

# บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 207/2562

20 ธันวาคม 2562

## CORPORATES

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

วันที่ทบทวนล่าสุด: 25/12/61

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับ เครดิต	แนวโน้มอันดับ เครดิต/ เครดิตพินิจ
25/12/61	A	Stable

ติดต่อ:

รพีพล มหพันธ์  
rapeepol@trisrating.com

เสริมวิทย์ ศรีโยธา  
sermwit@trisrating.com

ภารัต มัทธโน  
parat@trisrating.com

วิยดา ประทุมสุวรรณ, CFA  
wiyada@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

## เหตุผล

ทริสเรทติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ "A" พร้อมทั้งคงอันดับเครดิตหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันของบริษัทที่ระดับ "A-" ด้วย โดยหุ้นกู้ดังกล่าวมีอันดับเครดิตต่ำกว่าอันดับเครดิตองค์กรของบริษัทอยู่ 1 ระดับเนื่องจากมีลักษณะการด้อยสิทธิทางโครงสร้าง (Structural Subordination) เมื่อเทียบกับเงินกู้ปัจจุบันของบริษัทย่อย

อันดับเครดิตสะท้อนถึงสถานะหนึ่งในผู้นำด้านการผลิตไฟฟ้าในประเทศไทย ตลอดจนการลงทุนที่มีการกระจายความเสี่ยงที่ดี กระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้จากการมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (หรือ กฟผ. ซึ่งได้รับการจัดอันดับเครดิตที่ระดับ "AAA" จากทริสเรทติ้ง) รวมถึงผลงานในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้าที่ได้รับการยอมรับ อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตลดลงจากภาวะเงินกู้ที่เพิ่มขึ้นในช่วงของการขยายงานจำนวนมาก

## ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

### มีสถานะเป็นผู้นำในตลาด

บริษัทเป็นหนึ่งในผู้นำด้านการผลิตไฟฟ้าในประเทศไทย โดยมีกำลังการผลิตติดตั้งที่คิดตามสัดส่วนการลงทุนในโรงไฟฟ้าซึ่งดำเนินงานแล้วอยู่ที่ 2,701 เมกะวัตต์ (Megawatts Equity -- MWe) และหลังจากพัฒนาโครงการแล้วเสร็จทั้งหมด กำลังการผลิตดังกล่าวของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเกือบ 3 เท่าเป็น 6,906 เมกะวัตต์ ทั้งนี้ โครงการส่วนใหญ่ของบริษัทเป็นโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระ (Independent Power Producer -- IPP) (5,072 เมกะวัตต์ หรือ 73% ของทั้งหมด) และโรงไฟฟ้าระบบผลิตพลังงานร่วมหรือโคเจนเนอเรชัน (Cogeneration) ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (Small Power Producer -- SPP) (1,403 เมกะวัตต์ หรือ 20% ของทั้งหมด)

### กระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้จากการมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กฟผ.

อันดับเครดิตอยู่ภายใต้สมมติฐานในการมีกระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้จากโรงไฟฟ้าของบริษัท ปัจจุบันบริษัทจำหน่ายไฟฟ้าประมาณ 90% ของกำลังการผลิตตามสัดส่วนการลงทุนให้แก่ กฟผ. ภายใต้โครงการ SPP และ IPP โดยหลังจากพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้า IPP ขนาดใหญ่ 2 โครงการซึ่งมีขนาดกำลังการผลิตติดตั้งที่คิดตามสัดส่วนการลงทุนรวมกัน 3,710 เมกะวัตต์แล้วเสร็จในช่วงปลายปี 2567 บริษัทจะเป็นผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนรายใหญ่สุดที่มีโรงไฟฟ้าเชื่อมต่อกับระบบสายส่งไฟฟ้าของ กฟผ.

แต่ละสัญญาที่ทำไว้กับ กฟผ. มีอายุ 25 ปีนับจากวันที่โรงไฟฟ้าเริ่มดำเนินงานเชิงพาณิชย์ สำหรับโครงการ IPP นั้น กฟผ. จะต้องจ่ายค่าความพร้อมจ่าย (Availability Payment - AP) เต็มจำนวนให้แก่บริษัททราบเท่าที่บริษัทสามารถดำรงความพร้อมจ่ายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าได้ตามที่กำหนดไว้ในสัญญา แม้ว่า กฟผ. จะไม่ส่งจ่ายไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้า IPP ของบริษัท แต่ กฟผ. ก็ยังคงต้องจ่ายชำระในส่วน of ค่า AP ส่วนสัญญาซื้อขายไฟฟ้าของ SPP นั้นจะแตกต่างออกไปเล็กน้อย โดยภายใต้สัญญา SPP นั้น กฟผ. จะต้องส่งจ่ายไฟฟ้าไม่ต่ำกว่า 80% ของกำลังการผลิตตามสัญญาซึ่งคำนวณจากจำนวนชั่วโมงที่สามารถดำเนินงานได้ ทั้งโรงไฟฟ้า IPP และ SPP นั้นต่างก็มีกลไกในการส่งผ่านต้นทุนเชื้อเพลิงก๊าซธรรมชาติ ส่งผลให้กระแสเงินสดที่ได้จากโรงไฟฟ้าเหล่านี้สามารถคาดการณ์ได้

### การลงทุนที่มีการกระจายความเสี่ยงที่ดี

การลงทุนในโรงไฟฟ้าของบริษัทนั้นมีการกระจายความเสี่ยงที่ดี บริษัทลงทุนในโรงไฟฟ้ามากกว่า 30 แห่งทั้งในประเทศและต่างประเทศ โรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงถือเป็นสินทรัพย์หลักของบริษัทในการผลิตไฟฟ้าโดยคิดเป็นสัดส่วน 93% หรือ 6,450 เมกะวัตต์ของกำลังการผลิตไฟฟ้า

ในขณะที่กำลังการผลิตส่วนที่เหลืออีก 456 เมกะวัตต์เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมในประเทศเวียดนาม (430 เมกะวัตต์) และโรงไฟฟ้าชีวมวลในประเทศไทย (25 เมกะวัตต์) บริษัทขยายการลงทุนไปในต่างประเทศในช่วงที่ผ่านมาซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์การเติบโตของบริษัท

โรงไฟฟ้าของบริษัทที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในเขตภาคกลางและภาคตะวันออกของประเทศไทย โดยจำแนกเป็นโรงไฟฟ้าโคเจนเนอเรชันภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็กจำนวน 19 แห่งซึ่งมีกำลังการผลิตติดตั้งที่คิดตามสัดส่วนการลงทุน 1,256 เมกะวัตต์ และโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วม (Combined-cycle) ภายใต้โครงการ IPP อีก 4 แห่งซึ่งมีกำลังการผลิตติดตั้งที่คิดตามสัดส่วนการลงทุน 5,072 เมกะวัตต์ โรงไฟฟ้าโคเจนเนอเรชันนั้นตั้งกระจายอยู่ในนิคมอุตสาหกรรมในพื้นที่ภาคกลางและระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (Eastern Economic Corridor) จำนวน 7 โรง ในขณะที่โรงไฟฟ้า IPP นั้นตั้งอยู่ในจังหวัดสระบุรี อุตรดิตถ์ และระยอง

### มีประวัติการดำเนินงานโรงไฟฟ้า IPP และ SPP ที่น่าเชื่อถือ

คณะผู้บริหารและคณะผู้ปฏิบัติการของบริษัทมีประสบการณ์ในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้าในประเทศไทยมากกว่า 20 ปี คณะผู้บริหารได้แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารโครงการโดยทุกโครงการของบริษัทที่ปัจจุบันเปิดดำเนินงานแล้วล้วนมีประวัติการเปิดดำเนินงานได้ตรงตามเวลาและภายในงบประมาณที่กำหนดไว้ทั้งสิ้น ซึ่งผลงานเหล่านี้ช่วยสร้างความมั่นใจได้ว่าโครงการที่บริษัทกำลังพัฒนาอยู่ในปัจจุบันจะสามารถเปิดดำเนินงานได้ตรงตามเวลาที่กำหนดไว้ นอกจากนี้ โรงไฟฟ้า SPP และ IPP ของบริษัทยังสามารถตรงความพร้อมจ่ายได้สูงกว่าเป้าหมายอย่างต่อเนื่องอีกด้วย

