

บริษัท กัลป์ เอ็นเนอร์จี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 3/2565

20 มกราคม 2565

CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร:	A
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน	A-
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

วันที่ทบทวนล่าสุด : 17/09/64

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับเครดิต	แนวโน้มอันดับเครดิต/เครดิตพิโนจ
26/08/64	A	Stable
26/04/64	A	Alert Negative
25/12/61	A	Stable

ติดต่อ:

รพีพล มหพันธ์

rapeepol@trisrating.com

ณรงค์ชัย พรสิริชูโสภณ

narongchai@trisrating.com

ภารัต มหพันธ์

parat@trisrating.com

วิยดา ประทุมสุวรรณ, CFA

wiyada@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

* รายงานนี้เป็นเพียงส่วนหนึ่งของรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

เหตุผล

ทริสเรทติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท กัลป์ เอ็นเนอร์จี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ “A” และอันดับเครดิตหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันของบริษัทที่ระดับ “A-” โดยแนวโน้มอันดับเครดิตยังคง “Stable” หรือ “คงที่” ทั้งนี้ อันดับเครดิตหุ้นกู้ที่ต่ำกว่าอันดับเครดิตองค์กรอยู่ 1 ขั้นนั้นสะท้อนการด้อยสิทธิทางโครงสร้างในสิทธิเรียกร้องของหุ้นกู้เมื่อเทียบกับภาระเงินกู้ของบริษัทย่อยของบริษัท

อันดับเครดิตสะท้อนถึงสถานะของบริษัทที่เป็นหนึ่งในผู้นำในธุรกิจผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย ตลอดจนการลงทุนที่มีการกระจายความเสี่ยงที่ดี ผลงานในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้าที่ได้รับการยอมรับ รวมถึงกระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้จากการมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (หรือ กฟผ. ซึ่งได้รับการจัดอันดับเครดิตที่ระดับ “AAA” จากทริสเรทติ้ง) อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตลดทอนลงจากความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการขยายธุรกิจไปในต่างประเทศของบริษัทและการมีภาระเงินกู้ที่เพิ่มขึ้น

ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

สถานะเป็นผู้นำตลาด

บริษัทเป็นหนึ่งในผู้นำในธุรกิจผลิตไฟฟ้าของประเทศไทยเมื่อพิจารณาจากขนาดการลงทุนในธุรกิจไฟฟ้า โดย ณ เดือนพฤศจิกายน 2564 บริษัทมีกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการลงทุนในโรงไฟฟ้า ซึ่งดำเนินงานแล้วอยู่ที่ 3,929 เมกะวัตต์ (Megawatts Equity – MWe) และหลังจากพัฒนาโครงการแล้วเสร็จทั้งหมดแล้วในปี 2570 กำลังการผลิตดังกล่าวของบริษัทจะเพิ่มขึ้น 2 เท่าเป็น 8,005 เมกะวัตต์

กำลังการผลิตของบริษัทมีแนวโน้มที่จะเพิ่มมากขึ้นเมื่อพิจารณาจากกลยุทธ์การเติบโตและโครงการต่าง ๆ ที่อยู่ระหว่างพัฒนาของบริษัท เช่น โครงการพลังงานแสงอาทิตย์ที่ติดตั้งบนหลังคาภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับภาคเอกชนในประเทศไทย โครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำในประเทศลาว และโครงการโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเหลวเป็นเชื้อเพลิงในประเทศเวียดนาม บริษัทยังมุ่งแสวงหาโอกาสในการเข้าซื้อกิจการต่าง ๆ โดยเฉพาะโครงการพลังงานหมุนเวียนเพื่อให้มีสัดส่วนการลงทุนในพลังงานสะอาดเพิ่มมากขึ้น ในกรณีนี้ ทริสเรทติ้งยังไม่ได้นำโครงการโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเหลวเป็นเชื้อเพลิงในประเทศเวียดนามและการเข้าซื้อโครงการต่าง ๆ เข้ามารวมในประมาณการ

