

## ข่าวเผยแพร่

No. 16/2560  
27 มกราคม 2560

**ทริสเรตติ้งจัดอันดับเครดิตหุ้นกู้หุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายทุนไม่มีประกันและไถ่ถอนเมื่อเลิกกิจการ  
วงเงินไม่เกิน 20,000 ล้านบาท "บ. เจริญโภคภัณฑ์อาหาร" ที่ระดับ "A-/Stable"**

ทริสเรตติ้งจัดอันดับเครดิตให้แก่หุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายทุนไม่มีประกันและไถ่ถอนเมื่อเลิกกิจการในวงเงินไม่เกิน 20,000 ล้านบาทของ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ "A-" ในขณะเดียวกัน ทริสเรตติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันชุดปัจจุบันของบริษัทที่ระดับ "A+" โดยแนวโน้มยังคง "Stable" หรือ "คงที่"

หุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายทุนมีอันดับเครดิตต่ำกว่าอันดับเครดิตองค์กรของบริษัทอยู่ 2 ระดับ เนื่องจากหุ้นกู้ดังกล่าวมีลักษณะการด้อยสิทธิและผู้ออกตราสารสามารถเลื่อนการชำระดอกเบี้ยพร้อมกับสะสมดอกเบี้ยจ่ายของหุ้นกู้ได้ อย่างไรก็ตามหากบริษัทเลื่อนการชำระดอกเบี้ยแล้ว บริษัทจะไม่มีสิทธิจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท

จากข้อกำหนดสิทธิและหน้าที่ของผู้ออกหุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายทุน ทริสเรตติ้งกำหนดให้หุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายทุนของบริษัทเจริญโภคภัณฑ์อาหาร มีระดับความเป็นทุนปานกลาง (Intermediate Equity Content) ดังนั้น ในการคำนวณอัตราส่วนทางการเงินของบริษัท ทริสเรตติ้งจะจัดให้ 50% ของเงินต้นคงค้างของหุ้นกู้เป็นทุน และอีก 50% เป็นเงินกู้ สำหรับระดับความเป็นทุนปานกลางนี้จะถูกลดให้มีระดับความเป็นทุนน้อย (0%, Minimal Equity Content) ในวันครบกำหนด 5 ปีนับจากวันออกหุ้นกู้ เนื่องจากอายุคงเหลือตามเกณฑ์การจัดอันดับเครดิต ณ วันดังกล่าวไม่น้อยกว่า 20 ปี แม้ว่าหุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายทุนนี้ไม่มีกำหนดอายุ แต่ทริสเรตติ้งพิจารณาว่าวันที่มีการปรับอัตราดอกเบี้ย (Step Up Interest) เพิ่มขึ้นตั้งแต่ 1% จาก Initial Credit Spread จะถือเป็นวันครบกำหนดอายุตราสาร (Effective Maturity Date) ซึ่งในกรณีของหุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายทุนนี้ กรณีดังกล่าวจะเกิดขึ้นเมื่อตราสารครบกำหนด 25 ปีนับจากวันออก บริษัทมีสิทธิที่จะไถ่ถอนตราสารดังกล่าวได้ภายหลังจากสิ้นปีที่ 5 นับจากวันออก หรือขึ้นอยู่กับเหตุแห่งการไถ่ถอนต่าง ๆ ในการไถ่ถอนหุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายทุนตามที่ระบุในข้อกำหนดสิทธิฯ อย่างไรก็ตามหากบริษัทมีการไถ่ถอนหรือซื้อคืนหุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายทุนก่อนวันครบกำหนดอายุ (Effective Maturity Date) ยกเว้นกรณีการไถ่ถอนตามเหตุการณ์ที่ระบุในข้อกำหนดสิทธิฯ บริษัทได้แสดงความประสงค์(แต่ไม่ผูกพันในการดำเนินการ) ที่จะออกหรือทดแทนหุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายทุนที่ถูกไถ่ถอนดังกล่าวด้วยตราสารใด ๆ ที่มีเครดิตตราสารทุนที่เท่าเทียมหรือดีกว่าหุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายทุนเดิม อย่างไรก็ตาม ทริสเรตติ้งอาจปรับลดระดับความเป็นทุนของหุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายทุนที่ออกครั้งนี้และหุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายทุนที่มีอยู่ของบริษัทจากการมีระดับความเป็นทุนปานกลางเป็นระดับความเป็นทุนน้อย หากปรากฏว่าเจตนาของบริษัทไม่เป็นไปตามข้อกำหนดสิทธิฯ ในเรื่องการออกตราสารเพื่อทดแทนหุ้นกู้ (Replacement Capital Covenant: RCC)

อันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้ของบริษัท ยังคงสะท้อนถึงสถานะความเป็นผู้นำของบริษัทในธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมและอาหาร ตลอดจนการมีฐานการผลิตในหลายประเทศ การมีสินค้าและตลาดที่หลากหลาย กลยุทธ์ที่เน้นผลิตภัณฑ์อาหารพร้อมบริโภคที่มีตราสัญลักษณ์ และความยืดหยุ่นทางการเงิน อย่างไรก็ตาม จุดแข็งดังกล่าวลดทอนลงบางส่วนจากความผันผวนของราคาผลิตภัณฑ์ของบริษัทซึ่งเป็นสินค้าโภคภัณฑ์และราคาธัญพืชซึ่งเป็นวัตถุดิบ รวมทั้งความเสี่ยงจากโรคระบาดและการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบของประเทศผู้นำเข้า

แนวโน้มอันดับเครดิต "Stable" หรือ "คงที่" สะท้อนถึงความคาดหมายว่าบริษัทจะยังคงสามารถรักษาสถานะผู้นำในธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมและอาหารที่มีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลาเอาไว้ได้ นอกจากนี้ การเป็นบริษัทที่มีความหลากหลายทั้งในด้านของการดำเนินงาน สินค้า และตลาดน่าจะช่วยลดความเสี่ยงที่เกิดจากความผันผวนของราคาผลิตภัณฑ์ในธุรกิจฟาร์มซึ่งมีลักษณะเป็นสินค้าโภคภัณฑ์และความเสี่ยงต่อการแพร่ระบาดของโรคได้บางส่วน อันดับเครดิตมีโอกาสปรับขึ้นหากบริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่แข็งแกร่งขึ้นมาก ในขณะเดียวกันก็สามารถเพิ่มกระแสเงินสดส่วนเกินสำหรับรองรับการชำระหนี้ได้อย่างมีนัยสำคัญได้อย่างต่อเนื่อง ในทางกลับกัน อันดับเครดิตอาจถูกปรับลดลงได้หากบริษัทมีการซื้อกิจการขนาดใหญ่โดยใช้เงินกู้จำนวนมากซึ่งจะส่งผลให้ฐานะการเงินอ่อนแอลงและทำให้กระแสเงินสดส่วนเกินสำหรับรองรับการชำระหนี้ลดลง

บริษัทเจริญโภคภัณฑ์อาหารเป็นผู้ประกอบการธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมและอาหารรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ณ วันที่ 26 สิงหาคม 2559 บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด และบริษัทย่อย ถือหุ้นในบริษัทในสัดส่วน 45.4% ธุรกิจของบริษัทแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มใหญ่ คือ กลุ่มสัตว์บกและกลุ่มสัตว์น้ำ โดยแต่ละกลุ่มประกอบด้วยธุรกิจอาหารสัตว์ ธุรกิจเลี้ยงสัตว์ และธุรกิจอาหาร การดำเนินธุรกิจแบบครบวงจรส่งผลให้สินค้าของบริษัทได้มาตรฐานสากลทั้งในด้านความปลอดภัยและการตรวจสอบย้อนกลับซึ่งสามารถส่งออกไปยังประเทศผู้นำเข้าที่สำคัญซึ่งได้แก่ประเทศในกลุ่มสหภาพยุโรป เอเชีย และประเทศสหรัฐอเมริกา

รายได้ของบริษัทมีการกระจายตัวทางภูมิศาสตร์ ฐานการผลิตของบริษัทกระจายตัวอยู่มากกว่า 13 แห่ง อย่างไรก็ตามรายได้หลักของบริษัทมาจากกิจการในประเทศซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 39% ของรายได้รวมในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2559 ในขณะที่รายได้จากกิจการในประเทศจีนคิดเป็นสัดส่วน 22% ของรายได้รวม ตามด้วยรายได้จากประเทศเวียดนาม 17% ธุรกิจอาหารสัตว์ซึ่งค่อนข้างมีเสถียรภาพเป็นธุรกิจที่สร้างรายได้มากที่สุดโดยคิดเป็นสัดส่วน 47% ของรายได้รวม รายได้จากธุรกิจเลี้ยงสัตว์ซึ่งมีลักษณะผันผวนเหมือนสินค้าโภคภัณฑ์มีสัดส่วน 41% ของรายได้รวม และธุรกิจอาหารมีสัดส่วน 12% ของรายได้รวมในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2559

(ต่อหน้า 2)

บริษัทยังคงมุ่งเน้นขยายผลผลิตภัณฑอาหารพร้อมบริโภคที่มีตราสัญลักษณ์และพัฒนาช่องทางการจำหน่ายทั้งตลาดภายในประเทศและต่างประเทศ ในปี 2559 บริษัทซื้อกิจการหลายแห่งด้วยมูลค่าเงินลงทุนรวมเกือบ 50,000 ล้านบาท ประมาณ 90% ของเงินลงทุนดังกล่าวเป็นการซื้อกิจการในธุรกิจอาหารในหลายประเทศ รายการซื้อกิจการที่สำคัญในปี 2559 ได้แก่ การซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการ Bellisio Parent, LLC. (Bellisio) ซึ่งเป็นผู้นำในธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารแช่แข็งพร้อมรับประทาน ในประเทศสหรัฐอเมริกา และประเทศแคนาดา ด้วยเงินลงทุนประมาณ 38,161 ล้านบาท การลงทุนนี้จะช่วยเพิ่มสัดส่วนผลผลิตภัณฑภายใต้ตราสินค้าของตนเองของบริษัท บริษัทเจริญโภคภัณฑอาหารยังมีแผนจะเพิ่มการขยายผลผลิตภัณฑภายใต้ตราสินค้าของตนเองในทวีปอเมริกาเหนือ โดยใช้เครือข่ายการกระจายสินค้าของ Bellisio ในช่วงเวลา 12 เดือนสิ้นสุด 11 กันยายน 2559 Bellisio มีรายได้ที่มีการปรับปรุงแล้วเท่ากับ 668 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (ประมาณ 23,713 ล้านบาท) และมีอัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ต่อยอดขายที่ปรับปรุงแล้วอยู่ที่ระดับ 12.2%

ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2559 ผลการดำเนินงานของบริษัทเจริญโภคภัณฑอาหารปรับตัวดีขึ้น สาเหตุหลักมาจากการเพิ่มขึ้นของราคาสุกร ต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง ผลประกอบการที่ดีของธุรกิจสัตว์บกในต่างประเทศ รวมทั้งการฟื้นตัวของธุรกิจกุ้งภายหลังจากสถานการณ์โรคระบาด EMS ที่ผ่อนคลายลงเป็นลำดับ รายได้ของบริษัทในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2559 เท่ากับ 344,839 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 10.6% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนหน้า อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายของบริษัทปรับเพิ่มขึ้นเป็น 9.5% ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2559 เทียบกับ 5.2% ในช่วงเดียวกันของปี 2558 กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) เท่ากับ 39,791 ล้านบาท เทียบกับ 22,021 ล้านบาทในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2558

การลงทุนจำนวนมากอย่างต่อเนื่องส่งผลให้ระดับหนี้ของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น โดยภาระหนี้ของบริษัทปรับเพิ่มขึ้นจาก 195,929 ล้านบาทในปี 2557 เป็น 263,928 ล้านบาท ณ สิ้นเดือนกันยายน 2559 ในช่วงเวลาเดียวกัน อัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้นเท่ากับ 59.3% จากระดับ 54.4% ในปี 2557 แม้ภาระหนี้จะเพิ่มขึ้น อัตรากำไรจากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้กระแสเงินสดส่วนเกินปรับตัวดีขึ้นในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2559 อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่ายอยู่ที่ระดับ 5.3 เท่าในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2559 เทียบกับ 3.8 เท่าในปี 2557 และ 3.5 เท่าในปี 2558 อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อเงินกู้รวมอยู่ที่ระดับ 13.0% ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2559 (ปรับอัตราส่วนให้เป็นตัวเลขเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง) เทียบกับ 11.7% ในปี 2557 และ 8.5% ในปี 2558

คาดว่าผลการดำเนินงานของบริษัทในอนาคตอันใกล้จะได้รับผลกระทบจากราคาสัตว์บกที่ปรับตัวลดลง ผลกระทบดังกล่าวจะได้รับการชดเชยบางส่วนจากการลดลงของราคาต้นทุนอาหารสัตว์ ในระยะปานกลางบริษัทยังคงได้รับอานิสงส์จากการฟื้นตัวของธุรกิจกุ้งในประเทศ รวมทั้งบริษัทยังได้รับประโยชน์จากการรวมกำไรของกิจการหลายแห่งที่บริษัทลงทุนเพิ่มในช่วงที่ผ่านมา ภายใต้สมมติฐานกรณีฐานของทริสเรทติ้ง ในช่วงปี 2560-2562 คาดว่ารายได้ของบริษัทเมื่อรวมกับธุรกิจที่ลงทุนเพิ่มในช่วงที่ผ่านมา จะเติบโตเป็น 500,000-570,000 ล้านบาท กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย ของบริษัทจะอยู่ที่ระดับ 45,000-55,000 ล้านบาทต่อปี อย่างไรก็ตาม คาดว่าภาระหนี้สินของบริษัทจะยังคงอยู่ในระดับสูง บริษัทวางแผนลงทุนสำหรับการขยายงานจำนวน 20,000-25,000 ล้านบาทต่อปีโดยไม่รวมการซื้อกิจการ ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะบริหารจัดการอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทให้อยู่ในระดับต่ำกว่า 60% แม้จะมีการลงทุนเพื่อสร้างการเติบโต อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่ายคาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 4 เท่า และอัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อเงินกู้รวมจะอยู่ที่ระดับ 10%-15% ในช่วงเวลาเดียวกัน

(ต่อหน้า 3)

