

# บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 178/2566

18 กันยายน 2566

## CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB+
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน	BBB+
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Positive

วันที่ทบทวนล่าสุด: 19/09/65

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับ เครดิต	แนวโน้มอันดับ เครดิต/ เกรดเครดิต
19/09/65	BBB+	Positive
28/09/63	BBB+	Stable
04/06/63	A-	Negative
04/09/62	A-	Stable
13/11/56	A	Stable
24/11/49	A-	Stable

ติดต่อ:

สุचना ฉันทาศิย์  
suchana@trisrating.com

เนาวรัตน์ เต็มวัฒนากร  
nauwarut@trisrating.com

วจี พิทักษ์ไพบุลย์กิจ  
wajee@trisrating.com

ศศิพร วัชรทัตย์  
sasipom@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

\* รายงานนี้เป็นเพียงส่วนหนึ่งของรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## เหตุผล

ทริสเรทติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันของ บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ “BBB+” และคงแนวโน้มอันดับเครดิตที่ “Positive” หรือ “บวก”

แนวโน้มอันดับเครดิตที่ “Positive” หรือ “บวก” สะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งของบริษัทภายใต้สถานการณ์ตลาดที่น่าพึงพอใจสำหรับธุรกิจน้ำตาลในปี 2565 และแนวโน้มการปรับตัวดีขึ้นของภาระหนี้ในอีก 12-24 เดือนข้างหน้าภายหลังจากการลงทุนค่อนข้างสูงสำหรับโรงงานน้ำตาลแห่งใหม่

อันดับเครดิตสะท้อนถึงผลงาานที่ยาวนานของบริษัทในอุตสาหกรรมน้ำตาล รวมถึงการขยายกิจการไปสู่ธุรกิจอื่นที่เกี่ยวข้องกับน้ำตาล และประโยชน์ที่ได้รับจากกฎระเบียบที่เอื้ออำนวย อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตดังกล่าวก็ถูกลดทอนจากภาระหนี้ที่เพิ่มขึ้นจากเงินลงทุนจำนวนมากในปี 2566-2567 รวมทั้งความเสี่ยงในการดำเนินงานโรงงานแห่งใหม่ และความผันผวนของราคาน้ำตาลและปริมาณอ้อย

## ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

### ผลการดำเนินงานเป็นที่น่าพอใจในปี 2565 แต่มีแนวโน้มลดลงในปี 2566-2568

ผลประกอบการของบริษัทในปี 2565 เป็นที่น่าพอใจ เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณอ้อยและราคาน้ำตาลในตลาดโลก โดยรายได้เพิ่มขึ้น 55% ไปอยู่ที่ 1.65 หมื่นล้านบาท จากที่ระดับ 1.07 หมื่นล้านบาท ในปี 2564 กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) โตขึ้นเท่าตัวไปอยู่ที่ระดับ 3.6 พันล้านบาทในปี 2565 ในขณะที่อัตราส่วน EBITDA ต่อรายได้ (EBITDA Margin) อยู่ที่ 21.5% ซึ่งเป็นอัตราที่สูงที่สุดในรอบ 5 ปีที่ผ่านมา

อย่างไรก็ตาม ทริสเรทติ้งคาดว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทในช่วงปีประมาณการจะลดต่ำกว่าปี 2565 แม้ว่าปริมาณอ้อยในช่วงฤดูการผลิต 2565/2566 จะเท่ากับปีก่อนที่ระดับ 6.6 ล้านตันอ้อย ในขณะที่ราคาน้ำตาลในตลาดโลกเฉลี่ยอยู่ที่ 21-22 เซนต์ต่อปอนด์ มากกว่าราคาในปี 2565 แต่ต้นทุนที่ถูกกดดันจากราคาค่าอ้อยที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับต้นทุนในการผลิตต่าง ๆ เช่น ค่าสาธารณูปโภคที่ปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลให้อัตรากำไรลดลง

