

# บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 182/2561  
14 พฤศจิกายน 2561

## CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร:	A
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน	A
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับ	แนวโน้มอันดับ
	เครดิต	เครดิต/ เครดิตพินิจ
04/11/58	A	Stable
26/12/55	A-	Stable
06/07/55	A-	Alert Negative
12/10/53	A-	Stable
05/11/52	BBB+	Positive
05/11/51	BBB+	Stable

ติดต่อ:

เสริมวิทย์ ศรีโยธา  
sermwit@trisrating.com

ประวิตร ชัยชานะภักย์, CFA  
pravit@trisrating.com

ภารัต มหัทธโน  
parat@trisrating.com

วิดา ประทุมสุวรรณ, CFA  
wiyada@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

### เหตุผล

ทริสเรทติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันของ บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ "A" โดยอันดับเครดิตดังกล่าวสะท้อนถึงประสบการณ์ที่ยาวนานของบริษัทในธุรกิจโรงกลั่นและธุรกิจการตลาดน้ำมัน ตลอดจนความเป็นผู้นำในธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน และการกระจายความหลากหลายของธุรกิจไปสู่พลังงานสะอาด อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตดังกล่าวถูกลดทอนลงบางส่วนจากภาระหนี้ที่เพิ่มขึ้นจากแผนการลงทุนของบริษัทเพื่อปรับปรุงประสิทธิภาพโรงกลั่นน้ำมันและการขยายธุรกิจใหม่ ๆ

### ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

#### มีประวัติผลงานที่ยาวนานในธุรกิจน้ำมัน

โรงกลั่นน้ำมันของบริษัทเป็นโรงกลั่นแบบคอมเพล็กซ์ (Complex Refinery) ซึ่งมีกำลังการกลั่นขนาด 120,000 บาร์เรลต่อวัน โดยบริษัทสามารถกลั่นน้ำมันในกลุ่มน้ำมันชนิดเบา (ก๊าซปิโตรเลียมเหลวและน้ำมันเบนซิน) ได้ในสัดส่วนประมาณ 20% และในกลุ่มน้ำมันชนิดกลาง (น้ำมันอากาศยานและน้ำมันดีเซล) ในสัดส่วนประมาณ 65% ซึ่งในระยะ 3 ปีที่ผ่านมา การที่น้ำมันเบนซินและน้ำมันดีเซลมีส่วนต่างจากราคาน้ำมันดิบประมาณ 10-15 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรลทำให้บริษัทมีค่าการกลั่น (Gross Refinery Margin -- GRM) เฉลี่ยอยู่ที่ประมาณ 6-7 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรล

ทั้งนี้ หลังจากการเพิ่มประสิทธิภาพและขยายกำลังการผลิตของโรงกลั่นของบริษัทเสร็จสมบูรณ์ภายในปี 2563 บริษัทเชื่อว่าค่าการกลั่นจะปรับเพิ่มขึ้นประมาณ 0.5-1.0 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรล

#### อันดับ 2 ในธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน

บริษัทจะยังคงได้รับประโยชน์จากการบูรณาการของธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันและธุรกิจการตลาด โดยการบูรณาการนี้ได้ช่วยเพิ่มอัตรากำไรโดยรวมให้แก่บริษัทเนื่องจากบริษัทได้รับค่าการตลาดเพิ่มเติมจากค่าการกลั่น

สถานะของธุรกิจการตลาดที่แข็งแกร่งช่วยให้บริษัทสามารถกลั่นน้ำมันได้อย่างเต็มประสิทธิภาพและมีค่าการกลั่นสูงสุดโดยช่วยลดสัดส่วนการส่งออกน้ำมันซึ่งขายในราคาส่วนลด

ปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ค้าปลีกน้ำมันรายใหญ่อันดับสองโดยมีส่วนแบ่งทางการตลาดเพิ่มขึ้นเป็น 15.8% ณ เดือนสิงหาคม 2561 จาก 15.4% ในปี 2560 ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะสามารถคงสถานะทางการตลาดที่แข็งแกร่งได้ตลอดในช่วงปี 2561-2564 ซึ่งการคาดการณ์นี้มีพื้นฐานมาจากการที่บริษัทมีเครือข่ายสถานีบริการขนาดใหญ่และมีธุรกิจเสริมอื่น ๆ ที่ช่วยเพิ่มปริมาณลูกค้าให้เข้ามาใช้บริการในสถานีบริการของบริษัท โดยเห็นได้จากปริมาณจำหน่ายน้ำมันสำเร็จรูปผ่านสถานีบริการของบริษัทที่มีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 7.4% ต่อปี ซึ่งเพิ่มขึ้นเป็น 3,820 ล้านลิตรในปี 2560 จาก 2,679 ล้านลิตรในปี 2555 ในขณะที่ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2561 ปริมาณการจำหน่ายน้ำมันสำเร็จรูปผ่านสถานีบริการยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องที่ระดับ 6.3% เมื่อเทียบช่วงเดียวกันในปีก่อน โดยอยู่ที่ 2,996 ล้านลิตร

#### ธุรกิจไฟฟ้าช่วยให้อำไรของบริษัทมีเสถียรภาพ

ธุรกิจไฟฟ้าช่วยทำให้กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ของบริษัทมีเสถียรภาพ ณ เดือนกันยายน 2561 ธุรกิจไฟฟ้าซึ่งดำเนินงานโดยบริษัทย่อยของบริษัท (บมจ. บีซีพีจี) ประกอบด้วยโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่เปิดดำเนินงานแล้วด้วยขนาดกำลังการผลิตตามสัญญาทั้งสิ้นที่ 154 เมกะวัตต์ โดยกำลังการผลิตส่วนใหญ่หรือ 139 เมกะวัตต์เป็นโรงไฟฟ้าที่ตั้งอยู่ในประเทศไทยและอีก 15 เมกะวัตต์เป็นโรงไฟฟ้าในประเทศญี่ปุ่น นอกจากนี้ บีซีพีจี ยังลงทุน 40% ในโรงไฟฟ้าพลังลมในประเทศฟิลิปปินส์และ 33.3% ในโรงไฟฟ้าพลังความร้อนใต้พิภพ

ในประเทศอินโดนีเซียอีกด้วย ซึ่งการลงทุนในส่วนนี้ช่วยเพิ่มกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นให้แก่ บีซีพีจี ได้อีกประมาณ 172 เมกะวัตต์

โครงการโรงไฟฟ้าเกือบทั้งหมดของบริษัทในประเทศไทยได้รับส่วนเพิ่มราคาปรับซื้อไฟฟ้า (Adder) ในอัตรา 8 บาทต่อหน่วยเพิ่มเติมจากค่าไฟฟ้าฐาน ส่วนโรงไฟฟ้าในประเทศญี่ปุ่นมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาวกับบริษัทไฟฟ้าท้องถิ่นอายุสัญญา 20 ปีและได้รับอัตราปรับซื้อไฟฟ้า (Feed in Tariff – FiT) ที่ 32-40 เยนต่อหน่วย

ทริสเรทติ้งมองว่าธุรกิจไฟฟ้าจะยังคงเป็นธุรกิจที่ช่วยให้ผลการดำเนินงานของบริษัทโดยรวมมีเสถียรภาพ โดยในช่วงปี 2558-2560 ธุรกิจไฟฟ้าสร้างกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายให้แก่บริษัทที่ประมาณ 2,500-3,000 ล้านบาทต่อปี ทริสเรทติ้งมีความเห็นว่ากำไรดังกล่าวจะยังคงเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากไฟฟ้าที่ผลิตได้ทั้งหมดจะมีผู้รับซื้อซึ่งเป็นหน่วยงานด้านไฟฟ้าที่มีชื่อเสียง

### มีความเสี่ยงจากการลงทุนสำรวจและผลิตปิโตรเลียมในต่างประเทศ

เมื่อเดือนมิถุนายน 2561 บริษัทได้ประกาศการลงทุนใน OKEA AS (OKEA) ซึ่งเป็นบริษัทสำรวจและผลิตปิโตรเลียม (E&P) สัญชาตินอร์เวย์ โดยบริษัทจะร่วมกับ Seacrest Capital Group (Seacrest) ในการซื้อสัดส่วนในแปลงสัมปทานน้ำมันและก๊าซธรรมชาติในประเทศนอร์เวย์ ได้แก่ แปลง Draugen และ Gjoa จาก A/S Norske Shell (Shell) โดยการลงทุนนี้บริษัทจะถือหุ้นเพิ่มทุนของ OKEA มูลค่าประมาณ 939 ล้านโครนอร์เวย์ (หรือประมาณ 3,760 ล้านบาท) และเมื่อธุรกรรมแล้วเสร็จภายในปลายปี 2561 บริษัทจะถือหุ้น 49% ใน OKEA ในขณะที่ OKEA จะถือสัดส่วนสัมปทาน 44.6% ในแปลง Draugen และ 12% ในแปลง Gjoa ซึ่งทั้ง 2 แปลงนี้มีปริมาณสำรองปิโตรเลียมเพียงพอสำหรับการผลิตได้มากกว่า 10 ปีโดยคิดจากอัตราการผลิตทั้งหมดที่ประมาณ 122,000 บาร์เรลต่อวัน (หรือประมาณ 22,000 บาร์เรลต่อวันในสัดส่วนของ OKEA)

ทริสเรทติ้งมองว่าการลงทุนนี้จะทำให้เกิดข้อกังวลในด้านของการดำเนินงานรวมถึงความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงดังกล่าวก็ได้รับการบรรเทาจากภาวะอุตสาหกรรมปิโตรเลียมในประเทศนอร์เวย์อยู่ในระยะอิ่มตัวและมีความแน่นอนทางธุรกิจสูง รวมถึงประสบการณ์ของทีมงานสำรวจและผลิตปิโตรเลียมของบริษัทและทีมดำเนินงานที่ถ่ายโอนมาจาก Shell ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นในแปลงลงทุนเดิม

### ระดับการก่อกู้หนี้อาจเพิ่มขึ้นในอนาคต

ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2561 บริษัทมีรายได้เพิ่มขึ้น 14% เมื่อเทียบช่วงเดียวกันของปีก่อนเป็น 143,244 ล้านบาท โดยส่วนใหญ่เป็นผลจากราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่อัตราค่าโงของบริษั (อัตราค่าโงจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้) อยู่ที่ 7.6% สำหรับ 9 เดือนแรกของปี 2561 บริษัทมีหนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้วจำนวน 45,472 ล้านบาท อีกทั้งยังมีโครงสร้างเงินทุนที่ยังอยู่ในระดับที่น่าพอใจ โดยมีอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนอยู่ที่ 46.7% ณ เดือนกันยายน 2561

สำหรับการประมาณการในช่วงปี 2562-2564 นั้น ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะมีกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายเฉลี่ยที่ปีละประมาณ 20,000 ล้านบาทโดยอยู่บนสมมติฐานราคาน้ำมันดิบที่ 65 ดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2562 และ 60 ดอลลาร์สหรัฐ ในระหว่างปี 2562-2564 นอกจากนี้ ทริสเรทติ้งยังประมาณการว่าบริษัทจะมีกำลังกลั่นน้ำมันดิบในระดับ 110,000-115,000 บาร์เรลต่อวันและมีค่าการกลั่นพื้นฐานที่ประมาณ 6.5-7.5 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรลซึ่งเป็นผลมาจากการปรับปรุงประสิทธิภาพโรงกลั่นน้ำมันของบริษัท กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายที่สูงขึ้นนั้นมาจากธุรกิจสำรวจและผลิตปิโตรเลียมเป็นหลักซึ่งคาดว่าธุรกิจนี้จะมีการก่อดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายที่ประมาณ 7,000-8,000 ล้านบาทต่อปี ส่วนเงินลงทุนซึ่งรวมถึงงบลงทุนในโครงการตามแผนของบริษัทในช่วงปี 2561-2564 จะอยู่ที่ 68,000 ล้านบาท ทั้งนี้ จากประมาณการกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายและค่าใช้จ่ายฝ่ายทุนของบริษัทดังกล่าวทำให้ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทอาจมีอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อทุนเพิ่มขึ้นเป็น 50%-55% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า โดยประมาณการพื้นฐานของทริสเรทติ้งยังไม่ได้รวมแผนการนำธุรกิจผลิตก๊าซชีวภาพเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ด้วยแต่อย่างใด

### แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนถึงการคาดการณ์ของทริสเรทติ้งว่าบริษัทจะสามารถดำรงสถานะที่แข็งแกร่งในธุรกิจการตลาดของบริษัทเอาไว้ได้ ในขณะที่การลงทุนในโครงการผลิตไฟฟ้าจะสร้างรายได้ที่ต่อเนื่องให้แก่บริษัทและจะช่วยลดความผันผวนของธุรกิจกลั่นน้ำมันและธุรกิจการตลาดได้บางส่วน

### ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

ปัจจัยที่มีผลในเชิงบวกต่ออันดับเครดิตของบริษัท ได้แก่ การที่บริษัทสามารถเพิ่มกระแสเงินสดได้อย่างมากและสม่ำเสมอจากการกระจายธุรกิจโดยที่ไม่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอ่อนแอลงอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ปัจจัยที่มีผลในเชิงลบต่ออันดับเครดิตอาจเกิดขึ้นจากการที่โครงสร้างเงินทุนของบริษัทอ่อนแอลงอย่างมากจากการลงทุนขนาดใหญ่โดยการก่อหนี้เป็นหลัก หรือการที่บริษัทประสบผลขาดทุนอย่างมากจากการดำเนินงานหรือจากการลงทุน

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ\*

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-ก.ย. 2561	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
		2560	2559	2558	2557
รายได้จากการดำเนินงานรวม	144,375	173,048	145,049	151,359	183,282
กำไรจากการดำเนินงาน	10,915	14,629	13,074	11,519	4,713
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	7,529	9,574	7,058	6,736	2,007
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	11,360	15,739	13,504	11,947	5,554
เงินทุนจากการดำเนินงาน	8,966	13,785	10,790	9,250	4,544
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	1,392	1,913	2,026	2,024	1,700
เงินลงทุน	6,741	6,728	10,313	5,142	7,793
สินทรัพย์รวม	115,324	114,110	101,783	81,942	76,966
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	45,472	37,531	27,016	31,425	28,146
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	51,970	52,132	43,909	35,983	33,966
<b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>					
อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (%)	7.56	8.45	9.01	7.61	2.57
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	9.97 **	10.00	8.30	9.03	3.04
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	8.16	8.23	6.67	5.90	3.27
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	3.00**	2.38	2.00	2.63	5.07
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	26.11 **	36.73	39.94	29.44	16.14
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	46.67	41.86	38.09	46.62	45.32

\* งบการเงินรวม

\*\* ปรับเป็นอัตราส่วนเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (BCP)

อันดับเครดิตองค์กร:	A
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
BCP194A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2562	A
BCP194B: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2562	A
BCP208A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 3,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2563	A
BCP214A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,500 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2564	A
BCP224A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2565	A
BCP238A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 400 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2566	A
BCP244A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 3,500 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2567	A
BCP258A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 600 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2568	A
BCP273A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2570	A
BCP303A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2573	A
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2561 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้อัดเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้ใช้ค่าแถลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้เหล่านั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมิได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: [www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria](http://www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria)