

# บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 3/2566

13 มกราคม 2566

## CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร: A+

อันดับเครดิตตราสารหนี้:

หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน A

แนวโน้มอันดับเครดิต: Stable

วันที่ทบทวนล่าสุด : 21/06/65

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับ เครดิต	แนวโน้มอันดับ เครดิต/ เครดิตพินิจ
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 มัทธโน

parat@trisrating.com

วิยดา ประทุมสุวรรณ, CFA

wiyada@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

\* รายงานนี้เป็นเพียงส่วนหนึ่งของรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## เหตุผล

ทริสเรทติ้งปรับเพิ่มอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน) มาอยู่ที่ระดับ “A+” จากระดับ “A” และปรับเพิ่มอันดับเครดิตหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันของบริษัทมาอยู่ที่ระดับ “A” จากระดับ “A-” พร้อมแนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่”

การปรับเพิ่มอันดับเครดิตดังกล่าวสะท้อนการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญของกระแสเงินสดของบริษัท จากการเปิดดำเนินงานเชิงพาณิชย์ของโรงไฟฟ้าภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระ (Independent Power Producer -- IPP) ของบริษัท โดยกระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้นจะช่วยลดแรงกดดันจากภาระหนี้ ทั้งนี้ อันดับเครดิตหุ้นกู้ที่ต่ำกว่าอันดับเครดิตองค์กรอยู่ 1 ขั้นนั้นสะท้อนการด้อยสิทธิทางโครงสร้างในสิทธิเรียกร้องของหุ้นกู้เมื่อเทียบกับภาระเงินกู้ของบริษัทย่อยของบริษัท

อันดับเครดิตยังคงสะท้อนถึงสถานะของบริษัทที่เป็นหนึ่งในผู้นำในธุรกิจผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย ตลอดจนการลงทุนที่มีการกระจายความเสี่ยงที่ดี ผลงานในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้าที่ได้รับการยอมรับ รวมถึงกระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้ในระดับสูงจากการมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ. ได้รับอันดับเครดิต “AAA/Stable”) อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตก็ลดทอนลงจากความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการลงทุนในต่างประเทศและการขยายธุรกิจที่รวดเร็วของบริษัท

## ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

### กระแสเงินสดจะเพิ่มขึ้น

ทริสเรทติ้งคาดการณ์ว่ากระแสเงินสดของบริษัทจะยังคงอยู่ในช่วงเติบโตในระยะ 3 ปีข้างหน้า โดยโรงไฟฟ้า IPP ขนาดใหญ่ทั้ง 2 แห่งของบริษัทที่มีกำลังการผลิตติดตั้งเมื่อคิดตามสัดส่วนการลงทุนรวมกันประมาณ 3,700 เมกะวัตต์นั้นจะทำให้กระแสเงินสดของบริษัทเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่ง ณ ปัจจุบันกำลังการผลิตจำนวนครึ่งหนึ่งได้ดำเนินการจ่ายไฟแล้วและมีผลการดำเนินงานที่น่าพอใจ ทริสเรทติ้งเชื่อว่ากำลังการผลิตส่วนที่เหลือจะสามารถเปิดดำเนินงานในช่วงปี 2566-2567 ได้ตามกำหนดการ

ทริสเรทติ้งคาดว่ากำลังการผลิตติดตั้งรวมตามสัดส่วนการลงทุนของโรงไฟฟ้าที่เปิดดำเนินงานแล้วของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเป็น 8,700 เมกะวัตต์ในอีก 3 ปีข้างหน้าจาก 4,966 เมกะวัตต์ ณ เดือนธันวาคม 2565 ซึ่งกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นดังกล่าวจะช่วยให้รายได้จากการดำเนินงานรวมของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็น 1.15 แสนล้านบาทในปี 2568 จากประมาณ 1 แสนล้านบาทในปี 2565 ในขณะที่กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ของบริษัทน่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 4.1 หมื่นล้านบาทในปี 2568 จากประมาณ 3 หมื่นล้านบาทในปี 2565 โดยอัตราส่วน EBITDA Margin (EBITDA ต่อรายได้) ของบริษัทน่าจะทรงตัวอยู่ในระดับที่สูงกว่า 30% ในช่วงประมาณการ ทั้งนี้ บริษัทจำหน่ายกระแสไฟฟ้าให้แก่ลูกค้าในภาคอุตสาหกรรมเพียงประมาณ 10% ของรายได้จากการจำหน่ายกระแสไฟฟ้าซึ่งช่วยให้บริษัทได้รับผลกระทบในเชิงลบจากความผันผวนของราคาก๊าซธรรมชาติในระดับที่จำกัด

