

# บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 3/2564

19 มกราคม 2564

## CORPORATES

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

วันที่ทบทวนล่าสุด: 31/07/63

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับ	แนวโน้มอันดับ
	เครดิต	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

\* รายงานนี้เป็นเพียงส่วนหนึ่งของรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## เหตุผล

ทริสเรทติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ "A" พร้อมทั้งคงอันดับเครดิตหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันของบริษัทที่ระดับ "A-" โดยแนวโน้มอันดับเครดิตยังคง "Stable" หรือ "คงที่" ทั้งนี้ อันดับเครดิตหุ้นกู้ที่ต่ำกว่าอันดับเครดิตองค์กรอยู่ 1 ขั้นนั้นสะท้อนการด้อยสิทธิทางโครงสร้างในสิทธิเรียกร้องของหุ้นกู้เมื่อเทียบกับภาวะเงินกู้ของบริษัทย่อยของบริษัทอื่นเนื่องมาจากสถานะของบริษัทที่เป็นบริษัทโฮลดิ้ง

อันดับเครดิตสะท้อนถึงสถานะของบริษัทที่เป็นหนึ่งในผู้นำในธุรกิจผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย ตลอดจนการลงทุนที่มีการกระจายความเสี่ยงที่ดี กระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้จากการมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (หรือ กฟผ. ซึ่งได้รับการจัดอันดับเครดิตที่ระดับ "AAA/Stable" จากทริสเรทติ้ง) รวมถึงผลงานในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้าที่ได้รับการยอมรับ อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตลดลงเนื่องจากความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการขยายธุรกิจไปในต่างประเทศของบริษัทและการมีภาระเงินกู้ที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม การเพิ่มทุนเมื่อเร็ว ๆ นี้ก็ช่วยลดแรงกดดันจากการเพิ่มขึ้นของภาระเงินกู้ในช่วงที่มีการลงทุนจำนวนมากได้

## ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

### มีสถานะเป็นผู้นำตลาด

บริษัทเป็นหนึ่งในผู้นำในธุรกิจผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย โดยบริษัทมีกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการลงทุนในโรงไฟฟ้าซึ่งดำเนินงานแล้วอยู่ที่ 2,959 เมกะวัตต์ (Megawatts Equity -- MWe) และหลังจากพัฒนาโครงการแล้วเสร็จทั้งหมดแล้ว กำลังการผลิตดังกล่าวของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเกือบ 3 เท่า เป็น 7,998 เมกะวัตต์ ทั้งนี้ กำลังการผลิตของบริษัทมีแนวโน้มที่จะเพิ่มมากขึ้นเมื่อพิจารณาจากกลยุทธ์การเติบโตและโครงการใหม่ที่มีความเป็นไปได้หลายโครงการของบริษัท เช่น โครงการโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเหลวเป็นเชื้อเพลิงในประเทศเวียดนามและโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำในประเทศลาว ในกรณีนี้ ทริสเรทติ้งยังไม่ได้คาดการณ์โครงการที่มีความเป็นไปได้เหล่านี้เข้ามารวมในประมาณการ

### การลงทุนที่มีการกระจายความเสี่ยงที่ดี

การลงทุนในโรงไฟฟ้าของบริษัทนั้นมีการกระจายความเสี่ยงที่ดี บริษัทลงทุนในโรงไฟฟ้าจำนวน 35 แห่งทั้งในประเทศและต่างประเทศ โรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงถือเป็นสินทรัพย์หลักของบริษัทโดยคิดเป็นสัดส่วน 92% หรือมีขนาด 7,338 เมกะวัตต์ของกำลังการผลิตตามสัดส่วนการลงทุน ในขณะที่กำลังการผลิตส่วนที่เหลืออีก 659 เมกะวัตต์เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนซึ่งประกอบไปด้วยโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมหลายแห่งในประเทศเวียดนาม (401 เมกะวัตต์) โรงไฟฟ้าพลังงานลม 1 แห่งในประเทศเยอรมนี (232 เมกะวัตต์) และโรงไฟฟ้าชีวมวล 1 แห่งในประเทศไทย (25 เมกะวัตต์)

โรงไฟฟ้าของบริษัทที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในเขตภาคกลางและภาคตะวันออกของประเทศไทย โดยจำแนกเป็นโรงไฟฟ้าระบบผลิตพลังงานร่วมหรือโคเจนเนอเรชัน (Cogeneration) ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (Small Power Producer -- SPP) จำนวน 19 แห่งซึ่งมีกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการลงทุน 1,231 เมกะวัตต์และโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วม (Combined-cycle) ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระ (Independent Power Producer -- IPP) จำนวน 6 แห่งซึ่งมีกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการลงทุน 5,947 เมกะวัตต์ โดยได้รวมกำลังการผลิตที่เพิ่มเติมเข้ามาจากโรงไฟฟ้า IPP ใหม่ 2 แห่ง คือ "หินกอง พาวเวอร์" และ "บุรพา พาวเวอร์" อีกจำนวน 875 เมกะวัตต์ด้วย โรงไฟฟ้าโคเจนเนอเรชันนั้นตั้งอยู่ในนิคมอุตสาหกรรมต่าง ๆ ทั้งในพื้นที่ภาคกลางและในเขตระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (Eastern Economic Corridor -- EEC) จำนวน 7 โรง ในขณะที่

โรงไฟฟ้า IPP นั้นตั้งอยู่ในจังหวัดสระบุรี อยุธยา ระยอง ราชบุรี และฉะเชิงเทรา

กระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้จากการมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กฟผ.

อันดับเครดิตสะท้อนถึงกระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้จากโรงไฟฟ้าของบริษัท ปัจจุบันบริษัทจำหน่ายไฟฟ้าประมาณ 90% ของกำลังการผลิตตามสัดส่วนการลงทุนให้แก่ กฟผ. ภายใต้โครงการ SPP และ IPP โดยแต่ละสัญญาที่ทำกับ กฟผ. มีอายุ 25 ปีนับจากวันที่โรงไฟฟ้าเริ่มดำเนินงานเชิงพาณิชย์ สำหรับโครงการ IPP นั้น กฟผ. จะต้องจ่ายค่าความพร้อมจ่าย (Availability Payment -- AP) เต็มจำนวนให้แก่บริษัทตราบเท่าที่บริษัทสามารถดำรงความพร้อมจ่ายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าได้ตามที่กำหนดไว้ในสัญญา และแม้ว่า กฟผ. จะไม่ส่งจ่ายไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้า IPP ของบริษัท กฟผ. ก็ยังคงต้องจ่ายชำระในส่วนของค่า AP ให้แก่บริษัท ส่วนสัญญาซื้อขายไฟฟ้าภายใต้โครงการ SPP นั้นจะแตกต่างออกไปเล็กน้อย โดยสัญญา SPP นั้น กฟผ. จะต้องส่งจ่ายไฟฟ้าไม่ต่ำกว่า 80% ของกำลังการผลิตตามสัญญาซึ่งคำนวณจากจำนวนชั่วโมงที่สามารถดำเนินงานได้ ทั้งโรงไฟฟ้า IPP และ SPP นั้นต่างก็มีกลไกในการส่งผ่านต้นทุนเชื้อเพลิงก๊าซธรรมชาติเช่นเดียวกัน ซึ่งส่งผลให้กระแสเงินสดที่ได้จากโรงไฟฟ้าเหล่านี้สามารถคาดการณ์ได้

**มีประวัติผลงานในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้า IPP และ SPP ที่น่าเชื่อถือ**

คณะผู้บริหารและผู้ปฏิบัติการของบริษัทมีประสบการณ์ในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้าในประเทศไทยมากกว่า 20 ปี คณะผู้บริหารยังคงมีผลงานที่แสดงถึงความสามารถในการบริหารโครงการเช่นเดิม โดยทุกโครงการของบริษัทที่ปัจจุบันเปิดดำเนินงานแล้วนั้นล้วนพัฒนาแล้วเสร็จสมบูรณ์ได้ภายในกำหนดเวลาและงบประมาณที่ตั้งไว้ ซึ่งผลงานเหล่านี้ช่วยสร้างความมั่นใจได้ว่าโครงการที่บริษัทกำลังพัฒนาอยู่ในปัจจุบันจะแล้วเสร็จสมบูรณ์ตามกำหนดเวลา นอกจากนี้ โรงไฟฟ้า SPP และ IPP ของบริษัทยังสามารถดำรงความพร้อมจ่ายได้สูงเกินกว่าเป้าหมายอย่างต่อเนื่องอีกด้วย

บริษัทบรรเทาความเสี่ยงในการพัฒนาโครงการด้วยการลงนามในสัญญารับเหมางานวิศวกรรม การจัดหาเครื่องจักรและอุปกรณ์ และงานก่อสร้าง (Engineering, Procurement, and Construction -- EPC) กับผู้รับเหมาที่มีชื่อเสียง เช่น Toyo Engineering Corporation และ Mitsubishi Hitachi Power System (MHPS) ในขณะเดียวกัน โรงไฟฟ้าของบริษัทยังใช้เทคโนโลยีที่ผ่านการพิสูจน์แล้วจากผู้ผลิตที่มีชื่อเสียง อาทิ Siemens รวมทั้ง GE และ Mitsubishi เพื่อให้มั่นใจว่าการดำเนินงานจะเป็นไปอย่างเหมาะสมราบรื่น นอกจากนี้ บริษัทยังมีสัญญาให้บริการซ่อมบำรุง (Long-term Service Agreements -- LTSA) และสัญญาจัดหาอะไหล่ระยะยาว (Long-term Parts Agreement -- LTPA) กับผู้ผลิตเครื่องจักรอุปกรณ์อีกด้วย โดยสัญญาบริการต่าง ๆ เหล่านี้ซึ่งมีอายุเท่ากับสัญญาซื้อขายไฟฟ้าจะช่วยสร้างความมั่นใจในการรับบริการซ่อมบำรุงรักษาอุปกรณ์หลัก ๆ ของโรงไฟฟ้าและช่วยลดความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาอะไหล่ต่าง ๆ ทั้งนี้ การมีสินทรัพย์โรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ดังกล่าวยังช่วยให้บริษัทได้ประโยชน์จากการประหยัดจากขนาดและได้รับเงื่อนไขทางการค้าที่ดีจากผู้ผลิต นอกจากนี้ การมีโรงไฟฟ้า SPP ที่มีรูปแบบเหมือนกันรวมถึงการบริหารจัดการอะไหล่แบบรวมศูนย์ยังช่วยให้บริษัทมีอะไหล่ที่เพียงพอและยังสามารถบริหารต้นทุนให้มีประสิทธิภาพได้อีกด้วย

**ความเสี่ยงจากการขยายธุรกิจ在不同ประเทศ**

บริษัทมีการขยายธุรกิจไปในต่างประเทศอย่างต่อเนื่องซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์การเติบโตของบริษัท โดยบริษัทได้ริเริ่มพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนที่มีขนาดกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการลงทุนรวม 401 เมกะวัตต์ในประเทศเวียดนาม โครงการดังกล่าวประกอบไปด้วยโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 2 แห่ง (107 เมกะวัตต์) และโรงไฟฟ้าพลังน้ำ 1 แห่ง (295 เมกะวัตต์) ซึ่งโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ทั้ง 2 แห่งนั้นเปิดดำเนินงานแล้วและมีผลการดำเนินงานที่น่าพอใจ โดยตั้งแต่เริ่มดำเนินงานในช่วงครึ่งแรกของปี 2562 ปริมาณไฟฟ้าที่ผลิตได้ก็สูงกว่าปริมาณไฟฟ้าที่คาดว่าจะผลิตได้ตามความน่าจะเป็นที่ระดับ 50% (ระดับ P50) นอกจากประเทศเวียดนามแล้ว เมื่อเร็ว ๆ นี้บริษัทยังได้เข้าซื้อหุ้นสัดส่วน 50% ในโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำแห่งหนึ่งที่กำลังสร้างเสร็จและมีรายได้แล้วในประเทศเยอรมนีซึ่งมีขนาดกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการลงทุนที่ 232 เมกะวัตต์อีกด้วย บริษัทเริ่มรับรู้รายได้จากโครงการในประเทศเยอรมนีในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี 2563 และคาดว่าโรงไฟฟ้าแห่งนี้จะมีผลการดำเนินงานที่ดีเมื่อพิจารณาจากประวัติผลการดำเนินงาน บริษัทน่าจะยังคงขยายการลงทุนในต่างประเทศต่อไปเพื่อสร้างโอกาสเติบโต อย่างไรก็ตาม เงินลงทุนในต่างประเทศน่าจะยังคงเป็นสัดส่วนต่ำกว่า 15% ของการลงทุนทั้งหมดของบริษัทตามประมาณการของทริสเรตติ้ง

โครงการโรงไฟฟ้าในต่างประเทศมักมีความเสี่ยงที่สูงกว่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดเกิดใหม่ที่เติบโตเร็วอย่างประเทศเวียดนาม ความเสี่ยงที่เห็นได้ชัดนั้นประกอบด้วยการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบต่าง ๆ การบังคับใช้สัญญา และโครงสร้างพื้นฐานที่ยังไม่เพียงพอ ทริสเรตติ้งยังเห็นว่าสถานะเครดิตของการไฟฟ้าเวียดนาม (Vietnam Electricity หรือ EVN) ที่รัฐเป็นผู้ถือหุ้นนั้นยังไม่แข็งแกร่งเท่ากับผู้รับซื้อไฟฟ้าในประเทศไทยที่รัฐบาลเป็นผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ระบบสายส่งไฟฟ้าของประเทศเวียดนามในบางจังหวัด เช่น บินห์ถ่วน (Binh Thuan) และนินห์ถ่วน (Ninh Thuan) นั้นยังต้องได้รับการปรับปรุงเพื่อป้องกันปัญหาการรับซื้อไฟฟ้าไม่ครบตามสัญญาอีกด้วย อย่างไรก็ตาม เมื่อโครงการโรงไฟฟ้าทุกแห่งเปิดดำเนินงานแล้วทริสเรตติ้งคาดว่าเงินลงทุนในประเทศเวียดนามจะคิดเป็นสัดส่วนต่ำกว่า 10% ของพอร์ตการลงทุนในโรงไฟฟ้าทั้งหมดของบริษัท และโครงการต่าง ๆ ของบริษัทในประเทศเวียดนามน่าจะมีความเสี่ยงจากการกีดกันการรับซื้อไฟฟ้าไม่สูงนักเมื่อพิจารณาจากที่ตั้งของโครงการ ในขณะที่ความเสี่ยงจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำในประเทศเยอรมนีนั้นอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ โดยพันธมิตรธุรกิจของโครงการนี้คือ Ørsted A/S ซึ่งเป็นหนึ่งในบริษัทพลังงานที่ใหญ่ที่สุดในประเทศเดนมาร์กนั้นเป็นผู้ที่มีประสบการณ์สูงในการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำในหลายประเทศ นอกจากนี้ รัฐบาลประเทศเยอรมนียังได้ให้การรับประกันราคาซื้อไฟฟ้าในช่วง 9 ปีแรกของการดำเนินงานโรงไฟฟ้าและรับประกันราคาขั้นต่ำหลังจากนั้นจนถึงปีที่ 20 อีกด้วย

## การขยายธุรกิจไปสู่การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน

บริษัทกำลังขยายไปสู่ธุรกิจใหม่ โดยปัจจุบันบริษัทอยู่ระหว่างการพัฒนาโครงการท่าเรืออุตสาหกรรมมาบตาพุดระยะที่ 3 ภายใต้สัญญาร่วมลงทุนระหว่างหน่วยงานภาครัฐและเอกชน (Public Private Partnership -- PPP) กับการนิคมอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (กนอ.) โดยมี บริษัท กัลฟ์ เอ็มทีพี แอลเอ็นจี เทอร์มินอล จำกัด เป็นผู้ดำเนินงาน ทั้งนี้ บริษัท กัลฟ์ เอ็มทีพี แอลเอ็นจี เทอร์มินอล เป็นบริษัทร่วมทุนระหว่างบริษัทและ บริษัท พีทีที แทงค์ เทอร์มินัล จำกัด โครงการซึ่งมีมูลค่ากว่า 4 หมื่นล้านบาทนี้ประกอบด้วยงานออกแบบและก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐาน (งานขุดลอกและถมทะเล) และงานก่อสร้างท่าเทียบเรือและสถานีรับจ่ายก๊าซธรรมชาติเหลว บริษัทร่วมทุนดังกล่าวจะได้รับผลตอบแทนปีละประมาณ 1 พันล้านบาทจากกนอ. เป็นเวลา 30 ปีนับตั้งแต่งานออกแบบและก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานแล้วเสร็จซึ่งกำหนดไว้ในปี 2566

นอกจากโครงการท่าเรืออุตสาหกรรมมาบตาพุดระยะที่ 3 แล้ว บริษัทยังกำลังพัฒนาโครงการท่าเรือแหลมฉบังระยะที่ 3 โดยมีกิจการร่วมค้าจีพีซี (GPC) เป็นผู้ดำเนินการอีกด้วย โครงการดังกล่าวมีมูลค่าประมาณ 3.2 หมื่นล้านบาท และกิจการร่วมค้าจีพีซีซึ่งประกอบด้วยบริษัท รวมทั้ง บริษัท พีทีที แทงค์ เทอร์มินัล และ China Harbour Engineering Co., Ltd. (CHEC) มีหน้าที่ในการออกแบบ ก่อสร้าง และดำเนินการในส่วนของการท่าเรือ F1 และ F2 โครงการดังกล่าวนี้มีความเสี่ยงด้านการตลาดเนื่องจากผลการดำเนินงานจะขึ้นอยู่กับอุปสงค์ในการขนส่งสินค้า ในฐานะผู้ร่วมทุนบริษัทจะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรและเงินปันผลจากกิจการร่วมค้าดังกล่าว ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะพยายามลดความเสี่ยงด้านอุปสงค์ลงให้มากที่สุดเมื่อพิจารณาจากนโยบายของบริษัทที่เน้นการลงทุนในโครงการที่สร้างผลกำไรคงที่และสร้างกระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้

บริษัทยังอยู่ระหว่างการพัฒนาโครงการมอเตอร์เวย์ 2 สาย (M6 และ M81) โดยมีกิจการร่วมค้าบีจีเอสอาร์ (BGSR) ซึ่งประกอบด้วยบริษัท ร่วมกับ บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจีเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) และ บริษัท ราช กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ดำเนินการ โครงการดังกล่าวจะใช้เงินลงทุนรวมกันประมาณ 1.35 หมื่นล้านบาทเพื่อออกแบบและติดตั้งระบบเก็บค่าผ่านทาง ระบบจัดการจราจร และสิ่งปลูกสร้างอื่น ๆ (ระยะที่ 1) รวมถึงดำเนินการและบำรุงรักษาโครงการ (ระยะที่ 2) ทั้งนี้ กิจการร่วมค้าบีจีเอสอาร์ จะไม่มีความเสี่ยงด้านอุปสงค์การจราจรเนื่องจากจะได้รับผลตอบแทนการลงทุนที่คงที่หลังจากโครงการเปิดดำเนินงานในปี 2566-2567 และบริษัทจะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรและเงินปันผลจากกิจการร่วมค้าดังกล่าว เมื่อมองในภาพรวมแล้วทริสเรทติ้งคาดว่าเงินลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานต่าง ๆ จะคิดเป็นสัดส่วนต่ำกว่า 10% ของการลงทุนทั้งหมดของบริษัทในช่วง 3 ปีข้างหน้า

