

บมจ. น้ำตาลขอนแก่น (KSL)

ไตรมาส 2/59: กำไรสุทธิต่ำกว่าคาด

กำไรสุทธิของ KSL ในไตรมาส 2/59 อยู่ที่ 179 ล้านบาทซึ่งต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้จากค่าใช้จ่าย SG&A ที่สูงขึ้น กำไรสุทธิอ่อนตัวลง 61% yoy และ 49% qoq จากรายได้อื่นๆ ที่ต่ำลงรวมทั้งกำไรที่ลดลงจากธุรกิจโรงไฟฟ้าผลจากปัญหาอ้อยขาดแคลนและการปิดปรับปรุงโรงไฟฟ้าและราคาขายเฉลี่ยของเอทานอลที่ต่ำลง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 3/59 จะปรับตัวดีขึ้น qoq และคาดว่ากำไรสุทธิในปี 60 จะเติบโตขึ้นตามราคาน้ำตาลทั่วโลกที่สูงขึ้น คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 4.70 บาท

2QFY16 RESULTS

Year to 31 Oct (Btm)	2QFY15	1QFY16	2QFY16	yoy % chg	qoq % chg	Remarks
Sales	4,087	3,792	3,939	-4	4	Sales dropped slightly yoy from maintenance shutdown of power plant and ASP of ethanol declined
Gross profit	1,112	1,121	956	-14	-15	
SG&A expense	626	648	696	11	8	
Other income	194	65	84	-57	28	
EBIT	680	538	343	-50	-36	
EBT	495	363	172	-65	-53	
Net profit	464	349	179	-61	-49	
Ratio (%)						
Gross margin	27	30	24			
EBITDA margin	27	25	19			
Net margin	11	9	5			
DE (x)	1.86	1.51	1.75			

Source: KSL, UOB Kay Hian

ผลประกอบการ

- กำไรสุทธิในไตรมาส 2/59 ลดลงทั้ง qoq และ yoy อยู่ที่ 179 ล้านบาทซึ่งต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้จากค่าใช้จ่าย SG&A ที่สูงขึ้น กำไรสุทธิอ่อนตัวลง 61% yoy และ 49% qoq รายได้อื่นๆ ที่ต่ำลงรวมทั้งกำไรที่ลดลงจากธุรกิจโรงไฟฟ้าผลจากปัญหาอ้อยขาดแคลนและการปิดปรับปรุงโรงไฟฟ้าและราคาขายเฉลี่ยของเอทานอลที่ต่ำลง ด้าน gross margin หดตัวลงอยู่ที่ 24% ในไตรมาส 2/59 (ไตรมาส 1/59 อยู่ที่ 30% และไตรมาส 2/58 อยู่ที่ 27%) จากต้นทุนอ้อยที่สูงประกอบกับราคาขายเฉลี่ยเอทานอลที่ลดลงและการปิดปรับปรุงโรงไฟฟ้า ในส่วนของค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้รวมเพิ่มขึ้นจาก 9% ในไตรมาส 1/59 มาอยู่ที่ 13% ในไตรมาส 2/59 จากต้นทุนค่าขนส่งและเงินโบนัสของพนักงานที่สูงขึ้น

KEY FINANCIALS

Year to 31 Oct (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	19,185	18,866	16,272	16,493	18,705
EBITDA	3,424	2,468	2,472	2,783	3,142
Operating profit	2,293	1,216	1,328	1,625	1,970
Net profit (rep./act.)	1,626	815	963	1,153	1,557
Net profit (adj.)	1,626	815	963	1,153	1,557
EPS (Bt)	0.5	0.2	0.2	0.3	0.4
PE (x)	7.8	18.8	17.5	14.6	10.8
P/B (x)	0.9	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	9.7	13.4	13.4	11.9	10.5
Dividend yield (%)	2.1	1.5	2.3	2.7	3.7
Net margin (%)	8.5	4.3	5.9	7.0	8.3
Net debt/(cash) to equity (%)	121.7	134.7	113.1	114.2	106.3
Interest cover (x)	4.1	2.9	3.8	4.2	4.6
ROE (%)	11.4	5.7	6.9	7.8	9.9
Consensus net profit	-	-	1,185	1,464	1,466
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.81	0.79	1.06

Source: KSL, Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้เปิดเผยและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ไฮอัน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

ชื่อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	3.82 บาท
ราคาเป้าหมายปี'60	4.70 บาท
Upside	+23.0%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	5.00 บาท)

รายละเอียดบริษัท

ผลิตน้ำตาล พลังงาน และ สินค้าเกษตรกรรม โดยผลิตน้ำตาล และ กากน้ำตาล ปู๊ย เอทานอล และ ไฟฟ้า

Stock Data

GICS sector	Consumer Staples
Bloomberg ticker:	KSL TB
Shares issued (m):	4,410.2
Market cap (Btm):	16,847.1
Market cap (US\$m):	478.2
3-mth avg daily t'over (US\$m):	0.8

