

บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรี จำกัด

อันดับเครดิตองค์กร:

AA

แนวโน้มอันดับเครดิต:

Stable

อันดับเครดิตในอดีต:

26 มิ.ย. 2546

อันดับเครดิตองค์กร

AA-

อันดับเครดิตตราสารหนี้
มีประกัน ไม่มีประกัน

เหตุผล

ทริสเรตติ้งเพิ่มอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรี จำกัด (RATCHGEN) เป็นระดับ "AA" จากเดิมที่ระดับ "AA-" โดยอันดับเครดิตที่เพิ่มขึ้นสะท้อนถึงความสำเร็จในการบริหารโรงไฟฟ้า นอกจากนี้ยังสะท้อนถึงกระแสเงินสดที่แน่นอนจากโรงไฟฟ้าราชบุรีซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าที่มีปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่งและมีเทคโนโลยีที่ทันสมัย ตลอดจนประสบการณ์ที่ยาวนานของผู้ปฏิบัติการโรงไฟฟ้า ในขณะเดียวกัน อันดับเครดิตยังสะท้อนถึงความเสี่ยงในการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าและความไม่แน่นอนของการแปรรูปกิจการไฟฟ้าในอนาคตด้วย

RATCHGEN เป็นบริษัทลูกที่ถือหุ้น 99.99% โดย บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) (RATCH) ซึ่งถือหุ้น 45% โดยการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) RATCHGEN เป็นบริษัทผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทยซึ่งมีกำลังการผลิตติดตั้งรวม 3,645 เมกะวัตต์ หรือเท่ากับ 14% ของกำลังการผลิตติดตั้งรวมของประเทศเมื่อสิ้นเดือนธันวาคม 2547 บริษัทมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (Power Purchase Agreement -- PPA) ระยะเวลา 25 ปีให้กับ กฟผ. และมีสัญญาซื้อขายก๊าซธรรมชาติ (Gas Sales Agreement -- GSA) ระยะเวลา 25 ปีจาก บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) (ปตท.) RATCHGEN มีผลประกอบการในปี 2547 อยู่ในระดับที่น่าพอใจ โดยบริษัทสามารถดำรงค่าความพร้อมจ่ายของโรงไฟฟ้าหลังความร้อนให้อยู่ที่ระดับ 96% และดำรงค่าความพร้อมจ่ายของโรงไฟฟ้าหลังความร้อนรวมให้อยู่ที่ระดับ 92% รายได้จากการขายไฟฟ้าของบริษัทเพิ่มขึ้น 11.8% จาก 35,528 ล้านบาทในปี 2546 เป็น 39,714 ล้านบาทในปี 2547 และมีอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ไม่รวมบัญชีเงินสำรองเพื่อการชำระหนี้แต่หักส่วนเปลี่ยนแปลงสุทธิของเงินทุนหมุนเวียนอยู่ที่ระดับ 1.7 เท่า ณ สิ้นปี 2547

แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต "Stable" หรือ "คงที่" สะท้อนความคาดหวังของทริสเรตติ้งว่าบริษัทจะยังคงได้รับกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอจากรายได้ค่าไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าราชบุรี และคาดว่าโรงไฟฟ้างดังกล่าวดังกล่าวจะสามารถในการดำเนินงานให้สอดคล้องกับเป้าหมายของสัญญาซื้อขายไฟฟ้าต่อไปได้

ปัจจัยสำคัญที่มีผลต่ออันดับเครดิต

จุดแข็ง/โอกาส

- โครงสร้างพื้นฐานโครงการที่แข็งแกร่ง
- รายได้ที่มีแนวโน้มจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPAs) อายุ 25 ปี กับ กฟผ.
- โรงไฟฟ้าที่มีเทคโนโลยีและเครื่องจักรและอุปกรณ์ที่ทันสมัย
- มีสัญญาปฏิบัติการและบำรุงรักษาโรงไฟฟ้ากับ กฟผ.
- ความต้องการไฟฟ้ายังเติบโตอย่างสม่ำเสมอ

จุดอ่อน/อุปสรรค

- ความไม่ชัดเจนของโครงสร้างอุตสาหกรรมและสถานะของ กฟผ. ในอนาคต
- การมีผู้ซื้อเพียงรายเดียว คือ กฟผ.

ภาพรวมองค์กร

บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรี จำกัด (RATCHGEN) เป็นบริษัทลูกที่ถือหุ้น 99.99% โดย บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) (RATCH) ซึ่งถือหุ้น 45% โดยการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) ทั้ง RATCH และ RATCHGEN ก่อตั้งในปี 2543 เพื่อซื้อโรงไฟฟ้าราชบุรีจาก กฟผ. RATCHGEN เป็นบริษัทผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทยด้วยกำลังการผลิตติดตั้งรวม 3,645 เมกะวัตต์ ซึ่งเท่ากับ 14% ของกำลังการผลิตติดตั้งในประเทศ ณ สิ้นเดือนธันวาคม 2547 กฟผ. เป็นผู้เดินเครื่องและบำรุงรักษาโรงไฟฟ้าราชบุรีให้แก่บริษัทภายใต้สัญญาปฏิบัติการและบำรุงรักษาโรงไฟฟ้า (Operation and Maintenance Agreement – OMA) และเป็นผู้ซื้อไฟฟ้าแต่เพียงผู้เดียวจากบริษัทภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (Power Purchase Agreement – PPA) นอกจากนี้ กฟผ. ยังมีภาระผูกพันในการซื้อก๊าซธรรมชาติขั้นต่ากับ บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) (ปตท.) ภายใต้สัญญาหลักในการซื้อขายก๊าซธรรมชาติ (Master Gas Sales Agreement – MGSA) แทนบริษัทด้วย

ภาวะอุตสาหกรรม

นับเป็นเวลาหลายทศวรรษที่ธุรกิจไฟฟ้าของประเทศไทยดำเนินการโดยรัฐวิสาหกิจ 3 แห่งที่รับผิดชอบทั้งในด้านการผลิต การจัดส่ง และการจัดจำหน่ายไฟฟ้า โดยมี กฟผ. เป็นผู้ควบคุมการผลิตไฟฟ้าส่วนใหญ่และดูแลระบบสายส่งไฟฟ้าทั้งหมดของประเทศ รวมทั้งมีการไฟฟ้านครหลวง (กฟน.) และการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) รับผิดชอบในการจำหน่ายกระแสไฟฟ้า โดยมีข้อกำหนดให้ทั้ง กฟภ. และ กฟน. ต้องซื้อไฟฟ้าทั้งหมดจาก กฟผ.

- **การปรับโครงสร้างกิจการไฟฟ้าส่งเสริมให้เอกชนลงทุนในธุรกิจไฟฟ้า**

การแปรรูปกิจการไฟฟ้าของไทยเริ่มดำเนินการในส่วนของการผลิตไฟฟ้าเป็นส่วนแรก โดยมีมาตรการส่งเสริมให้เอกชนเข้ามามี

บทบาทในการผลิตไฟฟ้า โดย กฟผ. เปิดโครงการรับซื้อไฟฟ้าจากผู้ผลิตเอกชนรายเล็ก (Small Power Producer – SPP) ในปี 2535 และโครงการรับซื้อไฟฟ้าจากผู้ผลิตเอกชนรายใหญ่ (Independent Power Producer – IPP) ในปี 2537 ทั้ง IPP และ SPP มีสัญญาขายไฟฟ้าระยะยาว 20-25 ปีกับ กฟผ. โดยสัญญาซื้อขายไฟฟ้างดงกล่าวได้รับการออกแบบเพื่อลดความเสี่ยงทางการตลาด ยกเว้นความเสี่ยงในการดำเนินงานสำหรับผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนซึ่งผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนภายใต้โครงการ IPP ต้องขายไฟฟ้าทั้งหมดที่ผลิตได้ให้แก่ กฟผ. ในขณะที่ผู้ผลิตไฟฟ้าภายใต้โครงการ SPP สามารถขายไฟฟ้าให้แก่ กฟผ. หรือผู้ประกอบการอุตสาหกรรมอื่นๆ ได้ นอกจากนี้ กฟผ. ได้ขายโรงไฟฟ้า 2 แห่งให้แก่ บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน) (EGCO) ซึ่งเป็นบริษัทเอกชนที่ กฟผ. ถือหุ้น 25% ในปี 2538-2539 หลังจากนั้น ในปี 2543 กฟผ. ได้ขายโรงไฟฟ้าราชบุรีให้แก่ RATCHGEN ทั้งนี้ บทบาทของ กฟผ. ค่อยๆ เปลี่ยนไปจากเดิมที่เป็นผู้ผลิตไฟฟ้ามาเป็นผู้รับซื้อไฟฟ้าจากผู้ผลิตเอกชนมากขึ้น

ณ เดือนธันวาคม 2547 ประเทศไทยมีกำลังการผลิตติดตั้งรวมของระบบไฟฟ้าทั้งสิ้น 26,056 เมกะวัตต์ ซึ่ง กฟผ. ยังคงเป็นผู้ผลิตรายใหญ่ที่สุด ด้วยกำลังการผลิตคิดเป็น 59% ของทั้งหมด ตามมาด้วยบริษัทที่ถือหุ้นโดย กฟผ. และ IPP 31% SPP 8% และไฟฟ้าที่ซื้อจากสาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนลาวอีก 2% โดยที่ความสำคัญของ กฟผ. จากเดิมที่เคยเป็นผู้ผลิตไฟฟ้า 100% ให้แก่ระบบเมื่อก่อนปี 2538 ลดลงเป็น 82% ในปี 2542 และ 59% ณ เดือนธันวาคม 2547 การผลิตไฟฟ้าโดยเอกชนเพิ่มขึ้นแบบก้าวกระโดดในปี 2543 ถึง 2,870 เมกะวัตต์ หรือเพิ่มขึ้นถึง 17% เนื่องจากบริษัทผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนภายใต้โครงการ IPP 2 ราย คือ TECO และ บริษัท ผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระ (ประเทศไทย) จำกัด ได้เริ่มเปิดดำเนินการในเดือนกรกฎาคมและสิงหาคม 2543 ตามลำดับ อีกทั้งโรงไฟฟ้าราชบุรี 2 หน่วยแรกก็เริ่มเดินเครื่องผลิตไฟฟ้าในปดังกล่าวเช่นกัน

- **ความต้องการใช้ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นมากทำให้ระดับพลังงานไฟฟ้าสำรองลดลง**

ความต้องการใช้ไฟฟ้าในประเทศไทยเติบโตอย่างมากในช่วงหลายทศวรรษที่ผ่านมา ถึงแม้ว่าในช่วงเศรษฐกิจชะลอตัวระหว่างปี 2541-2542 ความต้องการได้ลดลงประมาณปีละ 1% ก็ตาม แต่ก็ได้เริ่มฟื้นตัว และความต้องการใช้ไฟฟ้าในระหว่างปี 2543-2547 เพิ่มขึ้นปีละประมาณ 7% จากรายงานของคณะอนุกรรมการพยากรณ์ความต้องการไฟฟ้า (มกราคม 2547) ภายใต้สมมติฐานเศรษฐกิจฟื้นตัวแบบปานกลางคาดว่าปริมาณการใช้ไฟฟ้าในช่วงปี 2547-2551 จะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปีที่ 7.53% ส่วนในระหว่างปี 2552-2556 จะมีอัตราที่ 6.79% และระหว่างปี 2557-2558 จะมีอัตราที่ 6.43%

แม้อุปสงค์ของการใช้ไฟฟ้าได้ฟื้นตัวขึ้นมาตั้งแต่ปี 2543 แต่ความต้องการที่เพิ่มขึ้นดังกล่าวก็ยังไม่สามารถดูดซับอุปทานที่เพิ่มขึ้นอย่างมากได้ทั้งหมด จึงส่งผลให้มีกำลังการผลิตส่วนเกินในระบบไฟฟ้า โดยกำลังการผลิตสำรอง (รวมกำลังการผลิตทั้งหมดในระบบ) ณ สิ้นเดือนธันวาคม 2547 มีค่า 26.8% ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายที่ระดับ 15%-20% อย่างไรก็ตาม คาดว่าจะมีการใช้กำลังการผลิตส่วนเกินดังกล่าวหมดภายในช่วงปี 2548-2549 เมื่อความต้องการใช้ไฟฟ้าขยายตัวและโครงการผลิตไฟฟ้าใหม่ ๆ มีความล่าช้ากว่าที่กำหนดไว้ และตามแผนพัฒนาพลังงานปี 2547 (PDP 2004) ที่ประมาณการโดย กฟผ. กำลังการผลิตไฟฟ้าสำรองของประเทศคาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 13.7% ในปี 2549

■ **กฟผ. ยังคงมีบทบาทสำคัญภายใต้โครงสร้างกิจการไฟฟ้าแบบใหม่**

ระบบตลาดกลางซื้อขายไฟฟ้าซึ่งมีเป้าหมายในการสนับสนุนการแข่งขันผลิตไฟฟ้าได้ถูกยกเลิกโดยมติคณะรัฐมนตรีเมื่อวันที่ 9 กันยายน 2546 ด้วยสาเหตุส่วนหนึ่งเนื่องมาจากวิกฤตการณ์ไฟฟ้าที่เกิดขึ้นในหลายประเทศ รวมทั้งในสหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักร แผนจำลองโครงสร้างกิจการไฟฟ้าแบบใหม่ซึ่งได้รับความเห็นชอบจากคณะรัฐมนตรีเมื่อวันที่ 9 ธันวาคม 2546 คือระบบผู้ซื้อรายเดียว (Enhanced Single Buyer – ESB) ซึ่งน่าจะมีผลกระทบต่อผู้ประกอบการที่ทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกับ กฟผ. น้อยกว่าผลกระทบที่จะเกิดจากการใช้ระบบตลาดกลางซื้อขายไฟฟ้าเนื่องจาก กฟผ. ยังคงเป็นผู้ซื้อไฟฟ้าจากผู้ผลิตไฟฟ้าต่างๆ แต่เพียงผู้เดียว แต่ก็ยังมีประเด็นต่างๆ ที่ต้องติดตามผลที่จะเกิดขึ้นต่อไปในอนาคต อีก อาทิ ผลการดำเนินงานของแบบจำลองใหม่ ผลกระทบต่อผู้ประกอบการเดิม และบทบาทของ กฟผ. ในอนาคต

ภาวะธุรกิจ

สถานะทางธุรกิจของบริษัทอยู่ในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ย สัญญาซื้อขายไฟฟ้าอายุ 25 ปี (PPA) ระหว่าง กฟผ. กับ RATCHGEN และสัญญาซื้อขายก๊าซธรรมชาติระหว่างบริษัทกับ ปตท. มีการออกแบบที่ดีเพื่อป้องกันมิให้บริษัทได้รับผลกระทบจากความผันแปรของอุปสงค์และอุปทานของไฟฟ้า ตลอดจนความเสี่ยงจากต้นทุนค่าเชื้อเพลิง ความเสี่ยงจากการดำเนินงานของบริษัทถูกลดทอนลงจากสัญญาปฏิบัติการและบำรุงรักษา (OMA) ที่มีกับ กฟผ.

■ **ปัจจัยพื้นฐานโรงไฟฟ้าที่แข็งแกร่ง**

บริษัทเป็นเจ้าของโรงไฟฟ้าพลังความร้อน 2 หน่วยฯ ละ 735 เมกะวัตต์ และโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วม 3 หน่วยฯ ละ 725 เมกะวัตต์ โรงไฟฟ้าพลังความร้อนหน่วยที่ 1 และ 2 ซึ่งเริ่มเปิดดำเนินการ ณ วันที่ 31 ตุลาคม 2543 ออกแบบและก่อสร้างโดย

Mitsubishi Corporation (Mitsubishi) โดยเครื่องจักรและอุปกรณ์ส่วนใหญ่จัดหาโดย Mitsubishi Heavy Industries Ltd. (MHI) ส่วนหม้อต้มน้ำ (Boiler) ที่ก่อสร้างโดย MHI เป็นชนิด Super-Critical/Single Reheat/Forced Circulation และ Balanced Draft ซึ่งแม้ว่าจะเป็นชนิดของหม้อต้มน้ำที่เป็นชุดแรกในระบบของ กฟผ. แต่ก็มีการใช้งานมากกว่า 30 ปีในประเทศสหรัฐอเมริกา และมากกว่า 10 ปีในประเทศจีน

โรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วมหน่วยที่ 1 และ 2 เริ่มดำเนินการเมื่อวันที่ 18 เมษายน 2545 และหน่วยที่ 3 เริ่มดำเนินการเมื่อวันที่ 1 พฤศจิกายน 2545 ทั้งนี้ โรงไฟฟ้าแต่ละหน่วยประกอบไปด้วยเครื่องกังหันก๊าซ 2 ชุด และกังหันไอน้ำ 1 ชุด เครื่องกังหันก๊าซรุ่น 9FA เป็นวิวัฒนาการของชุด Frame 9 สำหรับเครื่องกังหันก๊าซผลิตไฟฟ้าขนาดใหญ่ ทั้งนี้ เครื่องกังหันก๊าซและหม้อต้มน้ำซึ่งถือเป็นเทคโนโลยีรุ่นใหม่ดังกล่าวต้องการการดูแลและการซ่อมบำรุงที่มากกว่าหม้อต้มน้ำที่ กฟผ. มีอยู่ในระบบปัจจุบันมาก อย่างไรก็ตาม บริษัทสามารถดำเนินการแก้ไขปัญหาทางด้านเทคนิคต่างๆ ของโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วมในช่วงปีแรกของการดำเนินการโรงไฟฟ้าได้

■ **สัญญาซื้อขายไฟฟ้า 25 ปี กับ กฟผ. ป้องกันความเสี่ยงด้านการขายไฟฟ้า**

RATCHGEN ทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้าอายุ 25 ปี (PPA) กับ กฟผ. ซึ่งสัญญา PPA จะป้องกันความเสี่ยงจากความผันผวนของความต้องการใช้ไฟฟ้าและการผลิตไฟฟ้า โครงสร้าง PPA โดยทั่วไปของ RATCHGEN จะเหมือนกับ IPP รายอื่นๆ ซึ่งรวมถึงโรงไฟฟ้าของ EGCO ด้วย โดยรายได้จากการขายไฟฟ้าประกอบด้วยค่าความพร้อมจ่ายพลังไฟฟ้าและค่าพลังงานไฟฟ้า รายได้จากค่าความพร้อมจ่ายเป็นรายได้ที่บริษัทจะได้รับเมื่อสามารถเตรียมความพร้อมของโรงไฟฟ้าสำหรับคำสั่งผลิตของ กฟผ. ดังนั้น จึงเป็นกระแสเงินสดที่มีความแน่นอนสูง ค่าความพร้อมจ่ายพลังไฟฟ้าได้รับการออกแบบเพื่อให้ชดเชยต้นทุนคงที่ทั้งหมดของโครงการ รวมถึงค่าใช้จ่ายทางการเงิน การดำเนินการ และผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น รายได้จากค่าความพร้อมจ่ายจะถูกปรับลดลงในกรณีที่โรงไฟฟ้ามีค่าความพร้อมจ่ายต่ำกว่าที่ตกลงกันได้ รวมทั้งในกรณีที่มีการแจ้งล่วงหน้าน้อยกว่าระยะเวลาที่กำหนด และในกรณีที่เกิดความล้มเหลวในการจ่ายกระแสไฟฟ้า บทปรับสูงสุดซึ่งคิดเป็นเปอร์เซ็นต์จะเท่ากับบทปรับของโรงไฟฟ้าชนอม แต่น้อยกว่าผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนรายอื่น ค่าพลังงานไฟฟ้าได้รับการออกแบบเพื่อชดเชยต้นทุนที่เพิ่มขึ้นในการผลิตไฟฟ้าจริง ซึ่งประกอบด้วยค่าเชื้อเพลิงและค่าใช้จ่ายผันแปรด้านปฏิบัติการ บำรุงรักษาโรงไฟฟ้า RATCHGEN มีความเสี่ยงในการดำเนินการเมื่อบริษัทไม่สามารถเตรียมพร้อมโรงไฟฟ้าสำหรับการผลิตไฟฟ้าได้ หรือเมื่อโรงไฟฟ้ามีค่าคุณลักษณะที่ต่ำกว่าเป้าหมายที่ตกลงไว้ เมื่อ

เปรียบเทียบกับผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระรายอื่น RATCHGEN มีเงื่อนไขของความพร้อมจ่ายพลังไฟฟ้าที่ดีกว่าเนื่องจากสมรรถนะของโรงไฟฟ้า (Performance Capability) ของ RATCHGEN จะถูกกำหนดหลังจากที่โรงไฟฟ้าสร้างเสร็จและการทดสอบสมรรถนะ (Performance Test) เสร็จเรียบร้อยแล้ว

- ความเสี่ยงด้านเชื้อเพลิงได้รับการป้องกันโดยสัญญาซื้อขายก๊าซธรรมชาติระหว่างบริษัทกับ ปตท. และสัญญาซื้อขายก๊าซธรรมชาติหลักระหว่าง กฟผ. กับ ปตท.

เชื้อเพลิงหลักของบริษัทคือก๊าซธรรมชาติจากแหล่ง Yadana และ Yetagun ในช่วงเวลา 25 ปีตามอายุสัญญาซื้อขายไฟฟ้า RATCHGEN มีความต้องการใช้ก๊าซธรรมชาติประมาณ 7.7 ล้านล้านลูกบาศก์ฟุต ส่วน TECO มีความต้องการก๊าซจากแหล่งเดียวกันประมาณ 0.6 ล้านล้านลูกบาศก์ฟุตตลอดระยะเวลา 20 ปีของอายุสัญญา PPA ซึ่งทำให้มีประเด็นความเสี่ยงในเรื่องของความเพียงพอของปริมาณก๊าซ

ความเสี่ยงทางด้านเชื้อเพลิงของ RATCHGEN ได้รับการบรรเทาด้วยสัญญาซื้อขายก๊าซธรรมชาติระหว่างบริษัทกับ ปตท. และสัญญาซื้อขายก๊าซธรรมชาติหลักระหว่าง กฟผ. กับ ปตท. สัญญาทั้ง 2 ฉบับดังกล่าวมีความคล้ายคลึงกับสัญญาที่ใช้กับผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระรายอื่นซึ่ง กฟผ. มีภาระที่จะต้องซื้อก๊าซขั้นต้นภายใต้สัญญาซื้อขายก๊าซแบบ Take-or-Pay โดยที่ราคาก๊าซธรรมชาติซึ่งเป็นต้นทุนเชื้อเพลิงจะถูกส่งผ่านไปยังผู้ซื้อทั้งหมด ในขณะที่ปริมาณก๊าซธรรมชาติที่ใช้จะถูกส่งผ่านไปยังผู้ซื้อทั้งหมดในกรณีที่โรงไฟฟ้าของ RATCHGEN มีอัตราความสิ้นเปลืองเชื้อเพลิงไม่เกินเกณฑ์ที่กำหนดไว้ใน PPA โดย RATCHGEN ยังมีทางเลือกในการปฏิเสธก๊าซที่มีคุณภาพต่ำกว่ามาตรฐานในขณะที่ยังคงได้รับค่าความพร้อมจ่ายเป็นระยะเวลา 1 ปี

- ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานได้รับการป้องกันโดยสัญญาปฏิบัติการและบำรุงรักษา (OMA) กับ กฟผ.

ความเสี่ยงจากการดำเนินงานของบริษัทถูกลดทอนลงจากสัญญาปฏิบัติการและบำรุงรักษา (OMA) ที่มีกับ กฟผ. โดย กฟผ. เป็นผู้เดินเครื่องและบำรุงรักษาโรงไฟฟ้าทั้งหมด สัญญา OMA มีอายุ 9-10 ปี และครอบคลุมระยะเวลาในการบำรุงรักษาครั้งใหญ่ครั้งแรกของโรงไฟฟ้าทุกโรง แม้ว่าสัญญา OMA ของ RATCHGEN กับ กฟผ. จะมีเงื่อนไขที่ผ่อนคลายกว่าสัญญาของผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนรายอื่น แต่ กฟผ. ก็มีประสบการณ์สูงในการดำเนินงานโรงไฟฟ้าซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงจากการดำเนินงานลงได้

โดยปกติ กฟผ. จะสั่งเดินเครื่องโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วมเป็นหลักเนื่องจากโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วมมีประสิทธิภาพและดำเนินงานด้วยค่าเชื้อเพลิงสุทธิที่ต่ำกว่า ในขณะที่โรงไฟฟ้าพลังความ

ร้อนที่มี Super-Critical Boiler สามารถปรับระดับความสามารถในการปรับ Load ได้เร็วกว่าโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วม ผลการดำเนินงานของบริษัทขึ้นอยู่กับความสามารถในการเตรียมความพร้อมของโรงไฟฟ้าเนื่องจากรายได้หลักของบริษัทมาจากค่าความพร้อมจ่ายโดยไม่คำนึงถึงค่าการส่งจ่ายไฟฟ้า

- ผลการปฏิบัติการเป็นไปตามเป้าหมาย

ปี 2547 ถือเป็นปีที่ 4 ที่โรงไฟฟ้าพลังความร้อนทั้ง 2 หน่วยของ RATCHGEN ได้ดำเนินการเต็มปี และบริษัทสามารถดำรงค่าความพร้อมจ่ายเฉลี่ยของโรงไฟฟ้าพลังความร้อนให้อยู่ที่ระดับ 96.2% จำนวนชั่วโมงในการหยุดเดินเครื่องเพื่อทำการซ่อมแซมนอกแผนลดลงมาจาก 2,014 ชั่วโมงในปี 2545 เหลือ 123 ชั่วโมงในปี 2546 แต่เพิ่มขึ้นเป็น 558 ชั่วโมงในปี 2547 อย่างไรก็ตาม ในปี 2547 ค่าอัตราความสิ้นเปลืองเชื้อเพลิงของโรงไฟฟ้าพลังความร้อนอยู่ที่ระดับ 9,811 บีทียู/หน่วย (ณ ระดับอัตราการเดินเครื่องโรงไฟฟ้า 62.9%) ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายที่ 9,418 บีทียู/หน่วย (ณ ระดับอัตราการเดินเครื่องโรงไฟฟ้า 88%)

สำหรับโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วมทั้ง 3 หน่วยนั้น ปี 2546 ถือเป็นปีที่โรงไฟฟ้าได้ดำเนินงานเต็มปี ค่าความพร้อมจ่ายเฉลี่ยของโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วมอยู่ที่ระดับ 91.7% ในปี 2547 ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายที่ระดับ 83.9% ในปี 2547 ค่าอัตราความสิ้นเปลืองเชื้อเพลิงของโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วมอยู่ที่ระดับ 7,171 บีทียู/หน่วย ซึ่งดีขึ้นจาก 7,307 บีทียู/หน่วยในปี 2546 เนื่องจากปัญหาการรั่วที่เครื่องกำเนิดกังหันไอน้ำและ Stop and Control Valve Disk (MSCV Disk) ได้รับการแก้ไข

- อันดับเครดิตของ RATCHGEN ขึ้นอยู่กับความน่าเชื่อถือของ กฟผ.

กฟผ. เป็นผู้ซื้อไฟฟ้าเพียงรายเดียวของ RATCHGEN และภายใต้สัญญา PPA กฟผ. เป็นผู้กำหนดช่วงเวลาและการส่งจ่ายไฟฟ้าจาก RATCHGEN ผ่านระบบสายส่งไฟฟ้า ดังนั้น อันดับเครดิตของ RATCHGEN จึงขึ้นอยู่กับความน่าเชื่อถือของ กฟผ. ปัจจุบัน กฟผ. มีรัฐบาลถือหุ้น 100% อย่างไรก็ตาม กฟผ. กำลังอยู่ในระหว่างขั้นตอนการปรับโครงสร้างองค์กร ดังนั้น ทิศทางจึงต้องติดตามผลกระทบของการแปรรูปของ กฟผ. ที่อาจมีต่อคุณภาพอันดับเครดิตของ RATCHGEN อย่างใกล้ชิดต่อไป

ภาวะการเงิน

ต้นทุนรวมของโครงการโรงไฟฟ้าราชบุรีมีมูลค่า 60,775 ล้านบาท ต้นทุนการลงทุนที่ระดับ 15.6 ล้านบาทต่อเมกะวัตต์นั้นถือว่าต่ำกว่าต้นทุนการลงทุนของ บริษัท ผลิตไฟฟ้าขนอม จำกัด (KEGCO) (21.2 ล้านบาทต่อเมกะวัตต์) และ TECO (24 ล้านบาทต่อเมกะวัตต์)

อัตราส่วนของเงินกู้ต่อโครงสร้างเงินทุนที่ระดับ 60%-70% ถือว่าใกล้เคียงกับโครงการโรงไฟฟ้าอื่นในประเทศซึ่งมีอัตราส่วนของเงินกู้ต่อโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยอยู่ที่ 70%-75%

▪ **ปัจจัยพื้นฐานโครงการที่แข็งแกร่งลดความเสี่ยงทางการเงิน**

แหล่งเงินทุนของโครงการ RATCHGEN ทั้งหมดเป็นเงินบาท ดังนั้น บริษัทจึงไม่มีความเสี่ยงในเรื่องอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศในการจ่ายชำระหนี้ แม้โครงสร้างเงินทุนทั้งหมดของบริษัทจะเป็นอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว แต่บริษัทก็ไม่มีความเสี่ยงในเรื่องของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเนื่องจากมีคุณสมบัติคล่องตัวกับอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดในค่าความพร้อมจ่าย นอกจากนี้ ค่าความพร้อมจ่ายและค่าพลังงานไฟฟ้าได้รับการปรับทุกปีเพื่อสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนและดัชนีราคาผู้บริโภค กลไกนี้ช่วยลดความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราและเงินเพื่อ ประเด็นกังวลในเรื่องโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยลอยตัวในส่วน of ค่าความพร้อมจ่ายคือ ในช่วงที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงมาก ต้นทุนค่าไฟของโรงไฟฟ้า RATCHGEN ก็อาจจะไม่สมเหตุผลและอาจเป็นเหตุให้เกิดการต่อรองสัญญาใหม่

▪ **ต้นทุนการเงินลดลงจากการเจรจากับสถาบันการเงิน**

ในปี 2545 และปี 2546 RATCHGEN ได้ต่อรองลดอัตราดอกเบี้ยกับเจ้าหนี้สถาบันการเงินสำหรับช่วงระยะเวลาตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 2545 ถึงวันที่ 30 มิถุนายน 2551 โดยบริษัทคาดว่าจะช่วยประหยัดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจากการเจรจาขอลดอัตราดอกเบี้ยในครั้งแรกและครั้งที่ 2 เป็นเงินจำนวน 2,735 ล้านบาทและ 752 ล้านบาทตามลำดับ นอกจากนี้ ในการเจรจาขอลดอัตราดอกเบี้ยในครั้งที่ 2 บริษัทได้รับลดการดำรงบัญชีเงินสำรองเพื่อการชำระหนี้จาก 6 เดือนเป็น 3 เดือน

▪ **สถานะทางการเงินดีขึ้น**

เงินกู้รวมของบริษัทลดลงมาโดยตลอดจาก 40,894 ล้านบาทในปี 2545 เป็น 38,652 ล้านบาทในปี 2546 และ 35,765 ล้านบาทในปี 2547 อัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนดีขึ้นจาก 64.0% ณ สิ้นปี 2546 เป็น 61.6% ณ สิ้นปี 2547 อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่ายในปี 2547 ดีขึ้นที่ 8.3 เท่า เพิ่มขึ้นจาก 5.8 เท่าในปี 2546 อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้เฉลี่ยอยู่ที่ระดับ 1.7 เท่า (ซึ่งไม่รวมบัญชีเงินสำรองเพื่อการชำระหนี้ แต่ได้หักส่วนเปลี่ยนแปลงสุทธิของเงินทุนหมุนเวียนแล้ว) ในปี 2547 ลดลงจากระดับ 3.4 เท่าในปี 2546 เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ในการดำเนินงานสุทธิ

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ

หน่วย: ล้านบาท

| | ณ วันที่ 31 ธันวาคม | | | |
|--|---------------------|--------|--------|--------|
| | 2547 | 2546 | 2545 | 2544 |
| รายได้จากการขายไฟฟ้า | 39,714 | 35,528 | 27,493 | 17,423 |
| ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน | 32,423 | 28,433 | 21,305 | 13,660 |
| กำไรจากการดำเนินงาน | 7,291 | 7,095 | 6,188 | 3,763 |
| ดอกเบี้ยจ่าย | 1,225 | 1,702 | 1,967 | 1,386 |
| กำไรสุทธิ | 6,260 | 5,505 | 4,675 | 2,707 |
| เงินกู้รวม | 35,765 | 38,652 | 40,894 | 18,263 |
| กำไรจากการดำเนินงานสุทธิ | 6,260 | 5,505 | 4,675 | 2,707 |
| เงินทุนจากการดำเนินงาน | 8,905 | 8,034 | 6,694 | 4,520 |
| อัตราส่วนผลตอบแทนต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า) | 6.1 | 4.3 | 3.5 | 3.1 |
| อัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุน (%) | 61.6 | 64.0 | 65.1 | 49.2 |
| อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อเงินกู้รวม (%) | 24.9 | 20.8 | 16.4 | 24.8 |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า) | 8.3 | 5.8 | 4.5 | 4.4 |
| เงินสดสุทธิคงเหลือสำหรับการชำระหนี้ | 7,137 | 13,336 | 6,638 | 5,822 |
| ภาระหนี้สินที่ต้องชำระ | 4,112 | 3,944 | 3,298 | 1,598 |
| ความสามารถในการชำระหนี้ (เท่า) | 1.7 | 3.4 | 2.0 | 3.6 |

ข้อมูลผลการดำเนินงานที่สำคัญของโรงไฟฟ้า

| | หน่วย | เป้าหมาย 2547 | ผลการดำเนินงานจริง 2547 | ผลการดำเนินงานจริง 2546 | ผลการดำเนินงานจริง 2546 |
|---|-----------|------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| โรงไฟฟ้าพลังความร้อน | | | | | |
| การผลิตพลังงานไฟฟ้าสุทธิ | ล้านหน่วย | 10,626 | 7,669 | 6,512 | 7,527 |
| อัตราการใช้เครื่องโรงไฟฟ้า | % | 88.0 | 62.9 | 62.5 | 68.5 |
| ค่าความพร้อมจ่ายเฉลี่ย | % | 95.5 | 96.2 | 86.7 | 87.6 |
| ค่าอัตราความเปลี่ยนแปลงเชื้อเพลิงในการผลิตไฟฟ้า | ปี/หน่วย | 9,418 | 9,811 | 9,952 | 9,796 |
| กำลังผลิตที่ทำได้ | เมกะวัตต์ | 1,440 | 1,440 | 1,440 | 1,440 |
| การหยุดซ่อมตามแผน | ชั่วโมง | 0 | 0 | 2,171 | 0 |
| การหยุดฉุกเฉิน | ชั่วโมง | 796 | 273 | 123 | 1,503 |
| การหยุดซ่อมนอกแผน | ชั่วโมง | | 285 | 0 | 511 |
| โรงไฟฟ้าพลังความร้อนรวม | | | | | |
| การผลิตพลังงานไฟฟ้าสุทธิ | ล้านหน่วย | 14,041 | 13,809 | 12,041 | 6,289 |
| อัตราการใช้เครื่องโรงไฟฟ้า | % | 88.0 | 80.7 | 75.0 | 74.0 |
| ค่าความพร้อมจ่ายเฉลี่ย | % | 83.9 | 91.7 | 85.7 | 75.8 |
| ค่าอัตราความเปลี่ยนแปลงเชื้อเพลิงในการผลิตไฟฟ้า | ปี/หน่วย | 7,132 | 7,172 | 7,307 | 7,281 |
| กำลังผลิตที่ทำได้ | เมกะวัตต์ | 2,011 | 2,011 | 2,130 | 2,130 |
| การหยุดซ่อมตามแผน | ชั่วโมง | 1,428 | 1,246 | 1,836 | 1,454 |
| การหยุดฉุกเฉิน | ชั่วโมง | 1,697 | 243 | 167 | 123 |
| การหยุดซ่อมนอกแผน | ชั่วโมง | | 68 | 191 | 826 |

สัญลักษณ์และนิยามอันดับเครดิต

ทรัพย์สินทั้งนี้ซึ่งส่งผู้รักษามีตัวอักษรแสดงผลการจัดอันดับเครดิตระยะยาวจำนวน 8 อันดับ โดยเริ่มจาก AAA ซึ่งเป็นอันดับเครดิตสูงสุด จนถึง D ซึ่งเป็นอันดับต่ำสุด แต่ละผู้รักษามีความหมายดังนี้

- | | |
|---|--|
| AAA | อันดับเครดิตสูงสุด มีความเสี่ยงต่ำที่สุด บริษัทมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์สูงสุด และได้รับผลกระทบน้อยมากจากการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ |
| AA | มีความเสี่ยงต่ำมาก บริษัทมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์สูงมาก แต่อาจได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ มากกว่าอันดับเครดิตที่อยู่ในระดับ AAA |
| A | มีความเสี่ยงในระดับต่ำ บริษัทมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์สูง แต่อาจได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ มากกว่าอันดับเครดิตที่อยู่ในระดับสูงกว่า |
| BBB | มีความเสี่ยงในระดับปานกลาง บริษัทมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์ที่เพียงพอ แต่มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ มากกว่า และอาจมีความสามารถในการชำระหนี้ค่อนข้างลดลงเมื่อเทียบกับอันดับเครดิตที่อยู่ในระดับสูงกว่า |
| BB | มีความเสี่ยงในระดับสูง บริษัทมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์ที่ต่ำกว่าระดับปานกลาง และจะอาจได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ ค่อนข้างชัดเจน ซึ่งอาจส่งผลให้ความสามารถในการชำระหนี้ที่อยู่ในเกณฑ์ที่ไม่เพียงพอ |
| B | มีความเสี่ยงในระดับสูงมาก บริษัทมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์ต่ำ และอาจจะหมดความสามารถหรือความตั้งใจในการชำระหนี้ได้ตามการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์ทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ |
| C | มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้สูงที่สุด บริษัทไม่มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นตามกำหนดอย่างชัดเจน โดยต้องอาศัยเงื่อนไขที่เอื้ออำนวยทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ อย่างมากจึงจะมีความสามารถในการชำระหนี้ได้ |
| D | เป็นระดับที่อยู่ในสภาวะผิดนัดชำระหนี้ โดยผู้ออกตราสารหนี้ไม่สามารถชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นได้ตามกำหนด |
| อันดับเครดิตจาก AA ถึง C อาจมีเครื่องหมายบวก (+) หรือลบ (-) ต่อท้ายเพื่อจำแนกความแตกต่างของคุณภาพของอันดับเครดิตภายในระดับเดียวกัน | |
| อันดับเครดิตจากกรณีดังกล่าวซึ่งสะท้อนความสามารถในการชำระหนี้ของผู้ออกตราสารหนี้โดยรวมความเสี่ยงในการเปลี่ยนแปลงการชำระหนี้จากสเกลเงินบาทเป็นสกุลเงินตรา | |

ต่างประเทศ

นอกจากนี้ บริษัทเรายังกำหนด “แนวโน้มอันดับเครดิต” (Rating Outlook) คาบคู่ไปกับ “อันดับเครดิตองค์กร” (Company Rating) เพื่อสะท้อนมุมมองของบริษัทเร่ตี่เกี่ยวกับความเป็นไปได้ของการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตขององค์กรหรือบริษัทนั้นๆ ในระยะปานกลางหรือมากกว่า โดยบริษัทเร่ตี่จะพิจารณาถึงโอกาสที่จะเกิดการเปลี่ยนแปลงของภาวะอุตสาหกรรมและสภาพแวดล้อมทางธุรกิจในอนาคตของบริษัทที่อาจกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้

ทั้งนี้ แนวโน้มอันดับเครดิตของตราสารหนี้ที่ออกโดยบริษัทหนึ่งๆ จะเท่ากับแนวโน้มอันดับเครดิตของบริษัทนั้น

แนวโน้มอันดับเครดิตแบ่งออกเป็น 4 ระดับ ได้แก่

ผลบวก Positive

ความดัน Positive
แน่นอน Stable

Stable
Mammals

Initial Negative

ကျွန်ုပ်တို့ *Developing*

หมายถึงอันดับเครดิตอาจปรับขึ้น

หมายถึงอันดับเครดิตอาจไม่เปลี่ยนแปลง

หมายถึงอันดับเครดิตภายในประเทศ

แบบอย่างชั้นต้นนี้ควรพิจารณาไว้เป็น

หมายถึงชนิดบัตรเครดิตอาจปรับเปลี่ยน ปรับลดลง หรือเมเบิลยอมแปลง

คิดต่อขอข้อมูลการเป็นสมาชิก

บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด สำนักงานกรมการผู้จัดการ โทร. 0-2231-3011 ต่อ 500

อาคารตีลมคอมพิวเตอร์ ชั้น 24 191 ถ. ตีลม กรุงเทพฯ 10500. <http://www.trisraling.com>

[illegible]