

บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 37/2557

2 พฤษภาคม 2557

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB+
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	BBB

เหตุผล

ทริสเรทติ้งจัดอันดับเครดิตองค์กรให้แก่ บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ “BBB+” พร้อมทั้งจัดอันดับเครดิตหุ้นกู้มีผู้รับประกันทยอยชำระคืนเงินต้นในวงเงินไม่เกิน 4,000 ล้านบาทของบริษัทที่ระดับ “BBB” อันดับเครดิตดังกล่าวสะท้อนถึงกระแสเงินสดที่แน่นอนจากการมีสัญญาขายไฟฟ้าระยะยาว (Power Purchase Agreement -- PPA) กับการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) รวมถึงการมีส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้า (Adder) ที่บริษัทได้รับการเป็นผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็กมาก (Very Small Power Producer -- VSP) จากพลังงานแสงอาทิตย์ นอกจากนี้ การพิจารณาอันดับเครดิตดังกล่าวยังคำนึงถึงประสบการณ์ในธุรกิจผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ของคณะผู้บริหาร รวมถึงเทคโนโลยีการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์แบบ Photovoltaic (PV) ที่ผ่านการพิสูจน์แล้ว ตลอดจนการเลือกใช้แผงพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar Panel) และเครื่องแปลงกระแสไฟฟ้า (Inverter) จากผู้ผลิตที่มีชื่อเสียงด้วย อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตดังกล่าวมีข้อจำกัดจากภาระหนี้ของบริษัทที่อยู่ในระดับสูงและประวัติการดำเนินงานโรงไฟฟ้าที่ยังค่อนข้างสั้น

บริษัทก่อตั้งในปี 2539 ในนาม บริษัท โซล่า เพาเวอร์ จำกัด เพื่อพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทย บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) แบบทางอ้อม (Reverse Listing) และได้เปลี่ยนชื่อเป็น บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน) ในปี 2554 หลังจากนั้นได้ย้ายการซื้อขายหลักทรัพย์จากตลาด MAI ไปยังตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี 2555 โดย ณ เดือนมีนาคม 2557 ครอบครัวยุทธศาสตร์เป็นผู้ถือหุ้นหลักในสัดส่วน 54.36% ปัจจุบันบริษัทมีฐานะเป็นบริษัทโฮลดิ้งที่ถือหุ้นในบริษัทย่อยซึ่งเป็นเจ้าของและดำเนินงานโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 36 โครงการ โดยมีกำลังการผลิตตามสัญญารวมทั้งสิ้น 205.92 เมกะวัตต์ ซึ่ง 34 โครงการแรกมีกำลังการผลิตตามสัญญาโครงการละ 5.88 เมกะวัตต์ ส่วน 2 โครงการสุดท้ายโครงการละ 3.00 เมกะวัตต์ ในปี 2556 รายได้ของบริษัท 83.4% มาจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ อีก 12.7% มาจากโรงงานผลิตเหล็กกล้า ส่วนที่เหลืออีก 3.8% มาจากการติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคาและอื่น ๆ

บริษัทมีสถานะทางธุรกิจที่แข็งแกร่ง โดยโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ทั้งหมด 36 แห่งของบริษัทมีสัญญา PPA กับ กฟภ. และได้รับ Adder ที่อัตรา 8 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมงเป็นระยะเวลา 10 ปี โรงไฟฟ้าของบริษัทมีทำเลกระจายอยู่ใน 9 จังหวัดในภาคตะวันออกเฉียงเหนือและจังหวัดลพบุรี ซึ่งจากผลการศึกษาของกรมพัฒนาพลังงานทดแทนและอนุรักษ์พลังงานพบว่าพื้นที่ในภาคตะวันออกเฉียงเหนือของประเทศไทยมีค่าความเข้มรังสีดวงอาทิตย์เฉลี่ยที่ 19-20 เมกะจูลต่อตารางเมตร (ตร.ม.) ต่อวัน (หรือเทียบเท่า 5.28-5.56 กิโลวัตต์-ชั่วโมงต่อ ตร.ม. ต่อวัน) ซึ่งสูงกว่าค่าความเข้มรังสีดวงอาทิตย์เฉลี่ยของทั้งประเทศที่ 18 เมกะจูลต่อ ตร.ม. ต่อวัน (หรือเทียบเท่า 5.00 กิโลวัตต์-ชั่วโมงต่อ ตร.ม. ต่อวัน)

โรงไฟฟ้าของบริษัทใช้แผงพลังงานแสงอาทิตย์ที่ทำจากซิลิคอนชนิดหลายผลึก (Multi-crystalline) ซึ่งผลิตโดยบริษัทญี่ปุ่นชื่อ Kyocera ตั้งแต่เริ่มผลิตแผงพลังงานแสงอาทิตย์ชนิดนี้ในเชิงพาณิชย์ในปี 2525 Kyocera ได้จำหน่ายแผงพลังงานแสงอาทิตย์ชนิดนี้มากกว่า 1.2 กิกะวัตต์ให้แก่โรงไฟฟ้าและครัวเรือน โดยแผงพลังงานแสงอาทิตย์ทั้งหมดที่บริษัทใช้ได้รับการรับประกันประสิทธิภาพในการผลิตไฟฟ้าเป็นระยะเวลา 25 ปีจาก Kyocera นอกจากนี้ โครงการทั้งหมดเลือกใช้เครื่องแปลงกระแสไฟฟ้า (Inverter) ที่ผลิตโดย SMA Solar Technology AG (SMA) โดยมีการรับประกันนาน 20 ปี ซึ่ง SMA จำหน่ายเครื่องแปลงกระแสไฟฟ้ากว่า 30 กิกะวัตต์ทั่วโลกตั้งแต่ปี 2524

ณ วันที่ 30 เมษายน 2557 โรงไฟฟ้าของบริษัท 31 แห่งซึ่งมีกำลังการผลิตตามสัญญารวมทั้งสิ้น 176.52 เมกะวัตต์ได้ดำเนินการผลิตไฟฟ้าแล้ว ส่วนที่เหลืออีก 5 แห่งคาดว่าจะเริ่มดำเนินการผลิตไฟฟ้า

ติดต่อ:
เสริมวิทย์ ศรีโยธา
sermwit@trising.com

ประวัติร ชัยชานะภัย
pravit@trising.com

ยิ่งยง เจียรุฑณี, CFA
yingyong@trising.com

วิดา ประทุมสุวรรณ, CFA
wiyada@trising.com

WWW.TRISING.COM

ได้ภายในกลางปี 2557 สำหรับมูลค่าการลงทุนของทั้ง 36 โครงการนี้อยู่ที่ 21,900 ล้านบาท โดยใช้เงินกู้สำหรับการลงทุนประมาณ 16,100 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2556 บริษัทมีเงินกู้รวม 16,646 ล้านบาท ในขณะที่สัดส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนยังอยู่ในระดับสูงที่ 82.6% เนื่องจากเป็นช่วงเริ่มต้นของการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม ข้อจำกัดจากภาระหนี้สินในระดับสูงนี้ถูกลดทอนไปบางส่วนจากกระแสเงินสดจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่แน่นอนและคาดการณ์ได้ โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์มีอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ที่สูงเนื่องจากได้รับ Adder และมีค่าใช้จ่ายดำเนินงานที่ต่ำ ปัจจุบันอัตราการใช้ไฟฟ้าสำหรับโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ประกอบด้วย 3 ส่วน คือ อัตราค่าพลังงานไฟฟ้าขายส่งตามช่วงเวลาของการใช้ (TOU Rate) รวมกับค่าไฟฟ้าตามสูตรการปรับอัตราค่าไฟฟ้าโดยอัตโนมัติขายส่งเฉลี่ย (Ft ขายส่งเฉลี่ย) และ Adder โดย ณ เดือนกุมภาพันธ์ 2557 อัตราค่าไฟฟ้าทั้ง 3 ส่วนรวมกันเท่ากับ 11.6 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง โดยโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์จะมีระยะเวลาคืนทุนประมาณ 6-7 ปี สำหรับผลการดำเนินงานในปี 2556 บริษัทสามารถผลิตไฟฟ้าได้ 178.7 ล้านกิโลวัตต์-ชั่วโมง โดยโรงไฟฟ้ามีประสิทธิภาพเฉลี่ยที่ 78.5% พลังงานไฟฟ้าที่ผลิตได้จริงนั้นมากกว่าที่คาดการณ์ (ใช้ความน่าจะเป็นที่ 50% สำหรับพลังงานไฟฟ้าที่คาดว่าจะผลิตได้ -- P50) อยู่ 2.6% และหากเทียบกับความน่าจะเป็นที่ 90% -- P90 พลังงานไฟฟ้าที่ผลิตได้จริงจะมากกว่า 9.6% สำหรับกรณีฐานของทริสเรทติ้งนั้นใช้ความน่าจะเป็นที่ 90% สำหรับพลังงานไฟฟ้าที่คาดว่าจะผลิตได้ (P90) และประสิทธิภาพโรงไฟฟ้าเฉลี่ยที่ 77.5% ซึ่งคาดว่าบริษัทจะสามารถผลิตพลังงานไฟฟ้าได้ประมาณ 335-345 ล้านกิโลวัตต์-ชั่วโมงต่อปี และคาดว่าจะสร้างกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ที่ 3,500-3,550 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2558-2563 ตั้งแต่ปี 2564 เป็นต้นไป คาดว่า EBITDA จะค่อย ๆ ลดลงเนื่องจากการทยอยหมดอายุของ Adder โดย ณ สิ้นปี 2557 คาดว่าบริษัทจะมีเงินกู้รวมประมาณ 18,000 ล้านบาท และคาดว่าอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนจะปรับตัวดีขึ้นเป็น 60%-65% ภายในปี 2559

สำหรับอันดับเครดิตระดับ "BBB" ของหุ้นกู้มีผู้ค้ำประกันทยอยชำระคืนเงินต้นนั้นสะท้อนลักษณะการด้อยสิทธิทางโครงสร้าง (Structural Subordination) ของการออกหุ้นกู้ที่ระดับบริษัทโฮลดิ้ง เนื่องจากกระแสเงินสดของบริษัทส่วนใหญ่มาจากเงินปันผลจากการดำเนินงานของบริษัทลูก (Operating Company) ซึ่งจะเป็นไปตามเงื่อนไขในสัญญาเงินกู้ของบริษัทลูกแต่ละแห่ง สำหรับเงินที่ได้รับจากการออกหุ้นกู้ในครั้งนี้บริษัทจะนำไปชำระคืนเงินกู้และนำไปใช้สำหรับการขยายธุรกิจ

แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต "Stable" หรือ "คงที่" สะท้อนถึงความคาดหมายว่าโรงไฟฟ้าอีก 5 แห่งที่เหลืออยู่ของบริษัทจะเริ่มดำเนินงานได้ตามแผน และคาดว่าบริษัทจะสามารถสร้าง EBITDA ในระดับ 3,500-3,550 ล้านบาทต่อปี ทั้งนี้หากมีการลงทุนขนาดใหญ่คาดว่าบริษัทจะมีการเพิ่มทุนเพื่อรักษาโครงสร้างเงินทุน ซึ่งหากเป็นไปตามการวิเคราะห์จะทำให้สัดส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทปรับตัวดีขึ้น

บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน) (SPCG)

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB+
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้มีผู้ค้ำประกันทยอยชำระคืนเงินต้น ในวงเงินไม่เกิน 4,000 ล้านบาท ไถ่ถอนภายในปี 2562	BBB
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ *

หน่วย: ล้านบาท

	----- ณ วันที่ 31 ธันวาคม -----		
	2556	2555	2554
รายได้	2,473	1,214	579
ดอกเบี้ยจ่ายรวม	605	230	103
กำไร (ขาดทุน) สุทธิจากการดำเนินงาน	496	7	7
เงินทุนจากการดำเนินงาน	998	279	207
กำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	1,658	555	243
ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน	8,339	6,055	1,773
สินทรัพย์รวม	22,501	13,052	5,217
เงินกู้รวม	16,646	8,171	2,970
ส่วนของผู้ถือหุ้น	3,513	2,589	1,160
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย/รายได้ (%)	65.5	44.7	41.2
อัตราส่วนผลตอบแทน/เงินทุนถาวร (%)	8.5	5.3	6.5
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย/ดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	2.7	2.4	2.4
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงาน/เงินกู้รวม (%)	6.0	3.4	7.0
อัตราส่วนเงินกู้รวม/โครงสร้างเงินทุน (%)	82.6	75.9	71.9

* งบการเงินรวม

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

โทร. 0-2231-3011 ต่อ 500 อาคารสิลมคอมเพล็กซ์ ชั้น 24 191 ถ. สยาม กรุงเทพฯ 10500, www.trisrating.com

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2557 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เปิดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใด ๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือแต่เพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยมิได้รับอนุญาต การจัดอันดับเครดิตนี้มีค่าแก่งกลางข้อเท็จจริง หรือคำแนะนำให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆโดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: http://www.trisrating.com/th/rating-information/rating_criteria.html