

## บริษัท ดับเบิล เอ (1991) จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 144/2560

8 พฤศจิกายน 2560

อันดับเครดิตองค์กร: **BBB-**  
แนวโน้มอันดับเครดิต: **Negative**

วันที่	อันดับเครดิต	แนวโน้ม อันดับเครดิต/ เครดิตพิงจ
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

เสรมวิทย์ ศรีโยธา  
sermwit@trisrating.com

รุ่งรัตน์ สุนทรปกาสิต  
rungrat@trisrating.com

**WWW.TRISRATING.COM**

### เหตุผล

ทริสเรทติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท ดับเบิล เอ (1991) จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ “BBB-” พร้อมคงแนวโน้มอันดับเครดิตของบริษัทที่ “Negative” หรือ “ลบ” โดยอันดับเครดิต “BBB-” สะท้อนถึงสถานะผู้นำของบริษัทในอุตสาหกรรมการผลิตกระดาษพิมพ์เขียนของไทย ตลอดจนการมีโรงงานผลิตเยื่อกระดาษและกระดาษที่ครบวงจร และตราสัญลักษณ์ที่แข็งแกร่งของผลิตภัณฑ์ “ดับเบิล เอ” อย่างไรก็ตาม จุดแข็งดังกล่าวถูกลดทอนบางส่วนจากลักษณะที่ผันผวนของอุตสาหกรรมการผลิตเยื่อกระดาษและกระดาษ ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ อุปสงค์ของกระดาษที่ชะลอตัวตามภาวะเศรษฐกิจโลกและพฤติกรรมของผู้บริโภคที่หันไปนิยมใช้สื่อดิจิทัลเพิ่มมากขึ้น รวมถึงธุรกรรมบางรายการระหว่างบริษัทกับบริษัทที่เกี่ยวข้อง

บริษัทดับเบิล เอ (1991) เป็นผู้นำในการผลิตกระดาษพิมพ์เขียนในประเทศไทยโดยบริษัท ก่อตั้งขึ้นในปี 2532 บริษัทเป็นบริษัทย่อยของ บริษัท Double A Holding Limited ที่มีตระกูลดำเนินชาวนิชย์เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ โดย ณ เดือนกันยายน 2560 นายโยธิน ดำเนินชาวนิชย์และบุคคลที่เกี่ยวข้องเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในสัดส่วน 87.8% ในบริษัท ปัจจุบันบริษัทมีโรงงานผลิตกระดาษจำนวน 5 โรงซึ่งมีกำลังการผลิตติดตั้งรวมกันทั้งสิ้น 1,045,000 ตันต่อปี กำลังการผลิตกระดาษของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็นกว่า 2 เท่าหลังจากโรงงานแห่งที่ 3 (APM 3) ในประเทศไทยเริ่มเดินเครื่องในเดือนพฤศจิกายน 2555 และบริษัทได้ซื้อโรงงาน Alizay ในประเทศฝรั่งเศสเข้ามาในเดือนมกราคม 2556 โดยบริษัทใช้เงินลงทุนประมาณ 5,000 ล้านบาทสำหรับ APM 3 และ 1,400 ล้านบาทสำหรับ Alizay บริษัทมีรายได้จากการจำหน่ายกระดาษคิดเป็น 90% ของรายได้รวม ตามด้วยรายได้จากการจำหน่ายไม้สับ (7%) รายได้จากจำหน่ายเยื่อกระดาษ (2%) และรายได้จากการให้บริการ (1%)

ความสามารถในการแข่งขันของบริษัทเกิดจากการมีโรงงานผลิตเยื่อกระดาษและกระดาษที่ครบวงจรซึ่งตั้งอยู่ที่ตำบลท่าตูม จังหวัดปราจีนบุรี บริษัทมีกำลังการผลิตโรงงานเยื่อกระดาษขนาด 427,000 ตันต่อปี โดยบริษัทผลิตเฉพาะเยื่อกระดาษใยสั้นและเกือบทั้งหมดใช้เป็นวัตถุดิบสำหรับโรงงานผลิตกระดาษในประเทศไทยของบริษัท ทั้งนี้ โรงงานผลิตกระดาษในประเทศไทยของบริษัทมีกำลังการผลิตรวมกันทั้งสิ้น 745,000 ตันต่อปี การมีโรงงานผลิตเยื่อกระดาษและกระดาษที่ครบวงจรดังกล่าวทำให้เกิดการผสมพลัง (Synergy) และช่วยเพิ่มความได้เปรียบในด้านต้นทุนให้แก่บริษัท

ตรงกันข้ามกับโรงงานผลิตกระดาษในประเทศไทย Alizay ขาดการผสมพลังเนื่องจากการมีโรงกระดาษแต่เพียงอย่างเดียวในประเทศฝรั่งเศส ส่งผลให้ต้นทุนการผลิตกระดาษของ Alizay สูงกว่าโรงงานผลิตกระดาษในประเทศไทย นอกจากนั้น ภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวในกลุ่มประเทศยุโรป และพฤติกรรมของผู้บริโภคที่หันไปนิยมใช้สื่อดิจิทัลเพิ่มมากขึ้นก็ทำให้ Alizay ไม่สามารถเพิ่มปริมาณการผลิตได้มากเพียงพอที่จะทำให้ได้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด ส่งผลให้ Alizay ประสบภาวะขาดทุนจากการดำเนินงานนับตั้งแต่เริ่มดำเนินงานในปี 2556 โดย Alizay มีผลขาดทุนก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายจำนวน 105 ล้านบาทในช่วงครึ่งแรกของปี 2560

บริษัทมียอดขายกระดาษกระจายตัวอยู่ในหลายภูมิภาคและยังมีช่องทางกระจายจำหน่ายที่เข้มแข็งครอบคลุมมากกว่า 100 ประเทศทั่วโลก รายได้ของบริษัทมาจากการจำหน่าย

ภายในประเทศ 30% ส่วนอีกประมาณ 50% มาจากตลาดอื่นในภูมิภาคเอเชีย 10% มาจากตลาดในยุโรป และ 10% มาจากตลาดในประเทศอื่น ๆ ทั้งนี้ เนื่องจากรายได้ของบริษัทมาจากการจำหน่ายในต่างประเทศกว่า 70% บริษัทจึงมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทปรับตัวดีขึ้นตามลำดับหลังจากที่ลดลงอย่างมากในปี 2557 และปี 2558 โดยอัตราส่วนกำไร (อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้) ลดลงเป็น 5.9% ในปี 2557 และ 3.3% ในปี 2558 จากระดับที่สูงกว่า 10% ในอดีต ซึ่งการลดลงดังกล่าวมีสาเหตุมาจากปัญหาด้านเครื่องจักรเป็นสำคัญ อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนกำไรเพิ่มขึ้นเป็น 8.2% ในปี 2559 และ 12.2% ในช่วงครึ่งแรกของปี 2560 จากแผนปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทภายใต้คำแนะนำของที่ปรึกษาจากภายนอก แผนดังกล่าวประกอบไปด้วยหลายมิติซึ่งรวมไปถึงการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตและการให้ความสำคัญกับตลาดหลักและผลิตภัณฑ์ที่มีคุณภาพสูง ต้นทุนการผลิตโดยรวมลดต่ำลงหลังจากบริษัทลดปริมาณการผลิตที่โรงงานผลิตกระดาษ Alizay ซึ่งมีต้นทุนการผลิตสูงและหันไปเพิ่มปริมาณการผลิตที่โรงงานผลิตกระดาษในประเทศไทยแทน การให้ความสำคัญกับตลาดหลักมากกว่าที่จะมุ่งเน้นการทำตลาดใหม่ ๆ ก็ช่วยลดต้นทุนในการดำเนินงานลงด้วย นอกจากนี้ การลดความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ก็ยังช่วยลดปัญหาด้านเครื่องจักรอีกด้วยเช่นกัน โดยกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็น 2,107 ล้านบาทในปี 2559 จาก 1,050 ล้านบาทในปี 2558 ในขณะที่เงินทุนจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นเป็น 1,124 ล้านบาทในปี 2559 จาก 867 ล้านบาทในปี 2558 กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายและเงินทุนจากการดำเนินงานยังคงปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงครึ่งแรกของปี 2560 โดยเพิ่มขึ้นเป็น 1,457 ล้านบาทและ 1,443 ล้านบาทตามลำดับ กระแสเงินสดเมื่อเทียบกับภาระหนี้ก็ปรับตัวดีขึ้นเช่นกันหลังจากที่ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มสูงขึ้น อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อเงินกู้รวมเพิ่มขึ้นเป็น 9.3 เท่าในช่วงครึ่งแรกของปี 2560 จากระดับต่ำสุดที่ 2.9 เท่าในปี 2557 ในขณะที่อัตราส่วนเงินทุนต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายลดลงเหลือ 8.9 เท่าในช่วงครึ่งแรกของปี 2560 จากระดับสูงสุดที่ 21.2 เท่าในปี 2558 ทั้งนี้ แม้กระแสเงินสดเมื่อเทียบกับภาระหนี้ของบริษัทจะปรับตัวดีขึ้น แต่ก็ยังอยู่ในระดับต่ำกว่าที่ควรจะเป็นสำหรับอันดับเครดิตในปัจจุบัน

บริษัทวางแผนจะขายกิจการของ Alizay ให้แก่บริษัท Double A Holding Limited ซึ่งเป็นบริษัทแม่ การขายหรือการ Spinoff คาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงปลายปี 2560 โดยราคาขายยังอยู่ระหว่างการพิจารณาแต่จะอยู่ที่ประมาณ 2,000 ล้านบาท บริษัทคาดว่าจะไม่มีกำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานอย่างน้อยสำคัญจากการขาย Alizay ทั้งนี้ บริษัทวางแผนจะจ่ายเงินปันผลให้แก่บริษัท Double A Holding Limited เพื่อใช้เป็นเงินทุนในการซื้อ Alizay ซึ่งน่าจะทำให้ระดับการก่อหนี้เพิ่มสูงขึ้นหลังการขาย ในขณะที่ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทก็จะลดลงหลังจากการโอนส่วนเกินทุนจากการตีมูลค่าสินทรัพย์ของ Alizay ประมาณ 1,400 ล้านบาทออกไป โดยทริสเรตติ้งคาดว่าอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 65% จาก 53.6% ณ เดือนมิถุนายน 2560 ทั้งนี้ ทริสเรตติ้งคาดว่าอัตราส่วนกำไรของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเป็น 14%-15% หลังจากที่บริษัทไม่ต่อรวมผลการดำเนินงานของ Alizay และแผนปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานเป็นไปอย่างต่อเนื่อง กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายจะเพิ่มขึ้นเป็น 3,000-3,500 ล้านบาทต่อปี ในขณะที่เงินทุนจากการดำเนินงานจะเพิ่มขึ้นเป็น 2,000-2,500 ล้านบาทต่อปี ทั้งนี้ ในช่วง 3 ปีข้างหน้าทริสเรตติ้งคาดว่าอัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อเงินกู้รวมและอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายของบริษัทจะอยู่ในช่วง 10%-13% และ 5-7 เท่าตามลำดับ โดยอยู่ภายใต้สมมติฐานว่าบริษัทจะไม่ให้การช่วยเหลือแก่ Alizay ในอนาคต เงินทุนจากการดำเนินงานที่คาดว่าจะอยู่ที่ 2,000-2,500 ล้านบาทต่อปีนั้นจะสามารถรองรับเงินลงทุนเพื่อรักษาสภาพสินทรัพย์ถาวรประมาณ 1,000 ล้านบาทต่อปีและการจ่ายชำระหนี้เงินกู้ยืมระยะยาวที่มีกับธนาคารพาณิชย์ที่ประมาณปีละ 600 ล้านบาทได้ทั้งจำนวนในช่วง 3 ปีข้างหน้า ทั้งนี้ บริษัทจะมีหุ้นกู้มูลค่าจำนวน 2,350 ล้านบาทครบกำหนดไถ่ถอนในเดือนกุมภาพันธ์ 2562 ซึ่งปกติบริษัทจะทำการออกหุ้นกู้ชุดใหม่เพื่อทดแทนหุ้นกู้ชุดเดิมก่อนที่จะครบกำหนด ทริสเรตติ้งคาดว่าบริษัทจะสามารถจัดการกับความเสี่ยงในการไถ่ถอนหนี้ที่จะครบกำหนดดังกล่าวได้อย่างมีประสิทธิภาพ

## แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Negative” หรือ “ลบ” สะท้อนความสามารถในการทำกำไรและความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดของบริษัทที่อยู่ในช่วงฟื้นตัวแต่ยังอยู่ในระดับต่ำกว่าระดับที่ควรจะเป็นสำหรับอันดับเครดิตในปัจจุบัน แนวโน้มอันดับเครดิตสามารถปรับกลับเป็น “Stable” หรือ “คงที่” ได้หากการฟื้นตัวของความสามารถในการทำกำไรและกระแสเงินสดเมื่อเทียบกับภาระหนี้ยังคงเป็นไปอย่างต่อเนื่องตามที่คาดการณ์ไว้และเป็นไปอย่างยั่งยืน ทั้งนี้ อันดับเครดิตขององค์กรของบริษัทจะได้รับอิทธิพลจากอันดับเครดิตขององค์กรของ บริษัท เนชั่นแนล เพาเวอร์ซีฟพลาย จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีผู้ถือหุ้นกลุ่มเดียวกันตามเงื่อนไขวิธีการจัดอันดับเครดิตแบบกลุ่ม (Group Rating Methodology) ของทริสเรตติ้ง โดยการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตขององค์กรของบริษัทเนชั่นแนล เพาเวอร์ ซีฟพลาย จะส่งผลกระทบต่ออันดับเครดิตขององค์กรของบริษัทด้วยเช่นกัน

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

อันดับเครดิตองค์กร:

BBB-

แนวโน้มอันดับเครดิต:

Negative

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ \*

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-มิ.ย.	2559	2558	2557	2556
รายได้	12,652	26,121	23,370	22,963	17,874
ดอกเบี้ยจ่ายรวม	498	1,171	1,232	1,298	1,216
กำไร (ขาดทุน) สุทธิจากการดำเนินงาน	(381)	(1,346)	(2,387)	(1,116)	(561)
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	1,457	2,107	1,050	2,268	2,580
เงินทุนจากการดำเนินงาน	1,443	1,124	867	677	2,125
ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน	344	950	1,244	1,171	3,260
สินทรัพย์รวม	42,277	42,692	43,109	45,170	44,518
เงินกู้รวม	19,901	20,530	22,308	23,185	22,563
ส่วนของผู้ถือหุ้น	17,253	17,352	16,142	17,084	17,084
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย/รายได้ (%)	12.24	8.18	3.35	5.87	10.22
อัตราส่วนผลตอบแทน/เงินทุนถาวร (%)	(1.17)**	(1.04)	(3.57)	(0.11)	1.51
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย/ดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	2.93	1.80	0.85	1.75	2.12
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงาน/เงินกู้รวม (%)	9.27**	5.48	3.89	2.92	9.42
อัตราส่วนเงินกู้รวม/โครงสร้างเงินทุน (%)	53.56	54.20	58.02	57.58	56.91
อัตราส่วนเงินกู้รวม/กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	8.93**	9.74	21.24	10.22	8.75

\* งบการเงินรวม

\*\* ปรับอัตราส่วนให้เป็นตัวเลขเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

โทร. 0-2231-3011 ต่อ 500 อาคารสีลมคอมเพล็กซ์ ชั้น 24 191 ถ. สีลม กรุงเทพฯ 10500, www.trisrating.com

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2560 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เปิดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ในรูปแบบหรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแกล้งช้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหาย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: <http://www.trisrating.com/th/rating-information-th2/rating-criteria.html>