มีการกระจายความเสี่ยงในการลงทุนที่ดี

การลงทุนในโรงไฟฟ้าของบริษัทนั้นมีการกระจายความเสี่ยงที่ดี บริษัทลงทุนในโรงไฟฟ้าจำนวนมากกว่า 30 แห่งทั้งในประเทศและต่างประเทศ โรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงถือเป็นสินทรัพย์หลักของบริษัทโดยคิดเป็นสัดส่วน 93% หรือมีขนาด 7,469 เมกะวัตต์ของกำลังการผลิตตามสัดส่วนการลงทุน ในขณะที่กำลังการผลิตส่วนที่เหลืออีก 536 เมกะวัตต์เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนซึ่งประกอบไปด้วยโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมหลายแห่งในประเทศเวียดนาม (229 เมกะวัตต์) โรงไฟฟ้าพลังงานลม 1 แห่งในประเทศเยอรมนี (232 เมกะวัตต์) รวมถึงโรงไฟฟ้าชีวมวล 1 แห่งและโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ติดตั้งบนหลังคาอีกหลายแห่งในประเทศไทย (ประมาณ 75 เมกะวัตต์)

โรงไฟฟ้าของบริษัทที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในเขตภาคกลางและภาคตะวันออกเฉียงเหนือของประเทศไทย โดยจำแนกเป็นโรงไฟฟ้าระบบผลิตพลังงานร่วมหรือโคเจนเนอเรชัน (Cogeneration) ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (Small Power Producer – SPP) จำนวน 19 แห่งซึ่งมีกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการลงทุน 1,266 เมกะวัตต์และโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วม (Combined-cycle) ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระ (Independent Power Producer – IPP) จำนวน 6 แห่งซึ่งมีกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการลงทุน 6,043 เมกะวัตต์ โดยได้รวมกำลัง

การผลิตจากโรงไฟฟ้า IPP “หินกอง พาวเวอร์” และ “บุรพา พาวเวอร์” อีกจำนวน 965 เมกะวัตต์ด้วย โรงไฟฟ้าโคเจนเนอเรชันที่ตั้งอยู่ในนิคมอุตสาหกรรมต่าง ๆ ทั้งในพื้นที่ภาคกลางและในเขตระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (Eastern Economic Corridor – EEC) จำนวน 7 โรง ในขณะที่โรงไฟฟ้า IPP นั้นตั้งอยู่ในจังหวัดสระบุรี พระนครศรีอยุธยา ระยอง ราชบุรี และฉะเชิงเทรา

กระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้จากกรณีสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กฟผ.

อันดับเครดิตสะท้อนถึงกระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้จากโรงไฟฟ้าของบริษัท ปัจจุบันบริษัทจำหน่ายไฟฟ้าประมาณ 90% ของกำลังการผลิตตามสัดส่วนการลงทุนให้แก่ กฟผ. ภายใต้โครงการ SPP และ IPP โดยแต่ละสัญญาที่ทำกับ กฟผ. มีอายุ 25 ปีนับจากวันที่โรงไฟฟ้าเริ่มดำเนินงานเชิงพาณิชย์ สำหรับโครงการ IPP นั้น กฟผ. จะต้องจ่ายค่าความพร้อมจ่าย (Availability Payment – AP) เพิ่มจำนวนให้แก่บริษัทรายปีที่บริษัทสามารถตรงความพร้อมจ่ายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าได้ตามที่กำหนดไว้ในสัญญา และแม้ว่า กฟผ. จะไม่ส่งจ่ายไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้า IPP ของบริษัท กฟผ. ก็ยังคงต้องจ่ายชำระในส่วนของคุณค่า AP ให้แก่บริษัท ส่วนสัญญาซื้อขายไฟฟ้าภายใต้โครงการ SPP นั้นจะแตกต่างออกไปเล็กน้อย โดยสัญญา SPP นั้น กฟผ. จะต้องส่งจ่ายไฟฟ้าไม่ต่ำกว่า 80% ของกำลังการผลิตตามสัญญาซึ่งคำนวณจากจำนวนชั่วโมงที่สามารถดำเนินงานได้ ทั้งโรงไฟฟ้า IPP และ SPP นั้นต่างก็มีกลไกในการส่งผ่านต้นทุนเชื้อเพลิงก๊าซธรรมชาติเช่นเดียวกัน ซึ่งส่งผลให้กระแสเงินสดที่ได้จากโรงไฟฟ้าเหล่านี้สามารถคาดการณ์ได้

มีประวัติผลงานในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้า IPP และ SPP ที่น่าเชื่อถือ

คณะผู้บริหารและผู้บริหารของบริษัทมีประสบการณ์ในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้าในประเทศไทยมากกว่า 20 ปี คณะผู้บริหารยังคงมีผลงานที่แสดงถึงความสามารถในการบริหารโครงการได้ดี โดยทุกโครงการของบริษัทที่ปัจจุบันเปิดดำเนินงานแล้วนั้นล้วนพัฒนาแล้วเสร็จสมบูรณ์ได้ภายในกำหนดเวลาและงบประมาณที่ตั้งไว้ ซึ่งผลงานเหล่านี้ช่วยสร้างความมั่นใจได้ว่าโครงการที่บริษัทกำลังพัฒนาอยู่ในปัจจุบันจะแล้วเสร็จสมบูรณ์ตามกำหนดเวลา นอกจากนี้ โรงไฟฟ้า SPP และ IPP ของบริษัทยังสามารถตรงความพร้อมจ่ายได้สูงเกินกว่าเป้าหมายอย่างต่อเนื่องอีกด้วย

บริษัทบรรเทาความเสี่ยงในการพัฒนาโครงการด้วยการลงนามในสัญญารับเหมางานวิศวกรรม การจัดหาเครื่องจักรและอุปกรณ์ และงานก่อสร้าง (Engineering, Procurement, and Construction – EPC) กับผู้รับเหมาที่มีชื่อเสียง เช่น Toyo Engineering Corporation และ Mitsubishi Hitachi Power System (MHPS) ในขณะเดียวกัน โรงไฟฟ้าของบริษัทยังใช้เทคโนโลยีที่ผ่านการพิสูจน์แล้วจากผู้ผลิตที่มีชื่อเสียง อาทิ Siemens รวมทั้ง GE และ Mitsubishi เพื่อให้มั่นใจว่าการดำเนินงานจะเป็นไปอย่างเหมาะสมราบรื่น นอกจากนี้ บริษัทยังมีสัญญาให้บริการซ่อมบำรุง (Long-term Service Agreements – LTSA) และสัญญาจัดหาอะไหล่ระยะยาว (Long-term Parts Agreement – LTPA) กับผู้ผลิตเครื่องจักรอุปกรณ์อีกด้วย โดยสัญญาบริการต่าง ๆ เหล่านี้ซึ่งมีอายุเท่ากับสัญญาซื้อขายไฟฟ้าจะช่วยสร้างความมั่นใจในการรับบริการซ่อมบำรุงรักษาอุปกรณ์หลัก ๆ ของโรงไฟฟ้าและช่วยลดความเสี่ยงจากความเสี่ยงของราคาอะไหล่ต่าง ๆ ทั้งนี้ การมีสินทรัพย์โรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ดังกล่าวยังช่วยให้บริษัทได้ประโยชน์จากการประหยัดจากขนาดและได้รับเงื่อนไขทางการค้าที่ดีจากผู้ผลิต นอกจากนี้ การมีโรงไฟฟ้า SPP ที่มีรูปแบบเดียวกันรวมถึงการบริหารจัดการอะไหล่แบบรวมศูนย์ยังช่วยให้บริษัทมีอะไหล่ที่เพียงพอและยังสามารถบริหารต้นทุนให้มีประสิทธิภาพได้อีกด้วย

ขยายธุรกิจไปในต่างประเทศเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียน

บริษัทมีการขยายธุรกิจไปในต่างประเทศอย่างต่อเนื่องซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์การเติบโตของบริษัท โดยบริษัทได้ริเริ่มพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนที่มีขนาดกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการลงทุนรวม 229 เมกะวัตต์ในประเทศเวียดนาม โครงการดังกล่าวประกอบไปด้วยโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 2 แห่ง (107 เมกะวัตต์) และโรงไฟฟ้าพลังลม 1 แห่ง (122 เมกะวัตต์) ซึ่งโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ทั้ง 2 แห่งนั้นมีผลการดำเนินงานที่น่าพอใจในช่วงปี 2562-2563 อย่างไรก็ตาม ปริมาณไฟฟ้าที่ผลิตได้จากโครงการทั้งสองถูกจำกัดการรับซื้อในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2564 จากอุปสงค์การใช้ไฟฟ้าในประเทศเวียดนามที่ลดลงชั่วคราวในช่วงของการระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (โรคโควิด 19) บริษัทยังประสบปัญหาความล่าช้าในการก่อสร้างโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมดังกล่าวจากการจำกัดการเดินทางและการปิดเมือง (Lockdown) ในประเทศเวียดนาม ส่งผลให้มีเพียงประมาณ 4 เมกะวัตต์จากทั้งหมด 122 เมกะวัตต์ที่สามารถเปิดดำเนินงานได้ทันกำหนด ขณะที่ที่เหลืออีกจำนวน 118 เมกะวัตต์อาจไม่ได้รับราคาจำหน่ายไฟฟ้าแบบ FIT ที่ดีเช่นเดิมเนื่องจากเสร็จไม่ทันกำหนด อย่างไรก็ตาม ทริสเรทติ้งคาดว่าโรงไฟฟ้าเวียดนาม (Vietnam Electricity หรือ EVN) จะขยายกำหนดเวลาสิ้นสุดการก่อสร้างของโครงการให้ ทั้งนี้ ผู้พัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมส่วนใหญ่รวมถึงบริษัทได้เรียกร้องให้รัฐบาลเวียดนามขยายกำหนดเวลาโครงการออกไปอันเนื่องมาจากผลกระทบของการระบาดดังกล่าว

นอกจากประเทศเวียดนามแล้ว บริษัทยังได้ซื้อหุ้นสัดส่วน 50% ในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมแห่งหนึ่งซึ่งสร้างเสร็จและมีรายได้แล้วในประเทศเยอรมนีซึ่งมีขนาดกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการลงทุนที่ 232 เมกะวัตต์ในช่วงปลายปี 2563 ปริมาณไฟฟ้าที่ผลิตได้จากโรงไฟฟ้าพลังงานลมดังกล่าวในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2564 ต่ำกว่าปริมาณไฟฟ้าที่ทริสเรทติ้งคาดว่าจะผลิตได้อยู่เล็กน้อยเนื่องจากกระแสลมมีกำลังอ่อนตามฤดูกาล ในช่วงไตรมาสที่ 2 และไตรมาสที่ 3 ของปี โดยปริมาณไฟฟ้าที่ผลิตได้น่าจะเพิ่มขึ้นในช่วงไตรมาสสุดท้ายเพราะเป็นช่วงที่กระแสลมมีกำลังแรงตามฤดูกาล ทั้งนี้ ผลการดำเนินงานของโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมในประเทศเยอรมนีแห่งนี้จำเป็นต้องได้รับการพิสูจน์ในระยะยาวเนื่องจากพลังงานลมโดยธรรมชาตินั้นมีความผันผวน

บริษัทยังมีแนวโน้มที่จะขยายธุรกิจไปในต่างประเทศต่อไปเพื่อสร้างโอกาสเติบโต บริษัทมีเป้าหมายจะเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนเป็น 30% จากกำลังการผลิตทั้งหมดในปี 2573 จากประมาณ 8% ในปัจจุบัน เพื่อให้บรรลุเป้าหมายนั้นบริษัทจะต้องมีกำลังการผลิตเพิ่มเติมอีก 5,000-6,000 เมกะวัตต์

จากโครงการพลังงานหมุนเวียนใหม่ ๆ ในประเทศและต่างประเทศ ทั้งนี้ เงินลงทุนในต่างประเทศคาดว่าจะคิดเป็นสัดส่วน 10%-20% ของการลงทุนทั้งหมดของบริษัท

ความเสี่ยงจากการขยายธุรกิจในประเทศ

โครงการโรงไฟฟ้าในต่างประเทศมักมีความเสี่ยงที่สูงกว่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดเกิดใหม่ที่เติบโตเร็วอย่างประเทศเวียดนาม ความเสี่ยงที่เห็นได้ชัดนั้นประกอบด้วย การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบต่าง ๆ การบังคับใช้สัญญา และโครงสร้างพื้นฐานที่ยังไม่เพียงพอ ทริสเรทติ้งยังเห็นว่าสถานะเครดิตของ EVN ที่รัฐเป็นผู้ถือหุ้นนั้นยังไม่แข็งแกร่งเท่ากับผู้รับซื้อไฟฟ้าในประเทศไทยที่รัฐบาลเป็นผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ ระบบสายส่งไฟฟ้าของประเทศเวียดนามในบางจังหวัดนั้นยังต้องได้รับการปรับปรุงเพื่อป้องกันปัญหาการรับซื้อไฟฟ้าไม่ครบตามสัญญาอีกด้วย อย่างไรก็ตาม เมื่อโครงการโรงไฟฟ้าทุกแห่งเปิดดำเนินงานแล้วทริสเรทติ้งคาดว่าเงินลงทุนในประเทศเวียดนามจะคิดเป็นสัดส่วนต่ำกว่า 10% ของพอร์ตการลงทุนในโรงไฟฟ้าทั้งหมดของบริษัท ในขณะที่ความเสี่ยงจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมในประเทศเยอรมนีนั้นอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ โดยพันธมิตรธุรกิจของโครงการนี้คือ Ørsted A/S ซึ่งเป็นหนึ่งในบริษัทพลังงานที่ใหญ่ที่สุดในประเทศเดนมาร์กและเป็นผู้มีประสบการณ์สูงในการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมในหลายประเทศ นอกจากนี้ รัฐบาลประเทศเยอรมนียังให้การรับประกันราคาซื้อขายไฟฟ้าในช่วง 9.5 ปีแรกของการดำเนินงานโรงไฟฟ้าและรับประกันราคาขั้นต่ำหลังจากนั้นจนถึงปีที่ 20 อีกด้วย

การขยายธุรกิจไปสู่การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานและดิจิทัล

บริษัทกำลังขยายกิจการไปสู่ธุรกิจใหม่ ๆ โดยบริษัทอยู่ระหว่างการพัฒนาโครงการท่าเรืออุตสาหกรรมมาบตาพุดระยะที่ 3 ภายใต้สัญญาร่วมลงทุนระหว่างหน่วยงานภาครัฐและเอกชน (Public Private Partnership – PPP) กับ การนิคมอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (กนอ.) โดยมี บริษัท กัลฟ์ เอ็มทีพี แอลเอ็นจี เทอร์มินอล จำกัด เป็นผู้ดำเนินงาน ทั้งนี้ บริษัท กัลฟ์ เอ็มทีพี แอลเอ็นจี เทอร์มินอล เป็นบริษัทร่วมทุนระหว่างบริษัทและ บริษัท พีทีที แทงค์ เทอร์มินัล จำกัด โครงการซึ่งมีมูลค่ากว่า 4 หมื่นล้านบาทนี้ประกอบด้วยงานออกแบบและก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐาน (งานขุดลอกและถมทะเล) และงานก่อสร้างท่าเทียบเรือและสถานีรับจ่ายก๊าซธรรมชาติเหลว บริษัทร่วมทุนดังกล่าวจะได้รับผลตอบแทนปีละประมาณ 1 พันล้านบาทจาก กนอ. เป็นเวลา 30 ปีหลังจากงานออกแบบและก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานแล้วเสร็จซึ่งกำหนดไว้ในปี 2567

นอกจากโครงการท่าเรืออุตสาหกรรมมาบตาพุดระยะที่ 3 แล้ว บริษัทยังกำลังพัฒนาโครงการท่าเรือแหลมฉบังระยะที่ 3 โดยมีกิจการร่วมค้าจีพีซีซี (GPC) เป็นผู้ดำเนินการอีกด้วย โครงการดังกล่าวมีมูลค่าประมาณ 3 หมื่นล้านบาท และกิจการร่วมค้า GPC ซึ่งประกอบด้วยบริษัท รวมทั้ง บริษัท พีทีที แทงค์ เทอร์มินัล และ China Harbour Engineering Co., Ltd. (CHEC) มีหน้าที่ในการออกแบบ ก่อสร้าง และดำเนินการในส่วนของการท่าเรือ F1 และ F2 โครงการดังกล่าวนี้มีความเสี่ยงด้านการตลาดเนื่องจากผลการดำเนินงานจะขึ้นอยู่กับอุปสงค์ในการขนส่งสินค้า ในฐานะผู้ร่วมทุนบริษัทจะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรและเงินปันผลจากกิจการร่วมค้าดังกล่าว ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะพยายามลดความเสี่ยงด้านอุปสงค์ลงให้มากที่สุดเมื่อพิจารณาจากนโยบายของบริษัทที่เน้นการลงทุนในโครงการที่สร้างผลกำไรคงที่และสร้างกระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้