Price Performance (%)

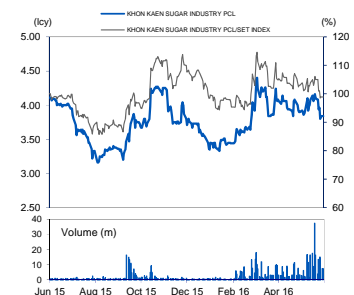
52-week high/low	Bt4.40Bt3.16				
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD	
5.0	1.6	5.4	9.4	2.5	

Major Shareholders

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

FY16 NAV/Share (Bt)	3.25
FY16 Net Debt/Share (Bt)	3.68

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

ธัญญา สุทธิปราโมชานนท์

02-659-8031

thunya@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 3/59 เพิ่มขึ้น qoq** เราคิดว่ากำไรสุทธิของ KSL ในไตรมาส 3/59 จะปรับตัวดีขึ้น qoq และคงที่ yoy ด้วยปัจจัยหนุนจาก 1) ราคาขายเฉลี่ยน้ำตาลที่สูงขึ้นซึ่งทำให้ gross margin ของธุรกิจน้ำตาลขยายตัวขึ้นและ 2) ค่าใช้จ่าย SG&A ที่ลดลงจากต้นทุนค่าขนส่งที่ต่ำลงและไม่มีการจ่ายเงินโบนัสให้พนักงาน เราคิดว่ากำไรสุทธิในปี 60 จะขยายตัวขึ้น yoy ด้วยปัจจัยหนุนจาก 1) ราคาขายเฉลี่ยน้ำตาลที่สูงขึ้นซึ่งอาจช่วยชดเชยผลกระทบจากปริมาณอ้อยที่ลดลงเนื่องจาก KSL ได้ทำสัญญาขายล่วงหน้าที่ 25% การผลิตอ้อยในปี 60 ที่ 19 เซนต์/ปอนด์ (ปี 58 อยู่ที่ 15 เซนต์) ขณะที่คาดปริมาณอ้อยในปี 60 จะลดลง 10% yoy อยู่ที่เกือบ 7 ล้านตัน (ปี 58 อยู่ที่ 7.6 ล้านตัน) และ 2) คาดธุรกิจน้ำตาลในประเทศไทยและกัมพูชาจะไม่รับรู้ผลขาดทุน (เหมือนในปี 59) จากราคาขายเฉลี่ยน้ำตาลที่สูงขึ้น
- **คาดการณ์น้ำตาลสูงขึ้นอีก** ราคาน้ำตาลดิบทั่วโลกสำหรับสัญญาในปี 59 อยู่ที่ 19.68-19.76 เซนต์/ปอนด์ ในขณะที่ราคาสำหรับสัญญาในปี 60 อยู่ที่ 18.33-19.84 เซนต์/ปอนด์ เราคาดว่าราคาน้ำตาลทั่วโลกจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกด้วยปัจจัยหนุนจาก 1) ราคาน้ำตาลอยู่ในระดับสูงสุดที่ประมาณ 30 เซนต์/ปอนด์ในอดีตและ 2) ภาวะน้ำตาลขาดดุลทั่วโลกในปี 59 และ 60 คาดจะอยู่ที่ประมาณ 8 ล้านตันและ 5 ล้านตันตามลำดับ ทั้งนี้ ปี 59 น่าจะเป็นปีแรกที่เกิดภาวะขาดดุลของสมดุลน้ำตาลทั่วโลกหลังสมดุลน้ำตาลทั่วโลกเกินดุลมาตลอดในช่วง 4-5 ปีที่ผ่านมา
- **KSL มีแผนที่จะ spin off บริษัทในเครือ** และนำเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในเดือน มี.ค.60

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- เนื่องจากกำไรสุทธิในไตรมาส 2/59 ออกมาต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ เราจึงปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 ลง 11% แต่คงประมาณการในปี 60 ไว้ตามเดิม

FORECAST REVISION

	2014	2015	----- 2016F-----		----- 2017-----	
			Old	New	Old	New
Net profit (Btm)	1,626	815	1,081	963	1,157	1,153
% chg				-11		0
yoy % chg	-3	-50		18		20
Assumptions						
raw sugar ASP (US cent/lb)	18.61	14.71	15.00	15.22	19.00	19.00
Gross margin	25	21	24	24	25	25
sugarcane input (m tons)	8.47	8.75	7.66	7.62	6.93	6.93

Source: 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

OPERATING PROFIT BREAKDOWN

(Btm)	1HFY15	1HFY16
Sugar business		
Thai operation	714	653
Other countries	- 148	- 42
Ethanol Business	325	193
Power Plant Business	932	681
Other	- 131	- 117
Total	1,693	1,368
Deduct Admin	- 425	- 487
EBIT	1,267	882
Less: Interest	- 406	- 361
Less: Tax	- 68	- 24
Less: Minority & Others	66	32
Net profit	860	528

Source: KSL