

### บมจ. น้ำตาลขอนแก่น (KSL)

#### คาดการณ์ไรสุทธิไตรมาส 2/59 ลดลงทั้ง qoq และ yoy

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ KSL ในไตรมาส 2/59 จะลดลงทั้ง yoy และ qoq จากกำไรที่ลดลงจากธุรกิจโรงไฟฟ้าและรายได้อื่นๆ ที่อ่อนตัวลง เราคาดว่าผลประกอบการของ KSL ในปี 59-60 จะได้รับผลกระทบจากปัญหาภัยแล้งที่รุนแรงกว่าประมาณการเดิมของเรา อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำตาลทั่วโลกที่สูงขึ้นอาจช่วยชดเชยผลกระทบบางส่วนที่เกิดขึ้นจากผลผลิตอ้อยที่ต่ำลงในปี 60 ได้ เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในปี 59-60 ลง 17% ต่อปีและคาดการณ์กำไรสุทธิในปี 60 จะขยายตัวขึ้น 7% yoy คงคำแนะนำซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 4.70 บาท

#### เหตุการณ์ใหม่

- **คาดการณ์ไรสุทธิในไตรมาส 2/59 ลดลงทั้ง qoq และ yoy** เราคาดว่ากำไรสุทธิของ KSL ในไตรมาส 2/59 จะอยู่ที่ 251 ล้านบาท ลดลง 46% yoy และ 28% qoq ด้วยสาเหตุหลักจากรายได้อื่นๆ ที่ต่ำลงและกำไรที่ลดลงจากธุรกิจโรงไฟฟ้าจากปริมาณอ้อยเข้าหีบอยู่ที่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ารายได้ขายในไตรมาส 2/59 จะเพิ่มขึ้น 15% qoq หนุนจากราคาขายเฉลี่ยน้ำตาลที่เพิ่มขึ้นประกอบกับปริมาณการขายน้ำตาลที่สูงขึ้นเล็กน้อย เราคาดว่า gross margin จะอ่อนตัวลงจาก 30% ในไตรมาส 1/59 และ 27% ในไตรมาส 2/58 มาอยู่ที่ 26% ในไตรมาส 2/59 จากผลกระทบตามฤดูกาลและกำไรที่ลดลงจากธุรกิจโรงไฟฟ้า
- **คาดผลผลิตอ้อยรวมในประเทศไทยในปี 59** ปรับตัวลดลงมาอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบ 6 ปี ปัญหาภัยแล้งที่รุนแรงในประเทศไทยส่งผลให้ผลผลิตอ้อยรวมในไทยลดลงอยู่ที่ 94.05 ล้านตันในปี 59 (ปี 58 อยู่ที่ 106 ล้านตัน) ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 6 ปี ปริมาณอ้อยเข้าหีบของ KSL ในปี 59 อยู่ที่ 7.6 ล้านตัน ลดลง 13% yoy นอกจากนี้ ฤดูฝนที่ล่าช้าลงในปี 59 ทำให้ผู้เชี่ยวชาญคาดว่าผลผลิตอ้อยรวมทั่วประเทศในปี 60 จะลดลง 10-15% yoy
- **ราคาน้ำตาลทั่วโลกพุ่งขึ้นมาอยู่ในระดับสูงสุดในรอบเกือบ 4 ปี** ราคาน้ำตาลดิบทั่วโลกสำหรับสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในปี 59 อยู่ที่ 19.61-19.66 เซนต์/ปอนด์ ในขณะที่เพิ่มขึ้นตั้งแต่เดือนมี.ค.59 ที่อยู่ที่ประมาณ 16.6 เซนต์/ปอนด์ ขณะที่ราคาขายสำหรับสัญญาล่วงหน้าในปี 60 อยู่ที่ 18.35-19.73 เซนต์/ปอนด์ ในขณะที่ปัจจัยที่ทำให้ราคาน้ำตาลสูงขึ้นมาจาก 1) ปริมาณฝนที่ตกลงมาอย่างหนักในภูมิภาคที่มีการเพาะปลูกอ้อยของประเทศบราซิลซึ่งทำให้ต้องเลื่อนการเก็บอ้อยออกไปและ 2) ปัญหาภัยแล้งที่รุนแรงในประเทศไทย ทั้งนี้ ปี 59 น่าจะเป็นปีแรกที่เกิดภาวะขาดดุลของสมดุลน้ำตาลทั่วโลกที่ 7-8 ล้านตันเทียบกับสมดุลน้ำตาลทั่วโลกที่เกินดุลในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา

#### KEY FINANCIALS

| Year to 31 Oct (Btm)          | 2014   | 2015   | 2016F  | 2017F  | 2018F  |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Net turnover                  | 19,185 | 18,866 | 17,064 | 16,640 | 18,866 |
| EBITDA                        | 3,424  | 2,468  | 2,999  | 3,030  | 3,381  |
| Operating profit              | 2,293  | 1,216  | 1,849  | 1,867  | 2,203  |
| Net profit (rep./act.)        | 1,626  | 815    | 1,081  | 1,157  | 1,559  |
| Net profit (adj.)             | 1,626  | 815    | 1,081  | 1,157  | 1,559  |
| EPS (Bt)                      | 0.5    | 0.2    | 0.2    | 0.3    | 0.4    |
| PE (x)                        | 8.4    | 20.2   | 16.7   | 15.6   | 11.6   |
| P/B (x)                       | 0.9    | 1.2    | 1.2    | 1.2    | 1.1    |
| EV/EBITDA (x)                 | 10.3   | 14.3   | 11.8   | 11.6   | 10.4   |
| Dividend yield (%)            | 2.0    | 1.4    | 2.4    | 2.6    | 3.4    |
| Net margin (%)                | 8.5    | 4.3    | 6.3    | 7.0    | 8.3    |
| Net debt/(cash) to equity (%) | 121.7  | 134.7  | 118.4  | 114.2  | 106.4  |
| Interest cover (x)            | 4.1    | 2.9    | 3.4    | 3.3    | 3.6    |
| ROE (%)                       | 11.4   | 5.7    | 7.7    | 7.8    | 9.9    |
| Consensus net profit          | -      | -      | 1,239  | 1,512  | 1,538  |
| UOBKH/Consensus (x)           | -      | -      | 0.87   | 0.77   | 1.01   |

รายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับบริษัทและข้อมูลทางการเงิน กรุณาติดต่อฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ หรือฝ่ายบริการลูกค้า โทร. 02-659-8031 หรือ thunya@uobkayhian.co.th

#### ซื้อ

#### (Maintained)

|                    |           |
|--------------------|-----------|
| ราคาปัจจุบัน       | 4.10 บาท  |
| ราคาเป้าหมายปี'59  | 4.70 บาท  |
| Upside             | +14.6%    |
| (ราคาเป้าหมายเดิม) | 5.00 บาท) |

#### รายละเอียดบริษัท

ผลิตน้ำตาล พลังงาน และ สินค้าเกษตรกรรม โดยผลิตน้ำตาล และ กากน้ำตาล ปุ๋ย เอทานอล และ ไฟฟ้า

#### Stock Data

|                                 |                  |
|---------------------------------|------------------|
| GICS sector                     | Consumer Staples |
| Bloomberg ticker:               | KSL TB           |
| Shares issued (m):              | 4,410.2          |
| Market cap (Btm):               | 18,082.0         |
| Market cap (US\$m):             | 513.5            |
| 3-mth avg daily t'over (US\$m): | 0.7              |

#### Price Performance (%)

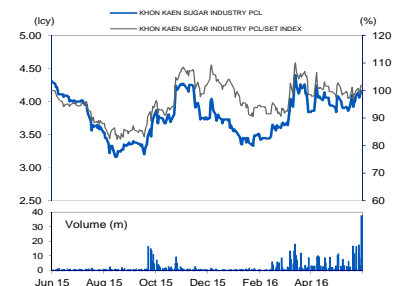
|                  |              |      |     |      |  |
|------------------|--------------|------|-----|------|--|
| 52-week high/low | Bt4.40Bt3.16 |      |     |      |  |
| 1mth             | 3mth         | 6mth | 1yr | YTD  |  |
| 4.1              | 12.0         | 10.0 | 4.9 | 10.0 |  |

#### Major Shareholders

|                               |      |
|-------------------------------|------|
| KSL Sugar Holding Co., Ltd.   | 32.3 |
| Chinthammit Family            | 8.8  |
| Mr.Chanachai Chutimavoraphand | 2.7  |

|                          |      |
|--------------------------|------|
| FY16 NAV/Share (Bt)      | 3.29 |
| FY16 Net Debt/Share (Bt) | 3.90 |

