

# บริษัท ดับเบิล เอ (1991) จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 116/2561  
10 สิงหาคม 2561

## CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB-
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน	BBB-
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Negative

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:		
วันที่	อันดับ	แนวโน้มอันดับเครดิต/เครดิตพิง
25/11/59	BBB-	Negative
26/10/58	BBB-	Stable
12/09/56	BBB	Stable
21/08/55	BBB	Negative
16/05/51	BBB	Stable
09/11/50	BBB	Alert Developing
28/02/49	BBB	Stable
16/11/48	BBB	Alert Developing
20/10/47	BBB	Stable

ติดต่อ:  
รพีพล มหพันธ์  
rapeepol@trisrating.com  
เสริมวิทย์ ศรีโยธา  
sermwit@trisrating.com  
วิยดา ประทุมสุวรรณ, CFA  
wiyada@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

## เหตุผล

ทริสเรทติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท ดับเบิล เอ (1991) จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ “BBB-” พร้อมคงแนวโน้มอันดับเครดิตของบริษัทที่ “Negative” หรือ “ลบ” ขณะเดียวกัน ทริสเรทติ้งจัดอันดับเครดิตให้แกหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันในวงเงินไม่เกิน 2,350 ล้านบาทของบริษัทที่ระดับ “BBB-” ด้วย โดยบริษัทจะนำเงินที่ได้รับจากการออกหุ้นกู้ดังกล่าวไปใช้คืนหุ้นกู้ที่จะครบกำหนดในเดือนกุมภาพันธ์ 2562

อันดับเครดิต “BBB-” สะท้อนถึงสถานะผู้นำของบริษัทในอุตสาหกรรมการผลิตกระดาษพิมพ์เขียนของไทย ตลอดจนความแข็งแกร่งของขีดความสามารถในการแข่งขันและตราสัญลักษณ์ของผลิตภัณฑ์ “ดับเบิล เอ” อย่างไรก็ตาม จุดแข็งดังกล่าวถูกลดทอนบางส่วนจากลักษณะที่ผันผวนของอุตสาหกรรมการผลิตเยื่อกระดาษและกระดาษ ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ อุปสงค์ของกระดาษในระดับโลกที่ชะลอตัวจากพฤติกรรมของผู้บริโภคที่หันไปนิยมใช้สื่อดิจิทัลเพิ่มมากขึ้น รวมถึงธุรกรรมบางรายการระหว่างบริษัทกับบริษัทที่เกี่ยวข้อง

## ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

### การดำเนินงานแบบครบวงจรช่วยรักษาขีดความสามารถในการแข่งขัน

ทริสเรทติ้งเชื่อว่าบริษัทจะสามารถรักษาขีดความสามารถในการแข่งขันที่แข็งแกร่งและสถานะการเป็นหนึ่งในผู้นำในอุตสาหกรรมการผลิตกระดาษพิมพ์เขียนของไทยเอาไว้ได้ โดยการดำเนินงานของโรงงานผลิตเยื่อกระดาษและโรงงานผลิตกระดาษแบบครบวงจรทำให้เกิดการผสมพลัง (Synergy) และช่วยควบคุมต้นทุน ทั้งนี้ เยื่อกระดาษเป็นวัตถุดิบสำคัญในการผลิตกระดาษ (50%) จากความเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ทำให้ราคาเยื่อกระดาษมีความผันผวนสูง ดังนั้น ผู้ผลิตกระดาษที่มีโรงงานผลิตเยื่อกระดาษของตนเองจะได้เปรียบในด้านต้นทุน บริษัทมีโรงงานผลิตเยื่อกระดาษของตนเองผสมเข้ากับโรงงานผลิตกระดาษ โดยบริษัทใช้เยื่อกระดาษเกือบทั้งหมดที่ผลิตได้เป็นวัตถุดิบในการผลิตกระดาษของตนเอง

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

บริษัทยังคงต้องเผชิญกับความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเนื่องจากประมาณ 70% ของยอดขายมาจากตลาดต่างประเทศ โดยในการส่งออกบริษัทขายผลิตภัณฑ์ในรูปสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และสกุลเงินท้องถิ่น ขณะที่มากกว่าครึ่งหนึ่งของต้นทุนเป็นเงินบาท การแข็งค่าของเงินบาทอย่างรวดเร็วจึงอาจทำให้กำไรของบริษัทอ่อนแอลงได้ เพื่อลดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน บริษัทได้ทำสัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าเอาไว้ด้วย แต่กระนั้นบริษัทก็ยังอาจเผชิญกับกำไรหรือขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนได้ ทั้งนี้ บริษัทมีผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 403 ล้านบาทในปี 2559 ขณะที่มีผลกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวนประมาณ 400 ล้านบาทในปี 2560 และ 85 ล้านบาทในช่วงไตรมาสแรกของปี 2561