บริษัทยังอยู่ระหว่างการพัฒนาโครงการมอเตอร์เวย์ 2 สาย (M6 และ M81) โดยมีกิจการร่วมค้าบีจีเอสอาร์ (BGSR) ซึ่งประกอบด้วยบริษัท ร่วมกับ บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) และ บริษัท ราช กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ดำเนินการ โครงการดังกล่าวจะใช้เงินลงทุนรวมกันประมาณ 1.26 หมื่นล้านบาทเพื่อออกแบบและติดตั้งระบบเก็บค่าผ่านทาง ระบบจัดการจราจร และสิ่งปลูกสร้างอื่น ๆ (ระยะที่ 1) รวมถึงดำเนินการและบำรุงรักษาโครงการ (ระยะที่ 2) ทั้งนี้ กิจการร่วมค้า BGSR จะไม่มีความเสี่ยงด้านอุปสงค์การจราจร เนื่องจากจะได้รับผลตอบแทนการลงทุนที่คงที่หลังจากโครงการเปิดดำเนินงานในปี 2567 และบริษัทจะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรและเงินปันผลจากกิจการร่วมค้าดังกล่าว

นอกจากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานแล้ว การถือหุ้นจำนวน 42.25% ในบริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) (INTUCH) ยังเปิดทางไปสู่โอกาสใหม่ ๆ ในธุรกิจด้านโทรคมนาคมและดิจิทัล โดยการซื้อ INTUCH นั้นไม่เพียงแต่ช่วยเพิ่มรายได้จากเงินปันผลเพียงอย่างเดียวแต่ยังเปิดโอกาสให้บริษัทได้ใช้ประโยชน์จากดิจิทัลแพลตฟอร์มที่มีอยู่ของ บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (ADVANC) และ บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน) (THCOM) อีกด้วย ซึ่งดิจิทัลแพลตฟอร์มดังกล่าวอาจช่วยสนับสนุนการซื้อขายไฟฟ้าได้หากภาครัฐมีการอนุญาตให้ผู้ผลิตไฟฟ้าสามารถขายไฟฟ้าให้กับผู้ใช้ไฟฟ้าได้โดยตรงในอนาคต นอกจากนี้ บริษัทยังได้ลงนามในบันทึกความเข้าใจหรือ MOU ร่วมกับ Singapore Telecommunications Limited (SINGTEL) เพื่อร่วมมือกันศึกษาความเป็นไปได้ในการพัฒนารัฐกิจศูนย์ข้อมูล (Data Center) และร่วมกับกลุ่ม Binance (BINANCE) เพื่อร่วมมือกันศึกษาความเป็นไปได้ในการพัฒนารัฐกิจศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัล (Digital Asset Exchange) และธุรกิจที่เกี่ยวข้องในประเทศไทย ทั้งนี้ การร่วมมือกันดังกล่าวน่าจะเห็นความชัดเจนมากขึ้นในอีกไม่กี่ปีข้างหน้า โดยทริสเรทติ้งยังไม่ได้รวมการประสานพลังทางธุรกิจดังกล่าวไว้ในประมาณการ

รายได้และกระแสเงินสดคาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างมาก

ทริสเรทติ้งคาดการณ์ว่ารายได้และกระแสเงินสดของบริษัทจะเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วง 3 ปีข้างหน้าจากแรงหนุนของโรงไฟฟ้า IPP ขนาดใหญ่ทั้ง 2 แห่งในประเทศไทยที่มีกำหนดการเปิดดำเนินงานในช่วงปี 2564-2567 โดยทริสเรทติ้งคาดว่ากำลังการผลิตติดตั้งรวมของโรงไฟฟ้าที่คิดตามสัดส่วนการลงทุนและเปิดดำเนินงานแล้วของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเป็น 7,700 เมกะวัตต์ในอีก 3 ปีข้างหน้า ซึ่งจะช่วยให้รายได้จากการดำเนินงานรวมของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็น 1.11 แสนล้านบาทในปี 2567 จากประมาณ 4.6 หมื่นล้านบาทในปี 2564 ในขณะที่กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัด

จำหน่ายของบริษัทน่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 3.9 หมื่นล้านบาทในปี 2567 จากประมาณ 1.9 หมื่นล้านบาทในปี 2564 ทั้งนี้ ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะได้รับเงินปันผลจำนวน 3-4 พันล้านบาทต่อปีจาก INTUCH ในช่วงปี 2565-2567

ทริสเรทติ้งคาดว่าผลการดำเนินงานโรงไฟฟ้าของบริษัทจะยังคงอยู่ในระดับที่น่าพอใจเมื่อพิจารณาจากประวัติผลงาน เนื่องจากกระแสเงินสดที่ได้จากโรงไฟฟ้า IPP และ SPP สามารถคาดการณ์ได้ ทริสเรทติ้งจึงคาดว่าอัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ของบริษัทจะมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับที่สูงกว่า 30% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า

แรงกดดันจากภาระหนี้จะลดลง

หนี้สินที่มีดอกเบี้ยของบริษัทเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากการลงทุนขนาดใหญ่ในโครงการโรงไฟฟ้าที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างและการลงทุนซื้อหุ้น INTUCH ส่งผลให้อัตรารายส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็น 9.9 เท่า ณ เดือนกันยายน 2564 จากประมาณ 6 เท่าในปี 2562

อย่างไรก็ตาม ทริสเรทติ้งคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายของบริษัทจะลดลงกลับไปอยู่ที่ประมาณ 6 เท่าในปี 2567 อันเนื่องมาจากกระแสเงินสดของโครงการโรงไฟฟ้า IPP ทั้ง 2 แห่งในประเทศไทย ซึ่งจะช่วยให้บริษัทสามารถขยายการลงทุนใหม่ ๆ ได้เพิ่มเติม ทั้งนี้ งบลงทุนรวมของบริษัทคาดว่าจะอยู่ในช่วง 2.5-3.5 หมื่นล้านบาทต่อปีในระยะ 3 ปีข้างหน้า

โครงสร้างหนี้

ณ เดือนกันยายน 2564 หนี้เงินกู้รวมของบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 2.19 แสนล้านบาทซึ่งจำนวน 1.64 แสนล้านบาทถือเป็นหนี้ที่มีลำดับในการได้รับชำระคืนก่อน (Priority Debt) ซึ่งประกอบด้วยหนี้เงินกู้ที่มีหลักประกันของบริษัทและหนี้เงินกู้ทั้งหมดของบริษัทย่อย ทำให้อัตรารายส่วนหนี้สินที่มีลำดับในการได้รับชำระคืนก่อนต่อหนี้สินรวมของบริษัทอยู่ที่ระดับ 75% ส่งผลให้เจ้าหนี้ที่ไม่มีหลักประกันของบริษัทมีความด้อยสิทธิ์กว่าเจ้าหนี้ที่มีลำดับในการได้รับชำระคืนก่อนอย่างมีนัยสำคัญเมื่อพิจารณาจากลำดับสิทธิ์เรียกร้องในสินทรัพย์ของบริษัท

สภาพคล่องจะยังคงบริหารจัดการได้

ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะสามารถจัดการกับสภาพคล่องทางการเงินได้อย่างเหมาะสม โดยในช่วง 12 เดือนข้างหน้า เงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทคาดว่าจะอยู่ที่ประมาณ 1.7 หมื่นล้านบาทในขณะที่บริษัทต้องชำระคืนเงินกู้ระยะยาวและหุ้นกู้รวมกันจำนวน 8.2 พันล้านบาท ทั้งนี้ ณ เดือนกันยายน 2564 บริษัทมีวงเงินกู้ที่ยังไม่ได้เบิกใช้รวมทั้งเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดรวมกันอีกประมาณ 4.2 หมื่นล้านบาทสำหรับเป็นแหล่งสภาพคล่องเพิ่มเติม

บริษัทต้องดำรงอัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยสุทธิต่อทุนไม่ให้เกิน 3.5 เท่าตามข้อกำหนดทางการเงินของหุ้นกู้ โดยอัตราส่วนดังกล่าวของบริษัท ณ เดือนกันยายน 2564 อยู่ที่ 1.9 เท่า ในการนี้ ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะยังคงสามารถปฏิบัติตามข้อกำหนดดังกล่าวได้ตลอดระยะเวลาประมาณการ

สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

- กำลังการผลิตติดตั้งรวมของโรงไฟฟ้าที่ติดตามสัดส่วนการลงทุนและเปิดดำเนินงานแล้วจะเพิ่มขึ้นเป็น 7,700 เมกะวัตต์ในอีก 3 ปีข้างหน้า
- รายได้จากการดำเนินงานรวมจะเพิ่มขึ้นเป็น 1.11 แสนล้านบาทในปี 2567
- อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้จะทรงตัวอยู่ในระดับที่สูงกว่า 30% ในช่วงปี 2565-2567
- เงินลงทุนรวมจะอยู่ในช่วง 2.5-3.5 หมื่นล้านบาทต่อปี

แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนถึงการคาดการณ์ของทริสเรทติ้งว่าโรงไฟฟ้าของบริษัทที่เปิดดำเนินงานแล้วจะเดินเครื่องอย่างราบรื่นและสร้างกระแสเงินสดได้ตามแผน ในขณะที่โรงไฟฟ้าที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างนั้นคาดว่าจะสามารถเปิดดำเนินงานได้ตามกำหนดการ อีกทั้งแผนการเติบโตของบริษัทจะไม่ทำให้สถานะทางการเงินของบริษัทอ่อนแอลงอย่างมีนัยสำคัญจากระดับปัจจุบัน

ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตอาจเพิ่มขึ้นได้หากอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายของบริษัทปรับตัวดีขึ้นและทรงตัวอยู่ในระดับต่ำกว่า 8 เท่าได้อย่างต่อเนื่อง ในทางตรงกันข้าม อันดับเครดิตอาจลดลงหากการพัฒนาโรงไฟฟ้าใหม่ ๆ ของบริษัทล่าช้าไปจากกำหนดการอย่างมีนัยสำคัญจนกระทบต่อกระแสเงินสดที่คาดการณ์ไว้ นอกจากนี้ การลงทุนขนาดใหญ่โดยการก่อหนี้จะทำให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทอ่อนแอลงอย่างมีนัยสำคัญก็อาจเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่จะส่งผลกดดันต่ออันดับเครดิตได้

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ*

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-ก.ย. 2564	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
		2563	2562	2561	2560
รายได้จากการดำเนินงานรวม	32,313	32,847	30,054	17,191	4,370
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	10,512	10,050	9,049	5,927	4,267
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	15,004	13,717	10,540	7,839	2,724
เงินทุนจากการดำเนินงาน	10,141	9,040	6,798	4,685	(229)
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	4,825	4,676	3,731	3,154	2,952
เงินลงทุน	16,419	18,611	13,649	18,558	19,016
สินทรัพย์รวม	355,188	245,581	134,278	123,669	100,652
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	196,204	120,797	63,289	51,542	36,308
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	99,384	72,080	49,040	44,788	39,348
อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว					
อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (%)	46.44	41.76	35.07	45.60	62.34
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	5.38 **	5.86	7.47	5.60	5.54
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	3.11	2.93	2.83	2.49	0.92
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	9.88 **	8.81	6.00	6.57	13.33
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	6.92 **	7.48	10.74	9.09	(0.63)
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	66.38	62.63	56.34	53.51	47.99

* งบการเงินรวม

** ปรับเป็นอัตราส่วนเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงินสำหรับธุรกิจทั่วไป, 11 มกราคม 2565
- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตตราสารหนี้, 15 มิถุนายน 2564
- วิธีการจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 26 กรกฎาคม 2562

บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (GULF)

อันดับเครดิตองค์กร:	A
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
GULF221A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2565	A-
GULF238A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 4,500 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2566	A-
GULF241A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,500 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2567	A-
GULF249A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 12,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2567	A-
GULF258A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,500 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2568	A-
GULF261A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2569	A-
GULF269A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 6,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2569	A-
GULF278A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2570	A-
GULF289A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 3,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2571	A-
GULF291A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2572	A-
GULF308A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2573	A-
GULF319A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 9,000 ล้านบาท ใถ่ถอนในปี 2574	A-
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2565 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เปิดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแกลงข้อเท็จจริง หรือค่าเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ใดๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมิได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน 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