47	7.35	5.94	6.22
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	1.73	1.23	1.82	1.89	2.05
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	37.99	6.23	9.77	13.41	12.60
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	(1.02)	0.47	3.54	3.17	3.66
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	70.18	30.78	62.28	65.89	68.87

เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตกลุ่มธุรกิจ, 13 มกราคม 2564
- วิธีการจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 26 กรกฎาคม 2562
- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงิน, 5 กันยายน 2561

บริษัท อีสเทอร์น พาวเวอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (EP)

อันดับเครดิตองค์กร:

BBB-

แนวโน้มอันดับเครดิต:

Stable

บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2564 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้, เปิดเผย, ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีข้อความแถลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: [www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria](http://www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria)