

# บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 137/2562

4 กันยายน 2562

## CORPORATES

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

วันที่ทบทวนล่าสุด : 04/09/61

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับ	แนวโน้มอันดับ
	เครดิต	เครดิต/เครดิตพิงจ
13/11/56	A	Stable
24/11/49	A-	Stable

ติดต่อ:

จุฑาทิพ จิตรพรหมพันธุ์  
jutatip@trisrating.com

สุชนา ฉันทาศัย  
suchana@trisrating.com

วจี พัททะพงษ์  
wajee@trisrating.com

ศศิพร วัชรไทย์  
sasiporn@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

## เหตุผล

ทริสเรทติ้งลดอันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันของ บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) เป็นระดับ "A-" จากเดิมที่ระดับ "A" ด้วยแนวโน้มอันดับเครดิต "Stable" หรือ "คงที่" ทั้งนี้ การลดอันดับเครดิตสะท้อนถึงผลประกอบการของบริษัทที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องและอุตสาหกรรมน้ำตาลที่ฟื้นตัวช้ากว่าคาด

อันดับเครดิตสะท้อนถึงประสบการณ์ที่ยาวนานของบริษัทในอุตสาหกรรมน้ำตาลและการขยายกิจการไปสู่ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจน้ำตาล อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตดังกล่าวถูกลดทอนบางส่วนจากราคาน้ำตาลที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง รวมถึงความผันผวนของปริมาณผลผลิตอ้อย และความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจอ้อยและน้ำตาลในสาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนลาว (สปป. ลาว) และประเทศกัมพูชา

## ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

### ผลการดำเนินงานอ่อนตัวกว่าคาด

ผลการดำเนินงานของบริษัทในปีบัญชี 2561 ต่ำกว่าการคาดการณ์ของทริสเรทติ้ง กล่าวคือ ราคา น้ำตาลที่ลดลงอย่างมากจากผลผลิตส่วนเกินของอ้อยทั่วโลกส่งผลทำให้กำไรของบริษัทลดลง โดยอัตรากำไรจากการดำเนินงานซึ่งวัดจากอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็น 13.8% ในปีบัญชี 2561 เมื่อเทียบกับระดับ 10.5% ในปีบัญชี 2560 แต่ต่ำกว่าที่ทริสเรทติ้งคาดการณ์ไว้ที่ระดับ 17.8% ทั้งนี้ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายของบริษัทลดลงมาอยู่ที่ 2.89 พันล้านบาทในปีบัญชี 2561 ซึ่งต่ำกว่าประมาณการของทริสเรทติ้งที่ระดับ 3.4 พันล้านบาท

ในปีบัญชี 2563 การบริโภคน้ำตาลทั่วโลกมีแนวโน้มที่จะลดลงต่ำกว่าปริมาณผลผลิตน้ำตาลทั่วโลก ซึ่งจะยังคงเป็นปัจจัยกดดันต่อราคาน้ำตาลทั่วโลก อย่างไรก็ตาม ทริสเรทติ้งคาดว่าวัฏจักรขาลงในอุตสาหกรรมน้ำตาลจะค่อย ๆ ฟื้นตัวตั้งแต่ปีบัญชี 2563 เป็นต้นไปหลังจากราคาน้ำตาลที่ตกต่ำในช่วง 3 ปีช่วยทำให้ปริมาณการผลิตอ้อยและน้ำตาลส่วนเกินลดลง มีการคาดการณ์ว่าราคาน้ำตาลทรายจะอยู่ที่ระดับราคาเฉลี่ย 14.0-16.0 เซนต์ต่อปอนด์เมื่อเทียบกับราคาเฉลี่ย 6 เดือนในปีบัญชี 2562 ซึ่งอยู่ที่ระดับ 12.5 เซนต์ต่อปอนด์ ดังนั้น ทริสเรทติ้งจึงคาดว่าอัตรากำไรจากการดำเนินงานของบริษัทน่าจะค่อย ๆ ฟื้นตัวโดยลำดับมาอยู่ที่ระดับ 15%-16% ในปีบัญชี 2562-2565

### โรงงานน้ำตาลในต่างประเทศยังคงเผชิญผลการดำเนินงานของบริษัท

บริษัทดำเนินธุรกิจโรงงานน้ำตาลใน (สปป. ลาว) และประเทศกัมพูชามาตั้งแต่ปีบัญชี 2553 โดยมีเงินลงทุนทั้งสิ้นประมาณ 1.6 พันล้านบาท ณ เดือนตุลาคม 2561 และมีการต่อจ่ายของเงินลงทุนทั้งสิ้นเท่ากับ 1.4 พันล้านบาท ดังนั้น มูลค่าทางบัญชีของเงินลงทุนของบริษัททยอยในทั้ง 2 ประเทศจึงลดลงเหลือเท่ากับ 200 ล้านบาท ในกรณีนี้ บริษัทมีสัดส่วนรายได้ที่มาจาก สปป. ลาว และกัมพูชาน้อยกว่า 5% ของรายได้รวม

ปัจจุบันการดำเนินธุรกิจโรงงานน้ำตาลของบริษัทในประเทศกัมพูชาอยู่ระหว่างขั้นตอนการขายเงินลงทุน ส่วนปริมาณน้ำตาลที่ผลิตได้ใน สปป. ลาว นั้นก็ยังคงต่ำกว่าจุดคุ้มทุนในปีการผลิต 2561/2562 บริษัททยอยในประเทศดังกล่าวได้รับผลกระทบจากราคาน้ำตาลที่ปรับตัวลดลงอย่างมากและยังคงรายงานผลการดำเนินงานขาดทุนสุทธิรวมทั้งสิ้น 21 ล้านบาทในช่วงครึ่งแรกของปีบัญชี 2562

ทริสเรทติ้งคาดว่าผลการดำเนินธุรกิจน้ำตาลใน สปป. ลาว และกัมพูชาของบริษัทจะยังคงเผชิญกับความท้าทายต่าง ๆ เช่น ความผันผวนของปริมาณอ้อยและราคาน้ำตาล รวมทั้งการแข่งขันที่รุนแรงระหว่าง

ผู้ประกอบการน้ำตาลและความเสี่ยงด้านกฎระเบียบต่าง ๆ เป็นต้น

### ความต้องการใช้เงินทุนหมุนเวียนที่เพิ่มขึ้นส่งผลทำให้ภาระหนี้ของบริษัทปรับตัวสูงขึ้น

ภาระหนี้รวมของบริษัทปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 2.36 หมื่นล้านบาท ณ เดือนตุลาคม 2561 จาก 2.18 หมื่นล้านบาท ณ เดือนตุลาคม 2560 ระยะเวลาเก็บสินค้าคงเหลือของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็น 97 วันในปีบัญชี 2561 เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยที่ 77 วันในช่วงปีบัญชี 2559-2560 สาเหตุมาจากการมีสินค้าคงเหลือจากสัญญาขายน้ำตาลที่ยังไม่ได้ส่งมอบที่เพิ่มขึ้นในปีการผลิต 2560/2561 ดังนั้น บริษัทจึงยังคงมีความต้องการเงินทุนหมุนเวียนที่สูงขึ้น

ในทางตรงกันข้าม แผนการลงทุนของบริษัทมีแนวโน้มจะปรับตัวลดลง ทั้งนี้ คาดว่าค่าใช้จ่ายลงทุนของบริษัทจะอยู่ที่ระดับ 400-900 ล้านบาทต่อปีในช่วงปีบัญชี 2562-2565 โดยบริษัทวางแผนจะใช้เงินลงทุนส่วนใหญ่ไปในการขยายกำลังการผลิตและซ่อมบำรุงประจำปี ดังนั้น ทริสเรทติ้งจึงคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนของบริษัทจะค่อย ๆ ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ระดับ 45% ในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า เมื่อเทียบกับระดับ 60.9% ในช่วง 6 เดือนแรกของปีบัญชี 2562 และระดับ 55.9% ในช่วงปีบัญชี 2561 ในขณะที่อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงินรวมของบริษัทนั้นคาดว่าจะปรับตัวดีขึ้น ส่วนอัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่ายนั้นคาดว่าจะอยู่ในระดับประมาณ 3-4 เท่าในช่วงปีบัญชี 2562-2565

### มีสถานะทางการตลาดที่แข็งแกร่ง

ความสามารถในการแข่งขันของบริษัทมาจากการมีผลงานที่ยาวนานในอุตสาหกรรมน้ำตาล โดยบริษัทมีส่วนแบ่งทางการตลาดในแง่ของผลผลิตน้ำตาลที่ใหญ่เป็นอันดับ 3 โดยมีสัดส่วนผลผลิตน้ำตาลอยู่ที่ประมาณ 7%-8% คณะผู้บริหารของบริษัทมีประสบการณ์ในธุรกิจน้ำตาลมายาวนานมากกว่า 70 ปี ลูกค้านักค้าของบริษัท ได้แก่ กลุ่มผู้ผลิตอาหารและเครื่องดื่มรายใหญ่ ซึ่งกลุ่มลูกค้าอุตสาหกรรมเหล่านี้ให้ความสำคัญกับความน่าเชื่อถือของบริการและคุณภาพของสินค้าเนื่องจากสินค้าของลูกค้าเหล่านี้เป็นผลิตภัณฑ์ที่เป็นที่ต้องการเฉพาะ ดังนั้น บริษัทจึงสามารถจำหน่ายสินค้าในราคาสูงได้ตามคุณภาพของสินค้าที่ผลิต

### การขยายกิจการไปยังธุรกิจปลายน้ำ

ธุรกิจที่เกี่ยวข้องของบริษัทส่วนใหญ่เกิดจากการนำผลพลอยได้จากกระบวนการผลิตน้ำตาลมาพัฒนาต่อยอด ผลพลอยได้ส่วนใหญ่คือขานอ้อย กากหม้อกรอง และกากน้ำตาล บริษัทนำขานอ้อยมาใช้เป็นเชื้อเพลิงหลักในโรงงานไฟฟ้า ส่วนกากหม้อกรองนั้นนำมาใช้ผลิตเป็นปุ๋ยเพื่อใช้ในการปลูกอ้อย ในขณะที่กากน้ำตาลนำมาใช้ผลิตเอทานอล ธุรกิจปลายน้ำของบริษัทประกอบด้วยธุรกิจผลิตกระแสไฟฟ้า ธุรกิจเอทานอล และธุรกิจปุ๋ย อนึ่ง บริษัทได้เริ่มธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับน้ำตาลมานานมากกว่า 10 ปีแล้ว

รายได้จากธุรกิจพลังงานและธุรกิจปุ๋ยคิดเป็นประมาณ 7%-10% ของรายได้รวมของบริษัท ในขณะที่สัดส่วนการลงทุนของบริษัทในการผลิตเอทานอลนั้นเป็นการดำเนินงานผ่านการถือหุ้นในสัดส่วน 40% ใน บริษัท บีบีจีไอ จำกัด (มหาชน) ภายใต้สมมติฐานของทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะได้รับส่วนแบ่งกำไรจากการลงทุนในบริษัทบีบีจีไอปีละประมาณ 90-120 ล้านบาทในช่วงปีบัญชี 2562-2565

### มีสถานะสภาพคล่องที่เพียงพอ

ในช่วง 12 เดือนข้างหน้า ทริสเรทติ้งคาดว่าสภาพคล่องของบริษัทจะยังคงเพียงพอ ภายใต้สมมติฐานของทริสเรทติ้งคาดว่า อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเป็น 2.7-3.0 พันล้านบาทในปีบัญชี 2562-2565 ตามการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปของราคาน้ำตาล นอกจากนี้ สำนักงานกองทุนอ้อยและน้ำตาลทรายยังจะจ่ายเงินให้แก่บริษัทอีกประมาณ 300-350 ล้านบาทต่อปีเพื่อเป็นค่าตอบแทนการผลิตน้ำตาลจากระบบแบ่งปันผลประโยชน์ด้วย ทั้งนี้ ณ เดือนเมษายน 2562 บริษัทมีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดจำนวน 134 ล้านบาท และมีวงเงินสินเชื่อที่ยังไม่ได้เบิกใช้จำนวน 1.57 หมื่นล้านบาท ในขณะที่มีภาระหนี้ที่จะครบกำหนดชำระอยู่ที่ 0.9-4.9 พันล้านบาทต่อปีในปีบัญชี 2562-2565

### สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

- รายได้รวมของบริษัทจะลดลง 5%-8% ต่อปีในช่วงปีบัญชี 2562-2563 และจะค่อย ๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นราว ๆ 6%-9% ต่อปีในระหว่างปีบัญชี 2564-2565
- อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 20% ต่อปีและอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ของบริษัทจะอยู่ที่ระดับประมาณ 16% ต่อปีในระหว่างปีบัญชี 2562-2565
- ค่าใช้จ่ายลงทุนทั้งหมดของบริษัทจะอยู่ที่ระดับประมาณ 900 ล้านบาทในปีบัญชี 2562 และ 400 ล้านบาทในระหว่างปีบัญชี 2563-2565

แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนถึงการคาดการณ์ของทริสเรตติ้งว่าบริษัทจะสามารถรักษาความสามารถในการแข่งขันในอุตสาหกรรมน้ำตาลเอาไว้ได้ ในขณะที่ระบบแบ่งปันผลประโยชน์ของอุตสาหกรรมน้ำตาลไทยและรายได้จากธุรกิจไฟฟ้าจะช่วยลดความผันผวนในธุรกิจผลิตน้ำตาลให้แก่บริษัทได้

ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

การปรับเพิ่มอันดับเครดิตอาจเกิดขึ้นได้หากผลการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทฟื้นตัวอย่างมั่นคงเป็นระยะเวลานาน ในทางตรงกันข้าม การปรับลดอันดับเครดิตสามารถเกิดขึ้นได้ในกรณีที่ผลการดำเนินงานของบริษัทอ่อนแอลงอย่างต่อเนื่องเป็นระยะเวลานาน นอกจากนี้ การลงทุนที่ใช้เงินจำนวนมาก ซึ่งจะทำให้งบการเงินและเงินสดส่วนเกินที่รองรับการชำระหนี้อ่อนแอลงอย่างต่อเนื่องก็อาจส่งผลกระทบต่ออันดับเครดิตของบริษัทด้วยเช่นกัน

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ\*

หน่วย: ล้านบาท

	พ.ย. 2561- เม.ย. 2562	ณ วันที่ 31 ตุลาคม			
		2561	2560	2559	2558
รายได้จากการดำเนินงานรวม	6,541	18,705	16,186	17,186	17,946
กำไรจากการดำเนินงาน	1,743	2,585	1,699	2,605	2,569
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	908	1,751	1,028	2,585	1,363
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	1,739	2,890	2,114	3,785	2,468
เงินทุนจากการดำเนินงาน	1,339	2,009	1,438	2,695	1,602
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	348	737	675	7250	827
เงินลงทุน	538	1,177	3,123	1,963	591
สินทรัพย์รวม	51,755	45,542	42,991	38,375	37,517
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	29,341	23,597	21,811	19,016	21,273
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	18,830	18,639	18,092	16,650	14,442
<b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>					
อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (%)	26.65	13.82	10.50	15.16	14.31
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)**	2.98	4.25	2.71	7.22	3.74
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	4.99	3.92	3.13	5.26	2.99
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	11.33	8.17	10.32	5.02	8.62
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)**	5.74	8.51	6.59	14.17	7.53
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	60.91	55.87	54.66	53.32	59.56

หมายเหตุ อัตราส่วนทั้งหมดได้รับการปรับด้วยค่าเข้าดำเนินงานแล้ว

\* งบการเงินรวม

\*\* ปรับอัตราส่วนให้เป็นตัวเลขเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลังแล้ว

เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- วิธี การจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 26 กรกฎาคม 2562
- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงิน, 5 กันยายน 2561
- Group Rating Methodology, 10 กรกฎาคม 2558

บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) (KSL)

อันดับเครดิตองค์กร:	A-
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
KSL199A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใต้อ่อนปี 2562	A-
KSL202A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใต้อ่อนปี 2563	A-
KSL27DA: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใต้อ่อนปี 2570	A-
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 ใช้อัดเผยแพร่ ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแถลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้เหล่านั้นๆ หรือของบริษัทเหล่านั้นๆ 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)