### การปรับโครงสร้างกลุ่มบริษัท

ทริสเรทติ้งมองการขายโรงงานผลิตกระดาษอะลิเซ (อะลิเซ) เป็นการจัดโครงสร้างกลุ่มบริษัท โดยในช่วงไตรมาสแรกของปี 2561 บริษัทได้ขายอะลิเซให้แก่ Double A Holding Limited (DAH) ซึ่งเป็นบริษัทแม่ของกลุ่ม DA โดยทั้ง DA และ DAH มีผู้ถือหุ้นกลุ่มเดียวกัน คือ คุณโยธิน ดำเนินชาญวนิชย์และบุคคลหรือกิจการที่เกี่ยวข้อง

ในปี 2556 บริษัทใช้เงินประมาณ 35 ล้านเหรียญยูโรหรือเทียบเท่า 1,400 ล้านบาทเพื่อซื้อและทำให้โรงงานผลิตกระดาษอะลิเซในฝรั่งเศสกลับมาดำเนินงานได้อีกครั้ง ซึ่งโรงงานผลิตกระดาษดังกล่าวหยุดดำเนินงานไปในปี 2553 ทั้งนี้ อะลิเซประสบปัญหาขาดทุนจากการดำเนินงานตั้งแต่เริ่มกลับมา

ดำเนินงาน โดยมีผลขาดทุนรวมประมาณ 3,000 ล้านบาทนับตั้งแต่ปี 2556 จนถึงช่วงไตรมาสแรกของปี 2561 อะลิเซ่ทำตลาดในกลุ่มประเทศยุโรป ตะวันออกกลาง แอฟริกา และอเมริกาเหนือ แต่ตราสัญลักษณ์ของผลิตภัณฑ์ "ดีบีบี เอ" ในตลาดดังกล่าวไม่ได้แข็งแกร่งเหมือนเช่นในตลาดเอเชีย นอกจากนี้ ความต้องการกระดาษในประเทศพัฒนาแล้วยังลดลงต่อเนื่อง เนื่องจากพฤติกรรมของผู้บริโภคที่หันไปนิยมใช้สื่อดิจิทัลเพิ่มมากขึ้น สถานการณ์ทางการตลาดที่ไม่เป็นใจบีบบังคับให้อะลิเซ่ต้องผลิตและขายสินค้าที่มีกำไรต่ำ ขณะเดียวกัน อะลิเซ่ก็มีต้นทุนการผลิตสูงที่สุดเมื่อเทียบกับโรงงานผลิตกระดาษอื่น ๆ ของบริษัทเนื่องจากไม่ได้มีโรงงานผลิตเยื่อกระดาษอยู่ด้วย อย่างไรก็ตาม แม้จะขาดทุนต่อเนื่อง แต่ผลการดำเนินงานของอะลิเซ่ก็ปรับตัวดีขึ้นในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาจากแผนปรับปรุงการดำเนินงานของบริษัท

แม้อะลิเซ่จะไม่ได้เป็นส่วนหนึ่งของบริษัทแล้วจากการปรับโครงสร้างกลุ่มบริษัท แต่อะลิเซ่และบริษัทยังคงอยู่ภายใต้ผู้ถือหุ้นกลุ่มเดียวกันซึ่งทำให้เกิดความกังวลต่อธุรกรรมบางรายการระหว่างบริษัทกับบริษัทที่เกี่ยวข้องในอนาคต ทั้งนี้ สัญญาซื้อขายหุ้นระหว่างบริษัทซึ่งเป็นผู้ขายและ DAH ซึ่งเป็นผู้ซื้อได้ระบุไว้ว่าบริษัทจะไม่เข้าไปให้การช่วยเหลือ และ/หรือ ดำเนินการใด ๆ ที่อาจเป็นการให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่อะลิเซ่

การขายอะลิเซ่ทำให้บริษัทมีต้นทุนสุทธิ 339 ล้านบาท โดยบริษัทรับเงินจากการขาย 2,687 ล้านบาท แต่ในขณะเดียวกัน บริษัทจ่ายเงินปันผล 3,026 ล้านบาทให้แก่ DAH เพื่อใช้เป็นเงินทุนสำหรับซื้ออะลิเซ่ ซึ่งในท้ายที่สุดแล้วการปรับโครงสร้างกลุ่มบริษัททำให้สินทรัพย์และส่วนทุนของบริษัทลดต่ำลง

### ความสามารถในการทำกำไรยังคงปรับตัวดีขึ้น

ทริสเรทติ้งคาดการณ์ว่าการปรับตัวของกำไรที่ดีขึ้นจะยังคงดำเนินต่อไปจากแผนปรับปรุงผลการดำเนินงานของบริษัท โดยในปี 2559 บริษัทได้เริ่มนำแผนปรับปรุงการดำเนินงานมาใช้ ซึ่งแผนดังกล่าวประกอบไปด้วยการปรับเปลี่ยนส่วนผสมผลิตภัณฑ์ การเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต และการลดค่าใช้จ่ายดำเนินงาน ซึ่งแผนดังกล่าวทำให้อัตรากำไรจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็น 9.7% ในปี 2560 จากระดับต่ำสุดที่ 3.4% ในปี 2558

ภายใต้ประมาณการของทริสเรทติ้ง อัตรากำไรจากการดำเนินงานจะอยู่ที่ประมาณ 13% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า ซึ่งเพิ่มขึ้นจากระดับต่ำกว่า 10% ในช่วงปี 2557-2560 เงินทุนจากการดำเนินงานจะเพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 2,500 ล้านบาทต่อปี จาก 700-2,200 ล้านบาทในช่วงปี 2557-2560

ทั้งนี้ การขายโรงงานผลิตกระดาษอะลิเซ่ทำให้อัตรากำไรจากการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็น 17.2% ในช่วงไตรมาสแรกของปี 2561 โดยผู้สอบบัญชีได้ย้ายผลการดำเนินงานของอะลิเซ่มาไว้ในส่วนของการดำเนินงานที่ยกเลิก อย่างไรก็ตาม แม้วะลิเซ่กลับไปด้วย อัตรากำไรจากการดำเนินงานของบริษัทก็ยังคงปรับตัวดีขึ้นโดยเพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 12% ในช่วงไตรมาสแรกของปี 2561 จากระดับต่ำกว่า 10% ในช่วงปี 2557-2560

### โครงสร้างเงินทุนอ่อนแอลงหลังการขายอะลิเซ่

ทริสเรทติ้งคาดการณ์ว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจะอ่อนแอลงในช่วง 3 ปีข้างหน้า โดยการปรับโครงสร้างกลุ่มของบริษัททำให้ส่วนทุนของบริษัทลดต่ำลงเนื่องจากทริสเรทติ้งคาดการณ์ว่าการดำเนินงานของบริษัทจะปรับตัวดีขึ้น บริษัทจึงอาจมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นในช่วงปี 2561-2563 โดยทริสเรทติ้งคาดว่าอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนจะเพิ่มขึ้นแต่ยังคงต่ำกว่า 65% ทั้งนี้ อัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอยู่ที่ 59.8% ณ เดือนมีนาคม 2561

ภายใต้ประมาณการของทริสเรทติ้ง กระแสเงินสดเมื่อเทียบกับภาระหนี้ของบริษัทจะปรับตัวดีขึ้นตามการเพิ่มขึ้นของผลการดำเนินงานในช่วง 3 ปีข้างหน้า อัตราส่วนเงินกู้รวมจากการดำเนินงานต่อเงินกู้รวมจะอยู่ระหว่าง 12%-15% เพิ่มขึ้นจาก 3%-11% ในช่วงปี 2557-2560 ทั้งนี้ อัตราส่วนเงินกู้รวมจากการดำเนินงานต่อเงินกู้รวมได้ปรับตัวดีขึ้นในช่วง 2 ปีล่าสุด

### สภาพคล่องน่าจะควบคุมได้

ทริสเรทติ้งเชื่อว่าบริษัทจะสามารถจัดการกับสภาพคล่องได้ในช่วง 12 เดือนข้างหน้า โดยบริษัทมีหนี้ที่จะครบกำหนดชำระในช่วง 9 เดือนสุดท้ายของปี 2561 ประมาณ 2,700 ล้านบาท ซึ่งประมาณ 2,200 ล้านบาทเป็นเงินกู้ระยะสั้นสำหรับใช้เป็นทุนหมุนเวียน ณ สิ้นเดือนมีนาคม 2561 บริษัทมีวงเงินกู้ที่ยังไม่ได้เบิกใช้มูลค่าประมาณ 2,200 ล้านบาท อีกทั้งยังมีเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดรวมกันอีกประมาณ 800 ล้านบาท ดังนั้น บริษัทจะมีแหล่งเงินสดรวมกันทั้งสิ้นประมาณ 3,000 ล้านบาท ซึ่งเพียงพอที่จะรองรับหนี้ที่จะครบกำหนดดังกล่าวได้ทั้งจำนวน ลูกหนี้การค้ามูลค่าเกือบ 4,300 ล้านบาท ณ เดือนมีนาคม 2561 ก็อาจใช้เป็นแหล่งเงินสดได้อีกทางหนึ่ง บริษัทไม่มีหุ้นกู้ที่จะครบกำหนดในปีนี้แล้วแต่ในปี 2562 บริษัทวางแผนที่จะใช้คืนหุ้นกู้จำนวน 2,350 ล้านบาทที่จะครบกำหนดในเดือนกุมภาพันธ์ 2562 ด้วยหุ้นกู้ชุดใหม่ ทั้งนี้ เงินทุนจากการดำเนินงานตามประมาณการจะอยู่ที่ปีละประมาณ 2,500 ล้านบาทในช่วง 3 ปีข้างหน้า ซึ่งเพียงพอที่จะรองรับการไถ่ถอนหุ้นกู้ดังกล่าว และบริษัทยังไม่มีแผนการลงทุนขนาดใหญ่ในช่วงปี 2561-2563

หุ้นกู้ของบริษัทมีข้อกำหนดในการดำรงอัตราส่วนทางการเงินในส่วนของอัตราส่วนเงินกู้ที่มีดอกเบี้ยสุทธิต่อส่วนทุนที่ระดับไม่เกิน 2 เท่า ซึ่งอัตราส่วนดังกล่าว ณ เดือนมีนาคม 2561 อยู่ที่ 1.4 เท่า จึงถือว่าบริษัทปฏิบัติตามข้อกำหนดดังกล่าว ทริสเรทติ้งเชื่อว่าบริษัทจะสามารถปฏิบัติตามข้อกำหนดดังกล่าวตลอดช่วง 12-18 เดือนข้างหน้าได้

แนวโน้มอันดับเครดิต

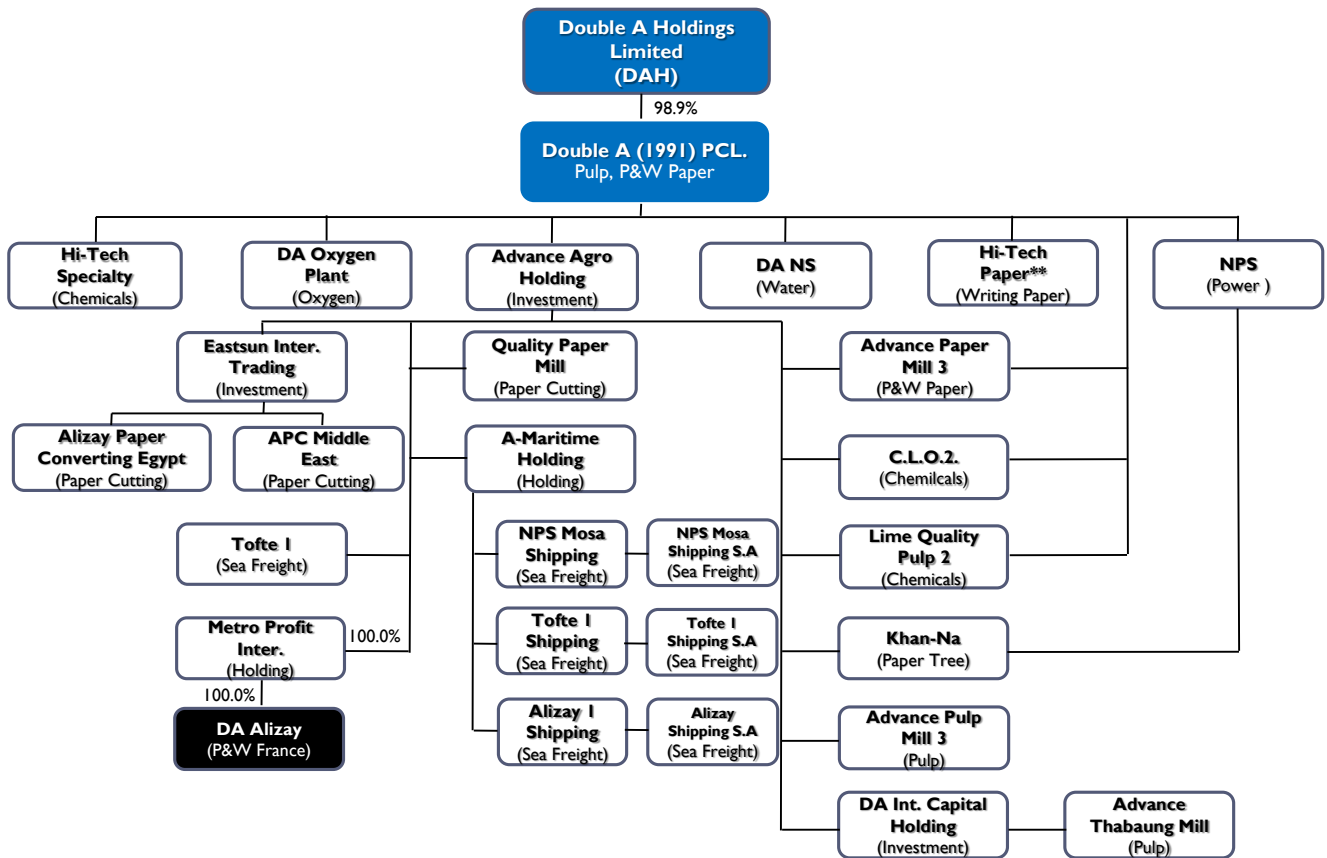
แนวโน้มอันดับเครดิต “Negative” หรือ “ลบ” สะท้อนความสามารถในการทำกำไรและความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดของบริษัทที่อยู่ในช่วงฟื้นตัว แต่ยังคงต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ ขณะที่ความเป็นไปได้ในการช่วยเหลืออะลิเซ่ในอนาคตยังคงเป็นปัจจัยกังวล

ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

แนวโน้มอันดับเครดิตสามารถปรับกลับไปเป็น “Stable” หรือ “คงที่” ได้หากการฟื้นตัวของความสามารถในการทำกำไรและกระแสเงินสดยังคงเป็นไปอย่างต่อเนื่องตามที่คาดการณ์ไว้และเป็นไปอย่างยั่งยืนและไม่มีหลักฐานการช่วยเหลืออะลิเซ่ ในทางตรงกันข้าม อันดับเครดิตอาจปรับลดลงได้หากผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดลดลงจากคาดการณ์หรือหากโครงสร้างเงินทุนอ่อนแอกว่าที่คาดไว้ ทั้งนี้ ตามเงื่อนไขวิธีการจัดอันดับเครดิตแบบกลุ่ม (Group Rating Methodology) ของทริสเรตติ้ง สถานะเครดิตของกลุ่มบริษัทและสมาชิกในกลุ่มบริษัทจะมีผลกระทบต่ออันดับเครดิตองค์กรของบริษัทและอันดับเครดิตของตราสารหนี้ด้วยเช่นกัน

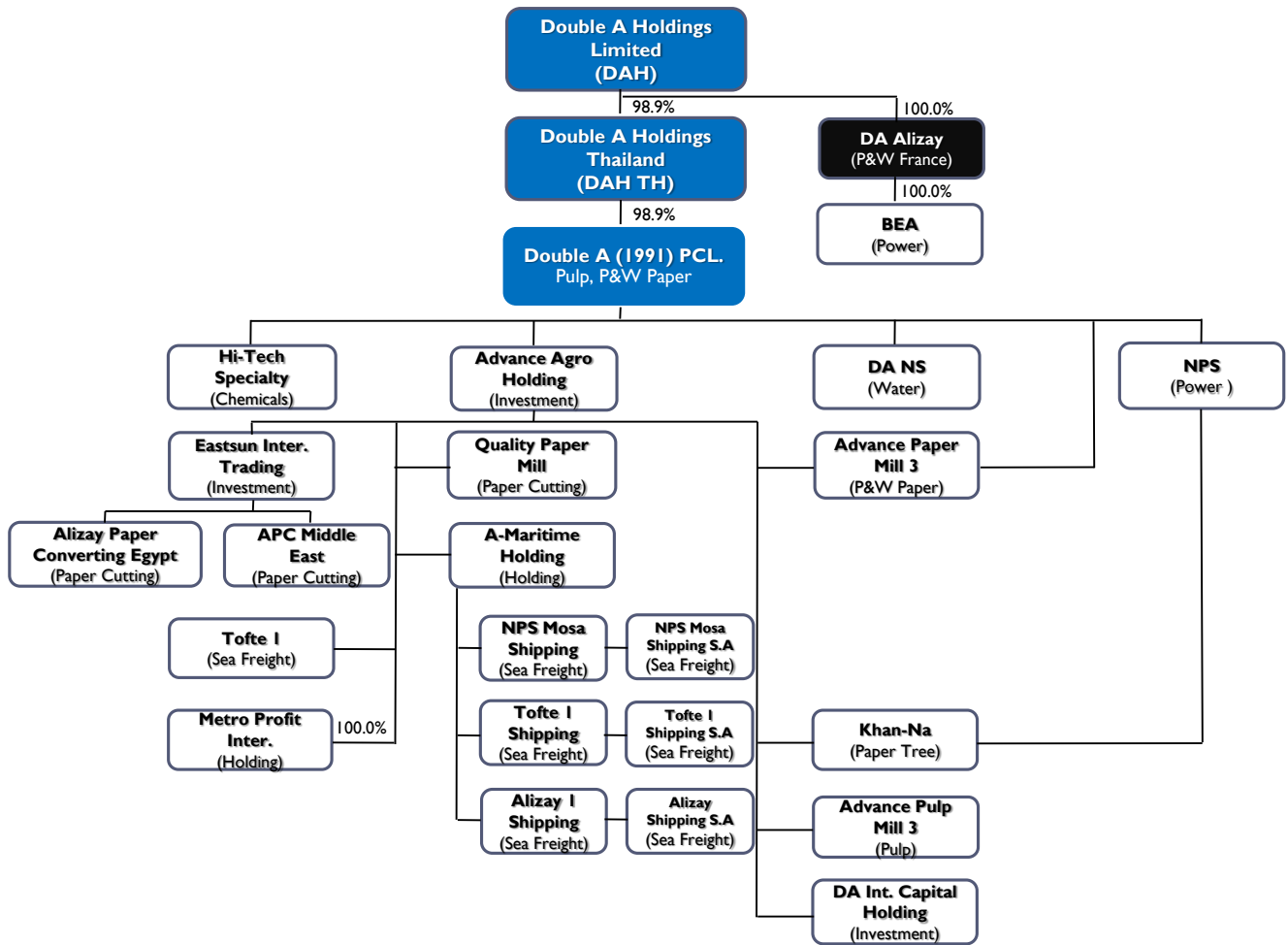
โครงสร้างกลุ่มบริษัท

ก่อนปรับโครงสร้างกลุ่มบริษัท



Source: DA

หลังปรับโครงสร้างกลุ่มบริษัท



Source: DA

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ\*

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-มี.ค. 2561	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
		2560	2559	2558	2557
รายได้	5,607	25,231	26,121	23,370	22,963
ค่าใช้จ่ายทางการเงิน	247	1,000	1,171	1,232	1,298
กำไร (ขาดทุน) สุทธิจากการดำเนินงาน	249	(1,013)	(1,346)	(2,387)	(1,116)
เงินทุนจากการดำเนินงาน	774	2,229	1,124	867	677
ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน	116	671	950	1,244	1,171
สินทรัพย์รวม	39,493	39,743	42,692	43,109	45,170
เงินกู้รวม	19,194	19,667	20,530	22,308	23,185
ส่วนของผู้ถือหุ้น	12,892	15,545	17,352	16,142	17,084
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย/รายได้ (%)	17.15	9.70	8.18	3.35	5.87
อัตราส่วนผลตอบแทน/เงินทุนถาวร (%)	(0.25) **	(0.71)	(1.04)	(3.57)	(0.11)
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย/ดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	4.28	2.36	1.80	0.85	1.75
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงาน/เงินกู้รวม (%)	11.95 **	11.33	5.48	3.89	2.92
อัตราส่วนเงินกู้รวม/โครงสร้างเงินทุน (%)	59.82	55.85	54.20	58.02	57.58

\* งบการเงินรวม

\*\* ปรับเป็นอัตราส่วนเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

บริษัท ดีบีเบิ้ล เอ (1991) จำกัด (มหาชน) (DA)

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB-
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน ในวงเงินไม่เกิน 2,350 ล้านบาท ใ้ถ่อนภายใน 10 ปี	BBB-
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Negative

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 และไม่ในรูปแบบหรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้ใช้ค่าแถลงข้อเท็จจริง หรือคำแนะนำให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้หนึ่งๆ หรือของบริษัทหนึ่งๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มิได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน 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)