

# บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 68/2558

11 พฤศจิกายน 2558

อันดับเครดิตองค์กร:	A-
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้มีการค้ำประกัน	A-
หุ้นกู้ไม่ค้ำประกัน	A-
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

วันที่	อันดับเครดิต	แนวโน้มอันดับเครดิต/เครดิตพินิจ
04/06/58	A-	Stable
02/05/57	BBB+	Stable

ติดต่อ:  
 เสรีวิทย์ ศรีโยธา  
 sermwit@trisrating.com  
 รพีพล มหพันธ์  
 rapeepol@trisrating.com  
 วิยดา ประทุมสุวรรณ, CFA  
 wiyada@trisrating.com

[WWW.TRISRATING.COM](http://WWW.TRISRATING.COM)

## เหตุผล

ทริสเรตติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ "A-" พร้อมทั้งจัดอันดับเครดิตหุ้นกู้ไม่ค้ำประกัน ไม่มีหลักประกันชุดใหม่ในวงเงินไม่เกิน 13,000 ล้านบาทของบริษัทที่ระดับ "A-" นอกจากนี้ ทริสเรตติ้งปรับเพิ่มอันดับเครดิตหุ้นกู้มีผู้ค้ำประกันชนิดทยอยชำระคืนเงินต้นของบริษัท เป็น "A-" จากเดิมที่ระดับ "BBB+" ด้วยเช่นกัน โดยบริษัทจะนำเงินที่ได้จากการออกหุ้นกู้ชุดใหม่ไปใช้ชำระคืนหนี้โครงการ (Project Loan) ของบริษัทย่อยทั้งหมด และนำไปใช้สำหรับการดำเนินงานปกติของบริษัท

หลังจากที่นำเงินไปชำระคืนหนี้โครงการทั้งหมดด้วยหุ้นกู้ชุดใหม่นี้แล้ว หลักประกันต่าง ๆ ภายใต้สัญญาเงินกู้ของบริษัทย่อยทั้งหมดจะดำเนินการปลดและไถ่ถอน ดังนั้นภาระเงินกู้ทั้งหมดที่เหลืออยู่ของกลุ่มบริษัทจะมีสถานะเท่าเทียมกัน (Pari Passu) โดยบริษัทจะไม่มีเงินกู้ที่บริษัทลูก (Operating Company) อีกต่อไป

อันดับเครดิตดังกล่าวยังคงสะท้อนถึงกระแสเงินสดที่แน่นอนจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ทั้ง 36 โครงการจากการมีสัญญาขายไฟฟ้าระยะยาว (Power Purchase Agreement -- PPA) รวม 206 เมกะวัตต์ กับการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) รวมถึงการได้รับส่วนเพิ่มราคารับซื้อไฟฟ้า (Adder) ที่อัตรา 8 บาทต่อหน่วย (กิโลวัตต์-ชั่วโมง) ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็กมาก (Very Small Power Producer -- VSPP) ที่ใช้พลังงานแสงอาทิตย์ ในการพิจารณาอันดับเครดิตดังกล่าวยังคำนึงถึงประสบการณ์ในธุรกิจผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ของคณะผู้บริหาร รวมถึงเทคโนโลยีแบบ Photovoltaic (PV) ที่ผ่านการพิสูจน์แล้ว ตลอดจนการเลือกใช้แผงพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar Panel) และเครื่องแปลงกระแสไฟฟ้า (Inverter) จากผู้ผลิตที่มีชื่อเสียงด้วย อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตดังกล่าวถูกลดทอนบางส่วนจากภาระหนี้ของบริษัทที่อยู่ในระดับสูง

บริษัทเอสพีซีจีก่อตั้งในปี 2539 ในนาม บริษัท โซล่า เพาเวอร์ จำกัด เพื่อพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทย ในปี 2554 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) หลังจากนั้นบริษัทได้ย้ายการซื้อขายหลักทรัพย์จากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ไปยังตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2555 ณ วันที่ 9 ตุลาคม 2558 ครอบครัวยุทธยาคงเป็นผู้ถือหุ้นหลักในสัดส่วน 49% ปัจจุบันบริษัทมีฐานะเป็นบริษัทโฮลดิ้งที่ลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 36 โครงการ โดยมีกำลังการผลิตตามสัญญารวมทั้งสิ้น 206 เมกะวัตต์ ในปี 2557 รายได้ของบริษัท 91% มาจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ อีก 6% มาจากโรงงานผลิตเหล็ก ส่วนที่เหลืออีก 3% มาจากการติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคา

โรงไฟฟ้าของบริษัทใช้แผงพลังงานแสงอาทิตย์ที่ทำจากซิลิคอนชนิดหลายผลึก (Multi-crystalline) ซึ่งผลิตโดยบริษัทญี่ปุ่นชื่อ Kyocera ทั้งนี้ ตั้งแต่เริ่มการผลิตเชิงพาณิชย์ในปี 2525 จนถึงปัจจุบัน Kyocera ได้จำหน่ายแผงพลังงานแสงอาทิตย์ชนิดนี้คิดเป็นกำลังการผลิตติดตั้งมากกว่า 1.2 กิกะวัตต์ให้แก่โรงไฟฟ้าและครัวเรือนทั่วโลก โดยแผงพลังงานแสงอาทิตย์ทั้งหมดที่บริษัทใช้ได้รับการรับประกันประสิทธิภาพในการผลิตไฟฟ้าเป็นระยะเวลา 25 ปีจาก Kyocera นอกจากนี้ บริษัทยังเลือกใช้เครื่องแปลงกระแสไฟฟ้า (Inverter) ที่ผลิตโดย SMA Solar Technology AG (SMA) สำหรับโครงการทั้งหมดโดยมีการรับประกันนาน 20 ปี ซึ่ง SMA จำหน่ายเครื่องแปลงกระแสไฟฟ้ากว่า 35 กิกะวัตต์ไปทั่วโลกตั้งแต่ปี 2524

ปัจจุบันโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ทั้งหมดของบริษัทเปิดดำเนินการแล้ว โดยโรงไฟฟ้าแห่งแรกเปิดดำเนินการมากกว่า 5 ปี ในขณะที่แห่งสุดท้ายเริ่มดำเนินการในเดือนมิถุนายน 2557 ซึ่งโรงไฟฟ้าทั้งหมดของบริษัทมีผลการดำเนินการที่ดีกว่าที่เคยคาดการณ์ไว้โดยการศึกษาความเป็นไปได้ของ

เครดิตวาระ (CreditUpdate) เป็นขั้นตอนหนึ่งในกระบวนการทบทวนอันดับเครดิตขององค์กรหรือตราสารหนี้ที่ทริสเรตติ้งได้ประกาศผลไปแล้ว ซึ่งโดยปกติการทบทวนดังกล่าวจะกระทำตลอดอายุของสัญญาหรือตราสาร และสรุปผลเมื่อครบรอบปี ในระหว่างนั้นหากหน่วยงานดังกล่าวออกตราสารหนี้ใหม่ หรือเมื่อมีเหตุการณ์สำคัญที่อาจมีผลกระทบต่อธุรกิจหรือการเงินของหน่วยงานนั้นๆ และมีข้อมูลผลกระทบเพียงพอที่จะปรับอันดับเครดิต หรือเมื่อมีเหตุให้ต้องยกเลิกอันดับเครดิตเดิม ทริสเรตติ้งจะประกาศ "เครดิตวาระ" แก่สาธารณะ โดยผลอันดับเครดิตอาจ "เพิ่มขึ้น" (Upgraded) "ลดลง" (Downgraded) "คงเดิม" (Affirmed) หรือ "ยกเลิก" (Cancelled)

โครงการ (Project Feasibility Study) โดยในช่วงปี 2553 - 2557 บริษัทสามารถจำหน่ายไฟฟ้าเข้าสู่ระบบจำนวน 717 ล้านหน่วย ซึ่งสูงกว่าประมาณการสำหรับกรณีใช้ความน่าจะเป็นที่ 50% สำหรับพลังงานไฟฟ้าที่คาดว่าจะผลิตได้ --- P50 อยู่ 5.1% และสูงกว่าคาดการณ์ 12.3% กรณีใช้ความน่าจะเป็นที่ 90% --- P90 ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีกว่าเป้าหมายเป็นผลจากความเข้มของรังสีดวงอาทิตย์และประสิทธิภาพของโรงไฟฟ้าที่ดีกว่าที่คาดการณ์ไว้

สำหรับ 9 เดือนแรกของปี 2558 บริษัทมีรายได้รวม 3,713 ล้านบาทเพิ่มขึ้น 24% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยรายได้ที่เพิ่มขึ้นสะท้อนถึงการดำเนินงานเต็มปีของทั้ง 36 โครงการ โดย ณ สิ้นเดือนกันยายน 2558 บริษัทมีเงินกู้รวม 16,322 ล้านบาท ลดลงจากระดับสูงสุดที่ 18,014 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2557 ซึ่งสอดคล้องกับตารางการชำระหนี้ ณ สิ้นเดือนกันยายน 2558 บริษัทมีอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนในระดับ 65.8% อย่างไรก็ตามข้อจำกัดจากภาระหนี้สินในระดับสูงนี้ถูกบรรเทาบางส่วนจากกระแสเงินสดจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่แน่นอนและคาดการณ์ได้ โดยโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์มีอัตรากำไรจากการดำเนินงาน (อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้) ที่สูงเนื่องจากได้รับ Adder และมีค่าใช้จ่ายดำเนินงานที่ต่ำ สำหรับ 9 เดือนแรกของปี 2558 บริษัทมีอัตรากำไรจากการดำเนินงานถึง 79.7% และบริษัทมีกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย อยู่ 3,009 ล้านบาท สำหรับ 9 เดือนแรกของปี 2558

สำหรับกรณีฐานของทริสเรตติ้งนั้นใช้ความน่าจะเป็นที่ 90% สำหรับพลังงานไฟฟ้าที่คาดว่าจะผลิตได้ (P90) และประสิทธิภาพโรงไฟฟ้าเฉลี่ยที่ 77.5% ซึ่งคาดว่าบริษัทจะสามารถผลิตพลังงานไฟฟ้าได้ประมาณ 340-350 ล้านหน่วยต่อปี และคาดว่าบริษัทจะมี EBITDA ประมาณ 3,400-3,500 ล้านบาทต่อปี ในช่วงปี 2558-2563 และตั้งแต่ปี 2564 เป็นต้นไปคาดว่า EBITDA จะค่อย ๆ ลดลงเนื่องจากการทยอยหมดอายุของ Adder และคาดว่าอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนจะปรับตัวดีขึ้นเป็น 60%-65% ภายในปี 2559

### แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนถึงความคาดหมายว่าบริษัทจะสามารถรักษาระดับประสิทธิภาพโรงไฟฟ้าโดยเฉลี่ยให้สูงกว่า 75% นอกจากนี้ ยังคาดว่าบริษัทจะมี EBITDA อย่างน้อย 3,400-3,500 ล้านบาทต่อปี

ปัจจัยที่จะมีผลในเชิงบวกต่ออันดับเครดิตของบริษัทยังมีค่อนข้างจำกัดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า ในทางตรงข้ามสิ่งที่จะมีผลในเชิงลบต่ออันดับเครดิตของบริษัท ได้แก่ ผลผลิตไฟฟ้าที่ลดลงอย่างมากจนส่งผลกระทบต่อความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ หรือการที่โครงสร้างเงินทุนของบริษัทอ่อนแอลงจากการก่อหนี้เพื่อลงทุนขนาดใหญ่

### บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน) (SPCG)

อันดับเครดิตองค์กร:	A-
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
SPCG196A: หุ้นกู้มีผู้ค้ำประกันชนิดทยอยชำระคืนเงินต้น 4,000 ล้านบาท ใ้ถ่ถอนภายในปี 2562	A-
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน ในวงเงินไม่เกิน 13,000 ล้านบาท ใ้ถ่ถอนภายในปี 2566	A-
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ \*

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-ก.ย. 2558	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
		2557	2556	2555	2554
รายได้	3,713	4,357	2,473	1,214	579
ดอกเบี้ยจ่ายรวม	684	979	605	230	103
กำไร (ขาดทุน) สุทธิจากการดำเนินงาน	1,702	1,632	496	7	7
เงินทุนจากการดำเนินงาน	2,256	2,514	1,023	279	207
กำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	3,009	3,407	1,658	555	243
ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน	191	1,358	8,339	6,055	1,773
สินทรัพย์รวม	25,187	25,571	22,501	13,052	5,217
เงินกู้รวม	16,322	18,014	16,646	8,171	2,970
ส่วนของผู้ถือหุ้น	8,485	7,100	3,513	2,589	1,160
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย/รายได้ (%)	79.7	77.5	65.5	44.7	41.2
อัตราส่วนผลตอบแทน/เงินทุนถาวร (%)	13.8 **	12.5	8.5	5.3	6.5
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย/ดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	4.4	3.5	2.7	2.4	2.4
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงาน/เงินกู้รวม (%)	19.3 **	14.0	6.1	3.4	7.0
อัตราส่วนเงินกู้รวม/โครงสร้างเงินทุน (%)	65.8	71.4	82.6	75.9	71.9

\* งบการเงินรวม

\*\* ปรับเป็นอัตราส่วนเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2558 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เปิดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ไว้ในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มิใช่คำแถลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ใดๆ หรือของบริษัทหนึ่งๆ โดยเฉพาะความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มิได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมิได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: <http://www.trisrating.com/th/rating-information-th2/rating-criteria.html>