

บริษัท ไชยะบุรี พาวเวอร์ จำกัด

ครั้งที่ 46/2565

29 มีนาคม 2565

CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร: A-
 แนวโน้มอันดับเครดิต: Stable

ติดต่อ:
 ณรงค์ชัย พรสิริชูโสภณ
 narongchai@trisrating.com
 จาตุรันต์ สุขทอง
 jarturun@trisrating.com
 ภารัต มหัทธโน
 parat@trisrating.com
 มณฑิยา จันทร์กล้า
 monthian@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

* รายงานนี้เป็นเพียงส่วนหนึ่งของรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

เหตุผล

ทริสเรตติ้งจัดอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท ไชยะบุรี พาวเวอร์ จำกัด ที่ระดับ “A-” ด้วยแนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” โดยอันดับเครดิตสะท้อนถึงกระแสเงินสดที่เชื่อถือได้จากสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกับ การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ. ได้รับอันดับเครดิต “AAA” แนวโน้ม “Stable” หรือ “คงที่” โดยทริสเรตติ้ง) อันดับเครดิตยังพิจารณา รวมถึงโครงสร้างสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่ดี และต้นทุนการผลิตไฟฟ้าที่แข่งขันได้ อย่างไรก็ตาม ความแข็งแกร่งดังกล่าวถูกจำกัดโดยโครงสร้างเงินทุนที่มีภาระหนี้จำนวนมาก รวมถึงภาระดอกเบี้ยจ่ายที่สูง อันดับเครดิตยังถูกจำกัดด้วยความไม่แน่นอนของกระแสเงินและความเสี่ยงของประเทศของสาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนลาว (สปป. ลาว) ด้วย

ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

โรงไฟฟ้าพลังน้ำประเภทฝายทดน้ำขนาดใหญ่

บริษัทเป็นเจ้าของและดำเนินการโรงไฟฟ้าพลังน้ำไชยะบุรี (โครงการไชยะบุรี) ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าพลังน้ำประเภทฝายทดน้ำขนาด 1,285 เมกะวัตต์ โดยตั้งอยู่ริมฝั่งแม่น้ำโขงในจังหวัดไชยะบุรี สปป. ลาว โครงการนี้จัดตั้งขึ้นภายใต้บันทึกความเข้าใจระหว่างรัฐบาลของประเทศไทยและรัฐบาลของ สปป. ลาว ที่เกี่ยวกับการขายไฟฟ้าให้กับประเทศไทย

โรงไฟฟ้าพลังน้ำประเภทฝายทดน้ำเป็นเขื่อนผันน้ำในแม่น้ำโดยไม่มีอ่างเก็บน้ำเหมือนเขื่อนทั่วไป โดยเขื่อนจะควบคุมระดับน้ำของต้นน้ำและปล่อยน้ำผ่านเครื่องกำเนิดไฟฟ้าตามแนวแม่น้ำ โดยปริมาณน้ำที่ไหลเข้าจะเท่ากับปริมาณน้ำที่ไหลออกจากโรงไฟฟ้า ดังนั้น โรงไฟฟ้าจะสามารถผลิตไฟฟ้าได้ตลอดทั้งปีหากมีปริมาณน้ำเพียงพอ

กระแสเงินสดที่เชื่อถือได้จากสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกับ กฟผ.

อันดับเครดิตโดยส่วนใหญ่พิจารณาจากกระแสเงินสดที่เชื่อถือได้จากสัญญาซื้อขายไฟฟ้าอายุ 29 ปีกับ กฟผ. ซึ่งเป็นสัญญาแบบไม่ใช้ก็ต้องจ่าย (Take-or-Pay Basis) สัญญาประเภทนี้ช่วยลดความเสี่ยงด้านการตลาดของบริษัท โดยไฟฟ้าที่จำหน่ายจะแบ่งออกเป็น 3 ประเภทคือ: พลังงานไฟฟ้าหลัก (Primary Energy -- PE) พลังงานไฟฟ้าสำรอง (Secondary -- SE) และพลังงานไฟฟ้าส่วนเกิน (Excess Energy -- EE) ซึ่งแต่ละประเภทแบ่งตามเวลาที่จำหน่ายไฟฟ้า อัตราค่าไฟฟ้าสำหรับ PE จะได้รับชำระเป็นสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ 50% และสกุลเงินบาท 50% ในขณะที่อัตราค่าไฟฟ้าสำหรับ SE และ EE จะได้รับชำระเป็นสกุลเงินบาท

กฟผ. มีเงื่อนไขต้องซื้อไฟฟ้าจำนวน 5,709 ล้านหน่วย (Gigawatt-hour -- GWh) ในแต่ละปี ซึ่งเป็นปริมาณเป้าหมายไฟฟ้าต่อปีหรือหน่วยไฟฟ้าที่ต้องรับซื้อ โดยปริมาณเป้าหมายไฟฟ้าต่อปีประกอบด้วยพลังงานไฟฟ้าหลักจำนวน 4,299 ล้านหน่วย และไฟฟ้าสำรองจำนวน 1,410 ล้านหน่วย

บริษัทมีต้นทุนการผลิตไฟฟ้าที่ค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับโรงไฟฟ้าประเภทอื่น อัตราค่าไฟฟ้าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.8 บาทต่อหน่วย (Kilowatt-hour -- kWh) ดังนั้น ทริสเรตติ้งจึงคาดว่า กฟผ. จะเรียกกระแสไฟฟ้าจากบริษัทสำหรับใช้เป็นพลังไฟฟ้าฐาน

บริษัทเริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในเดือนตุลาคม 2562 โดยในปี 2563 รายได้ของบริษัทอยู่ที่ 1.21 หมื่นล้านบาท ในขณะที่กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

(EBITDA) อยู่ที่ 1.11 หมื่นล้านบาท ในปี 2564 รายได้ของบริษัทเพิ่มขึ้น 15.5% ไปอยู่ที่ 1.4 หมื่นล้านบาท และ EBITDA อยู่ที่ 1.3 หมื่นล้านบาท โดยรายได้ที่เพิ่มขึ้นมาจากปริมาณน้ำที่มากขึ้น

โครงสร้างสัญญาช่วยลดความเสี่ยงที่สำคัญ

กลไกของสัญญาซื้อขายไฟฟ้าช่วยลดผลกระทบจากความผันผวนของกระแสไฟฟ้า กลไกนี้ทำให้บริษัทสามารถขายไฟฟ้าได้เกินกว่าปริมาณเป้าหมายไฟฟ้าต่อไปในปีที่มีน้ำมาก และไฟฟ้าที่เกินปริมาณเป้าหมายไฟฟ้าต่อไปจะถูกบันทึกไว้และนำมาคิดชดเชยในปีที่แล้ง ในทางกลับกัน หากบริษัทขายไฟฟ้าน้อยกว่าปริมาณเป้าหมายไฟฟ้าต่อไปในปีที่แล้ง บริษัทจะบันทึกปริมาณไฟฟ้าที่ขาดและขายไฟฟ้ามากขึ้นเพื่อชดเชยในปีต่อ ๆ ไป

ตัวอย่างเช่น บริษัทขายไฟฟ้าจำนวน 7,221 ล้านหน่วยให้กับ กฟผ. ในปี 2564 โดย 5,640 ล้านหน่วยนั้นถูกนับเป็นปริมาณเป้าหมายไฟฟ้าต่อไปที่ 5,709 ล้านหน่วย ส่วนที่เหลือนับเป็นพลังงานส่วนเกินที่ 1,581 ล้านหน่วย คิดเป็นจำนวนที่ต่ำกว่าปริมาณเป้าหมายไฟฟ้าต่อไป 69 ล้านหน่วยในปี 2564 และจะถูกนำไปสะสมกับปริมาณเป้าหมายไฟฟ้าต่อไปในปี 2565 ดังนั้น บริษัทสามารถขายไฟฟ้าได้สูงกว่าปริมาณเป้าหมายไฟฟ้าต่อไปที่ 5,709 ล้านหน่วยในปี 2565 หากมีปริมาณน้ำเพียงพอ

นอกจากนี้ บริษัทยังมีกลไกในการป้องกันการรับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน โดยการชำระเงินจาก กฟผ. จะจ่ายเข้าบัญชีของบริษัทในประเทศไทย ทริสเรทติ้งคาดว่ารายได้จากการขายไฟฟ้าให้ กฟผ. จะคิดเป็น 98% ของรายได้ทั้งหมด กลไกดังกล่าวช่วยลดความเสี่ยงในการโอนเงินข้ามประเทศและการแปลงสกุลเงิน

ความผันผวนของปริมาณน้ำที่ไหลผ่าน

โครงการไฮดรอปower พัฒนาขึ้นบนข้อมูลปริมาณน้ำฝนในอดีตในช่วง 50-60 ปีที่ผ่านมา นอกจากนี้ บริษัทยังได้รวบรวมข้อมูลปริมาณน้ำที่ไหลผ่านโดยเฉลี่ยในช่วงปี 2552-2564 เพื่อปรับข้อมูลให้เป็นปัจจุบันมากขึ้นซึ่งจะช่วยให้ประมาณการผลิตไฟฟ้าได้แม่นยำมากขึ้น อย่างไรก็ตาม โครงการไฮดรอปower ยังคงมีความอ่อนไหวสูงต่อความผันผวนของการไหลของน้ำในแม่น้ำโขง ระดับน้ำที่ไหลผ่านโรงไฟฟ้าส่วนใหญ่จะขึ้นอยู่กับปริมาณน้ำฝน ปริมาณน้ำในแม่น้ำสายรอง และน้ำที่ไหลมาจากเขื่อนต้นน้ำในประเทศจีน นอกจากนี้ ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศยังเป็นปัจจัยเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นอีกด้วย ปริมาณน้ำที่ไหลผ่านในระดับต่ำในปี 2563-2564 ส่งผลให้ปริมาณไฟฟ้าที่ผลิตได้ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้

อย่างไรก็ตาม เพื่อให้เห็นผลกระทบของปริมาณการไหลของน้ำ โครงการไฮดรอปower ต้องการน้ำไหลเข้าประมาณ 400-600 ลูกบาศก์เมตรต่อวินาทีเพื่อให้เครื่องกำเนิดไฟฟ้าสำหรับ กฟผ. หนึ่งในเครื่องเริ่มทำงาน ในขณะที่ปริมาณน้ำในแม่น้ำโขงต่ำสุดในช่วงฤดูแล้งจะอยู่ที่ประมาณ 1,200 ลูกบาศก์เมตรต่อวินาที นอกจากนี้ กลไกในสัญญาซื้อขายไฟฟ้ายังช่วยรักษาเสถียรภาพของกระแสเงินสดในช่วงระยะเวลาหลายปีอีกด้วย

โครงสร้างเงินทุนที่มีภาระหนี้สูง

บริษัทได้สร้างระบบสำหรับให้ปลาวายผ่านได้ตามคำร้องขอของรัฐบาล สปป.ลาวเพื่อวัตถุประสงค์ในการรักษาพันธุ์ปลา บริษัทต้องจ่ายเงินเพิ่มอีกประมาณ 1.94 หมื่นล้านบาทสำหรับการสร้างระบบสำหรับให้ปลาวายผ่าน ระบบจัดการให้ตะกอนในแม่น้ำไหลผ่าน และระบบด้านทานแผ่นดินไหว โดยรัฐบาล สปป.ลาว ได้ขยายระยะเวลาสัมปทานออกไปอีก 2 ปีเป็นการตอบแทน ทั้งนี้ ค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมได้รับการสนับสนุนโดยเงินให้กู้ยืมจากผู้ถือหุ้น ส่งผลให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมากและทำให้มีภาระดอกเบี้ยในระดับสูง ณ เดือนธันวาคม 2564 บริษัทมีหนี้สินทางการเงินรวม 1.05 แสนล้านบาท ซึ่งประกอบด้วยเงินกู้โครงการ 8.33 หมื่นล้านบาท และเงินกู้ยืมจากผู้ถือหุ้นรวมดอกเบี้ยค้างรับ 2.12 หมื่นล้านบาท อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนอยู่ที่ 77.1% และอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA อยู่ที่ 7.5 เท่า ในขณะที่อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงินอยู่ที่ 8.2%

ในประมาณการกรณีพื้นฐานของทริสเรทติ้ง คาดว่าบริษัทจะออกหุ้นกู้จำนวน 3.85 หมื่นล้านบาทเพื่อชำระคืนเงินกู้โครงการและเงินกู้ยืมจากผู้ถือหุ้น บางส่วนในช่วงปี 2565-2569 ทริสเรทติ้งคาดว่ารายได้จะอยู่ที่ 1.24-1.28 หมื่นล้านบาทในปี 2565-2568 คิดเป็น EBITDA 1.13-1.14 หมื่นล้านบาท และเงินทุนจากการดำเนินงาน 6.5-7.4 พันล้านบาทตลอดระยะเวลาที่ประมาณการ นอกจากนี้ ยังคาดว่าบริษัทจะไม่มีการลงทุนหรือค่าใช้จ่ายที่สำคัญในอนาคตอันใกล้ นอกเหนือจากการบำรุงรักษาตามที่วางแผนไว้ ส่งผลให้คาดว่าหนี้สินทั้งหมดจะค่อย ๆ ลดลงเป็น 7.46 หมื่นล้านบาทในปี 2568 อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน จะค่อย ๆ ลดลงมาอยู่ที่ระดับต่ำกว่า 65% ทริสเรทติ้งคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA จะลดลงเป็น 6 เท่า และเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงินจะเป็น 10% ในปี 2568

เงินสดเพียงพอต่อภาระหนี้ระยะสั้น

ทริสเรทติ้งคาดการณ์ว่าบริษัทจะมีสภาพคล่องเพียงพอกับภาระหนี้ที่จะถึงกำหนดชำระ เงินกู้โครงการมีกลไกสำรองเงินสดเพื่อชำระหนี้ ณ เดือนธันวาคม 2564 บริษัทมีเงินฝากธนาคารจำนวน 5.5 พันล้านบาทที่สำรองไว้สำหรับการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยใน 6 เดือนถัดไปตามเงื่อนไขของสินเชื่อโครงการ บริษัทยังตั้งใจที่จะรักษาเงินสดขั้นต่ำในมือไว้ประมาณ 1.5 พันล้านบาทเพื่อรักษาสภาพคล่องอีกด้วย

สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

- ปริมาณไฟฟ้าที่ผลิตต่อปีประมาณ 6,400-6,500 ล้านหน่วย ในปี 2565-2568
- ดัชนีความพร้อมในการเดินเครื่องของโรงไฟฟ้าในช่วงปี 2565-2568 สูงกว่า 94%
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและบำรุงรักษา เพิ่มขึ้นประมาณ 3%-5% ต่อปี
- อัตราค่าไฟฟ้า ค่าสิทธิ และภาษีเงินได้นิติบุคคลเป็นไปตามเงื่อนไขสัญญาซื้อขายไฟฟ้าและสัญญาสัมปทาน
- ไม่มีรายการจ่ายลงทุนระหว่างปี 2565-2568 ยกเว้นค่าใช้จ่ายเพื่อซ่อมบำรุงตามแผนงาน

แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนถึงความคาดหวังว่าโครงการไฮดรอปูรีจะมีผลการดำเนินการเป็นที่น่าพอใจและสร้างกระแสเงินสดที่มั่นคงในระยะยาว และส่งผลให้ภาระหนี้สินทางการเงินลดลงอย่างต่อเนื่อง

ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

เนื่องจากโครงการไฮดรอปูรีอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการดำเนินงาน การปรับขึ้นของอันดับเครดิตไม่น่าเกิดขึ้นได้ในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม ในระยะยาว การปรับขึ้นของอันดับเครดิตอาจเกิดขึ้นได้หากบริษัทสามารถสร้างกระแสเงินสดที่สูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ ในขณะที่กระแสเงินสดต่อภาระหนี้สินมีการปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องในระยะยาว อันดับเครดิตอาจถูกกดดันได้หากผลการดำเนินงานของบริษัทต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้อย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลให้การสร้างกระแสเงินสดลดน้อยลงอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับภาระหนี้สิน

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ

หน่วย: ล้านบาท

	ณ วันที่ 31 ธันวาคม		
	2564	2563	2562
รายได้จากการดำเนินงานรวม	13,949	12,074	1,567
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	8,808	6,924	2,144
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	12,985	11,095	2,878
เงินทุนจากการดำเนินงาน	7,960	5,140	(2,447)
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	5,025	5,955	5,325
เงินลงทุน	1,227	45	9,767
สินทรัพย์รวม	134,480	131,465	129,943
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	96,926	97,034	101,697
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	28,878	27,915	26,772
อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว			
อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (%)	93.09	91.89	183.72
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	6.66	5.31	1.70
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	2.58	1.86	0.54
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	7.46	8.75	35.33
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	8.21	5.30	(2.41)
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	77.05	77.66	79.16

เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงินสำหรับธุรกิจทั่วไป, 11 มกราคม 2565
- วิธีการจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 26 กรกฎาคม 2562

บริษัท ไชยะบุรี พาวเวอร์ จำกัด (XPCL)

อันดับเครดิตองค์กร:

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 โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตไม่มีค่าใช้จ่ายหรือค่าเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน วัตถุประสงค์ 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