## รายได้และกระแสเงินสดอยู่ในช่วงขาขึ้น

ทริสเรทติ้งคาดการณ์ว่ารายได้และกระแสเงินสดของบริษัทจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 3 ปีข้างหน้า โดยโรงไฟฟ้า IPP ทั้ง 2 แห่งในประเทศไทยและโรงไฟฟ้าพลังงานลมในประเทศเยอรมนีจะเป็นกลไกขับเคลื่อนการเติบโตที่สำคัญ ซึ่งทริสเรทติ้งประมาณการว่ารายได้จากการดำเนินงานรวมของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเกือบ 3 เท่าจนถึงระดับ 9 หมื่นล้านบาทในปี 2566 จากเกือบ 3.2 หมื่นล้านบาทในปี 2563 ในขณะที่กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายของบริษัทน่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 2.7 หมื่นล้านบาทในปี 2566 จากประมาณ 1.1 หมื่นล้านบาทในปี 2563

ทริสเรทติ้งคาดว่าผลการดำเนินงานโรงไฟฟ้าของบริษัทจะยังคงอยู่ในระดับที่น่าพอใจเมื่อพิจารณาจากประวัติผลงาน เนื่องจากกระแสเงินสดที่ได้จากโรงไฟฟ้า IPP และ SPP สามารถคาดการณ์ได้ ทริสเรทติ้งจึงคาดว่าอัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ของบริษัทจะมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับที่สูงกว่า 30% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า

## แรงกดดันจากภาระหนี้จะลดลง

หนี้สินที่มีดอกเบี้ยของบริษัทเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากการลงทุนขนาดใหญ่ โดยนอกเหนือจากโครงการโรงไฟฟ้าที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างแล้ว เมื่อเร็ว ๆ นี้บริษัทยังได้ลงทุนซื้อหุ้นของ บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) ในสัดส่วน 14.4% อีกด้วย ทั้งนี้ บริษัทได้มีการเพิ่มทุนจำนวน 3.2 หมื่นล้านบาทก่อนการลงทุนดังกล่าว ซึ่งทำให้ลดความเสี่ยงเกี่ยวกับระดับการก่อหนี้ที่อาจเพิ่มสูงขึ้นไปได้

ทริสเรทติ้งคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายของบริษัทจะเพิ่มขึ้นถึงระดับสูงสุดที่ประมาณ 10 เท่าในปี 2563 ก่อนที่จะค่อย ๆ ลดลงมาอยู่ที่ประมาณ 6 เท่าในปี 2566 จากการมีกระแสเงินสดที่เพิ่มเข้ามาจากโครงการโรงไฟฟ้า IPP ทั้ง 2 แห่งในประเทศไทยและโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมในประเทศเยอรมนี ในขณะที่โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมในประเทศเวียดนามนั้นได้รับเครดิตทางการเงินจากผู้รับเหมาก่อสร้าง โดยบริษัทจะจ่ายค่าก่อสร้างส่วนใหญ่หลังจากโครงการได้เปิดดำเนินงานแล้วในปี 2564 การได้รับเครดิตทางการเงินดังกล่าวช่วยลดแรงกดดันต่ออัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายให้แก่บริษัทในช่วงระหว่างการก่อสร้าง ทั้งนี้ บงลงทุนรวมของบริษัทคาดว่าจะอยู่ในช่วง 2.5-3.5 หมื่นล้านบาทต่อปีในระยะ 3 ปีข้างหน้า

## สภาพคล่องจะยังคงบริหารจัดการได้

ทริสเรทติ้งเชื่อว่าบริษัทจะสามารถจัดการกับสภาพคล่องทางการเงินได้อย่างเหมาะสม โดยในช่วง 12 เดือนข้างหน้า เงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทคาดว่าจะอยู่ที่ประมาณ 1 หมื่นล้านบาทในขณะที่บริษัทต้องชำระคืนเงินกู้ระยะยาวและหุ้นกู้รวมกันจำนวน 5.8 พันล้านบาท ทั้งนี้ ณ เดือนกันยายน 2563 บริษัทยังมีวงเงินกู้ที่ยังไม่ได้ออกใช้รวมทั้งเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดรวมกันอีกประมาณ 4 หมื่นล้านบาทสำหรับเป็นแหล่งสภาพคล่องเพิ่มเติม

บริษัทต้องดำรงอัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยสุทธิต่อทุนไม่เกิน 3.5 เท่าตามข้อกำหนดทางการเงินของหุ้นกู้ โดยอัตราส่วนดังกล่าวของบริษัท ณ เดือนกันยายน 2563 อยู่ที่ 1.6 เท่า ในกรณีนี้ ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะยังคงสามารถปฏิบัติตามข้อกำหนดดังกล่าวได้ต่อไป

### สมมติฐานพื้นฐาน

- กำลังการผลิตติดตั้งรวมของโรงไฟฟ้าที่คิดตามสัดส่วนการลงทุนและเปิดดำเนินการแล้วจะเพิ่มขึ้นเป็น 6,200 เมกะวัตต์ในอีก 3 ปีข้างหน้า
- รายได้จากการดำเนินงานรวมจะเพิ่มขึ้นถึงระดับ 9 หมื่นล้านบาทในปี 2566
- อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้จะทรงตัวอยู่ในระดับที่สูงกว่า 30%
- เงินลงทุนรวมจะอยู่ในช่วง 2.5-3.5 หมื่นล้านบาทต่อปี
- บริษัทได้รับเครดิตระยะยาวในการชำระหนี้จากผู้รับเหมาก่อสร้างสำหรับโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในประเทศเวียดนาม

### แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนถึงการคาดการณ์ของทริสเรทติ้งว่าโรงไฟฟ้าของบริษัทที่เปิดดำเนินการแล้วจะเดินเครื่องอย่างราบรื่น และสร้างกระแสเงินสดได้ตามแผน ในขณะที่โรงไฟฟ้าที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างนั้นคาดว่าจะสามารถเปิดดำเนินการได้ตามกำหนดการ

### ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตอาจเพิ่มขึ้นได้หากอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายของบริษัทปรับตัวดีขึ้นและทรงตัวอยู่ในระดับต่ำกว่า 8 เท่าได้อย่างต่อเนื่อง ในทางตรงกันข้าม อันดับเครดิตอาจลดลงหากการพัฒนาโรงไฟฟ้าใหม่ ๆ ของบริษัทล่าช้าไปจากกำหนดการอย่างมีนัยสำคัญจนกระทบต่อกระแสเงินสดที่คาดการณ์ไว้ นอกจากนี้ การลงทุนขนาดใหญ่โดยการก่อหนี้เงินทำให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทอ่อนแอลงอย่างมีนัยสำคัญก็อาจเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่จะส่งผลกระทบต่ออันดับเครดิตได้

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ\*

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-ก.ย. 2563	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
		2562	2561	2560	2559
รายได้จากการดำเนินงานรวม	23,536	30,054	17,191	4,370	257
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	6,562	9,049	5,927	4,267	999
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	8,869	10,540	7,839	2,724	(426)
เงินทุนจากการดำเนินงาน	5,601	6,821	4,706	(173)	(2,041)
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	3,328	3,733	3,154	2,952	1,663
เงินลงทุน	11,798	13,596	18,558	19,016	19,831
สินทรัพย์รวม	221,982	134,278	123,669	100,652	59,816
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	108,150	63,529	51,542	36,308	49,821
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	65,705	49,040	44,788	39,348	3,782
<b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>					
อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (%)	37.68	35.07	45.60	62.34	(165.57)
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	5.34 **	7.46	5.60	5.54	2.59
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	2.67	2.82	2.49	0.92	(0.26)
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	8.72 **	6.03	6.57	13.33	(117.06)
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	7.56 **	10.74	9.13	(0.48)	(4.10)
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	62.21	56.44	53.51	47.99	92.94

\* งบการเงินรวม

\*\* ปรับเป็นอัตราส่วนเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- วิธี การจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 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-
GULF238A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 4,500 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2566	A-
GULF241A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,500 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2567	A-
GULF258A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,500 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2568	A-
GULF261A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2569	A-
GULF278A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2570	A-
GULF291A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2572	A-
GULF308A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2573	A-
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2564 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เปิดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มิใช่คำแถลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มิได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน 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: [www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria](http://www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria)