

บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 42/2558

4 มิถุนายน 2558

อันดับเครดิตองค์กร:	A-
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้มีการค้ำประกัน	BBB+
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:	วันที่	อันดับเครดิต	แนวโน้ม
	02/05/57	BBB+	Stable

ติดต่อ:
เสริมวิท ศรีโยธา
sermwit@trisrating.com

รพีพล มหพันธ์
rapeepol@trisrating.com

วิดา ประทุมสุวรรณ, CFA
wiyada@trisrating.com

WWW.TRISRATING.COM

เหตุผล

ทริสเรตติ้งปรับเพิ่มอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน) เป็น "A-" จากเดิมที่ระดับ "BBB+" พร้อมทั้งปรับเพิ่มอันดับเครดิตหุ้นกู้มีผู้ค้ำประกันชนิดทยอยชำระคืนเงินต้นของบริษัท เป็น "BBB+" จากเดิมที่ระดับ "BBB" การปรับเพิ่มอันดับเครดิตดังกล่าวสะท้อนถึงความสำเร็จในการเปิดดำเนินงานโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ของบริษัทที่ทำได้ครบทุกโครงการในปี 2557 รวมถึงผลการดำเนินงานที่ดีกว่าที่คาดการณ์ และการเป็นผู้นำในอุตสาหกรรมการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทย

อันดับเครดิตดังกล่าวยังคงสะท้อนถึงกระแสเงินสดที่แน่นอนจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ทั้ง 36 โครงการจากการมีสัญญาขายไฟฟ้าระยะยาว (Power Purchase Agreement -- PPA) กับกรมไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) รวมถึงการได้รับส่วนเพิ่มราคาซื้อไฟฟ้า (Adder) ที่อัตรา 8 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมงจากการที่บริษัทเป็นผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็กมาก (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) แบบทางอ้อม (Reverse Listing) และได้เปลี่ยนชื่อเป็น บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน) หลังจากนั้นบริษัทได้ย้ายการซื้อขายหลักทรัพย์จากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ไปยังตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2555 ณ เดือนมีนาคม 2558 ครอบครัวยุทธยาคงเป็นผู้ถือหุ้นหลักในสัดส่วน 49% ปัจจุบันบริษัทมีฐานะเป็นบริษัทโฮลดิ้งที่ลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 36 โครงการ โดยมีกำลังการผลิตตามสัญญารวมทั้งสิ้น 205.92 เมกะวัตต์ ในปี 2557 รายได้ของบริษัท 90.8% มาจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ อีก 6.3% มาจากโรงงานผลิตเหล็กกล้า เหล็ก ส่วนที่เหลืออีก 2.9% 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 กิโลวัตต์-ชั่วโมงต่อ ตร.ม. ต่อวัน)

โรงไฟฟ้าของบริษัทใช้แผงพลังงานแสงอาทิตย์ที่ทำจากซิลิคอนชนิดหลายผลึก (Multi-crystalline) ซึ่งผลิตโดยบริษัทญี่ปุ่นชื่อ Kyocera ทั้งนี้ ตั้งแต่เริ่มการผลิตเชิงพาณิชย์ในปี 2525 จนถึงปัจจุบัน Kyocera ได้จำหน่ายแผงพลังงานแสงอาทิตย์ชนิดนี้คิดเป็นกำลังการผลิตติดตั้งมากกว่า 1.2 กิกะวัตต์ให้แก่โรงไฟฟ้าและครัวเรือนทั่วโลก โดยแผงพลังงานแสงอาทิตย์ทั้งหมดที่บริษัทใช้ได้รับการ

รับประกันประสิทธิภาพในการผลิตไฟฟ้าเป็นระยะเวลา 25 ปีจาก Kyocera นอกจากนี้ บริษัทยังเลือกใช้เครื่องแปลงกระแสไฟฟ้า (Inverter) ที่ผลิตโดย SMA Solar Technology AG (SMA) สำหรับโครงการทั้งหมดโดยมีการรับประกันนาน 20 ปี ซึ่ง SMA กำหนดเครื่องแปลงกระแสไฟฟ้ากว่า 35 กิกะวัตต์ไปทั่วโลก ตั้งแต่ปี 2524

ปัจจุบันโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ทั้งหมดของบริษัทเปิดดำเนินงานแล้ว โดยโรงไฟฟ้าแห่งแรกเปิดดำเนินงานมากกว่า 5 ปี ในขณะที่แห่งสุดท้ายเริ่มดำเนินงานในเดือนมิถุนายน 2557 สำหรับปี 2557 โรงไฟฟ้าของบริษัทมีประสิทธิภาพโดยเฉลี่ยที่ 78.5% โดยบริษัทสามารถผลิตไฟฟ้าได้ 339.9 ล้านกิโลวัตต์-ชั่วโมง สูงกว่าปี 2556 ที่บริษัทผลิตได้ 178.7 ล้านกิโลวัตต์-ชั่วโมง หรือเพิ่มขึ้น 90.3% ไฟฟ้าที่ผลิตได้เพิ่มขึ้นนี้เป็นผลจากการทยอยเริ่มดำเนินงานของโรงไฟฟ้าในช่วงปี 2556 - 2557 นอกจากนี้ ไฟฟ้าที่ผลิตได้ 339.9 ล้านกิโลวัตต์ในปี 2557 นั้นยังสูงกว่าประมาณการ กรณีใช้ความน่าจะเป็นที่ 50% สำหรับพลังงานไฟฟ้าที่คาดว่าจะผลิตได้ --- P50 อยู่ 6.3% และสูงกว่าคาดการณ์กรณีใช้ความน่าจะเป็นที่ 90% -- P90 ถึง 13.4% โดยในช่วง 3 เดือนแรกของปี 2558 บริษัทสามารถผลิตพลังงานไฟฟ้าได้ 98.5 ล้านกิโลวัตต์-ชั่วโมง ซึ่งสูงกว่าช่วงเดียวกันของปี 2557 อยู่ 54.2% ผลการดำเนินงานของบริษัทสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ในครั้งแรกสำหรับกรณี P50 อยู่ 6.8% และสูงกว่ากรณี P90 อยู่ 13.8% ซึ่งเป็นผลจากความเข้มของรังสีดวงอาทิตย์และประสิทธิภาพของโรงไฟฟ้าที่ดีกว่าที่คาดการณ์ไว้

ณ สิ้นเดือนมีนาคม 2558 บริษัทมีเงินกู้รวม 17,509 ล้านบาท ลดลงจากระดับสูงสุดที่ 18,014 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2557 ซึ่งสอดคล้องกับตารางการชำระหนี้ บริษัทมีส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นเป็น 7,743 ล้านบาทซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการเพิ่มทุนจำนวน 1,841 ล้านบาทให้แก่ Gulf International Investment (Hong Kong) Ltd. (Gulf) โดย ณ สิ้นเดือนมีนาคม 2558 บริษัทมีอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนในระดับ 69.3% อย่างไรก็ตาม ข้อจำกัดจากภาระหนี้สินในระดับสูงนี้ถูกบรรเทาบางส่วนจากกระแสเงินสดจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่แน่นอนและคาดการณ์ได้ นอกจากนี้ โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ยังมีอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (EBITDA margin) ที่สูงเนื่องจากได้รับ Adder และมีค่าใช้จ่ายดำเนินงานที่ต่ำ โดยอัตราค่าไฟฟ้าที่โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ของบริษัทได้รับอยู่ที่ประมาณ 11 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง และมี EBITDA margin อยู่ที่ประมาณ 85%

สำหรับกรณีฐานของทริสเรทติ้งนั้นใช้ความน่าจะเป็นที่ 90% สำหรับพลังงานไฟฟ้าที่คาดว่าจะผลิตได้ (P90) และประสิทธิภาพโรงไฟฟ้าเฉลี่ยที่ 77.5% ซึ่งคาดว่าบริษัทจะสามารถผลิตพลังงานไฟฟ้าได้ประมาณ 340-350 ล้านกิโลวัตต์-ชั่วโมงต่อปี และคาดว่าบริษัทจะมี EBITDA ประมาณ 3,400-3,500 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2558-2563 และตั้งแต่ปี 2564 เป็นต้นไปคาดว่า EBITDA จะค่อย ๆ ลดลงเนื่องจากการทยอยหมดอายุของ Adder และคาดว่าอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนจะปรับตัวขึ้นเป็น 60%-65% ภายในปี 2559

สำหรับอันดับเครดิตที่ระดับ “BBB+” ของหุ้นกู้มีผู้ค้ำประกันชนิดทยอยชำระคืนเงินต้นนั้นสะท้อนลักษณะการด้อยสิทธิทางโครงสร้าง (Structural Subordination) ของการออกหุ้นกู้ที่ระดับบริษัทโฮลดิ้ง ทั้งนี้ เนื่องจากกระแสเงินสดของบริษัทส่วนใหญ่มาจากเงินปันผลจากการดำเนินงานของบริษัทลูก (Operating Company) ซึ่งจะเป็นไปตามเงื่อนไขในสัญญาเงินกู้ของบริษัทลูกแต่ละแห่ง

แนวโน้มอันดับเครดิต

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

ปัจจัยที่จะมีผลในเชิงบวกต่ออันดับเครดิตของบริษัทยังมีค่อนข้างจำกัดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า ในทางตรงข้ามสิ่งที่จะมีผลในเชิงลบต่ออันดับเครดิตของบริษัทประกอบด้วยปัจจัยต่าง ๆ ได้แก่ ประสิทธิภาพของโรงไฟฟ้าที่แยกลงส่งผลต่อความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ หรือการที่โครงสร้างเงินทุนของบริษัทอ่อนแอลงจากการก่อหนี้เพื่อลงทุนขนาดใหญ่

บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน) (SPCG)

อันดับเครดิตองค์กร:	A-
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
SPCG196A: หุ้นกู้มีผู้ค้ำประกันชนิดทยอยชำระคืนเงินต้น 4,000 ล้านบาท ใ้ถ่ถอนภายในปี 2562	BBB+
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ *

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-มี.ค. 2558	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
		2557	2556	2555	2554
รายได้	1,357	4,357	2,473	1,214	579
ดอกเบี้ยจ่ายรวม	234	979	605	230	103
กำไร (ขาดทุน) สุทธิจากการดำเนินงาน	558	1,632	496	7	7
เงินทุนจากการดำเนินงาน	728	2,514	1,023	279	207
กำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	1,017	3,407	1,658	555	243
ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน	18	1,358	8,339	6,055	1,773
สินทรัพย์รวม	25,618	25,571	22,501	13,052	5,217
เงินกู้รวม	17,509	18,014	16,646	8,171	2,970
ส่วนของผู้ถือหุ้น	7,743	7,100	3,513	2,589	1,160
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย/รายได้ (%)	74.3	77.5	65.5	44.7	41.2
อัตราส่วนผลตอบแทน/เงินทุนถาวร (%)	13.5 **	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 (%)	16.2 **	14.0	6.1	3.4	7.0
อัตราส่วนเงินกู้รวม/โครงสร้างเงินทุน (%)	69.3	71.4	82.6	75.9	71.9

* งบการเงินรวม

** ปรับเป็นอัตราส่วนเดิมปีด้วยตัวเลข 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 ใช้อัดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือแต่เพียงบางส่วน และไม่ในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยมิได้รับอนุญาต การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแกลงข้อเท็จจริง หรือค่าเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้หนึ่งๆ หรือของบริษัทหนึ่งๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน 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 หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆโดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: <http://www.trisrating.com/th/rating-information-th2/rating-criteria.html>