

# บริษัท ทีพีไอ โพลีน เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 136/2561

17 กันยายน 2561

## CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB+
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน	BBB+
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

### เหตุผล

ทริสเรทติ้งจัดอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท ทีพีไอ โพลีน เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ “BBB+” พร้อมทั้งจัดอันดับเครดิตหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันในวงเงินไม่เกิน 4,000 ล้านบาทของบริษัทที่ระดับ “BBB+” โดยบริษัทจะนำเงินจำนวนประมาณ 70% ที่ได้จากการออกหุ้นกู้เตรียมไว้ใช้สำหรับการลงทุนที่อาจจะเกิดขึ้นเนื่องจากบริษัทวางแผนจะเข้าร่วมประมูลโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานขยะชุมชนในอนาคต และจะนำเงินส่วนที่เหลือไปใช้ซื้อเครื่องกำเนิดไอน้ำ (Boiler) สำหรับโรงไฟฟ้าพลังงานขยะ (Refuse-derived Fuel -- RDF) ของบริษัท

อันดับเครดิตสะท้อนถึงกระแสเงินสดที่มั่นคงที่บริษัทได้รับจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (Power Purchase Agreements – PPA) กับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) ซึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตระดับ “AAA” จากทริสเรทติ้ง ตลอดจนการมีอัตรากำไรที่สูงจากส่วนเพิ่มของราคาซื้อไฟฟ้า (Adder) การมีต้นทุนเชื้อเพลิงที่สามารถแข่งขันได้ทั้งจาก RDF และความร้อนทิ้ง รวมไปถึงการมีงบการเงินที่แข็งแกร่งในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตถูกลดทอนบางส่วนจากการมีความเสี่ยงด้านปฏิบัติการที่ค่อนข้างสูงของโรงไฟฟ้าพลังงานขยะ และความเสี่ยงจากการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าใหม่ ๆ

### ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

#### สถานะเครดิตสะท้อนถึงความสัมพันธ์ที่เหนียวแน่นกับบริษัทแม่

บริษัททีพีไอ โพลีน เพาเวอร์ เป็นบริษัทย่อยของ บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน) (ได้รับอันดับเครดิต “BBB+/Stable”) เมื่อพิจารณาถึงสถานะของบริษัทโดยไม่รวมบริษัทแม่แล้ว (Stand-alone Basis) บริษัทจะได้รับอันดับเครดิตองค์กรที่ระดับ “A” ซึ่งสะท้อนถึงสถานะทางเครดิตที่แข็งแกร่งกว่าบริษัทแม่ อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตของบริษัทจะขึ้นอยู่กับอันดับเครดิตของบริษัทแม่ซึ่งอยู่ที่ระดับ “BBB+” ตามระเบียบวิธีการจัดอันดับเครดิตแบบกลุ่มของทริสเรทติ้ง

อันดับเครดิตที่มีกรอบอยู่ภายใต้อันดับเครดิตของบริษัทแม่นั้นสะท้อนถึงความเชื่อมโยงที่ชัดเจนของทั้ง 2 บริษัทเนื่องจากบริษัทแม่เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทในสัดส่วน 70.24% นอกจากนี้ผู้บริหารระดับสูงของบริษัทแม่ยังมีส่วนร่วมในคณะกรรมการและคณะผู้บริหารของบริษัทซึ่งบ่งบอกถึงอำนาจในการควบคุมที่มีนัยสำคัญต่อกลยุทธ์ทางธุรกิจและนโยบายทางการเงินของบริษัทอีกด้วย

ทริสเรทติ้งยังเห็นว่าบริษัทมีฐานะเป็นบริษัทย่อยที่มีความสำคัญต่อกลุ่มเนื่องจากบริษัทสร้างกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) คิดเป็นสัดส่วนถึงประมาณ 70%-80% ให้แก่กลุ่ม อีกทั้งยังเป็นธุรกิจหลักที่ช่วยสนับสนุนสถานะเครดิตของกลุ่มอีกด้วย

การพิจารณาอันดับเครดิตของบริษัทยังคำนึงถึงระดับของการประสานงานที่มีนัยสำคัญระหว่างบริษัทและบริษัทแม่ด้วย ทั้งนี้ การพึ่งพากันในเชิงธุรกิจนี้ทำให้บริษัทมีข้อจำกัดในการปฏิบัติงานและส่งผลกระทบต่อความเสถียรทั้งในด้านสถานะเครดิตของบริษัทและความผันผวนของอุตสาหกรรมปูนซีเมนต์ นอกจาก กฟผ. ซึ่งเป็นผู้รับซื้อไฟฟ้ารายใหญ่ที่สุดของบริษัท บริษัททีพีไอ โพลีน ก็เป็นผู้รับซื้อไฟฟ้าอีกรายหนึ่งและเป็นผู้จำหน่ายพลังงานความร้อนทั้งแต่เพียงรายเดียวของบริษัทด้วย ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงในเชิงลบของการดำเนินงาน เช่น กำลังการผลิตที่ลดลงหรือการหยุดเดินเครื่องโรงงานปูนซีเมนต์ของบริษัทแม่ก็จะส่งผลทำให้ความต้องการไฟฟ้าและปริมาณความร้อนทั้งจากบริษัทแม่ลดลง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการทำงานของโรงไฟฟ้าของบริษัทบางส่วนด้วย

#### กระแสเงินสดที่มั่นคงและอัตรากำไรที่สูง

กระแสเงินสดที่มั่นคงของบริษัทเป็นผลจากการที่บริษัทมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกับ กฟผ.

### ติดต่อ:

ประวิตร ชัยชานะภักย์, CFA  
pravit@trisrating.com

อวยพร วชิรกาญจนภรณ์  
auyporn@trisrating.com

มณฑิยา จันทรภักดิ์  
monthian@trisrating.com



โดยเงื่อนไขภายในสัญญาที่ช่วยบรรเทาความเสี่ยงในด้านอุปสงค์ กล่าวคือ ภายใต้เงื่อนไขของสัญญาบริษัทจะได้รับรายได้อย่างต่อเนื่องตรงตามเท่าที่โรงไฟฟ้าของบริษัทยังสามารถผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าให้แก่ กฟผ. ได้ นอกจากนี้ ราคาซื้อขายไฟฟ้าที่ระบุไว้ในสัญญายังให้ส่วนเพิ่มจากราคาซื้อขายไฟฟ้าอีก 3.50 บาทต่อหน่วยเป็นระยะเวลา 7 ปีซึ่งช่วยยกระดับอัตรากำไรของบริษัทให้สูงขึ้นอีกด้วย

### ต้นทุนเชื้อเพลิงที่สามารถแข่งขันได้จากเชื้อเพลิง RDF และความร้อนทิ้ง

ต้นทุนค่าเชื้อเพลิงที่มีราคาถูกทั้งจาก RDF และความร้อนทิ้งเป็นปัจจัยที่สนับสนุนความแข็งแกร่งของบริษัท ทั้งนี้ ต้นทุนเชื้อเพลิง RDF นั้นค่อนข้างต่ำเนื่องจากบริษัทสามารถผลิตได้จากขยะฝังกลบและขยะชุมชน โดยขยะชุมชนส่วนใหญ่ที่บริษัทจัดหาได้นั้นไม่มีต้นทุน ในขณะที่ความร้อนทิ้งนั้นถือเป็นข้อได้เปรียบในการแข่งขันเฉพาะตัวของบริษัทเนื่องจากโรงไฟฟ้าของบริษัทตั้งอยู่ใกล้กับโรงปูนซีเมนต์ของบริษัทแม่ซึ่งมีความร้อนทิ้งเป็นผลพลอยได้จากกระบวนการผลิตปูนซีเมนต์ โดยตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กฟผ. นั้น บริษัทได้รับอนุญาตให้สามารถใช้ความร้อนทิ้งมาช่วยเสริมในการผลิตไฟฟ้าได้ในสัดส่วนสูงสุดที่ 25% ของพลังงานทั้งหมดที่ใช้ได้ จึงส่งผลให้ ปริมาณไฟฟ้าที่ผลิตจากความร้อนทิ้งของบริษัทมีอัตรากำไรที่สูงมาก อย่างไรก็ตาม ปริมาณพลังความร้อนทิ้งนั้นไม่แน่นอนและขึ้นอยู่กับสถานะการผลิตของโรงงานปูนซีเมนต์ของบริษัทแม่

### ความเสี่ยงในการดำเนินงานโรงไฟฟ้าพลังงานเชื้อเพลิง RDF ที่อยู่ในระดับค่อนข้างสูง

ข้อได้เปรียบของบริษัทลดทอนลงไปด้วยความยากในการปฏิบัติงานโรงไฟฟ้าที่ใช้เชื้อเพลิง RDF เนื่องจากโรงไฟฟ้าประเภทนี้มีความซับซ้อนมากกว่าโรงไฟฟ้าประเภทที่ใช้เชื้อเพลิงจากก๊าซหรือถ่านหินโดยทั่วไป เนื่องจากคุณภาพและค่าความร้อนของเชื้อเพลิงของโรงไฟฟ้าพลังงานขยะนั้นมีความเสถียรต่ำ คุณภาพของขยะที่นำมาใช้ทำเชื้อเพลิง RDF มีความหลากหลายแตกต่างกันสูง ดังนั้น ความสามารถของบริษัทในการควบคุม และคัดแยกสิ่งปนเปื้อนของขยะจึงเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดคุณภาพของเชื้อเพลิงที่ใช้

ทริสเรทติ้งมีความเห็นว่าการใช้เชื้อเพลิง RDF จะก่อให้เกิดความท้าทายในการปฏิบัติงานมากกว่าโรงไฟฟ้าประเภทอื่นที่ใช้เชื้อเพลิงที่มีความเสถียรสูงกว่า ซึ่งส่งผลทำให้มีโอกาสที่โรงไฟฟ้าจะหยุดเดินเครื่องบ่อยครั้งและนานกว่า ดังนั้น เราจึงคาดว่าบริษัทจะต้องมีค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมเป็นระยะ ๆ สำหรับการซ่อมบำรุงรักษาหรือปรับปรุงโรงงานเพื่อให้การดำเนินงานมีความราบรื่นสม่ำเสมอยิ่งขึ้น

### คาดว่ากำไรรายงานจะเติบกำลังตั้งแต่ปี 2562 เป็นต้นไป

EBITDA ของบริษัทเติบโตอย่างต่อเนื่องอันเป็นผลมาจากปริมาณไฟฟ้าที่จำหน่ายให้ กฟผ. ที่เพิ่มขึ้นเป็นสำคัญ EBITDA เติบโตที่ระดับ 3,090 ล้านบาทในปี 2560 จาก 2,400 ล้านบาทในปี 2559 หรือคิดเป็นสัดส่วนที่เพิ่มขึ้น 31.1% ในขณะที่ในช่วงครึ่งแรกของปี 2561 นั้น EBITDA เพิ่มขึ้นเป็น 2,050 ล้านบาท เพิ่มขึ้นถึง 24.9% โดยประมาณ ทั้งนี้ การที่บริษัทได้รับค่าไฟฟ้าที่มีส่วนเพิ่มจึงทำให้อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (ก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้) อยู่สูงเกินกว่า 50% ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยทั่วไปเมื่อเทียบกับผู้ผลิตไฟฟ้ารายอื่น ๆ

ภายใต้สมมติฐานขั้นพื้นฐานของทริสเรทติ้งคาดว่ากำลังการผลิตติดตั้งของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเป็น 440 เมกะวัตต์ในปี 2562 จาก 290 เมกะวัตต์ในปี 2561 หลังจากโรงไฟฟ้าถ่านหินแห่งสุดท้ายซึ่งมีกำลังการผลิต 150 เมกะวัตต์เริ่มเปิดดำเนินการ สำหรับในช่วงระหว่างปี 2562-2564 นั้นทริสเรทติ้งคาดว่า EBITDA จะเพิ่มขึ้นถึงระดับ 6,500 ล้านบาทต่อปีและคาดว่ากำไรจากการดำเนินงานของบริษัทจะยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 50%-60% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า

### งบการเงินที่แข็งแกร่ง

ณ ปัจจุบัน บริษัทมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งจากการมีกระแสเงินสดที่มากขึ้นและการไม่มีหนี้เงินกู้ งบการเงินของบริษัทปลอดภัยหนี้เงินกู้มาตั้งแต่เมื่อครั้งที่บริษัทได้รับเงินจากการจำหน่ายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเมื่อเดือนเมษายน 2560 จำนวน 17,100 ล้านบาทและได้นำเงินดังกล่าวไปใช้ชำระหนี้เงินกู้ที่ค้างอยู่ทั้งหมดแล้ว

อย่างไรก็ตาม ทริสเรทติ้งคาดว่าระดับของหนี้เงินกู้ของบริษัทนั้นมีโอกาสที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคตแต่น่าจะยังอยู่ในระดับต่ำ ทั้งนี้ บริษัทมีเป้าหมายที่จะเข้าร่วมในการประมูลโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานขยะชุมชนในกรุงเทพฯ และจังหวัดนครราชสีมาโดยตั้งงบในเบื้องต้นไว้ที่ประมาณ 4,000 ล้านบาท เมื่อพิจารณาจากแผนการลงทุนดังกล่าวแล้วทริสเรทติ้งคาดว่าอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทน่าจะยังอยู่ต่ำกว่าระดับ 20% ในช่วงการพัฒนาโครงการ

ทั้งนี้ ทริสเรทติ้งเห็นว่าบริษัทที่พีโอ โพลีน เพาเวอร์เป็นบริษัทย่อยที่สำคัญของบริษัทที่พีโอ โพลีน และหนี้เงินกู้ทั้งหมดของบริษัทจะนำไปรวมกับงบการเงินบริษัทแม่ด้วย ดังนั้น การลงทุนที่ใช้หนี้เงินกู้จำนวนมากของบริษัทจะส่งผลกระทบต่อความเข้มแข็งทางการเงินของบริษัทแม่ รวมถึงต่ออันดับเครดิตของกลุ่มด้วยเช่นกัน

### แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนถึงการคาดการณ์ของทริสเรทติ้งว่าการดำเนินงานโรงไฟฟ้าของบริษัทจะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องและจะสร้างกระแสเงินสดที่มั่นคงได้อย่างยาวนาน นอกจากนี้ ทริสเรทติ้งยังคาดว่าบริษัทจะยังคงดำรงสถานะในการเป็นบริษัทย่อยที่สำคัญของบริษัทที่พีโอ โพลีน ต่อไปและจะทวีความสำคัญมากยิ่งขึ้นในอนาคต ด้วยความสัมพันธ์แบบบริษัทแม่และบริษัทลูก การเปลี่ยนแปลงใดใดที่จะมีต่ออันดับ

เครดิตของบริษัทแม่นั้นก็จะส่งผลต่ออันดับเครดิตของบริษัทด้วยเช่นกัน

**ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง**

อันดับเครดิตหรือแนวโน้มอันดับเครดิตของบริษัทอาจได้รับการปรับเพิ่มขึ้นหากผลประกอบการของบริษัทดีขึ้นอย่างมากจนทำให้สถานะทางการเงินของกลุ่มมีความเข้มแข็งขึ้น อันดับเครดิตหรือแนวโน้มอันดับเครดิตอาจได้รับการปรับลดลงหากอันดับเครดิตของบริษัทไม่ได้รับการปรับลดลง หรือในกรณีที่ผลการดำเนินการของบริษัทเองด้อยลงกว่าที่ริสเรทติ้งคาดไว้อย่างมีนัยสำคัญจนส่งผลให้กระแสเงินสดลดลงอย่างต่อเนื่องเป็นระยะเวลานาน

**ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ\***

หน่วย: ล้านบาท	ม.ค.-มิ.ย.	----- ณ วันที่ 31 ธันวาคม -----		
		2560	2559	2558
	<b>2561</b>			
รายได้จากการดำเนินงานรวม	3,378	4,922	4,407	2,692
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	9	110	209	220
กำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	2,013	2,822	2,331	1,288
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	1,833	2,722	1,985	937
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	2,049	3,089	2,356	1,264
เงินทุนจากการดำเนินงาน	1,935	2,903	2,154	1,150
เงินลงทุน	2,486	4,130	3,893	1,658
สินทรัพย์รวม	27,583	27,567	18,169	12,674
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	0	0	7,145	1,558
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	24,757	24,214	8,321	9,045
<b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>				
อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (%)	59.6	57.3	52.9	47.9
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	12.4 **	13.5	15.0	8.7
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	233.5	28.0	11.3	5.7
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	0.0 **	0.0	3.0	1.2
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	ไม่ระบุ **	ไม่ระบุ	30.2	73.8
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	0.0	0.0	46.2	14.7

\* งบการเงินรวม

\*\* ปรับเป็นตัวเลขเต็มปีโดยคิดย้อนหลัง 12 เดือน

## บริษัท ทีพีไอ โพลีน เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน) (TPIPP)

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB+
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน ในวงเงินไม่เกิน 4,000 ล้านบาท ใต้ออกภายใน 5 ปี	BBB+
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

## บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2561 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้อัดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแถลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้เหล่านั้นๆ หรือของบริษัทเหล่านั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัท และแหล่งข้อมูลอื่นๆ 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)