โรงไฟฟ้าของบริษัทใช้เทคโนโลยีที่ผ่านการพิสูจน์แล้วจากผู้ผลิตที่มีชื่อเสียง เช่น Siemens รวมถึง GE และ Mitsubishi นอกจากนี้ บริษัทยังมีสัญญาให้บริการซ่อมบำรุงและจัดหาอะไหล่ระยะยาว (Long-term Service Agreements - LTSA) และสัญญาจัดหาอะไหล่ระยะยาว (Long-term Parts Agreement - LTPA) กับผู้ผลิตอีกด้วย โดยสัญญาบริการต่าง ๆ เหล่านี้มีอายุเท่ากับสัญญาซื้อขายไฟฟ้า การมีสัญญาบริการเหล่านี้ช่วยเพิ่มความมั่นใจในการรับบริการซ่อมบำรุงรักษาอุปกรณ์หลัก ๆ ของโรงไฟฟ้า รวมถึงช่วยบรรเทาความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาอุปกรณ์ต่าง ๆ ที่สำคัญ การมีพอร์ตไฟฟ้าขนาดใหญ่ยังช่วยให้บริษัทได้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดและเทอมการค้าที่ดีจากผู้ผลิต นอกจากนี้ การมีโรงไฟฟ้า SPP ที่มีรูปแบบเหมือนกันรวมถึงการบริหารจัดการอะไหล่แบบรวมศูนย์ยังช่วยให้บริษัทมีอะไหล่ที่เพียงพอและยังสามารถบริหารต้นทุนให้มีประสิทธิภาพได้อีกด้วย

### ความเสี่ยงจากการก่อสร้างบรรเทาลงได้จากการมีผู้รับเหมาที่มีชื่อเสียง

ปัจจุบันบริษัทมีโครงการพัฒนาโรงไฟฟ้าอยู่หลายโครงการ บริษัทมีวิธีบรรเทาความเสี่ยงจากการก่อสร้างโรงไฟฟ้าโดยการลงนามในสัญญาจ้างงานวิศวกรรม การจัดหาเครื่องจักรและอุปกรณ์ และงานก่อสร้าง (Engineering, Procurement, and Construction -- EPC) กับผู้รับเหมาที่มีชื่อเสียง โดยบริษัทได้เลือก Toyo Engineering Corporation เป็นผู้รับเหมา EPC สำหรับโรงไฟฟ้า SPP ส่วนใหญ่ของบริษัท โดยทุกโครงการก่อสร้างแล้วเสร็จตามเป้าหมายและอยู่ภายใต้งบประมาณที่กำหนดไว้ Mitsubishi Hitachi Power System (MHPS) ก็เป็นอีกรายหนึ่งที่ได้รับคัดเลือกให้เป็นผู้รับเหมา EPC สำหรับโรงไฟฟ้า IPP แห่งใหม่ของบริษัทจำนวน 2 แห่งด้วยเช่นกัน ซึ่ง MHPS มีประวัติผลงานที่ดีโดยได้เคยก่อสร้างโรงไฟฟ้า IPP ให้แก่บริษัทมาแล้ว 2 แห่งและสามารถก่อสร้างได้แล้วเสร็จตามเป้าหมายและอยู่ภายใต้งบประมาณที่กำหนดไว้เช่นกัน บริษัทเพิ่งลงนามในสัญญาจ้างเหมา EPC กับ PowerChina HDEC- INTL Consortium สำหรับโรงไฟฟ้าพลังงานลมในประเทศเวียดนาม โดย PowerChina HDEC- INTL Consortium ประกอบไปด้วย PowerChina Huadong Engineering Corporation Limited และ PowerChina International Group Limited ซึ่งทั้งคู่เป็นบริษัทที่ถือหุ้นโดยรัฐบาลจีนกลุ่ม PowerChina มีประสบการณ์มากมายในงานก่อสร้างโรงไฟฟ้าหลากหลายประเภทรวมถึงโรงไฟฟ้าพลังงานลม

### การขยายธุรกิจไปประเทศเวียดนามเพื่อการเติบโต

บริษัทเพิ่งริเริ่มพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในประเทศเวียดนามโดยมีขนาดกำลังการผลิตติดตั้งที่คิดตามสัดส่วนการลงทุนรวมกันทั้งหมด 430 เมกะวัตต์ ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์การเติบโตของบริษัท โดยโครงการดังกล่าวประกอบไปด้วยโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์จำนวน 3 แห่ง (135 เมกะวัตต์) และโรงไฟฟ้าพลังงานลมจำนวน 1 แห่ง (295 เมกะวัตต์) ซึ่งโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 2 แห่งแรกขนาดกำลังการผลิตรวมกัน 107 เมกะวัตต์นั้นดำเนินงานแล้ว ขณะที่โครงการที่เหลือมีกำหนดเปิดดำเนินงานเชิงพาณิชย์ในปี 2563 และ 2564 ผลการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 2 แห่งแรกเป็นที่น่าพอใจ โดยตั้งแต่เริ่มดำเนินงานในช่วงครึ่งแรกของปี 2562 ปริมาณไฟฟ้าที่ผลิตได้ก็สูงกว่าปริมาณไฟฟ้าที่คาดว่าจะผลิตได้ตามความน่าจะเป็นที่ระดับ 75% (ระดับ P75)

โครงการโรงไฟฟ้าในประเทศเวียดนามมีความเสี่ยงหลายประการ โดยบริษัทต้องเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบต่าง ๆ การบังคับใช้สัญญาโครงสร้างพื้นฐานที่ยังไม่เพียงพอ รวมถึงความล่าช้าของงานก่อสร้าง ทริสเรทติ้งยังเห็นว่าสถานะเครดิตของการไฟฟ้าเวียดนาม (Vietnam Electricity หรือ EVN) ที่รัฐเป็นผู้ถือหุ้นนั้นยังไม่แข็งแกร่งเท่ากับผู้รับซื้อไฟฟ้าในประเทศไทยที่รัฐเป็นผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ ระบบสายส่งไฟฟ้าของประเทศเวียดนามในบางจังหวัดโดยเฉพาะบิ่นห์ถ่วนและนินห์ถ่วนนั้นก็กำลังเผชิญกับปัญหาความสามารถในการรองรับปริมาณกระแสไฟฟ้า ซึ่งจะต้องใช้เวลาในการพัฒนาอีกอย่างน้อย 2 ปีตามความเห็นของทริสเรทติ้ง

เงินลงทุนรวมของบริษัทในประเทศเวียดนามคิดเป็นสัดส่วนต่ำกว่า 10% ของพอร์ตไฟฟ้าทั้งหมดเมื่อโครงการโรงไฟฟ้าทุกแห่งดำเนินงานแล้ว โดยทริสเรทติ้งมองว่าโครงการต่าง ๆ ของบริษัทในประเทศเวียดนามจะมีความเสี่ยงในการถูกจำกัดการรับซื้อไฟฟ้าไม่สูงนักเมื่อพิจารณาจากที่ตั้งของโครงการ

## การขยายไปสู่การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน

บริษัทเพิ่งขยายไปสู่ธุรกิจใหม่ผ่านทาง บริษัท กัลฟ์ เอ็มทีพี แอลเอ็นจี เทอร์มินอล จำกัด โดยอยู่ระหว่างพัฒนาโครงการท่าเรืออุตสาหกรรมมาบตาพุด ระยะที่ 3 ภายใต้สัญญาร่วมลงทุนระหว่างหน่วยงานภาครัฐและเอกชน (Public Private Partnership: PPP) กับการนิคมอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ทั้งนี้ บริษัท กัลฟ์ เอ็มทีพี แอลเอ็นจี เทอร์มินอล จำกัด เป็นบริษัทร่วมทุนระหว่างบริษัท และ บริษัท พีทีที แทงค์ เทอร์มินัล จำกัด โครงการซึ่งมีมูลค่ากว่า 4 หมื่นล้านบาทนี้ประกอบด้วยงานออกแบบและก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐาน (งานขุดลอกและถมทะเล) และงานก่อสร้างท่าเทียบเรือก๊าซและสถานีรับจ่ายก๊าซธรรมชาติเหลว เนื่องจากโครงการนี้อยู่ในช่วงแรกของการพัฒนา ทริสเรทติ้งจึงรวมเฉพาะงานออกแบบและก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานไว้ในประมาณการ โดยบริษัทร่วมทุนดังกล่าวจะได้รับเงินจำนวนปีละประมาณ 1 พันล้านบาทจากการนิคมอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทยเป็นเวลา 30 ปี นับตั้งแต่งานออกแบบและก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานแล้วเสร็จซึ่งกำหนดไว้ในปี 2566 เมื่อพิจารณาจากนโยบายของบริษัทแล้ว บริษัทมีแนวโน้มที่จะลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานที่ไม่มีความเสี่ยงในด้านตลาด รวมถึงสร้างผลกำไรคงที่และกระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้ ทั้งนี้ ทริสเรทติ้งคาดว่าจะรายได้จากโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานจะมีขนาดไม่มากนักในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า

### ภาระหนี้เพิ่มขึ้นจากการขยายงานขนาดใหญ่

บริษัทมีการลงทุนขนาดใหญ่ในระหว่างปี 2562-2567 ซึ่งน่าจะใช้เงินลงทุนทั้งสิ้นประมาณ 1.42 แสนล้านบาท โดยประมาณ 9.1 หมื่นล้านบาทจะใช้ก่อสร้างโรงไฟฟ้า IPP ทั้ง 2 แห่งให้แล้วเสร็จ ประมาณ 2.4 หมื่นล้านบาทจะใช้ลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในประเทศเวียดนาม ประมาณ 1.7 หมื่นล้านบาทจะใช้ลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐาน (ท่าเรืออุตสาหกรรมมาบตาพุดระยะที่ 3 และมอเตอร์เวย์สาย M6 และสาย M81) ส่วนที่เหลืออีกประมาณ 1 หมื่นล้านบาทจะใช้ลงทุนในโครงการอื่น ๆ

เมื่อพิจารณาถึงจำนวนโครงการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง ทริสเรทติ้งคาดว่าภาระหนี้ของบริษัทจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 3 ปีข้างหน้า โดยทริสเรทติ้งประมาณการว่าอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนของบริษัทจะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ประมาณ 73% ในปี 2565 จาก 56.2% ณ เดือนกันยายน 2562 อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย จะเพิ่มขึ้นถึงจุดสูงสุดที่ประมาณ 10 เท่า และจะเริ่มปรับตัวดีขึ้นในปี 2565 จนมาอยู่ในระดับที่ผ่อนคลายลงที่ 4-5 เท่าภายในปี 2568 เมื่อโครงการโรงไฟฟ้าทั้งหมดของบริษัทเปิดดำเนินงาน ทั้งนี้ โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในประเทศเวียดนามได้รับการสนับสนุนทางการเงินจากผู้รับเหมาก่อสร้าง ในกรณีนี้ บริษัทจะจ่ายค่าก่อสร้างส่วนใหญ่หลังจากโครงการได้เปิดดำเนินงานแล้ว ซึ่งจะช่วยลดแรงกดดันต่ออัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ในช่วงของการก่อสร้าง

### ช่วงเก็บเกี่ยวผลกำไรจะเริ่มตั้งแต่ปี 2568 เป็นต้นไป

คาดว่าบริษัทจะเริ่มรับรู้ผลกำไรจากโรงไฟฟ้า SPP และ IPP ได้อย่างเต็มที่ตั้งแต่ปี 2568 เป็นต้นไป โดยโรงไฟฟ้า IPP แห่งใหม่ทั้งสองจะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโต ทั้งนี้ ทริสเรทติ้งคาดว่าจะรายได้จากการดำเนินงานรวมจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเป็นประมาณ 1 แสนล้านบาทในปี 2568 จากเกือบ 3 หมื่นล้านบาทในปี 2562 ขณะที่กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายจะเพิ่มขึ้น 3 เท่าเป็นประมาณ 3 หมื่นล้านบาทในปี 2568 จากเกือบ 1 หมื่นล้านบาทในปี 2562

ทริสเรทติ้งคาดว่าผลการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าของบริษัทจะยังคงน่าพอใจเมื่อพิจารณาจากประวัติการดำเนินงานโรงไฟฟ้า IPP และ SPP เนื่องจากกระแสเงินสดที่ได้จากโรงไฟฟ้า IPP และ SPP สามารถคาดการณ์ได้ อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้จึงมีแนวโน้มที่จะทรงตัวอยู่ในระดับสูงกว่า 30% ในช่วงไม่กี่ปีข้างหน้า

### สภาพคล่องยังจัดการได้

ทริสเรทติ้งเชื่อว่าบริษัทจะสามารถจัดการกับสภาพคล่องได้อย่างเหมาะสม โดยเงินทุนจากการดำเนินงานน่าจะเพียงพอที่จะรองรับภาระหนี้ระยะยาวที่จะครบกำหนดในแต่ละปีได้ ทั้งนี้ ในช่วง 3 ปีข้างหน้า เงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทคาดว่าจะอยู่ที่ระดับประมาณ 7-13 พันล้านบาทต่อปี ในขณะที่บริษัทต้องชำระคืนหนี้ระยะยาวจำนวน 3-5 พันล้านบาทต่อปี นอกจากนี้ บริษัทยังมีวงเงินกู้ที่ยังไม่ได้ออกใช้รวมทั้งเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด ณ เดือนกันยายน 2562 รวมกันอีกประมาณ 2 หมื่นล้านบาทสำหรับเป็นแหล่งเงินสดได้อีกทางหนึ่งด้วย

บริษัทมีข้อกำหนดทางการเงินสำหรับหุ้นกู้ โดยบริษัทต้องชำระอัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยสุทธิต่อหุ้นที่ไม่เกิน 3.5 เท่า ซึ่งอัตราส่วนดังกล่าว ณ เดือนกันยายน 2562 อยู่ที่ 1.3 เท่า ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะสามารถปฏิบัติตามข้อกำหนดดังกล่าว

### สมมติฐานพื้นฐาน

- กำลังการผลิตติดตั้งรวมของโรงไฟฟ้าที่ติดตามสัดส่วนการลงทุนและเปิดดำเนินงานแล้วจะเพิ่มขึ้นเป็น 5,000 เมกะวัตต์ในอีก 3 ปีข้างหน้า
- รายได้จากการดำเนินงานรวมจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็น 6.23 หมื่นล้านบาทในปี 2565
- อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้จะอยู่ในระดับที่สูงกว่า 30%

- เงินลงทุนจะอยู่ในช่วง 2-4 หมื่นล้านบาทต่อปี
- บริษัทได้รับเครดิตระยะยาวในการชำระเงินจากผู้รับเหมาก่อสร้างสำหรับงานก่อสร้างโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในประเทศไทย

**แนวโน้มอันดับเครดิต**

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนถึงการคาดการณ์ของทริสเรตติ้งว่าโรงไฟฟ้าของบริษัทจะมีการดำเนินงานอย่างราบรื่นและสามารถสร้างกระแสเงินสดได้ตามแผน ในขณะที่โรงไฟฟ้าที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างนั้นคาดว่าจะสามารถเปิดดำเนินงานได้ตามกำหนดการ

**ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง**

โอกาสที่บริษัทจะได้รับการปรับอันดับเครดิตเพิ่มในระยะ 12-24 เดือนข้างหน้ามีค่อนข้างจำกัด ในขณะที่ปัจจัยที่อาจมีผลต่อการลดอันดับเครดิตอาจเกิดจากผลของการพัฒนาโรงไฟฟ้าใหม่ ๆ ของบริษัทที่ล่าช้าไปจากกำหนดการอย่างมีนัยสำคัญจนกระทบต่อกระแสเงินสดที่คาดการณ์ไว้ นอกจากนี้ การลงทุนขนาดใหญ่ที่ใช้การก่อสร้างทำให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทอ่อนแอลงไปอย่างมีนัยสำคัญก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่จะกดดันอันดับเครดิตของบริษัทได้

**ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ\***

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-ก.ย. 2562	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
		2561	2560	2559	2558
รายได้จากการดำเนินงานรวม	22,044	17,184	4,370	257	692
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	6,985	5,926	4,267	999	(337)
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	7,007	7,838	2,724	(426)	(411)
เงินทุนจากการดำเนินงาน	4,900	4,700	(173)	(2,041)	(1,225)
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	2,113	3,159	2,952	1,663	774
เงินลงทุน	10,306	18,558	19,016	19,831	8,135
สินทรัพย์รวม	130,566	123,669	100,652	59,816	20,822
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	61,995	51,542	36,308	49,821	15,593
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	48,233	44,788	39,348	3,782	2,495
<b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>					
อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (%)	31.78	45.61	62.34	(165.57)	(59.33)
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	7.39 **	5.60	5.54	2.59	(2.28)
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	3.32	2.48	0.92	(0.26)	(0.53)
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	6.44 **	6.58	13.33	(117.06)	(37.97)
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	10.71 **	9.12	(0.48)	(4.10)	(7.86)
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	56.24	53.51	47.99	92.94	86.21

\* งบการเงินรวม

\*\* ปรับเป็นอัตราส่วนเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

**เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง**

- วิธีการจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 26 กรกฎาคม 2562
- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงิน, 5 กันยายน 2561

บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (GULF)

อันดับเครดิตองค์กร:	A
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
GULF221A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2565	A-
GULF241A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,500 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2567	A-
GULF261A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2569	A-
GULF291A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2572	A-
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2562 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้อัดเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ในรูปแบบหรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแถลงข้อเท็จจริง หรือคำแนะนำให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน 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: [www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria](http://www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria)