

# บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 79/2559

28 กรกฎาคม 2559

อันดับเครดิตองค์กร:	A
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน	A
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:	วันที่	อันดับเครดิต	แนวโน้ม
			อันดับเครดิต/เครดิตพินิจ
	13/11/56	A	Stable
	24/11/49	A-	Stable

## เหตุผล

ทริสเรทติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันของ บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ "A" โดยอันดับเครดิตสะท้อนถึงประสบการณ์ที่ยาวนานในฐานะที่บริษัทเป็นหนึ่งในกลุ่มผู้ผลิตน้ำตาลรายใหญ่ของประเทศไทย ตลอดจนการขยายกิจการไปสู่ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจน้ำตาล ทว่าความแข็งแกร่งดังกล่าวถูกลดทอนบางส่วนจากวัฏจักรราคาน้ำตาลและความผันผวนของปริมาณผลผลิตอ้อย รวมถึงความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจอ้อยและน้ำตาลในประเทศสาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนลาว (สปป.ลาว) และกัมพูชา ตลอดจนอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับค่อนข้างสูง

บริษัท น้ำตาลขอนแก่นเป็นหนึ่งในผู้ผลิตน้ำตาลรายใหญ่ในประเทศไทยซึ่งก่อตั้งในปี 2488 โดยตระกูลชินธรรมมิตรและคณะ ณ เดือนเมษายน 2559 ตระกูลชินธรรมมิตรถือหุ้นในบริษัทในสัดส่วนรวม 69% ของหุ้นทั้งหมด บริษัทเป็นเจ้าของและบริหารโรงงานน้ำตาล 5 แห่งในประเทศไทย โดยมีกำลังการที่บอ้อยรวม ณ เดือนพฤษภาคม 2559 เท่ากับ 110,000 ตันอ้อยต่อวัน ทั้งนี้กลุ่มน้ำตาลขอนแก่นสามารถที่บอ้อยได้ 7.6 ล้านตันอ้อยในปีการผลิต 2558/2559 และผลิตน้ำตาลได้ 774,327 ตัน ซึ่งจัดเป็นกลุ่มผู้ผลิตน้ำตาลรายใหญ่อันดับ 3 ของประเทศ บริษัทมีส่วนแบ่งทางการตลาด 7.9% ในปีการผลิต 2558/2559 รองจากกลุ่มมิตรผลซึ่งมีส่วนแบ่งทางการตลาด 20.1% และกลุ่มไทยรุ่งเรือง 14%

ตั้งแต่ปีการเงิน 2549 บริษัทได้ขยายการลงทุนไปยังธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจน้ำตาลเพื่อใช้ประโยชน์สูงสุดจากอ้อย ได้แก่ ธุรกิจผลิตกระแสไฟฟ้าและเอทานอล ในช่วงปีการเงิน 2557-2558 รายได้จากธุรกิจพลังงาน (ไฟฟ้าและเอทานอล) คิดเป็นสัดส่วน 18% ของรายได้รวมของบริษัท

นอกเหนือจากธุรกิจผลิตน้ำตาลในประเทศไทยแล้ว กลุ่มน้ำตาลขอนแก่นยังดำเนินธุรกิจโรงงานน้ำตาลใน สปป.ลาว และกัมพูชาด้วย โดยโรงงานน้ำตาลในประเทศดังกล่าวได้เริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ในปีการเงิน 2553 สำหรับธุรกิจน้ำตาลใน สปป.ลาว และกัมพูชา บริษัทลงทุนประมาณ 5,200 ล้านบาท ปัจจุบันผลผลิตน้ำตาลใน สปป.ลาว และกัมพูชายังคงอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าจุดคุ้มทุน โดยผลผลิตน้ำตาลในทั้ง 2 ประเทศในปีการผลิต 2558/2559 มีเพียง 26,000 ตัน นอกจากนี้ การดำเนินงานของบริษัทใน สปป.ลาว และกัมพูชายังได้รับผลกระทบจากการปรับลดลงอย่างรุนแรงของราคาน้ำตาล ดังนั้น บริษัทในประเทศลาวและกัมพูชาจึงยังคงมีผลการดำเนินงานขาดทุนอยู่โดยขาดทุนจำนวน 115 ล้านบาทในช่วงครึ่งแรกของปีการเงิน 2559

ผลการดำเนินงานของบริษัทในช่วงปีการเงิน 2558 และในช่วงครึ่งแรกของปีการเงิน 2559 ได้รับผลกระทบจากวงจรธุรกิจขาลงของราคาน้ำตาล โดยอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทลดลงมาอยู่ที่ระดับ 21.4% ในปีการเงิน 2558 จาก 25.2% ในปีการเงิน 2557 สาเหตุหลักมาจากราคาน้ำตาลที่ลดลง อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทยังได้รับผลกระทบจากอัตรากำไรของกลุ่มธุรกิจพลังงานที่ปรับตัวลดลงเช่นกัน โดยในปีการเงิน 2558 แม้ว่าความต้องการใช้เอทานอลในประเทศยังคงเติบโต แต่ราคาขายอ้างอิงของเอทานอลปรับตัวลดลง 3% มาอยู่ที่ระดับ 26.5 บาทต่อลิตรในปีการเงิน 2558 ในขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นลดลง 4.3% ตามการลดลงของราคาเชื้อเพลิง อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้จากการขายของบริษัทลดลงอยู่ที่ระดับ 13.1% ในปีการเงิน 2558 เทียบกับปีการเงิน 2557 ที่ระดับ 17.9% กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ของบริษัทลดลงเป็น 3,139 ล้านบาทในปี 2558 จาก

## ติดต่อ:

จุฑาทิพ จิตรพรหมพันธุ์  
jutatip@trisrating.com

เนาวรัตน์ เต็มวัฒนางกูร  
nauwarut@trisrating.com

รุ่งรัตน์ สุนทรปกาสิต  
rungrat@trisrating.com

วิยดา ประทุมสุวรรณ, CFA  
wiyada@trisrating.com

WWW.TRISRATING.COM

3,816 ล้านบาทในปี 2557 เนื่องจากอัตรากำไรของบริษัทลดลง ในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2559 EBITDA ของบริษัทลดลงมาอยู่ที่ระดับ 1,701 ล้านบาท ลดลง 17% จาก 2,048 ล้านบาทในช่วงเวลาเดียวกันของปีการเงิน 2558 การลดลงของ EBITDA นอกจากจะเกิดจากราคาน้ำตาลส่งออกที่ปรับตัวลดลงแล้ว บริษัทยังได้รับผลกระทบจากการที่ต้นทุนการผลิตน้ำตาลเพิ่มขึ้นด้วย ภาวะภัยแล้งในประเทศไทยทำให้ปริมาณอ้อยในประเทศไทยลดลง 11.2% มาอยู่ที่ระดับ 94.05 ล้านตัน และยังทำให้ผลผลิตน้ำตาลต่อตันอ้อยลดลงมาอยู่ที่ระดับ 103.98 กิโลกรัม (กก.) ต่อตันอ้อย ในปีการผลิต 2558/2559 จากระดับ 106.65 กก. ต่อตันอ้อยในปีการผลิต 2557/2558 ผลผลิตน้ำตาลของบริษัทจึงปรับตัวลดลง 15.3% มาอยู่ที่ระดับ 774,327 ตันในปีการผลิต 2558/2559 การลดลงของราคาขายเอทานอลและค่าไฟฟ้าเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลต่อการลดลงของ EBITDA ของบริษัทในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2559 ด้วย

อัตรากำไรก่อนหักภาษีของบริษัทอยู่ในระดับค่อนข้างสูง โดยบริษัทมีอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนอยู่ที่ระดับ 59.1% ณ สิ้นปีการเงิน 2558 อัตราส่วนกำไรก่อนหักภาษีจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่ายของบริษัทลดลงตามวัฏจักรราคาน้ำตาลขาลงมาอยู่ที่ระดับ 3.7 เท่าในปีการเงิน 2558 จาก 4.7-8.3 เท่าในปีการเงิน 2555-2557 อัตราส่วนเงินกู้รวมจากการดำเนินงานต่อเงินกู้รวมของบริษัทเท่ากับ 9.9% ในปีการเงิน 2558 เมื่อเทียบกับระดับ 13.4%-25% ในปีการเงิน 2555-2557

ทริสเรทติ้งคาดการณ์ว่าผลประกอบการทางการเงินของบริษัทจะยังคงอ่อนแอในปีการเงิน 2559 ก่อนจะปรับตัวดีขึ้นในปีการเงิน 2560 ตามการฟื้นตัวของราคาน้ำตาล ปัจจุบันราคาน้ำตาลทรายดิบปรับตัวสูงขึ้นอย่างมากมาอยู่ที่ระดับ 19 เซนต์ต่อปอนด์ จากราคาเฉลี่ยที่ 10.7 เซนต์ต่อปอนด์ในเดือนสิงหาคม 2558 เนื่องจากการลดลงของผลผลิตน้ำตาลในประเทศผู้ส่งออกน้ำตาลรายใหญ่หลายประเทศ ทำให้ปีการผลิต 2558/2559 เป็นปีการผลิตแรกในช่วง 6 ปีที่ผ่านมาที่น้ำตาลทั่วโลกอยู่ในภาวะขาดดุล จากสมมติฐานราคาน้ำตาลที่ปรับตัวขึ้น คาดว่า EBITDA ของบริษัทอยู่ที่ประมาณ 3,000-3,500 ล้านบาทต่อปีในช่วงปีการเงิน 2559-2561 เงินลงทุนของบริษัทในช่วงปีการเงิน 2559-2560 ลดลงมาอยู่ที่ประมาณ 2,000 ล้านบาทต่อปี จาก 3,000-6,000 ล้านบาทต่อปีในปีการเงิน 2556-2557 เมื่อพิจารณาแผนการลงทุนและการจ่ายปันผลของบริษัทแล้ว คาดว่าอัตรากำไรก่อนหักภาษีของบริษัทลดลงมาอยู่ที่ระดับ 50% ในช่วงเวลา 2-3 ปีข้างหน้า นอกจากนี้ คาดว่าเงินสดส่วนเกินที่รองรับการชำระหนี้ของบริษัทจะปรับตัวดีขึ้นในปีการเงิน 2559-2561 ตามการฟื้นตัวของราคาน้ำตาลและการลดลงของระดับหนี้

### แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนถึงการคาดการณ์ของทริสเรทติ้งว่ากลุ่มน้ำตาลขอนแก่นจะยังคงดำรงสถานะการเป็นผู้ผลิตน้ำตาลรายใหญ่ของไทยเอาไว้ได้ โดยระบบแบ่งปันผลประโยชน์ในอุตสาหกรรมอ้อยและน้ำตาลไทย ตลอดจนรายได้ในธุรกิจเอทานอลและธุรกิจไฟฟ้าจะช่วยลดความผันผวนของการดำเนินงานเนื่องจากราคาน้ำตาลได้บางส่วน

ปัจจัยบวกต่ออันดับเครดิตของบริษัทมีค่อนข้างจำกัดเนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทอยู่ระหว่างการฟื้นตัวตามวัฏจักร ในทางตรงกันข้าม การปรับลดอันดับเครดิตสามารถเกิดขึ้นได้ในกรณีนี้ที่อัตรากำไรจากการดำเนินงานของบริษัทลดลงหรือโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอ่อนแอลงอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ การลงทุนที่ใช้เงินจำนวนมากและเงินสดส่วนเกินที่รองรับการชำระหนี้ที่ลดลงอย่างต่อเนื่องก็เป็นปัจจัยลบต่ออันดับเครดิตของบริษัทด้วยเช่นกัน

### บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) (KSL)

อันดับเครดิตองค์กร:	A
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
KSL174A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2560	A
KSL198A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2562	A
KSL199A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2562	A
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ \*

หน่วย: ล้านบาท

	พ.ย. 2558 -เม.ย. 2559	2558	2557	ณ วันที่ 31 ตุลาคม 2556	2555	2554
รายได้จากการขายและบริการ	7,731	18,866	19,185	18,941	22,212	16,460
ดอกเบี้ยจ่ายรวม	359	845	807	658	549	463
กำไร (ขาดทุน) สุทธิจากการดำเนินงาน	527	815	1,610	1,658	2,321	1,875
เงินทุนจากการดำเนินงาน	1,304	2,211	2,957	2,579	3,505	2,829
ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน	294	1,031	2,687	6,172	4,351	1,387
สินทรัพย์รวม	41,523	40,176	40,134	36,017	29,617	23,820
เงินกู้รวม	24,376	22,419	22,021	19,003	14,022	12,085
ส่วนของผู้ถือหุ้น	13,917	15,488	14,833	13,703	12,032	9,214
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย/รายได้จากการขาย (%)	20.22	13.06	17.95	15.15	18.95	21.74
อัตราส่วนผลตอบแทน/เงินทุนถาวร (%)	3.11 **	5.05	6.30	7.27	14.37	15.09
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย/ดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	4.75	3.71	4.73	5.14	8.29	8.37
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงาน/เงินกู้รวม (%)	7.49 **	9.86	13.43	13.57	25.00	23.41
อัตราส่วนเงินกู้รวม/โครงสร้างเงินทุน (%)	63.66	59.14	59.75	58.10	53.82	56.74

\* งบการเงินรวม

\*\* ยังไม่ได้ปรับอัตราส่วนให้เป็นตัวเลขเต็มปี

บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2559 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เปิดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมให้ชื่อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ใดๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจาก ความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: <http://www.trisrating.com/th/rating-information-th2/rating-criteria.html>