ทริสเรทติ้งคาดการณ์ว่าบริษัทจะได้รับเงินปันผลจำนวน 4-6 พันล้านบาทต่อปีจาก บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) (INTUCH) ในช่วงระหว่างปี 2566-2568 โดยได้รับเงินปันผลพิเศษประมาณ 2 พันล้านบาทในปี 2566 ซึ่งเงินปันผลจำนวนมากดังกล่าวจะช่วยสร้างความมั่นคงให้แก่กระแสเงินสดของบริษัท

### แรงกดดันจากภาระหนี้จะลดลง

ทริสเรทติ้งเชื่อว่าระดับการก่อหนี้ของบริษัทได้ผ่านจุดสูงสุดมาแล้ว โดยแม้บริษัทจะยังคงมีการขยายธุรกิจอย่างรวดเร็วแต่กระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้นก็น่าจะช่วยให้อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA ของบริษัทลดลงมาอยู่ที่ระดับประมาณ 7 เท่าในช่วง 3 ปีข้างหน้าจากระดับเกือบ 10 เท่าในปี 2564 ทริสเรทติ้งคาดว่าวงบลงทุนรวมของบริษัทจะอยู่ในช่วง 2-4 หมื่นล้านบาทต่อปีในช่วงระหว่างปี 2566-2568

ทริสเรทติ้งคาดการณ์ว่าบริษัทจะควบคุมระดับการก่อหนี้ โดยเมื่อเร็ว ๆ นี้บริษัทเพิ่งลดสัดส่วนการถือหุ้นในโครงการโรงไฟฟ้าพลังลมนอกชายฝั่งแห่งหนึ่งในประเทศเยอรมนีลงเหลือ 25% จาก 50% ซึ่งเงินสดที่ได้รับจากการขายหุ้นจำนวน 305 ล้านยูโรหรือประมาณ 1.1 หมื่นล้านบาทนั้นก็ช่วยให้บริษัทบริหารจัดการภาระหนี้สินได้เป็นอย่างดีโดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงที่บริษัทขยายการลงทุนอย่างรวดเร็ว และยังทำให้บริษัทไม่ต้องนับรวมหนี้ของโรงไฟฟ้าดังกล่าวจำนวน 541 ล้านยูโรหรือประมาณ 2 หมื่นล้านบาทเข้ามาในงบการเงินอีกด้วย ทั้งนี้ เงินลงทุนต่าง ๆ จำนวนมากของบริษัทช่วยสร้างความยืดหยุ่นทางการเงินเนื่องจากบริษัทสามารถขายเงินลงทุนบางส่วนเพื่อลดภาระหนี้ในกรณีที่ต้องการจำเป็น

### โครงสร้างหนี้

ณ เดือนกันยายน 2565 หนี้สินรวมของบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้นประมาณ 2.63 แสนล้านบาทซึ่งจำนวน 1.59 แสนล้านบาทนั้นเป็นหนี้ที่มีลำดับในการได้รับชำระคืนก่อน (Priority Debt) ซึ่งประกอบด้วยหนี้เงินกู้ที่มีหลักประกันของบริษัทและหนี้เงินกู้ทั้งหมดของบริษัทย่อย ทำให้อัตราส่วนหนี้ที่มีลำดับในการได้รับชำระคืนก่อนต่อหนี้สินรวมของบริษัทอยู่ที่ระดับ 60% และส่งผลให้เจ้าหนี้ที่ไม่มีหลักประกันของบริษัทมีความด้อยสิทธิ์กว่าเจ้าหนี้ที่มีลำดับในการได้รับชำระคืนก่อนอย่างมีนัยสำคัญเมื่อพิจารณาจากลำดับสิทธิ์เรียกร้องในสินทรัพย์ของบริษัท

### มีสถานะเป็นผู้นำตลาด

บริษัทเป็นหนึ่งในผู้นำในธุรกิจผลิตไฟฟ้าของประเทศไทยเมื่อพิจารณาจากขนาดการลงทุนในธุรกิจไฟฟ้า ทั้งนี้ ณ เดือนธันวาคม 2565 บริษัทมีกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการลงทุนในโรงไฟฟ้ารวมกันที่ขนาด 8,622 เมกะวัตต์ ซึ่งจำนวน 4,966 เมกะวัตต์นั้นมาจากโรงไฟฟ้าที่เปิดดำเนินงานแล้ว ในขณะที่ตามกำหนดการแล้วนั้นโรงไฟฟ้าทุกแห่งของบริษัทที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างและพัฒนาจะแล้วเสร็จภายในปี 2570

กำลังการผลิตไฟฟ้าของบริษัทมีแนวโน้มที่จะเพิ่มมากขึ้นเมื่อพิจารณาจากกลยุทธ์การเติบโตและโครงการต่าง ๆ ที่มีศักยภาพในการพัฒนา โดยบริษัทในฐานะที่เป็นหนึ่งในผู้นำด้านการผลิตไฟฟ้านั้นอยู่ในสถานะที่จะได้ประโยชน์จากเป้าหมายของภาครัฐที่จะบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutrality) และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net-zero Greenhouse Gas Emission) โดยมีโควตาในการรับซื้อไฟฟ้าที่ผลิตจากพลังงานหมุนเวียนรอบใหม่ นอกจากนี้ บริษัทยังมุ่งแสวงหาโอกาสในการซื้อกิจการต่าง ๆ โดยมุ่งเน้นที่โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนเพื่อให้มีสัดส่วนการลงทุนในพลังงานสะอาดที่เพิ่มมากขึ้น ในกรณีนี้ ทริสเรทติ้งไม่ได้รวมการซื้อโครงการต่าง ๆ ที่มีศักยภาพในประมาณการในครั้งนี้

### ธุรกิจผลิตไฟฟ้ามีการกระจายการลงทุนที่ดี

การลงทุนในโรงไฟฟ้าของบริษัทนั้นมีการกระจายความเสี่ยงที่ดีโดยบริษัทลงทุนในโรงไฟฟ้าจำนวนมากกว่า 30 แห่งทั้งในประเทศและต่างประเทศ โรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงถือเป็นสินทรัพย์หลักของบริษัทโดยคิดเป็นสัดส่วน 93% ของกำลังการผลิตตามสัดส่วนการลงทุนทั้งหมดหรืออยู่ที่ขนาด 8,057 เมกะวัตต์ ในขณะที่กำลังการผลิตส่วนที่เหลืออีก 565 เมกะวัตต์มาจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนซึ่งประกอบไปด้วยโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์และพลังลมหลายแห่งในประเทศเวียดนาม (229 เมกะวัตต์) โรงไฟฟ้าพลังลม 1 แห่งในประเทศเยอรมนี (116 เมกะวัตต์) รวมถึงโรงไฟฟ้าชีวมวล 1 แห่ง โรงไฟฟ้าพลังลมและโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ที่ติดตั้งบนหลังคาอีกหลายแห่งในประเทศไทย (221 เมกะวัตต์) บริษัทมีเป้าหมายที่จะเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนให้เป็น 30% ของกำลังการผลิตทั้งหมดภายในปี 2573 จากประมาณ 8% ในปัจจุบัน เพื่อให้บรรลุเป้าหมายนั้นบริษัทจะต้องมีกำลังการผลิตเพิ่มเติมอีกประมาณ 5,000 เมกะวัตต์จากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนใหม่ ๆ ทั้งในประเทศและต่างประเทศ ทั้งนี้ บริษัทเพิ่งซื้อหุ้นในสัดส่วน 50% ใน บริษัท กัลฟ์ กันกุล คอร์ปอเรชั่น จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทร่วมทุนระหว่างบริษัทและ บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริ่ง จำกัด (มหาชน) (GUNKUL) ซึ่งบริษัทร่วมทุนดังกล่าวเป็นเจ้าของโรงไฟฟ้าพลังลมขนาดกำลังการผลิต 178 เมกะวัตต์ในประเทศไทย

โรงไฟฟ้าของบริษัทที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในเขตภาคกลางและภาคตะวันออกของประเทศไทยโดยจำแนกเป็นโรงไฟฟ้าระบบผลิตพลังงานร่วมหรือโคเจนเนอเรชัน (Cogeneration) ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (Small Power Producer -- SPP) จำนวน 19 แห่งซึ่งมีกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการลงทุนที่ขนาด 1,266 เมกะวัตต์และโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วม (Combined-cycle) ภายใต้โครงการ IPP จำนวน 6 แห่งซึ่งมีกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการลงทุนที่ขนาด 6,043 เมกะวัตต์ โดยได้รวมกำลังการผลิตจากโรงไฟฟ้า IPP “หินกอง พาวเวอร์” และ “บุรพา พาวเวอร์” อีกจำนวน 965 เมกะวัตต์เข้ามาด้วย นอกจากนี้โรงไฟฟ้าภายในประเทศแล้วบริษัทยังอยู่ระหว่างการซื้อหุ้นในสัดส่วน 49% ใน Jackson Generation, LLC ซึ่งเป็นเจ้าของโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงขนาดกำลังการผลิต 1,200 เมกะวัตต์ในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยบริษัทจะใช้เงินลงทุนในการซื้อหุ้นดังกล่าวที่จำนวน 409.6 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือเกือบ 1.4 หมื่นล้านบาท

### มีกระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้ในระดับสูงจากการมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กฟผ.

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

### มีประวัติผลงานในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้า IPP และ SPP ที่ได้รับการยอมรับ

คณะผู้บริหารและผู้บริหารของบริษัทมีประสบการณ์ในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้าในประเทศไทยมากกว่า 20 ปี คณะผู้บริหารยังคงมีผลงานที่แสดงถึงความสามารถในการบริหารโครงการได้เป็นอย่างดี โดยโรงไฟฟ้าเกือบทุกโครงการของบริษัทที่ปัจจุบันเปิดดำเนินงานแล้วนั้นล้วนพัฒนาแล้วเสร็จสมบูรณ์ภายในเวลาที่กำหนดและภายใต้งบประมาณที่ตั้งไว้ ซึ่งผลงานเหล่านี้ช่วยสร้างความมั่นใจได้ว่าโครงการที่บริษัทกำลังพัฒนาอยู่ในปัจจุบันจะแล้วเสร็จสมบูรณ์ตามเวลาที่กำหนด นอกจากนี้ โรงไฟฟ้า SPP และ IPP ของบริษัทยังสามารถดำรงความพร้อมจ่ายได้สูงเกินกว่าเป้าหมายอย่างต่อเนื่องอีกด้วย

บริษัทบริหารความเสี่ยงในการพัฒนาโครงการด้วยการลงนามในสัญญารับเหมางานวิศวกรรม 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 เพื่อให้มั่นใจว่าการดำเนินงานจะเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ บริษัทยังมีสัญญาให้บริการซ่อมบำรุง (Long-term Service Agreements -- LTSA) และสัญญาจัดหาอะไหล่ระยะยาว (Long-term Parts Agreement -- LTPA) กับผู้ผลิตเครื่องจักรอุปกรณ์อีกด้วย โดยสัญญาบริการต่าง ๆ เหล่านี้ซึ่งมีอายุเท่ากับสัญญาซื้อขายไฟฟ้าจะช่วยสร้างความมั่นใจในการรับบริการซ่อมบำรุงรักษาอุปกรณ์หลัก ๆ ของโรงไฟฟ้าและช่วยลดความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาอะไหล่ต่าง ๆ ทั้งนี้ การมีสินทรัพย์โรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ดังกล่าวยังช่วยให้บริษัทได้ประโยชน์จากการประหยัดจากขนาดและได้รับเงื่อนไขทางการค้าที่ดีจากผู้ผลิต นอกจากนี้ การมีโรงไฟฟ้า SPP ที่มีรูปแบบเดียวกันรวมถึงการบริหารจัดการอะไหล่แบบรวมศูนย์ยังช่วยให้บริษัทมีอะไหล่ที่เพียงพอและยังสามารถบริหารต้นทุนให้มีประสิทธิภาพอีกด้วย

### ความเสี่ยงจากการขยายธุรกิจไปในต่างประเทศ

ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะยังคงขยายการลงทุนในต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง โดยการลงทุนในต่างประเทศน่าจะคิดเป็นสัดส่วน 10%-20% ของการลงทุนทั้งหมดของบริษัทในช่วง 3 ปีข้างหน้า แม้จะสร้างโอกาสในการเติบโตการลงทุนในต่างประเทศก็มักมีความเสี่ยงที่สูงกว่าโดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดเกิดใหม่ที่เติบโตเร็วอย่างประเทศเวียดนาม ความเสี่ยงที่เห็นได้ชัดนั้นประกอบด้วยการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบต่าง ๆ การบังคับใช้สัญญาโครงสร้างพื้นฐานที่ยังไม่เพียงพอ และสถานะเครดิตของคู่สัญญาที่ซื้อขายไฟฟ้า ทั้งนี้ โรงไฟฟ้าพลังลมนอกชายฝั่งแห่งหนึ่งของบริษัทในประเทศเวียดนามได้รับผลกระทบจากการระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (โรคโควิด 19) ส่งผลให้มีเพียงประมาณ 4 เมกะวัตต์จากกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการลงทุนรวมจำนวน 122 เมกะวัตต์ที่สามารถเปิดดำเนินงานได้ทันก่อนที่ราคาจำหน่ายไฟฟ้าแบบ FIT จะหมดอายุลงในเดือนพฤศจิกายน 2564 และทำให้กำลังการผลิตที่เหลืออีกจำนวน 118 เมกะวัตต์จำเป็นต้องรอ FIT ใหม่ซึ่งน่าจะประกาศใช้ภายในปี 2566 อย่างไรก็ตาม

บริษัทไม่น่าจะได้รับผลกระทบมากนักเมื่อพิจารณาจากสินทรัพย์โรงไฟฟ้ารวมของบริษัท โดยปัจจุบันเงินลงทุนในประเทศเวียดนามคิดเป็นสัดส่วนเพียงประมาณ 3% ของเงินลงทุนในโรงไฟฟ้าทั้งหมดของบริษัท

ความเสี่ยงจากการลงทุนในโครงการต่างประเทศล่าสุดของบริษัทอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ โดยโรงไฟฟ้า Jackson ซึ่งใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงนั้น ดำเนินงานอยู่ในประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งมีความเสี่ยงของประเทศและกฎระเบียบที่จัดว่าอยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม โรงไฟฟ้าดังกล่าวจำหน่ายไฟฟ้าให้แก่ตลาดค้าส่งโดยไม่มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้า ความผันผวนของอุปสงค์ในการใช้ไฟฟ้าและราคาจำหน่ายไฟฟ้าจึงอาจทำให้รายได้และกำไรมีความผันผวนมากกว่าโรงไฟฟ้าในประเทศไทย อย่างไรก็ตาม เนื่องจากกำลังการผลิตของโรงไฟฟ้า Jackson มีสัดส่วนเพียงประมาณ 7% ของกำลังการผลิตตามสัดส่วนการลงทุนในโรงไฟฟ้าทั้งหมดของบริษัท ความเสี่ยงด้านการตลาดและราคาเชื้อเพลิงจึงไม่น่าจะส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อบริษัท

### การขยายธุรกิจไปสู่การลงทุนในด้านโครงสร้างพื้นฐานและดิจิทัล

บริษัทขยายกิจการไปสู่ธุรกิจใหม่ ๆ ได้แก่ โครงสร้างพื้นฐานและดิจิทัล โดยอยู่ระหว่างการพัฒนาโครงการท่าเรืออุตสาหกรรมมาบตาพุดระยะที่ 3 ภายใต้สัญญาร่วมลงทุนระหว่างหน่วยงานภาครัฐและเอกชน (Public Private Partnership -- PPP) กับ การนิคมอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (กนอ.) โดยมี บริษัท กัลฟ์ เอ็มทีพี แอลเอ็นจี เทอร์มินอล จำกัด เป็นผู้ดำเนินงาน ทั้งนี้ บริษัทกัลฟ์ เอ็มทีพี แอลเอ็นจี เทอร์มินอล เป็นบริษัทร่วมทุนระหว่างบริษัทและ บริษัท พีทีที แทงค์ เทอร์มินัล จำกัด โครงการซึ่งมีมูลค่า 4 หมื่นล้านบาทนี้ประกอบด้วยงานออกแบบและก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐาน (งานขุดลอกและถมทะเล) และงานก่อสร้างท่าเทียบเรือและสถานีรับจ่ายก๊าซธรรมชาติเหลว บริษัทร่วมทุนดังกล่าวจะได้รับผลตอบแทนปีละประมาณ 1 พันล้านบาทจาก กนอ. เป็นเวลา 30 ปีหลังจากงานออกแบบและก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานแล้วเสร็จซึ่งกำหนดไว้ในปี 2567

นอกจากโครงการท่าเรืออุตสาหกรรมมาบตาพุดระยะที่ 3 แล้ว บริษัทยังกำลังพัฒนาโครงการท่าเรือแหลมฉบังระยะที่ 3 ซึ่งมีกิจการร่วมค้าจีพีซี (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 โครงการดังกล่าวมีความเสี่ยงในด้านการตลาดเนื่องจากผลการดำเนินงานจะขึ้นอยู่กับอุปสงค์ในการขนส่งสินค้า ในฐานะที่เป็นผู้ร่วมทุนบริษัทจะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรและเงินปันผลจากกิจการร่วมค้าดังกล่าว ในการนี้ ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะพยายามลดความเสี่ยงด้านอุปสงค์ลงให้มากที่สุดเมื่อพิจารณาจากนโยบายของบริษัทที่เน้นการลงทุนในโครงการที่สร้างผลกำไรที่และมีกระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้

บริษัทยังอยู่ระหว่างการพัฒนาโครงการมอเตอร์เวย์จำนวน 2 สาย (สาย M6 และ M81) โดยมีกิจการร่วมค้าบีจีเอสอาร์ (BGSR) ซึ่งประกอบด้วยบริษัท ร่วมกับ บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชัน จำกัด (มหาชน) และ บริษัท ราช กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ดำเนินการ โครงการดังกล่าวจะใช้เงินลงทุนรวมประมาณ 1.26 หมื่นล้านบาทเพื่อออกแบบและติดตั้งระบบเก็บค่าผ่านทาง ระบบจัดการจราจร และสิ่งปลูกสร้างอื่น ๆ (ระยะที่ 1) รวมถึงดำเนินงานและบำรุงรักษาโครงการ (ระยะที่ 2) ทั้งนี้ กิจการร่วมค้า BGSR จะไม่มีความเสี่ยงในด้านอุปสงค์ของปริมาณการจราจรเนื่องจากจะได้รับผลตอบแทนการลงทุนแบบคงที่หลังจากโครงการเปิดดำเนินงานในปี 2567 และบริษัทจะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรและเงินปันผลจากกิจการร่วมค้าดังกล่าว

นอกจากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานแล้ว การซื้อหุ้นในสัดส่วน 46.57% ใน INTUCH ยังเปิดทางไปสู่โอกาสใหม่ ๆ ในธุรกิจด้านโทรคมนาคมและดิจิทัล โดยการซื้อหุ้นใน INTUCH นั้นไม่เพียงแต่จะช่วยเพิ่มรายได้จากเงินปันผลแต่ยังเปิดโอกาสให้บริษัทได้ใช้ประโยชน์จากดิจิทัลแพลตฟอร์มที่มีอยู่ของ บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (ADVANC) และ บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน) (THCOM) อีกด้วย ซึ่งดิจิทัลแพลตฟอร์มดังกล่าวอาจช่วยสนับสนุนการขายไฟฟ้าในตลาดกลางหากภาครัฐมีการอนุญาตให้ผู้ผลิตไฟฟ้าสามารถจำหน่ายไฟฟ้าให้แก่ผู้ใช้ไฟฟ้าได้โดยตรงในอนาคต เมื่อเร็ว ๆ นี้ บริษัทได้ทำการปรับโครงสร้างการถือหุ้นด้วยการซื้อหุ้นในสัดส่วน 41.1% ใน THCOM จาก INTUCH ที่มูลค่า 4.5 พันล้านบาท ในการนี้ บริษัทจะได้รับเงินปันผลพิเศษจำนวนประมาณ 2 พันล้านบาทจาก INTUCH ซึ่งจะทำให้เงินลงทุนสุทธิลดลงเป็น 2.4 พันล้านบาท บริษัทได้รวมผลการดำเนินงานของ THCOM เข้ามาในงบการเงินของบริษัทตั้งแต่ช่วงปลายปี 2565 และได้ทำข้อเสนอซื้อหุ้นที่เหลืออยู่ทั้งหมดของ THCOM โดยทริสเรทติ้งคาดว่าไม่มีผู้ถือหุ้นรายใดขายหุ้น THCOM ให้แก่บริษัทเมื่อพิจารณาจากราคาเสนอซื้อที่ค่อนข้างต่ำ

นอกจากนี้ บริษัทยังได้ลงนามในบันทึกความเข้าใจหรือ MOU ร่วมกับ Singapore Telecommunications Ltd. (SINGTEL) เพื่อร่วมมือกันศึกษาความเป็นไปได้ในการพัฒนาธุรกิจศูนย์ข้อมูล (Data Center) และร่วมกับกลุ่ม Binance (BINANCE) เพื่อร่วมมือกันศึกษาความเป็นไปได้ในการพัฒนาธุรกิจศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัล (Digital Asset Exchange) และธุรกิจที่เกี่ยวข้องในประเทศไทย ความร่วมมือกันดังกล่าวน่าจะเห็นความชัดเจนมากขึ้นในอีกไม่กี่ปีข้างหน้า โดยทริสเรทติ้งยังไม่ได้รวมความเป็นไปได้ทางธุรกิจดังกล่าวไว้ในประมาณการในครั้งนี้

## สภาพคล่องจะยังคงบริหารจัดการได้

ณ เดือนกันยายน 2565 บริษัทมีวงเงินกู้ยืมที่ยังไม่ได้เบิกใช้รวมทั้งเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดรวมกันจำนวนประมาณ 5.9 หมื่นล้านบาท โดยในช่วง 12 เดือนข้างหน้าเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทคาดว่าจะอยู่ที่ประมาณ 2.7 หมื่นล้านบาท ในขณะที่บริษัทต้องชำระคืนหนี้เงินกู้ระยะยาวและหุ้นกู้ที่จะครบกำหนดรวมกันที่จำนวน 2.46 หมื่นล้านบาท ทั้งนี้ ทรিসเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะสามารถบริหารจัดการสภาพคล่องทางการเงินได้อย่างเหมาะสม

บริษัทต้องชำระอัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยสุทธิต่อทุนไม่เกิน 3.5 เท่าตามข้อกำหนดทางการเงินของหุ้นกู้ โดยอัตราส่วนดังกล่าวของบริษัท ณ เดือนกันยายน 2565 อยู่ที่ 1.9 เท่า ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะยังคงสามารถปฏิบัติตามข้อกำหนดดังกล่าวได้ตลอดระยะเวลาประมาณการ

## สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

- กำลังการผลิตติดตั้งรวมของโรงไฟฟ้าที่คิดตามสัดส่วนการลงทุนและเปิดดำเนินงานแล้วจะเพิ่มขึ้นเป็น 8,700 เมกะวัตต์ในอีก 3 ปีข้างหน้า
- รายได้จากการดำเนินงานรวมจะเพิ่มขึ้นเป็น 1.15 แสนล้านบาทในปี 2568
- อัตราส่วน EBITDA Margin จะทรงตัวอยู่ในระดับที่สูงกว่า 30% ในช่วงปี 2566-2568
- เงินลงทุนรวมจะอยู่ในช่วง 2-4 หมื่นล้านบาทต่อปี

## แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนถึงการคาดการณ์ของทริสเรทติ้งว่าโรงไฟฟ้าของบริษัทที่เปิดดำเนินงานแล้วจะผลิตไฟฟ้าได้อย่างราบรื่นและสร้างกระแสเงินสดได้ตามแผน ในขณะที่โรงไฟฟ้าที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างนั้นคาดว่าจะสามารถเปิดดำเนินงานได้ตามกำหนดการ อีกทั้งแผนการเติบโตของบริษัทจะไม่ทำให้สถานะทางการเงินของบริษัทอ่อนแอลงอย่างมีนัยสำคัญจากระดับปัจจุบัน

## ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตอาจปรับเพิ่มขึ้นได้หากสถานะทางการเงินของบริษัทปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในทางตรงกันข้าม อันดับเครดิตอาจปรับลดลงหากการพัฒนาโรงไฟฟ้าใหม่ ๆ ของบริษัทล่าช้าไปจากกำหนดการอย่างมีนัยสำคัญจนกระทบต่อกระแสเงินสดที่คาดการณ์ไว้ นอกจากนี้ การลงทุนขนาดใหญ่โดยการก่อหนี้เงินทำให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทอ่อนแอลงอย่างมีนัยสำคัญก็อาจเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่จะส่งผลกระทบต่ออันดับเครดิตได้ ทั้งนี้ อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA ที่ระดับเกินกว่า 8 เท่าอย่างมากและต่อเนื่องอาจส่งผลกระทบต่ออันดับเครดิตได้

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ\*

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-ก.ย. 2565	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
		2564	2563	2562	2561
รายได้จากการดำเนินงานรวม	67,283	47,475	32,883	30,054	17,191
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	15,884	16,184	10,050	9,049	5,927
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	22,364	20,556	13,717	10,540	7,839
เงินทุนจากการดำเนินงาน	15,061	13,548	9,040	6,798	4,685
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	6,136	6,831	4,676	3,731	3,154
เงินลงทุน	15,332	22,196	18,611	13,649	18,558
สินทรัพย์รวม	421,621	362,674	245,581	134,278	123,669
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	233,339	200,370	120,797	63,289	51,542
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	122,411	107,509	72,080	49,040	44,788
<b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>					
อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (%)	32.99	43.11	41.71	35.07	45.60
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	6.07 **	5.89	5.86	7.47	5.60
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	3.64	3.01	2.93	2.83	2.49
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	8.36 **	9.75	8.81	6.00	6.57
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	7.92 **	6.76	7.48	10.74	9.09
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	65.59	65.08	62.63	56.34	53.51

\* งบการเงินรวม

\*\* ปรับเป็นอัตราส่วนเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 15 กรกฎาคม 2565
- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงินสำหรับธุรกิจทั่วไป, 11 มกราคม 2565
- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตตราสารหนี้, 15 มิถุนายน 2564



บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (GULF)

อันดับเครดิตองค์กร:	A+
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
GULF238A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 4,500 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2566	A
GULF241A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,500 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2567	A
GULF249A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 12,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2567	A
GULF252A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 10,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2568	A
GULF258A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,500 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2568	A
GULF258B: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 7,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2568	A
GULF261A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2569	A
GULF268A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,200 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2569	A
GULF268B: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 15,928.2 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2569	A
GULF269A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 6,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2569	A
GULF272A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 8,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2570	A
GULF278A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2570	A
GULF278B: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2570	A
GULF289A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 3,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2571	A
GULF291A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2572	A
GULF292A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2572	A
GULF298A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 800 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2572	A
GULF298B: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 5,071.8 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2572	A
GULF308A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2573	A
GULF319A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 9,000 ล้านบาท ใ้ก่อนในปี 2574	A
GULF322A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 5,000 ล้านบาท ใ้ก่อนในปี 2575	A
GULF328A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 3,000 ล้านบาท ใ้ก่อนในปี 2575	A
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2566 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เปิดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีค่าแก่การลงทุนหรือการตัดสินใจ หรือการดำเนินการใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่จำเป็นสำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นฯ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อมูลผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: [www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria](http://www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria)