

# บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 134/2561  
13 กันยายน 2561

## CORPORATES

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

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:		
วันที่	อันดับ	แนวโน้มอันดับ
	เครดิต	เครดิต/ เครดิตพินิจ
17/08/60	A	Stable
04/06/58	A-	Stable
02/05/57	BBB+	Stable

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



WWW.TRISRATING.COM

## เหตุผล

ทริสเรทติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้ของ บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ "A" โดยอันดับเครดิตดังกล่าวสะท้อนถึงกระแสเงินสดที่แน่นอนของบริษัทจากการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ประสบการณ์ของผู้บริหารจากการเป็นผู้บุกเบิกในธุรกิจผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ และความแน่นอนด้านประสิทธิภาพโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ของบริษัท อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตดังกล่าวถูกจำกัดจากความเสี่ยงจากการลงทุนของบริษัทในต่างประเทศเพื่อเสริมสร้างกำไรก่อนกอนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ซึ่งอาจทำให้บริษัทมีภาระหนี้เพิ่มขึ้นในช่วงลงทุนนี้

## ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

### กระแสเงินสดที่แน่นอนจากการลงทุนในกลุ่มโรงไฟฟ้า

ทริสเรทติ้งคาดว่าในช่วงปี 2561-2564 กระแสเงินสดหลักของบริษัทยังคงมาจากการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โดยในปี 2560 EBITDA ของบริษัทมาจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ประมาณ 90% ส่วนอีก 10% นั้นมาจากธุรกิจติดตั้งระบบไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคาและธุรกิจอื่น ๆ

บริษัทเป็นเจ้าของโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่เปิดดำเนินการแล้ว 36 แห่งผ่านบริษัทย่อย โดยโรงไฟฟ้างดังกล่าวส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในภาคตะวันออกเฉียงเหนือของประเทศไทย โรงไฟฟ้าทั้งหมดมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกับการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) และได้รับส่วนเพิ่มราคารับซื้อไฟฟ้า (Adder) ที่อัตรา 8 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง (หน่วย) เป็นระยะเวลา 10 ปีนับจากการเริ่มดำเนินงานเชิงพาณิชย์

กระแสเงินสดที่ได้รับจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์นั้นสามารถคาดการณ์ได้และมีความแน่นอน เนื่องจากบริษัทมีอัตราค่ารับซื้อไฟฟ้าที่แน่นอนจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้าและความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับชำระเงินจากผู้ซื้อไฟฟ้าอยู่ในระดับต่ำ

### ผลการดำเนินงานดีกว่าที่ประมาณการ

ประสบการณ์ของผู้บริหารในโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ช่วยเสริมความแข็งแกร่งให้แก่บริษัท โดยบริษัทเป็นผู้พัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์เชิงพาณิชย์รายแรกของประเทศ

ผลการดำเนินงานของบริษัทยังคงดีกว่าที่ทริสเรทติ้งประมาณการ โดยในปี 2560 บริษัทสามารถผลิตไฟฟ้าได้ 385 ล้านหน่วยสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ 12% ซึ่งแนวโน้มนี้ยังคงดำเนินอยู่ในช่วงครึ่งแรกของปี 2561 ซึ่งบริษัทสามารถผลิตไฟฟ้าได้ 195 ล้านหน่วย หรือคิดเป็น 57% ของประมาณการทั้งปี

ทริสเรทติ้งเชื่อว่าผลการดำเนินงานที่ดีของบริษัทจะยังคงอยู่ต่อไปในอนาคต เนื่องจากการเลือกใช้อุปกรณ์ที่ได้รับการรับรองและผ่านการพิสูจน์แล้วรวมถึงการดำเนินงานโรงไฟฟ้าที่มีประสิทธิภาพ โดยโรงไฟฟ้าของบริษัทได้รับการติดตั้งอุปกรณ์สำคัญที่มีมาตรฐาน เช่น แผ่นเซลล์แสงอาทิตย์และเครื่องแปลงกระแสไฟฟ้าซึ่งบริษัทสั่งซื้อจากผู้จำหน่ายที่มีชื่อเสียง ได้แก่ Kyocera Corporation (Kyocera) และ SMA Solar Technology AG (SMA) โดยผู้จำหน่ายทั้ง 2 รายมีการรับประกันประสิทธิภาพของอุปกรณ์ระยะยาวให้แก่บริษัท

ทริสเรทติ้งประมาณการว่าในระหว่างปี 2561-2564 บริษัทน่าจะสามารถผลิตไฟฟ้าได้ประมาณ 360-380 ล้านหน่วยต่อปีจากโรงไฟฟ้า 36 แห่งของบริษัท โดยประมาณการนี้อยู่บนสมมติฐานประสิทธิภาพของโรงไฟฟ้าที่ 78% โดยมีระดับความน่าจะเป็น 50% ที่คาดว่าจะสามารถผลิตไฟฟ้า

ได้ (P50) โดยคาดว่าจะบริษัทจะมีรายได้จากโรงไฟฟ้าดังกล่าวประมาณ 4,000 ล้านบาทต่อปี

นอกจากนี้ บริษัทยังเป็นผู้ถือหุ้นส่วนน้อยในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ขนาด 30 เมกะวัตต์ที่ Tottori ประเทศญี่ปุ่น โดยโครงการนี้เริ่มดำเนินงานเชิงพาณิชย์ในช่วงปลายเดือนเมษายน 2561 โดยคาดว่าจะบริษัทจะได้รับเงินปันผลประมาณ 5-6 ล้านบาทต่อปี

### บริษัทอยู่ในช่วงลงทุนเพิ่มเติม

ทริสเรทติ้งมองว่าการครบกำหนดอายุ Adder ซึ่งเริ่มตั้งแต่ปี 2563 ไปจนถึงปี 2568 จะเป็นตัวกระตุ้นให้บริษัทมองหาการเติบโต เนื่องจากการหมดอายุของ Adder นั้นจะทำให้ EBITDA ของบริษัทได้รับผลกระทบอย่างมากโดยเฉพาะปี 2567-2568 ดังนั้นบริษัทจึงมีความจำเป็นที่จะต้องลงทุนในโครงการใหม่ ๆ เพื่อชดเชยรายได้ที่หายไปของบริษัท โดยบริษัทน่าจะมีการลงทุนในต่างประเทศเนื่องจากโอกาสการลงทุนในประเทศมีค่อนข้างจำกัด

บริษัทมีแผนจะลงทุนเพิ่มเติมในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศญี่ปุ่น โดยบริษัทมีแนวโน้มที่จะถือหุ้นส่วนน้อยในโครงการ Ukujima Mega Solar ขนาดกำลังการผลิต 480 เมกะวัตต์ โดยโครงการนี้มีมูลค่าการลงทุนประมาณ 58,000 ล้านบาท เนื่องจากเป็นโครงการขนาดใหญ่จึงมีผู้เข้าร่วมพัฒนาโครงการ 8 ราย คาดว่าจะเริ่มก่อสร้างในปี 2562 และใช้เวลาในการก่อสร้างประมาณ 4 ปี โครงการนี้ยังคงมีความเสี่ยงในการก่อสร้างในระดับสูง นอกจากนี้ บริษัทยังอยู่ในระหว่างการพิจารณาการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ขนาด 65 เมกะวัตต์ ซึ่งมีมูลค่าการลงทุนประมาณ 9,600 ล้านบาท ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะถือหุ้นส่วนใหญ่ในโครงการนี้

ทริสเรทติ้งเชื่อว่าความเสี่ยงในการดำเนินการโครงการทั้ง 2 นี้จะสามารถจัดการได้ ซึ่งได้พิจารณาถึงความเสี่ยงที่ต่ำของประเทศและผู้รับซื้อไฟฟ้า รวมถึงสถานะทางการเงินของผู้ร่วมลงทุนในโครงการแล้ว

เราประมาณการว่าทั้ง 2 โครงการจะนำมาซึ่งรายได้พอสมควรตั้งแต่ปี 2565 เป็นต้นไป ซึ่งน่าจะช่วยชดเชยรายได้ที่ลดลงจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทยได้ เนื่องจากมูลค่าการลงทุนในประเทศญี่ปุ่นค่อนข้างสูงดังนั้นจึงคาดว่าผลตอบแทนที่ได้รับจะน้อยกว่าโครงการปัจจุบันของบริษัท เมื่อมองไปข้างหน้า คาดว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนถาวรของบริษัทอาจจะอยู่ในระดับต่ำกว่า 10%

### ภาระหนี้จะสูงขึ้นแต่อยู่ในระดับที่ยอมรับได้

บริษัทมีหนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้วลดลงเหลือ 9,116 ล้านบาท ณ เดือนมิถุนายน 2561 จากการชำระหนี้อย่างต่อเนื่อง โดยบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนที่ขึ้นจาก 52.3% ณ ปี 2559 เป็น 41.1% ณ สิ้นเดือนมิถุนายน 2561 ในขณะที่ฐานทุนของบริษัทก็เพิ่มขึ้นประมาณ 1,100 ล้านบาทจากการออกหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ Kyocera Corporation ซึ่งเป็นหุ้นส่วนทางยุทธศาสตร์ของบริษัท

ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะมียังคงมีโครงสร้างเงินทุนที่แข็งแกร่งไปจนถึงปลายปี 2562 โดยคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนจะลดลงอยู่ในระดับต่ำกว่า 25% อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนดังกล่าวอาจจะเพิ่มสูงกว่า 35% ในปี 2564 จากสมมติฐานของเราซึ่งคาดว่าบริษัทจะมีค่าใช้จ่ายทุนประมาณ 11,900 ล้านบาท เพื่อให้โครงการใหม่ ๆ แล้วเสร็จ ซึ่งโครงสร้างเงินทุนดังกล่าวอยู่ในระดับที่ยอมรับได้

ทริสเรทติ้งมองว่าการลงทุนใหม่ ๆ ของบริษัทจะไม่ทำให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทอ่อนแอลงอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากบริษัทมีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดประมาณ 2,500 ล้านบาท และมีหลักทรัพย์เพื่อขายอีกประมาณ 1,300 ล้านบาท ซึ่งสามารถเป็นแหล่งเงินทุนสำหรับการลงทุนในโครงการใหม่ ๆ ของบริษัทได้ด้วย อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนอาจจะเพิ่มขึ้นเป็น 40% ในกรณีที่มีการลงทุนนอกเหนือจากที่ประมาณการไว้ในระยะ 3 ปีข้างหน้า

ทริสเรทติ้งประมาณการว่าบริษัทจะมี EBITDA ประมาณ 3,500-4,000 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2561-2564 โดยระดับ EBITDA นี้เพียงพอสำหรับการชำระคืนเงินกู้ที่ครบกำหนดชำระของบริษัท โดยในช่วงครึ่งหลังของปี 2561 บริษัทมีหนี้กู้ยืมที่ครบกำหนดชำระประมาณ 2,400 ล้านบาท ในขณะที่หนี้กู้ยืมของบริษัทประมาณ 2,400 ล้านบาทจะครบกำหนดชำระในปี 2562 ประมาณ 1,700 ล้านบาทจะครบกำหนดชำระในปี 2563 และอีกประมาณ 2,200 ล้านบาทจะครบกำหนดชำระในปี 2564

### แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต "Stable" หรือ "คงที่" สะท้อนถึงความคาดหมายว่าบริษัทจะสามารถรักษาระดับประสิทธิภาพโรงไฟฟ้าให้สูงกว่า 75% ได้ในอีก 3 ปีข้างหน้า ซึ่งจะทำให้บริษัทมี EBITDA อย่างน้อยที่ระดับ 3,500-4,000 ล้านบาทต่อปี ในขณะที่คาดว่าบริษัทจะยังคงดำเนินนโยบายทางการเงินแบบระมัดระวังโดยการลงทุนขยายธุรกิจของบริษัทไม่อาจจะส่งผลกระทบต่อสถานะความยืดหยุ่นทางการเงินของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

### ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตอาจปรับเพิ่มขึ้นได้หากบริษัทสามารถเพิ่ม EBITDA ได้อย่างต่อเนื่องจากการก่อสร้างโรงไฟฟ้าที่สามารถสร้างผลกำไรหรือบริษัทได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนที่แข็งแกร่งในขณะที่บริษัทสามารถควบคุมภาระหนี้ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม

ในทางตรงกันข้าม ปัจจัยเชิงลบต่ออันดับเครดิตอาจเกิดขึ้นได้จากประสิทธิภาพของโรงไฟฟ้าที่ถดถอยลงจนส่งผลกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้

สัดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ หรือการขยายธุรกิจด้วยการก่อหนี้ในระดับสูง

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ\*

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-มิ.ย. 2561	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
		2560	2559	2558	2557
รายได้จากการดำเนินงานรวม	3,064	6,015	5,460	5,006	4,363
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	2,069	4,042	3,941	3,885	3,384
กำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	1,767	3,437	3,301	3,265	2,851
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	2,090	4,081	3,954	3,910	3,422
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	1,791	3,398	3,199	3,083	2,453
เงินทุนจากการดำเนินงาน	261	618	746	898	979
เงินลงทุน	8	90	91	220	1,377
สินทรัพย์รวม	24,973	23,027	24,232	24,736	25,571
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	9,116	9,220	10,700	13,023	14,426
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	13,089	11,208	9,766	8,470	7,100
<b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>					
อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (%)	67.54	67.20	72.18	77.59	77.55
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	14.72 **	15.29	13.93	13.22	12.59
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	8.02	6.60	5.30	4.35	3.50
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	2.20 **	2.26	2.71	3.33	4.22
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	38.40 **	36.86	29.89	23.67	17.00
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	41.05	45.13	52.28	60.59	67.01

\* งบการเงินรวม

\*\* ปรับเป็นอัตราส่วนเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน) (SPCG)

อันดับเครดิตองค์กร:	A
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
SPCG196A: หุ้นกู้มีผู้ค้ำประกันชนิดทยอยชำระคืนเงินต้น 4,000 ล้านบาท ใ้ก่อนภายในปี 2562	A
SPCG18DA: หุ้นกู้ไม่ต้องยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,800 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2561	A
SPCG19DA: หุ้นกู้ไม่ต้องยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,800 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2562	A
SPCG20DA: หุ้นกู้ไม่ต้องยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,700 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2563	A
SPCG21DA: หุ้นกู้ไม่ต้องยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,700 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2564	A
SPCG22DA: หุ้นกู้ไม่ต้องยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,250 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2565	A
SPCG23DA: หุ้นกู้ไม่ต้องยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 650 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2566	A
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2561 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้อัดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใด ๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีค่าใช้จ่ายหรือข้อเท็จจริง หรือข้อเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่เกี่ยวข้องปรากฏในรายงานใดๆ 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 หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: [www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria](http://www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria)