

# บริษัท ซีเฟรชอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 48/2562

10 เมษายน 2562

## CORPORATES

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

วันที่ทบทวนล่าสุด : 11/04/61

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับ	แนวโน้มอันดับ
	เครดิต	เครดิต/ เครดิตพินิจ
26/04/59	BBB	Stable

ติดต่อ:

จตุทิพ จิตรพรหมพันธุ์  
jutatip@trisrating.com

สุชานา ฉันทาติศัย  
suchana@trisrating.com

ศศิพร วัชรไทย์  
sasiporn@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

## เหตุผล

ทริสเรทติ้งลดอันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันของ บริษัท ซีเฟรชอินดัสตรี จำกัด (มหาชน) เป็นระดับ “BBB-” จากระดับ “BBB” โดยมีแนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” การปรับลดอันดับเครดิตสะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่อ่อนแอลงอย่างต่อเนื่องของบริษัทซึ่งเกิดจากอุตสาหกรรมกุ้งที่อยู่ในช่วงวงจรขาาลงที่ยาวนานและค่าเงินบาทที่ปรับตัวแข็งขึ้น

อันดับเครดิตสะท้อนถึงสถานะของบริษัทในการเป็นผู้ประกอบการขนาดกลางในอุตสาหกรรมกุ้งแปรรูปในประเทศไทย นอกจากนี้ อันดับเครดิตยังสะท้อนถึงกลยุทธ์ที่บริษัทจะต้องปฏิบัติให้เป็นไปตามมาตรฐานสากลขั้นสูงสุดทั้งในด้านความปลอดภัยของอาหารและการตรวจสอบย้อนกลับตลอดห่วงโซ่อุปทานด้วย ทั้งนี้ จุดแข็งดังกล่าวถูกกลดทอนลงบางส่วนจากการที่บริษัทพึ่งพาสินค้ากุ้งเพียงประเภทเดียว ในขณะที่เดียวกันบริษัทยังเผชิญกับความผันผวนและสภาวะการแข่งขันในอุตสาหกรรมที่รุนแรง รวมถึงความเสี่ยงจากโรคระบาด ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา และการเปลี่ยนแปลงด้านกฎระเบียบที่มีผลต่อการกีดกันทางการค้า

## ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

### วงจรขาาลงของอุตสาหกรรมกุ้งทำให้กำไรลดลง

อุตสาหกรรมกุ้งอยู่ในช่วงวงจรขาาลงส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ผลผลิตกุ้งในตลาดโลกเพิ่มขึ้นจากประเทศผู้ส่งออกหลัก โดยเฉพาะประเทศอินเดียและเอกวาดอร์ทำให้ราคากุ้งในตลาดโลกปี 2561 ปรับตัวลดลง

เนื่องจาก 85% ของรายได้รวมของบริษัทเป็นรายได้จากการส่งออกสินค้าไปยังประเทศในกลุ่มสหภาพยุโรปและสหรัฐอเมริกา ในขณะที่ 33% ของผลผลิตรวมของบริษัทผลิตจากฐานการผลิตภายในประเทศ ดังนั้น บริษัทจึงมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราอยู่บางส่วน การอ่อนค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐ และเงินปอนด์สเตอร์ลิงส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นอย่างมาก โดยในปี 2561 มูลค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐ และเงินปอนด์สเตอร์ลิงลดลง 5% และ 1% ตามลำดับเมื่อเทียบกับเงินบาท อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงของบริษัทบางส่วนก็ลดทอนลงจากการที่ใช้สัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า

บริษัทมีอัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายลดลงเหลือ 358-440 ล้านบาทในช่วงระหว่างปี 2560-2561 จาก 726-834 ล้านบาทในช่วงปี 2557-2559 อย่างไรก็ตาม ทริสเรทติ้งคาดว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงปี 2562-2564 จากราคากุ้งหน้าฟาร์มที่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นตามลำดับในช่วงเวลาเดียวกันและผลผลิตกุ้งของประเทศผู้ส่งออกหลักอื่น ๆ ในตลาดโลกที่ปรับลดลง

### ความท้าทายจากการมีลูกค้าหลักจำนวนจำกัด

รายได้รวมของบริษัทส่วนใหญ่มาจากตลาดยุโรปและสหรัฐอเมริกา ซึ่งมีความเสี่ยงที่จะเกิดจากการกระจุกตัวของรายได้ ทริสเรทติ้งคาดว่าในปี 2562 รายได้รวมของบริษัทจะลดลงไป 24% เนื่องจากตั้งแต่เดือนตุลาคม 2561 บริษัทเริ่มมีการลดสัดส่วนลูกค้าที่สร้างกำไรระดับต่ำออกไป อย่างไรก็ตาม ทริสเรทติ้งคาดว่ารายได้และกำไรของบริษัทจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงปี 2563-2564 โดยบริษัทมีความพยายามที่จะกระจายฐานรายได้ของกิจการไปยังประเทศอื่น เช่น ญี่ปุ่น และประเทศอื่น ๆ ในทวีปเอเชียเพื่อที่จะลดความเสี่ยงดังกล่าว นอกจากนี้ ปัจจุบันบริษัทยังมีความพยายามในการสร้างสินค้ามูลค่าเพิ่มเพื่อที่จะลดความเสี่ยงด้านราคาอีกด้วยเช่นกัน

## ความไม่แน่นอนของกิจการร่วมค้า

บริษัทได้ขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศโดยการลงทุนในกิจการร่วมค้าในธุรกิจกุ้งครบวงจรในนาม Belize Aquaculture Ltd. (BAL) (บริษัทถือหุ้นทางตรงและทางอ้อมรวมทั้งสิ้น 34%) ซึ่งตั้งอยู่ในภูมิภาคอเมริกากลางตั้งแต่ปี 2555 โดยในปี 2561 BAL มีผลการดำเนินงานขาดทุนสุทธิ อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ได้บันทึกส่วนแบ่งขาดทุนดังกล่าวเนื่องจากผลขาดทุนสะสมจากกิจการร่วมค้าสูงกว่าเงินลงทุน

ณ เดือนธันวาคม 2561 บริษัทมียอดหนี้คงเหลือกับกิจการร่วมค้า BAL รวมทั้งสิ้น 777 ล้านบาทซึ่งรวมลูกหนี้ค้างชำระอื่น ๆ มูลค่า 378 ล้านบาท ดอกเบี้ยค้างรับจำนวน 72 ล้านบาท และเงินให้กู้ยืมระหว่างบริษัทอีกจำนวน 327 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม บริษัทคาดว่ากิจการร่วมค้า BAL จะถูกจำหน่ายสินทรัพย์หลักของตนออกไปและนำเงินที่ได้มาจ่ายคืนหนี้สินให้แก่บริษัทในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า ซึ่งจากการประเมินของผู้ประเมินราคาอิสระเมื่อเดือนกุมภาพันธ์ 2561 สินทรัพย์ของ BAL มีมูลค่าอยู่ประมาณ 51.25 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือเท่ากับ 1,663 ล้านบาท

## มีประสบการณ์ที่ยาวนานในอุตสาหกรรมกุ้งแปรรูป

บริษัทเติบโตอย่างต่อเนื่องในช่วงเวลา 30 กว่าปีที่ผ่านมามีฐานะผู้แปรรูปและผู้ส่งออกกุ้ง รายได้รวมของบริษัทเพิ่มขึ้น เป็น 7,932 ล้านบาทในปี 2561 จาก 1,760 ล้านบาทในปี 2551 หรือคิดเป็นอัตราเติบโตเฉลี่ยสะสมต่อปีที่ 16% บริษัทมีฐานการผลิตและห่วงโซ่อุปทานที่ได้รับการรับรองจากองค์กรระหว่างประเทศหลายสถาบันทั้งในด้านความปลอดภัยของอาหาร การตรวจสอบย้อนกลับตลอดห่วงโซ่อุปทาน และการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม ดังนั้นสินค้าของบริษัทจึงได้มาตรฐานสำหรับการจำหน่ายในห้างค้าปลีกชั้นนำทั่วโลก

## ความต้องการใช้เงินทุนหมุนเวียนที่น้อยลงส่งผลทำให้ภาระหนี้ของบริษัทปรับตัวลดลง

ระดับสินค้าคงคลังของบริษัทลดลงเหลือ 94 วันในปี 2561 เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยที่ 130 วันในช่วงปี 2558-2560 ดังนั้น อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนของบริษัทจึงปรับตัวลดลงเช่นกันโดยอยู่ที่ระดับ 49.5% ในปี 2561 จาก 53.5% ในปี 2560 อย่างไรก็ตาม บริษัทยังคงใช้เงินลงทุนในระดับที่สูงจำนวน 458 ล้านบาทในปี 2561 เมื่อเทียบกับจำนวน 147-224 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2558-2560 ในอนาคตคาดว่าเงินลงทุนของบริษัทจะยังคงอยู่ในระดับสูงที่จำนวน 350 ล้านบาทในปี 2562 แต่จะลดลงเหลือ 120-150 ล้านบาทในช่วงปี 2563-2564 ดังนั้น จึงคาดว่าภาระหนี้ของบริษัทจะปรับตัวลดลงและจะมีอัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่ายอยู่ที่ 6-9 เท่า

## กระแสเงินสดส่วนเกินสำหรับรองรับการชำระหนี้จะปรับตัวดีขึ้น

อุตสาหกรรมกุ้งในประเทศไทยกำลังฟื้นตัวจากโรคระบาดในกุ้ง การฟื้นตัวจากโรคระบาดดังกล่าวจะช่วยทำให้ปริมาณผลผลิตกุ้งเพิ่มขึ้นและต้นทุนกุ้งก็คาดว่าจะปรับตัวลดลง ซึ่งจะส่งผลทำให้เงินสดส่วนเกินสำหรับรองรับการชำระหนี้ของบริษัทปรับตัวดีขึ้นตามไปด้วยในระยะยาว ภายใต้สมมติฐานของทริสเรทติ้งคาดว่าอัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงินของบริษัทจะอยู่ในระดับ 17%-26% ในปี 2562-2564 และคาดว่าบริษัทจะมีกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายอยู่ที่ระดับประมาณ 450-550 ล้านบาทต่อปี

สภาพคล่องของบริษัทจะยังคงเพียงพอในช่วง 12 เดือนข้างหน้า โดย ณ เดือนธันวาคม 2561 บริษัทมีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดจำนวน 69 ล้านบาทและมีวงเงินสินเชื่อที่ยังไม่ได้เบิกใช้อยู่จำนวน 2,425 ล้านบาท ในขณะที่บริษัทมีภาระหนี้ที่จะครบกำหนดชำระอยู่ที่ 120-500 ล้านบาทต่อปีในช่วงปีการเงิน 2562-2564

## สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

- รายได้ของบริษัทจะปรับตัวลดลงประมาณ 24% ในปี 2562 และจะเติบโตที่ประมาณ 5%-10% ต่อปีในช่วงปี 2563-2564
- อัตรากำไรขั้นต้นจะอยู่ในช่วงระหว่าง 12%-13% และอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ของบริษัทจะอยู่ที่ระดับประมาณ 7%-8%
- ค่าใช้จ่ายลงทุนจะอยู่ที่ระดับ 350 ล้านบาทในปี 2562 และ 120-150 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2563-2564

## แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต "Stable" หรือ "คงที่" สะท้อนถึงการคาดการณ์ของทริสเรทติ้งว่าบริษัทจะยังคงรักษาความสามารถในการแข่งขันและสถานะทางการเงินที่มั่นคงในธุรกิจกุ้งได้ต่อไป ทั้งนี้ ฐานะทางการเงินของบริษัทยังคงมีปัจจัยสนับสนุนจากภาระหนี้ที่อยู่ในระดับปานกลางและความสามารถในการชำระหนี้ที่เพียงพอ

## ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตของบริษัทอาจได้รับการปรับเพิ่มขึ้นหากผลการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทฟื้นตัวเป็นระยะเวลานาน ในขณะที่การปรับลดอันดับเครดิตสามารถเกิดขึ้นได้ในกรณีที่ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลงอย่างต่อเนื่องเป็นระยะเวลานาน

## ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ

หน่วย: ล้านบาท

	ณ วันที่ 31 ธันวาคม				
	2561	2560	2559	2558	2557
รายได้จากการดำเนินงานรวม	7,958	7,521	7,614	7,840	8,440
กำไรจากการดำเนินงาน	398	504	639	709	663
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	266	196	584	585	557
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	440	358	730	834	726
เงินทุนจากการดำเนินงาน	263	221	534	741	630
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	92	87	93	66	62
เงินลงทุน	458	163	224	147	210
สินทรัพย์รวม	4,800	5,616	5,001	5,264	4,230
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	2,026	2,496	2,045	1,944	1,510
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	2,069	2,167	2,246	2,232	1,684
<b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>					
อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (%)	5.00	6.70	8.39	9.05	7.86
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	5.85	4.21	13.02	14.51	17.54
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	4.78	4.12	7.83	12.63	11.64
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	4.61	6.98	2.80	2.33	2.08
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	12.99	8.85	26.11	38.10	41.72
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	49.47	53.53	47.66	46.56	47.28

### เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงิน, 5 กันยายน 2561
- Group Rating Methodology, 10 กรกฎาคม 2558
- วิธีการจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 31 ตุลาคม 2550

## บริษัท ซีเฟรชอินดัสตรี จำกัด (มหาชน) (CFRESH)

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB-
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
CFRESH215A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 500 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2564	BBB-
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

## บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2562 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้นี้ เผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใด ๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแถลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้เหล่านั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน 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 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)