#### Price Chart



Source: Bloomberg

#### นักวิเคราะห์

ธัญญา สุทธิปราโมชานนท์

02-659-8031

thunya@uobkayhian.co.th

### ผลกระทบในอนาคต

- **ราคาน้ำตาลที่สูงขึ้นอาจช่วยบรรเทาผลกระทบจากผลผลิตอ้อยที่อยู่ในระดับต่ำในปี 60 ได้** เราคาดว่าผลประกอบการของ KSL ในปี 59 อาจไม่ได้ประโยชน์มากนักจากราคาน้ำตาลทั่วโลกที่สูงขึ้นเนื่องจากบริษัทฯ ได้ขายน้ำตาลดิบในปี 59 ล่วงหน้าแล้วที่ราคาเฉลี่ยที่ 15 เซนต์/ปอนด์ อย่างไรก็ตาม KSL เปิดเผยว่าราคาขายในปี 60 น่าจะปรับตัวดีขึ้นกว่าในปี 59 เนื่องจากราคาขายจะสอดคล้องกับราคาน้ำตาลทั่วโลก ทั้งนี้ KSL ได้ขายน้ำตาลล่วงหน้าที่ 25% ของการผลิตน้ำตาลในปี 60 ที่ราคา 19 เซนต์/ปอนด์ ราคาน้ำตาลที่เพิ่มขึ้นอาจช่วยบรรเทาผลกระทบที่เกิดขึ้นจากผลผลิตอ้อยที่ลดลง 10-15% ในปี 60 ได้บางส่วน
- **เตรียมเข้าร่วมการประมูลโรงไฟฟ้า biomass ในช่วงปลายปีนี้** บริษัทฯ มีแผนที่จะเพิ่มยอดขายไฟฟ้าให้กับรัฐบาลจากเดิมที่ 50MW เป็น 80-100MW หากบริษัทฯ ชนะประมูลในช่วงปลายปีนี้ ดังนั้น เราคาดว่ารายได้ของบริษัทฯ จะเพิ่มขึ้นหนุนจากยอดขายโรงไฟฟ้าที่สูงขึ้นในปี 61 อีกประมาณ 150 ล้านบาทซึ่งเรายังไม่รวมในประมาณการของเรา

### การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในปี 59-60 ของเราลง 17% ต่อปีเนื่องจากเราปรับลดประมาณการรายได้อื่นๆ ลงและเพื่อสะท้อนที่เราประมาณการผลกระทบของปัญหาภัยแล้งที่อาจจะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของ KSL ต่ำเกินไป เราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 60 จะเติบโตขึ้น 7% yoy

### EARNINGS REVISION TABLE

|                             | 2014  | 2015  | -----2016F----- |       | ----- 2017F----- |       |
|-----------------------------|-------|-------|-----------------|-------|------------------|-------|
|                             |       |       | Old             | New   | Old              | New   |
| Net profit (Btm)            | 1,626 | 815   | 1,296           | 1,081 | 1,397            | 1,157 |
| % chg                       |       |       |                 | -17%  |                  | -17%  |
| % yoy                       | -3%   | -50%  |                 | 33%   |                  | 7%    |
| Assumptions                 |       |       |                 |       |                  |       |
| raw sugar ASP (US\$cent/lb) | 18.61 | 14.71 | 15.00           | 15.00 | 17.00            | 19.00 |
| Gross margin                | 25%   | 21%   | 25%             | 24%   | 25%              | 25%   |
| sugarcane input (m tonnes)  | 8.47  | 8.75  | 7.66            | 7.66  | 7.85             | 6.93  |

Source: KSL, UOB Kay Hian

### คำแนะนำ

- เราคงคำแนะนำซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 4.70 บาทอิงด้วย +1SD ต่อค่าเฉลี่ย 5 ปีหรือ FY17F PE ที่ 18 เท่า ทั้งนี้ หุ้น KSL เคยซื้อขายด้วย PE ที่ 16-36 เท่าเมื่อราคาน้ำตาลปรับตัวสูงขึ้นระหว่างปี 52-53

### เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- การขาดดุลของน้ำตาลทั่วโลก

### 2QFY16 EARNINGS PREVIEW

|              | 2QFY15 | 1QFY16 | 2QFY16 F | % yoy | % qoq |
|--------------|--------|--------|----------|-------|-------|
| Total Rev.   | 4,415  | 3,792  | 4,357    | -1    | 15    |
| Gross Profit | 1,195  | 1,121  | 1,112    | -7    | -1    |
| SG&A         | 607    | 596    | 536      | -12   | -10   |
| EBIT         | 741    | 538    | 560      | -24   | 4     |
| Net Profit   | 464    | 349    | 251      | -46   | -28   |
| EPS(Bt)      | 0.12   | 0.09   | 0.06     | -51   | -35   |

Source: KSL, UOB Kay Hian