

บริษัท ไทยโซลาร์ เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 163/2561
18 ตุลาคม 2561

CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:		
วันที่	อันดับ	แนวโน้มอันดับ
	เครดิต	เครดิต/ เครดิตพินิจ
08/02/59	BBB	Stable

ติดต่อ:
 ประวีตร ชัยชนะภัย, CFA
 pravit@trisrating.com
 เสริมวิทย์ ศรีโยธา
 sermwit@trisrating.com
 ภารัต มัทธโน
 parat@trisrating.com
 มณฑิยา จันทร์กล้า
 monthian@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

เหตุผล

ทริสเรทติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท ไทยโซลาร์ เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ “BBB” โดยอันดับเครดิตสะท้อนถึงกระแสเงินสดที่มั่นคงซึ่งได้รับจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว (Power Purchase Agreements -- PPA) กับผู้รับซื้อไฟฟ้าที่เป็นรัฐวิสาหกิจ รวมถึงผลการดำเนินงานที่สม่ำเสมอของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ของบริษัทด้วย อย่างไรก็ตาม ความเข้มแข็งของอันดับเครดิตถูกลดทอนจากการลงทุนขนาดใหญ่ในโครงการอินโกเบ ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศญี่ปุ่น การลงทุนดังกล่าวจะส่งผลให้สถานะทางการเงินของบริษัทด้อยลงอย่างมีนัยสำคัญตลอดระยะเวลาพัฒนาโครงการ นอกจากนี้ อันดับเครดิตยังถูกลดทอนจากความเสี่ยงจากการดำเนินงานของโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวลของบริษัทอีกด้วย

ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

กระแสเงินสดที่มั่นคงจากการลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์

การคงอันดับเครดิตนั้นสะท้อนถึงกระแสเงินสดที่มีความแน่นอนของบริษัทจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกับผู้รับซื้อที่น่าเชื่อถือ และความเสี่ยงในด้านภาระดำเนินงานที่ต่ำของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ สำหรับสัญญาซื้อขายไฟฟ้าในประเทศไทยนั้น ผู้รับซื้อไฟฟ้าเป็นรัฐวิสาหกิจซึ่งประกอบไปด้วยการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) และการไฟฟ้านครหลวง (กฟน.) โดยเงื่อนไขที่ระบุในสัญญาช่วยจำกัดความเสี่ยงในด้านอุปสงค์และมีการกำหนดค่าไฟฟ้าที่แน่นอนให้แก่ผู้ผลิตไฟฟ้า นอกจากนี้ ความเสี่ยงในการดำเนินงานที่ต่ำของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ยังเป็นปัจจัยเสริมที่ทำให้ปริมาณกระแสไฟฟ้าที่ผลิตและรายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้ามีความแน่นอนและสามารถคาดการณ์ได้ตลอดอายุสัญญาซื้อขายไฟฟ้าอีกด้วย

ผลการดำเนินงานที่สม่ำเสมอ

กระแสเงินสดส่วนใหญ่ของบริษัทยังคงมาจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ณ เดือนกันยายน 2561 บริษัทมีกำลังการผลิตตามสัญญารวม 298.42 เมกะวัตต์ ซึ่งประกอบด้วย โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์จำนวน 34 โครงการ (276.22 เมกะวัตต์) และโรงไฟฟ้าพลังงานชีวมวลจำนวน 3 โครงการ (22.2 เมกะวัตต์) โรงไฟฟ้าที่เริ่มดำเนินการแล้วมีจำนวน 121.14 เมกะวัตต์ และโรงไฟฟ้าที่ยังอยู่ในช่วงพัฒนามีจำนวน 177.28 เมกะวัตต์

ผลการดำเนินงานของโรงไฟฟ้ายังคงสอดคล้องกับประมาณการณ์ของทริสเรทติ้ง โดยในปี 2560 บริษัทสามารถผลิตไฟฟ้าได้จำนวน 181 ล้านหน่วย เพิ่มขึ้น 2.3% จากปี 2559 ในขณะที่โครงการหลัก ได้แก่ โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์กำลังการผลิตรวม 80 เมกะวัตต์ ยังคงสามารถผลิตกระแสไฟฟ้าได้ดีกว่าที่ประเมินไว้ด้วยความน่าจะเป็นที่ 50% (P50) ประมาณ 5%-7% ต่อปี ในครั้งแรกของปี 2561 นั้น ปริมาณไฟฟ้าที่ผลิตได้ยังคงเติบโตเป็น 102.2 ล้านหน่วย หรือเพิ่มขึ้นประมาณ 10% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า เนื่องจากโครงการบางสวรรค์ กรีน (BSW) ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าชีวมวลแห่งแรกของบริษัทได้เริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้ว

ความเสี่ยงจากโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวล

ความเสี่ยงจากการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าชีวมวลยังคงเป็นปัจจัยที่ลดทอนสถานะทางเครดิตของบริษัท เนื่องจากบริษัทมีประวัติในการดำเนินงานโรงไฟฟ้าชีวมวลที่สั้น และยังไม่ได้แสดงให้เห็นถึงเสถียรภาพของการผลิตไฟฟ้า ทั้งนี้ ทริสเรทติ้งประเมินว่าการดำเนินงานโรงไฟฟ้าชีวมวลนั้นมีความเสี่ยงสูงกว่าโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์จากความซับซ้อนในการปฏิบัติงานที่มากกว่า อีกทั้งยังมีความเสี่ยงจากปริมาณ และความผันผวนของราคาเชื้อเพลิง อีกด้วย อย่างไรก็ตาม บริษัทได้พยายามได้ลดความเสี่ยงบางส่วนจากการจ้างผู้ดำเนินโรงไฟฟ้าที่มีประสบการณ์ และหาหุ้นส่วนที่

เป็นผู้จำหน่ายเชื้อเพลิง

ปัจจุบันบริษัทมีโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวลจำนวน 3 โครงการ โดยมี 1 โครงการอยู่ภายใต้บริษัท BSW (4.6 เมกะวัตต์) และ 2 โครงการอยู่ภายใต้ บริษัท ออสการ์ เซฟ เดอะ เวิลด์ จำกัด (OSW) (17.6 เมกะวัตต์) โดยโครงการ BSW ได้เริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้วในเดือนมีนาคม 2561 ในขณะที่ 1 ใน 2 โครงการของ OSW ได้เริ่มดำเนินการแล้ว และอีก 1 โครงการจะเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ได้ในไตรมาสสุดท้ายของปี 2561 นี้

คาดว่าจะรายได้จะเติบโตอย่างก้าวกระโดดในปี 2562

ทริสเรตติ้งคาดว่าจะรายได้และกระแสเงินสดของบริษัทจะเติบโตขึ้นประมาณ 50%-60% เนื่องจากโครงการ OSW ซึ่งมีกำลังการผลิต 17.6 เมกะวัตต์ และโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศญี่ปุ่น (ฮานามิซุกิ) ซึ่งมีกำลังการผลิต 13.5 เมกะวัตต์จะเริ่มจำหน่ายไฟฟ้า ซึ่งจะส่งผลให้กำลังการผลิตตามสัญญาของโรงไฟฟ้าที่เริ่มดำเนินการแล้วจะเพิ่มขึ้นจาก 121.4 เมกะวัตต์ ณ เดือนกันยายน 2561 เป็น 143.4 เมกะวัตต์ในปี 2562 และเมื่อทั้ง 2 โครงการสามารถดำเนินการผลิตไฟฟ้าได้อย่างเต็มที่ คาดว่ารายได้จะเพิ่มขึ้นจาก 1,300 ล้านบาทในปี 2561 เป็นประมาณ 2,100 ล้านบาทในระหว่างปี 2562-2563 กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ของบริษัทก็จะเพิ่มขึ้นจาก 900 ล้านบาทต่อปีเป็น 1,400 ล้านบาทต่อปีในช่วงเวลาดังกล่าว

ภาระหนี้สูงจากการลงทุนในโครงการโอโมโกเบ

อันดับเครดิตยังคงได้รับแรงกดดันจากการลงทุนขนาดใหญ่ในโครงการโอโมโกเบซึ่งเป็นการลงทุนที่มีขนาดใหญ่ที่สุดของบริษัท โดยวัตถุประสงค์หลักของการลงทุนนั้นเพื่อรักษาอัตราดอกเบี้ยของรายได้ เนื่องจากรายได้ของบริษัทจะลดลงอย่างรวดเร็วเนื่องจากส่วนเพิ่มราคาปรับซื้อไฟฟ้า (Adder) ของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่มีอยู่ในขณะนี้จะเริ่มทยอยหมดอายุในปี 2566 และ 2567

โครงการโอโมโกเบเป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ขนาดใหญ่และมีกำลังการผลิตตามสัญญาถึง 154.9 เมกะวัตต์ เงินลงทุนของโครงการอยู่ที่ ประมาณ 18,000 ล้านบาท และบริษัทจะเริ่มทยอยลงทุนตั้งแต่ปี 2560 จนถึง 2565 ทั้งนี้ บริษัทวางแผนจะลงทุนโดยใช้เงินกู้ในสัดส่วนถึง 85% ของมูลค่าโครงการ นอกจากนี้ ระยะเวลาในการพัฒนาโครงการนั้นถือว่ายาวนานโดยใช้เวลามากกว่า 4 ปี

การลงทุนโดยใช้เงินกู้จำนวนมากจะส่งผลให้สถานะทางเครดิตของบริษัทต้องลงอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากโครงสร้างเงินกู้ต่อส่วนทุนจะเพิ่มขึ้นและอยู่ในระดับที่สูงเป็นระยะเวลานานจนกว่าโครงการจะเริ่มเปิดดำเนินการได้ในปี 2566 อย่างไรก็ตาม โครงสร้างทางการเงินที่สูงนั้นถูกชดเชยจากความเสี่ยงของโครงการที่ต่ำ โดยพิจารณาจาก ความเสี่ยงของประเทศญี่ปุ่นที่ต่ำ รวมถึงความเสี่ยงด้านการก่อสร้างและการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่น้อย และโอกาสที่ผู้รับซื้อไฟฟ้าจะผิดนัดชำระก็น้อยด้วยเช่นกัน ส่วนความเสี่ยงด้านอื่น ๆ อาจเป็นความล่าช้าในการขอใบอนุญาต หรือการอนุมัติต่าง ๆ ในประเทศญี่ปุ่น เนื่องจากมีกฎระเบียบที่ต้องปฏิบัติตามอย่างเข้มงวด

การคงอันดับเครดิตในครั้งนี้ได้รวมถึงความคาดการณ์ว่าบริษัทจะสามารถจำหน่ายหุ้นในสัดส่วน 40% ของโครงการให้แก่หุ้นส่วนที่สนใจได้ เพื่อที่จะลดความเสี่ยงของการลงทุนและป้องกันไม่ให้สัดส่วนการกู้ยืมต่อส่วนทุนนั้นสูงเกินไป นอกจากนี้ เรายังคาดว่าบริษัทจะไม่มีการลงทุนที่มีขนาดใหญ่อีกใน 2-3 ปีข้างหน้า

ในประมาณการขั้นพื้นฐานของทริสเรตติ้ง ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุนของบริษัทจะอยู่ที่ 1,500 ล้านบาทในปี 2562 และเพิ่มขึ้นเป็น 2,000-6,000 ล้านบาทต่อปีในระหว่างปี 2563-2565 ซึ่งเป็นช่วงการก่อสร้างของโครงการโอโมโกเบ นอกจากนี้ ทริสเรตติ้งตั้งสมมุติฐานว่าบริษัทจะได้ส่วนทุนเพิ่มเติมอย่างน้อย 1,500 ล้านบาทจากการจำหน่ายหุ้นในสัดส่วน 40% ของโครงการ อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนจะเพิ่มสูงขึ้นแต่น่าจะอยู่ต่ำกว่า 70% อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA จะสูงขึ้นเป็น 10-11 เท่า และจะลดลงอย่างรวดเร็วหลังโครงการโอโมโกเบเริ่มสร้างรายได้

สภาพคล่องดีตั้งจากการครบกำหนดชำระจ่ายหนี้หุ้นกู้

สภาพคล่องของบริษัทอ่อนแอลงเนื่องจากหุ้นกู้ขนาดใหญ่ของบริษัทจะครบกำหนดชำระ บริษัทมีหนี้สินทางการเงินรวมทั้งสิ้นประมาณ 10,400 ล้านบาท ณ เดือนมิถุนายน 2561 โดยประมาณ 50% ของหนี้สินทางการเงินนั้นเป็นเงินกู้ระยะยาวสำหรับโครงการ (Project Loan) ในขณะที่ยังอีก 30% เป็นหุ้นกู้ของบริษัท แหล่งเงินทุนของบริษัทประกอบด้วยเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นรวม 1,200 ล้านบาท ณ เดือนมิถุนายน 2561 และ EBITDA อย่างน้อย 900 ล้านบาทในอีก 12 ปีข้างหน้า ซึ่งจะเพียงพอที่จะชำระหนี้เงินกู้สำหรับโครงการจำนวน 500 ล้านบาทในอีก 12 เดือนข้างหน้า อย่างไรก็ตาม แหล่งเงินทุนดังกล่าวไม่เพียงพอสำหรับการชำระคืนหุ้นกู้จำนวน 2,050 ล้านบาทที่ครบกำหนดชำระในเดือนตุลาคม 2562 ทริสเรตติ้งคาดว่าบริษัทจำเป็นต้องรีไฟแนนซ์เพื่อชำระหุ้นกู้ หรืออาจจะชำระหุ้นกู้คืนบางส่วนหากบริษัทสามารถขายหุ้นบางส่วนโครงการโอโมโกเบได้ ทั้งนี้ เราคาดว่าบริษัทจะสามารถรีไฟแนนซ์หุ้นกู้ได้พิจารณาจากประวัติการเข้าถึงตลาดเงินในอดีต

แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนความคาดหวังว่าบริษัทจะยังคงความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดจำนวนมากจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ได้ในอนาคต จากการมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานโรงไฟฟ้าที่ยั่งยืน ทั้งนี้ ทรিসเรทติ้งได้รวมพิจารณาถึงสถานะการเงินอ่อนแอจากการลงทุนในโครงการโอนิโกเบไว้แล้ว ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะไม่ลงทุนในโครงการขนาดใหญ่อีก หากไม่มีการเพิ่มทุนที่เพียงพอเพื่อที่จะรักษาโครงการเงินทุนของบริษัทให้อยู่ระดับที่ยอมรับได้

ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

โอกาสในการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นนั้นมีจำกัดในช่วงของการพัฒนาโครงการโอนิโกเบ เนื่องจากเราคาดการณ์ว่าสถานะทางการเงินของบริษัทจะยังคงอ่อนแอในช่วง 3 ปีข้างหน้า ในทางตรงกันข้าม โอกาสในการปรับลดอันดับเครดิตอาจเกิดขึ้นได้หากสถานะการเงินของบริษัทอ่อนกว่าที่คาดการณ์ไว้ เช่น สัดส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนสูงกว่า 70% หรืออัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA สูงกว่า 10 เท่าเป็นระยะเวลายาวนาน ซึ่งเหตุการณ์เหล่านี้มีโอกาสเกิดขึ้นได้หากบริษัทลงทุนโดยใช้หนี้เป็นแหล่งเงินทุนจำนวนมาก หรือไม่ประสบความสำเร็จในการเพิ่มทุนให้เพียงพอที่จะสนับสนุนการลงทุนในโครงการต่าง ๆ

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ*

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-มิ.ย. 2561	2560	ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2559	2558	2557
รายได้จากการดำเนินงานรวม	628	1,172	1,332	1,081	834
กำไรจากการดำเนินงาน	96	213	177	165	166
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	438	840	1,028	842	633
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	317	626	827	694	480
เงินทุนจากการดำเนินงาน	467	861	1,041	878	633
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	365	641	831	708	470
เงินลงทุน	989	1,737	938	938	1,060
สินทรัพย์รวม	15,994	14,125	10,599	7,296	6,881
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	9,003	8,175	2,962	2,166	2,063
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	5,120	4,781	4,585	4,040	3,488
อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว					
อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (%)	69.7	71.7	77.2	78.0	75.9
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	7.9 **	5.2	9.4	9.8	14.0
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	4.9	4.0	5.9	5.3	3.8
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	8.0 **	9.5	2.8	2.5	3.3
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	9.7 **	7.8	28.0	32.7	22.8
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	63.7	63.1	39.2	34.9	37.2

* งบการเงินรวม

** ปรับเป็นตัวเลขเต็มปีโดยคิดย้อนหลัง 12 เดือน

หมายเหตุ: ตัวเลขและอัตราส่วนทางการเงินที่แสดงนั้นถูกปรับโดยการรวมงบการเงินของบริษัทไทย โซลาร์ รีนิวเอเบิล (หรือโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์กำลังการผลิต 80 เมกะวัตต์) ตามสัดส่วนการลงทุน (Proportionate method) แทนการบันทึกด้วยวิธีตามส่วนได้ส่วนเสีย (Equity Method)

บริษัท ไทยโซลาร์ เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) (TSE)

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. 2561 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้อ้างอิง ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีค่าแกลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ 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