ในฤดูการผลิต 2566/2567 และ 2567/2568 ทริสเรทติ้งคาดว่าปริมาณอ้อยของบริษัทจะได้รับผลกระทบจากปริมาณฝนที่ลดลงจากสภาวะเอลนีโญ รวมทั้งการปิดโรงงานของบริษัทที่จังหวัดชลบุรีในปี 2567 ส่งผลให้ปริมาณอ้อยลดลง แต่ในขณะเดียวกัน โรงงานใหม่คาดว่าจะทำให้ปริมาณอ้อยเพิ่มขึ้นในฤดูการผลิต 2567/2568 ทั้งนี้ ราคาน้ำตาลในตลาดโลกคาดว่าจะลดลงเล็กน้อยจากปี 2566 แต่ยังเป็นที่น่าพอใจที่ระดับ 17-18 เซนต์ต่อปอนด์ อย่างไรก็ตาม ต้นทุนยังคงกดดันอัตรากำไรต่อไป

ดังนั้น รายได้จากการดำเนินงานคาดว่าจะอยู่ที่ 1.79 หมื่นล้านบาทในปี 2566 โดยหลังจากนั้นจะลดลงมาอยู่ที่ 1.3-1.55 หมื่นล้านบาทในปี 2567-2568 ทั้งนี้ EBITDA จะอยู่ที่ราว ๆ 2.9 พันล้านบาทในปี 2566 และ 2.5-2.7 พันล้านบาทต่อปีในปี 2567-2568 ส่วน EBITDA Margin จะอยู่ในช่วง 16%-19% ในระหว่างปีประมาณการ

## การลงทุนทำให้ภาระหนี้ปรับตัวสูงขึ้น

การลงทุนในโรงงานใหม่คาดว่าจะทำให้ภาระหนี้ของบริษัทเพิ่มขึ้น บริษัทย้ายโรงงานจากโรงงานที่จังหวัดชลบุรีซึ่งมีกำลังการผลิตในการหีบอ้อย 3,500 ตันอ้อยต่อวัน ไปสร้างโรงงานน้ำตาลใหม่ที่จังหวัดสระแก้วซึ่งมีกำลังการผลิตในการหีบอ้อย 20,000 ตันอ้อยต่อวัน และในพื้นที่เดียวกันนี้ บริษัทยังก่อสร้างโรงไฟฟ้าอีกด้วย โดยการก่อสร้างจะเกิดขึ้นในช่วงปี 2566-2567 และจะเริ่มดำเนินการผลิตน้ำตาลในฤดูกาลผลิต 2567/2568 ทั้งนี้ ในการสร้างทั้งโรงงานน้ำตาลและโรงไฟฟ้าในครั้งนี้ คาดว่าจะใช้เงินลงทุนประมาณ 4.7 พันล้านบาทในระหว่างปี 2566-2567

หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยของบริษัท ณ เดือนกรกฎาคม 2566 อยู่ที่ 1.66 หมื่นล้านบาท และคาดว่าจะลดลงเรื่อย ๆ จากการจ่ายเงินกู้ปีละ ประมาณ 1-3 พันล้านบาท แต่อย่างไรก็ตาม การลงทุนในโรงงานใหม่ทำให้หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยของบริษัทคาดว่าจะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 1.8 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นปี 2566-2568 ทั้งนี้ อัตราส่วนหนี้สินต่อ EBITDA อยู่ที่ระดับ 5 เท่าในปี 2565 และ 6.2 เท่าสำหรับ 9 เดือนแรกของปี 2566 (ปรับอัตราส่วนให้เป็นตัวเลขเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง) จากการประมาณการว่า EBITDA จะลดลงประกอบกับบริษัทมีการลงทุนจำนวนมาก ส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินต่อ EBITDA คาดว่าจะอยู่ที่ 6-7 เท่าในปี 2566-2568

## มีแหล่งรายได้เพิ่มเติมจากเอทานอลและไฟฟ้า

บริษัทได้ขยายการลงทุนไปยังธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับอ้อยและน้ำตาลเพื่อใช้ประโยชน์สูงสุดจากอ้อยและผลิตภัณฑ์ที่เป็นผลพลอยได้จากกระบวนการผลิตน้ำตาล ทั้งนี้ ผลพลอยได้ที่สำคัญได้แก่ ชานอ้อย (Bagasse) กากหม้อกรอง (Filter Cake) และกากน้ำตาล (Molasses) โดยบริษัทนำชานอ้อยมาใช้เป็นเชื้อเพลิงหลักในโรงไฟฟ้า กากหม้อกรองนำมาใช้ในการผลิตปุ๋ย ส่วนกากน้ำตาลขายให้กับกลุ่มบริษัท บีบีจีไอ ซึ่งเป็นบริษัทร่วมเพื่อนำไปใช้ในการผลิตเอทานอล

รายได้จากการขายไฟฟ้า ใช้น้ำ และ ปุ๋ยคิดเป็น 10% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2565 และ 9 เดือนแรกของปี 2566 นอกจากการใช้ไฟฟ้าภายในบริษัทแล้ว บริษัทยังขายไฟฟ้าส่วนใหญ่ให้แก่องค์กรสาธารณูปโภคของภาครัฐ โดยรายได้จากการขายไฟฟ้าอยู่ที่ 1.3 พันล้านบาทในปี 2565 และ 9 เดือนแรกของปี 2566 ทั้งนี้ ทริสเรทติ้งคาดว่ารายได้จากการขายไฟฟ้าจะอยู่ที่ 1.5-1.7 พันล้านบาทในระหว่างปี 2566-2568

บริษัทถือหุ้น 29.88% ในบริษัท บีบีจีไอ ซึ่งเป็นบริษัทที่เป็นผู้ผลิตไบโอดีเซล และเอทานอล ทั้งนี้ ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะได้รับเงินปันผลจากบริษัท บีบีจีไอประมาณ 80-100 ล้านบาทต่อปีในช่วงปีประมาณการ

## ผลการดำเนินงานเป็นที่น่าพอใจสำหรับโรงงานที่ลาว

บริษัทมีโรงงานน้ำตาล 2 แห่งตั้งอยู่นอกประเทศไทยโดยอยู่ที่ประเทศกัมพูชาและสาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนลาว (สปป. ลาว) โรงงานน้ำตาลที่ประเทศกัมพูชาปัจจุบันได้หยุดดำเนินงานและกำลังอยู่ในระหว่างขั้นตอนการขายเงินลงทุน ในขณะที่โรงงานน้ำตาลที่ สปป. ลาวยังดำเนินการปกติ ผลการดำเนินงานของโรงงานน้ำตาลใน สปป. ลาวในปี 2565 เป็นที่น่าพอใจ โดยรายได้และ EBITDA อยู่ที่ 535 ล้านบาทและ 117 ล้านบาทตามลำดับ ซึ่งคิดเป็นประมาณ 3% ของรายได้ทั้งหมดของบริษัท

ทริสเรทติ้งคาดว่ารายได้จากการดำเนินงานในต่างประเทศจะเติบโตไปอยู่ที่ 740 ล้านบาทในปี 2566 โตขึ้น 38% จากปี 2565 จากการเพิ่มขึ้นของจำนวนอ้อยและราคาน้ำตาลในตลาดโลก ทริสเรทติ้งคาดว่าจำนวนอ้อยจากฤดูกาลผลิต 2566/2567 จะลดลงเนื่องจากปริมาณน้ำฝนที่ลดลง ก่อนที่จะเพิ่มขึ้นในฤดูกาลผลิต 2567/2568 เนื่องจากบริษัทวางแผนจะเพิ่มพื้นที่เพาะปลูก ดังนั้น รายได้จึงคาดว่าจะอยู่ที่ 500-600 ล้านบาทต่อปีในปี 2567-2568

## สภาพคล่องที่บริหารจัดการได้

ทริสเรทติ้งประเมินว่าสภาพคล่องของบริษัทเพียงพอ โดยแหล่งเงินทุนของบริษัทประกอบด้วย เงินสดในมือจำนวน 171 ล้านบาท และวงเงินสินเชื่อที่ยังไม่ได้เบิกใช้จากสถาบันการเงินอีกจำนวน 1.38 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นเดือนกรกฎาคม 2566 พร้อมทั้งมีเงินทุนจากการดำเนินงานในอีก 12 เดือนข้างหน้า ที่คาดว่าจะอยู่ที่ 2 พันล้านบาท ในขณะที่เดียวกันบริษัทมีเงินกู้ยืมระยะยาวจำนวน 3.4 พันล้านบาทที่จะครบกำหนดชำระในอีก 12 เดือนข้างหน้า นอกจากนี้ บริษัทมีแผนการลงทุนในอีก 12 เดือนข้างหน้าจำนวน 2.6 พันล้านบาท ซึ่งรวมการลงทุนในโรงงานใหม่จำนวน 2.1 พันล้านบาทแล้ว

บริษัทมีเงื่อนไขทางการเงินจากเงินกู้ยืมและหุ้นกู้ที่ต้องคงไว้ของอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนต่ำกว่า 2 เท่า โดย ณ เดือนกรกฎาคม 2566 อัตราส่วนดังกล่าวอยู่ที่ 0.77 เท่า ทริสเรทติ้งเชื่อว่าบริษัทจะสามารถปฏิบัติตามเงื่อนไขทางการเงินได้ในอีก 12-18 เดือนข้างหน้า

สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

- รายได้จากการดำเนินงานจะอยู่ที่ 1.79 หมื่นล้านบาทในปี 2566 และจะอยู่ที่ราว ๆ 1.3-1.55 หมื่นล้านบาทต่อปี ในปี 2567-2568
- EBITDA Margin จะอยู่ในช่วง 16%-19% ในระหว่างปี 2566-2568
- งบลงทุนจะอยู่ที่ประมาณ 2.5-3 พันล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2566-2567 โดยส่วนใหญ่เป็นค่าก่อสร้างโรงงานใหม่ และจะมีการลงทุนอีก 600 ล้านบาทในปี 2568

แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิตที่ “Positive” หรือ “บวก” สะท้อนถึงแนวโน้มการปรับตัวที่ดีขึ้นของภาระหนี้ในอีก 12-24 เดือนข้างหน้า ภายหลังจากการลงทุนค่อนข้างสูงในโรงงานแห่งใหม่ในปี 2566-2567

ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

การปรับเพิ่มอันดับเครดิตอาจเกิดขึ้นได้ในกรณีที่บริษัท มีผลการดำเนินงานและการทำกำไรที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยที่อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินสุทธิต่อ EBITDA อยู่ในระดับที่ต่ำกว่า 7 เท่าค่อนข้างมากอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ การปรับลดอันดับเครดิตจะเกิดขึ้นในกรณีที่ผลการดำเนินงานของบริษัทอ่อนแอกว่าที่คาดอย่างมากหรือบริษัทมีการลงทุนโดยก่อกำแพงขึ้นซึ่งส่งผลอย่างมากต่อสมดุลและกระแสเงินสดของบริษัท ซึ่งจะส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินสุทธิต่อ EBITDA เกินกว่า 8 เท่าอย่างต่อเนื่อง

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ\*

หน่วย: ล้านบาท

	พ.ย.-ก.ค. 2566	ณ วันที่ 31 ตุลาคม			
		2565	2564	2563	2562
รายได้จากการดำเนินงานรวม	14,426	16,549	10,660	12,012	18,605
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	1,213	2,187	1,171	410	1,761
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	2,187	3,557	1,809	1,196	2,883
เงินทุนจากการดำเนินงาน	1,685	3,065	1,376	648	1,997
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	353	433	428	503	721
เงินลงทุน	499	194	220	480	741
สินทรัพย์รวม	42,169	41,650	41,521	41,122	44,121
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	16,646	16,660	18,558	18,920	20,018
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	21,516	21,363	20,112	19,546	19,021
<b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>					
อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (%)	15.16	21.49	16.97	9.96	15.49
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนถาวร (%)	3.82 **	5.67	3.02	1.03	4.20
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	6.19	8.21	4.22	2.38	4.00
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	6.23 **	4.68	10.26	15.82	6.94
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	12.34 **	18.40	7.42	3.42	9.98
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	43.62	43.82	47.99	49.19	51.28

หมายเหตุ อัตราส่วนทั้งหมดได้รับการปรับด้วยค่าเข้าดำเนินงานแล้ว

\* งบการเงินรวม

\*\* ปรับอัตราส่วนให้เป็นตัวเลขเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

## เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 15 กรกฎาคม 2565
- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงินสำหรับธุรกิจทั่วไป, 11 มกราคม 2565
- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตตราสารหนี้, 15 มิถุนายน 2564

## บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) (KSL)

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB+
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
KSL27DA: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2570	BBB+
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Positive

## บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2566 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เปิดเผย ทำสำเนา เผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงาน หรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่อยู่ในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแกลงข้อเท็จจริงหรือคำแนะนำให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็น เกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ดังกล่าว หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับ ข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับ ข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่น ๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆโดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: [www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria](http://www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria)