

# บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 157/2565

19 กันยายน 2565

## CORPORATES

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

วันที่ทบทวนล่าสุด : 08/09/64

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับ เครดิต	แนวโน้มอันดับ เครดิต/ เกรดที่ปรับ
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:

จุฑาทิพ จิตรพรหมพันธุ์  
jutatip@trisrating.com

สุชนา ฉันทาศิย  
suchana@trisrating.com

วจี พัทธ์ชัยโพธิ์กุลย์  
wajee@trisrating.com

ศศิพร วัชรโทษย์  
sasiporn@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

\* รายงานนี้เป็นเพียงส่วนหนึ่งของรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## เหตุผล

ทริสเรทติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันของ บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ “BBB+” และเปลี่ยนแนวโน้มอันดับเครดิตเป็น “Positive” หรือ “บวก” จาก “Stable” หรือ “คงที่”

การเปลี่ยนแนวโน้มอันดับเครดิตสะท้อนถึงแนวโน้มราคาน้ำตาลทั่วโลกและปริมาณอ้อยในประเทศไทยที่ปรับตัวดีขึ้นอันเนื่องมาจากปริมาณน้ำฝนที่เพิ่มขึ้นและพื้นที่ปลูกอ้อยที่มากขึ้น รวมถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานและการควบคุมค่าใช้จ่ายของบริษัทที่ดีขึ้น

อันดับเครดิตสะท้อนถึงผลงานที่ยาวนานของบริษัทในอุตสาหกรรมน้ำตาล รวมถึงการขยายกิจการไปสู่ธุรกิจอื่นที่เกี่ยวข้องกับน้ำตาล และประโยชน์ที่ได้รับจากกฎระเบียบที่เอื้ออำนวย อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตดังกล่าวก็ถูกลดทอนจากความผันผวนของราคาน้ำตาลและปริมาณอ้อย รวมถึงความเสี่ยงจากการที่บริษัทดำเนินธุรกิจโรงงานน้ำตาลในประเทศเพื่อนบ้านอีกด้วย

## ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

### ราคาน้ำตาลที่เพิ่มสูงขึ้นและปริมาณน้ำฝนที่ดีทำให้ผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้น

ผลการดำเนินงานของบริษัทในช่วงปีบัญชี 2563 จนถึงปีบัญชี 2564 ได้รับแรงกดดันจากปริมาณอ้อยที่ลดลงอย่างมากอันเนื่องมาจากภาวะภัยแล้งที่รุนแรงและพื้นที่ปลูกอ้อยในประเทศไทยที่ลดลงซึ่งเป็นไปตามประมาณการของทริสเรทติ้ง โดยบริษัทมีรายได้จากการดำเนินงานรวมลดลงมาอยู่ที่ระดับ 1.07 หมื่นล้านบาท อย่างไรก็ตาม อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA Margin) ของบริษัทปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 17% ในปีบัญชี 2564 เมื่อเปรียบเทียบกับช่วงเวลาเดียวกันของปีบัญชีก่อนหน้าซึ่งอยู่ที่ระดับ 10% อันเนื่องมาจากการราคาน้ำตาลที่ปรับตัวสูงขึ้น

ผลการดำเนินงานของบริษัทปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 9 เดือนแรกของปีบัญชี 2565 จากผลของราคาน้ำตาลในตลาดโลกที่เพิ่มสูงขึ้นและจากปริมาณอ้อยในประเทศไทยที่เพิ่มขึ้นอันเกิดจากสภาพอากาศที่เหมาะสมในฤดูเก็บเกี่ยวปี 2564/2565 โดยบริษัทมีกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) เพิ่มขึ้นเป็น 3.1 พันล้านบาทในช่วง 9 เดือนแรกของปีบัญชี 2565 จาก 1.6 พันล้านบาทในช่วงเวลาเดียวกันของปีบัญชี 2564 ในขณะที่บริษัทรายงานอัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายที่ระดับ 23.2% โดยเทียบกับระดับ 21.7% ในช่วงเวลาเดียวกันของปีบัญชีก่อนหน้า นอกจากนี้ บริษัทยังสามารถควบคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารได้อย่างเข้มงวดอีกด้วย ดังนั้น บริษัทจึงมีผลกำไรสุทธิที่จำนวน 1.3 พันล้านบาทในช่วง 9 เดือนแรกของปีบัญชี 2565 เมื่อเปรียบเทียบกับช่วงเวลาเดียวกันของปีบัญชีก่อนหน้าที่มีกำไรสุทธิจำนวน 467 ล้านบาท

ในอนาคตทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะยังคงมีผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งต่อไป แม้จะมีความท้าทายที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต ทั้งนี้ ภายใต้สมมติฐานกรณีพื้นฐานของทริสเรทติ้งคาดว่ารายได้จากการดำเนินงานรวมของบริษัทจะเพิ่มขึ้น 55% มาอยู่ที่ระดับ 1.65 หมื่นล้านบาทในปีบัญชี 2565 และจะอยู่ที่ระดับประมาณ 1.43-1.6 หมื่นล้านบาทในช่วงปีบัญชี 2566-2567 เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มปริมาณฝนที่ดีและพื้นที่ปลูกอ้อยที่เพิ่มขึ้นในฤดูการผลิตต่อไป ทั้งนี้ ภายใต้สมมติฐาน

กรณีพื้นฐานของทริสเรทติ้งคาดว่าราคาน้ำตาลโลกจะอยู่ที่ระดับประมาณ 20 เซนต์ต่อปอนด์ในปีบัญชี 2565 และจะยังคงอยู่ที่ระดับ 15-19 เซนต์ต่อปอนด์ในช่วงปีบัญชี 2566-2567 ดังนั้น ทริสเรทติ้งจึงคาดว่า EBITDA Margin ของบริษัทจะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับประมาณ 21.5% ในปีบัญชี 2565 และจะอยู่ที่ระดับ 17%-19% ในช่วงปีบัญชี 2566-2567

### กิจการในต่างประเทศยังคงอยู่ในระดับที่น่าพอใจ

บริษัทดำเนินกิจการโรงงานน้ำตาลในสาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนลาว (สปป. ลาว) และประเทศกัมพูชามาตั้งแต่ปีบัญชี 2553 โดยบริษัทมีรายได้ที่มาจาก สปป. ลาว และกัมพูชาในสัดส่วนรวมกันน้อยกว่า 5% ของรายได้รวม ปัจจุบันกิจการโรงงานน้ำตาลของบริษัทในประเทศกัมพูชาอยู่ในระหว่างขั้นตอนการขายเงินลงทุน อย่างไรก็ตาม ปริมาณน้ำตาลที่ผลิตได้ใน สปป. ลาว ในช่วง 9 เดือนแรกของปีบัญชี 2565 ยังคงเป็นที่น่าพอใจจากผลของราคาจำหน่ายน้ำตาลและกากน้ำตาลที่เพิ่มสูงขึ้นรวมถึงอัตราค่าไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นจากการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ที่มีการคัดสรร ทั้งนี้ บริษัทย่อในประเทศเพื่อนบ้านทั้ง 2 แห่งดังกล่าวรายงานผลกำไรสุทธิรวมกันทั้งสิ้นที่จำนวน 49.5 ล้านบาทในช่วง 9 เดือนแรกของปีบัญชี 2565 โดยอยู่ในระดับคงที่เมื่อเทียบกับในช่วงเดียวกันของปีบัญชีก่อนหน้า

### ภาระหนี้ที่อยู่ในระดับปานกลาง

ภาระหนี้สินทางการเงินของบริษัทยังคงอยู่ในระดับปานกลางเนื่องจากบริษัทมีความต้องการเงินทุนหมุนเวียนที่สูงขึ้นแต่มีค่าใช้จ่ายลงทุนที่ปรับตัวลดลง อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนของบริษัทปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ระดับ 48% ณ สิ้นเดือนตุลาคม 2564 เปรียบเทียบกับระดับ 49.2% ณ สิ้นเดือนตุลาคม 2563 ทั้งนี้ ภาระหนี้สินรวมที่ปรับปรุงแล้วของบริษัทปรับตัวลดลงเหลือ 1.8 หมื่นล้านบาท ณ เดือนกรกฎาคม 2565 หลังจากที่บริษัทมีความต้องการเงินทุนหมุนเวียนที่สูงมากในฤดูกาลที่บอ้อยในช่วงครึ่งแรกของปีบัญชี 2565 อย่างไรก็ตาม บริษัทวางแผนค่าใช้จ่ายลงทุนให้อยู่ที่ระดับประมาณ 150-300 ล้านบาทต่อปีในช่วงปีบัญชี 2565-2567 โดยจะใช้เงินลงทุนส่วนใหญ่ไปในโครงการพัฒนาผลิตภัณฑ์นวัตกรรมและเป็นค่าใช้จ่ายซ่อมบำรุงประจำปี ดังนั้น ทริสเรทติ้งจึงคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนของบริษัทน่าจะค่อย ๆ ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ระดับ 37%-45% ในช่วงปีบัญชี 2565-2567 เมื่อเทียบกับระดับ 48%-49% ในช่วงปีบัญชี 2563-2564 ในขณะที่กระแสเงินสดเพื่อการชำระหนี้ที่คาดว่าจะปรับเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 14%-16% ในช่วงปีบัญชี 2565-2567 จากระดับ 3%-7% ในช่วงปีบัญชี 2563-2564

### การบูรณาการของธุรกิจปลายน้ำ

ธุรกิจปลายน้ำ (Downstream Businesses) ของบริษัทประกอบด้วยการผลิตไฟฟ้า เอทานอล และปุ๋ยซึ่งส่วนใหญ่เป็นการนำผลพลอยได้จากกระบวนการผลิตน้ำตาลมาพัฒนาต่อยอด ทั้งนี้ ผลพลอยได้ที่สำคัญ ได้แก่ ขานอ้อย (Bagasse) กากหม้อกรอง (Filter Cake) และกากน้ำตาล (Molasses) โดยบริษัทนำขานอ้อยมาใช้เป็นเชื้อเพลิงหลักในโรงไฟฟ้า ส่วนกากหม้อกรองนั้นนำมาผลิตเป็นปุ๋ยเพื่อใช้ในการปลูกอ้อย ในขณะที่กากน้ำตาลนั้นนำมาใช้ผลิตเอทานอล อนึ่ง บริษัทได้เริ่มธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับน้ำตาลมานานมากกว่า 10 ปีแล้ว

ธุรกิจผลิตไฟฟ้าและธุรกิจปุ๋ยสร้างรายได้ให้แก่บริษัทคิดเป็นประมาณ 7%-11% ของรายได้รวม ในขณะที่สัดส่วนการลงทุนของบริษัทในการผลิตเอทานอลนั้นเป็นการดำเนินงานผ่านการถือหุ้นในสัดส่วน 30% ใน บริษัท บีบีจีไอ จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ ทริสเรทติ้งคาดการณ์ว่าบริษัทจะได้รับส่วนแบ่งกำไรจากการลงทุนในบริษัทบีบีจีไอที่จำนวนปีละประมาณ 100 ล้านบาทในช่วงปีบัญชี 2565-2567

### มีสถานะสภาพคล่องที่แข็งแกร่ง

ทริสเรทติ้งประเมินว่าสภาพคล่องของบริษัทน่าจะยังคงเพียงพอในช่วง 12 เดือนข้างหน้า บริษัทมีภาระหนี้เงินกู้ยืมระยะยาวจำนวนประมาณ 4.9 พันล้านบาทที่จะครบกำหนดชำระในปีบัญชี 2565 นอกจากนี้ บริษัทยังมีภาระหนี้ที่จะต้องจ่ายชำระตามกำหนดรวมทั้งสิ้นอีกจำนวน 1.9-4.9 พันล้านบาทต่อปีในช่วงปีบัญชี 2565-2567 อีกด้วย ทั้งนี้ ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะมีเงินทุนจากการดำเนินงานที่ระดับ 1.8-2.8 พันล้านบาทในช่วงปีบัญชี 2565-2567 ตามสถานการณ์ราคาน้ำตาลที่ค่อย ๆ ฟื้นตัว อย่างไรก็ตาม บริษัทมีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดทั้งสิ้นจำนวน 539 ล้านบาทและมีวงเงินสินเชื่อที่ยังไม่เบิกใช้อีกกว่า 1.44 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นเดือนกรกฎาคม 2565 ซึ่งน่าจะเพียงพอสำหรับการชำระหนี้ที่จะครบกำหนดในช่วงปีบัญชี 2565-2567

### สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

- รายได้รวมจะปรับตัวเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 1.65 หมื่นล้านบาทในปีบัญชี 2565 และจะอยู่ที่ระดับประมาณ 1.43-1.6 พันล้านบาทในช่วงปีบัญชี 2566-2567

- อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้จะอยู่ที่ระดับประมาณ 22% ในปีบัญชี 2565 และจะอยู่ที่ระดับ 17%-19% ต่อปีในระหว่างปีบัญชี 2566-2567
- ค่าใช้จ่ายลงทุนทั้งหมดจะอยู่ที่ระดับประมาณ 150-300 ล้านบาทต่อปีในระหว่างปีบัญชี 2565-2567

#### แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Positive” หรือ “บวก” สะท้อนแนวโน้มราคาน้ำตาลทั่วโลกและปริมาณอ้อยในประเทศไทยที่ปรับตัวดีขึ้นอันเนื่องมาจากปริมาณน้ำฝนที่เพิ่มขึ้นและพื้นที่ปลูกอ้อยที่เพิ่มขึ้น รวมทั้งประสิทธิภาพการดำเนินงานและการควบคุมค่าใช้จ่ายของบริษัทที่ดีขึ้น

#### ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

การปรับเพิ่มอันดับเครดิตอาจเกิดขึ้นได้หากผลการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทฟื้นตัวอย่างมั่นคงเป็นระยะเวลาที่ยาวนานต่อเนื่อง ในขณะที่บริษัทสามารถลดระดับภาระหนี้ลงได้ตามเป้าหมายโดยทำให้อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินสุทธิต่อ EBITDA ลดลงมาอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า 7 เท่าอย่างต่อเนื่อง

ในทางตรงกันข้าม การปรับลดอันดับเครดิตสามารถเกิดขึ้นได้หากทริสเรตติ้งเชื่อว่าบริษัทจะมีอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินสุทธิต่อ EBITDA เกินกว่าระดับ 8 เท่าซึ่งอาจเกิดจากความผันผวนของกำไรอันเนื่องมาจากสภาพอากาศที่เลวร้ายหรือราคาน้ำตาลที่ปรับตัวลดลง

#### ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ\*

หน่วย: ล้านบาท

	พ.ย.-ก.ค. 2565	ณ วันที่ 31 ตุลาคม			
		2564	2563	2562	2561
รายได้จากการดำเนินงานรวม	13,264	10,660	12,012	18,605	18,705
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	1,902	1,171	410	1,761	1,751
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	3,073	1,809	1,196	2,883	2,890
เงินทุนจากการดำเนินงาน	2,696	1,376	648	1,997	2,011
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	321	428	503	721	737
เงินลงทุน	115	220	480	741	1,177
สินทรัพย์รวม	44,128	41,521	41,122	44,121	45,542
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	18,034	18,558	18,920	20,018	23,597
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	21,598	20,112	19,546	19,021	18,639
<b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>					
อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (%)	23.17	16.97	9.96	15.49	15.45
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%) **	5.38	3.02	1.03	4.20	4.25
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	9.57	4.22	2.38	4.00	3.92
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	5.53	10.26	15.82	6.94	8.17
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%) **	15.40	7.42	3.42	9.98	8.52
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	45.50	47.99	49.19	51.28	55.87

หมายเหตุ อัตราส่วนทั้งหมดได้รับการปรับด้วยค่าเช่าดำเนินงานแล้ว

\* 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 ใถ่ถอนปี 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. 2565 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เปิดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่อยู่ในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มิใช่คำแถลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมิได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน 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)