

บมจ. น้ำตาลขอนแก่น (KSL)

คาดการณ์ราคาไร้อายุไตรมาส 3/59 คงที่ qoq และลดลง yoy

เราคาดว่าราคาไร้อายุในไตรมาส 3/59 จะออกมาต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้จาก margin ที่ลดลงจากธุรกิจโรงไฟฟ้า เราคาดว่าราคาไร้อายุจะคงที่ qoq และลดลง yoy และคาดการณ์ราคาไร้อายุในปี 59 จะเติบโตขึ้นเล็กน้อย อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าราคาไร้อายุในปี 60 จะฟื้นตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเนื่องจากเราคาดว่าราคาขายน้ำตาลที่สูงขึ้นจะช่วยชดเชยผลกระทบที่เกิดขึ้นจากปริมาณอ้อยที่ลดลงได้ เราปรับลดประมาณการราคาไร้อายุในปี 59-60 ลง 10% และ 4% ตามลำดับ คงคำแนะนําซื้อ และปรับลดราคาเป้าหมายลงอยู่ที่ 4.50 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- **คาดการณ์ราคาไร้อายุไตรมาส 3/59 คงที่ qoq และลดลง yoy** เราคาดว่าราคาไร้อายุของ KSL ในไตรมาส 3/59 จะอยู่ที่ 184 ล้านบาท (-19% yoy และ +3% qoq) ซึ่งต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้จาก margin ที่ต่ำกว่าคาดของธุรกิจโรงไฟฟ้า เราคาดว่ายอดขายรวมในไตรมาส 3/59 จะเติบโตขึ้น 3% yoy และ 27% qoq หนุนจากยอดขายน้ำตาลที่มากขึ้น เราคาดว่า gross margin ในไตรมาส 3/59 จะอยู่ที่ 21% ลดลงจาก 24% ในไตรมาส 2/59 และ 23% ในไตรมาส 3/58 ด้วยสาเหตุหลักจากผลกระทบจากปัญหาปริมาณอ้อยขาดแคลนซึ่งทำให้ margin จากธุรกิจโรงไฟฟ้าลดลง ทั้งนี้ ราคาขายเฉลี่ยน้ำตาลดิบในไตรมาส 3/59 อยู่ที่ประมาณ 16-17 เซนต์/ปอนด์ เพิ่มขึ้นจาก 15.5 เซนต์/ปอนด์ ในไตรมาส 2/59 และ 14 เซนต์/ปอนด์ ในไตรมาส 3/58 เราคาดว่าสัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้ในไตรมาส 3/59 จะอยู่ที่ 15.5% จาก 17.7% ในไตรมาส 2/59 หนุนจากต้นทุนขนส่งที่ลดลงและไม่มีการจ่ายโบนัสให้กับพนักงาน

ผลกระทบในอนาคต

- **คาดการณ์ราคาไร้อายุในปี 59 โตขึ้นเล็กน้อย** เราคาดว่าราคาไร้อายุของ KSL ในช่วง 2H59 จะปรับตัวลดลง hoh จากผลกระทบตามฤดูกาลเนื่องจากโดยปกติแล้วไตรมาส 4 จะเป็นไตรมาสที่ผลประกอบการอ่อนแอที่สุด นอกจากนี้ เราคาดว่าราคาไร้อายุในปี 59 จะขยายตัวขึ้นแค่ 7% yoy ด้วยสาเหตุหลักจาก 1) ราคาขายเฉลี่ยน้ำตาลดิบที่สูงขึ้นอยู่ที่ 15.5 เซนต์/ปอนด์ ในปี 59 (ปี 58 อยู่ที่ 14.7 เซนต์/ปอนด์) ที่จะถูกบั่นทอนด้วยปัจจัยลบจากปริมาณอ้อยที่ต่ำลงในปี 59 (-13% yoy) และธุรกิจโรงไฟฟ้าที่ทำกำไรน้อยลงจากปัญหาผลผลิตอ้อยขาดแคลน 2) ต้นทุนในการซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้าที่สูงขึ้นและ 3) ราคาขายเฉลี่ยและยอดขายของเอทานอลที่ลดลง yoy
- **คาดการณ์ราคาไร้อายุในปี 60 จะฟื้นตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ** เราคาดว่าราคาขายเฉลี่ยของน้ำตาลดิบที่เพิ่มขึ้นอย่างมากจะช่วยหนุนราคาไร้อายุในปี 60 ทั้งนี้ KSL ได้ขาย 50% ของเป้าการผลิตน้ำตาลในปี 60 ล่วงหน้าแล้วที่ 20 เซนต์/ปอนด์ เราคาดว่าราคาขายเฉลี่ยที่สูงขึ้น 30% yoy จะช่วยชดเชยผลกระทบจากปริมาณอ้อยที่คาดลดลง 11% ในปี 60 ได้ KSL คาดว่าธุรกิจน้ำตาลในประเทศไทยและกัมพูชาจะคุ้มทุนในปี 60 หลังคาดจะรับรู้ผลขาดทุนที่ประมาณ 100 ล้านบาทในปี 59 หนุนจากราคาขายเฉลี่ยน้ำตาลดิบที่สูงขึ้น จากการคำนวณของเราพบว่าราคาไร้อายุอาจไม่ขยายตัวขึ้นในปี 60 หากปริมาณอ้อยอ่อนตัวลง 25% yoy

KEY FINANCIALS

Year to 31 Oct (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	19,185	18,866	16,607	16,416	18,041
EBITDA	3,424	2,468	2,396	2,731	3,006
Operating profit	2,293	1,216	1,252	1,572	1,834
Net profit (rep./fact.)	1,626	815	871	1,104	1,423
Net profit (adj.)	1,626	815	871	1,104	1,423
EPS (Bt)	0.5	0.2	0.2	0.3	0.3
PE (x)	7.3	17.4	17.9	14.1	11.0
P/B (x)	0.8	1.0	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	9.3	12.9	13.2	11.6	10.6
Dividend yield (%)	2.3	1.6	2.2	2.8	3.6
Net margin (%)	8.5	4.3	5.2	6.7	7.9
Net debt/(cash) to equity (%)	121.7	134.7	113.0	115.9	108.7
Interest cover (x)	4.1	2.9	3.7	4.1	4.4
ROE (%)	11.4	5.7	6.2	7.5	9.2
Consensus net profit	-	-	933	1,214	1,564
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.93	0.91	0.91

Source: Khon Kaen Sugar Industry Plc., Bloomberg, UOB Kay Hian

n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	3.46 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	4.50 บาท
Upside	+30.0%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	4.70 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):	15,612.2
Market cap (US\$m):	451.0
3-mth avg daily t'over (US\$m):	0.8

Price Performance (%)

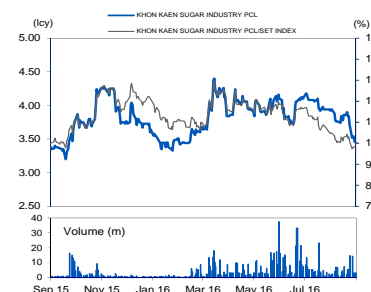
52-week high/low	Bt4.40Bt3.20			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
10.2	12.8	1.7	6.4	5.0

Major Shareholders

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

FY16 NAV/Share (Bt)	3.23
FY16 Net Debt/Share (Bt)	3.65

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

ธัญญา สุทธิปราโมชานนท์

02-659-8031

thunya@uobkayhian.co.th

SCENARIOS BASED ON DIFFERING SUGARCANE INPUT VOLUMES IN FY17

	FY15	FY16F	FY17F		base	
Net profit (Btm)	815.4	871.1	874.4	957.8	1,040.19	1,103.8
(%yoy)		7%	0%	10%	19%	27%
raw sugar ASP (US\$cent/lb)	14.71	15.48	20.00	20.00	20.00	20.00
Gross margin	21.4%	23.4%	24.5%	24.5%	24.5%	24.6%
sugarcane input (m tons)	8.75	7.62	5.74	6.12	6.51	6.80
(%yoy)			-25%	-20%	-15%	-11%

Source: UOB Kay Hian

- ประเมินการปรับลดอ้อยในปี 60 ของเราอยู่ที่ 6.8 ล้านตัน (ลดลง 11% yoy) และคาดการณ์ว่า สุกูจะไม่ใช่ขยยตัวขึ้นหากราคาขายเฉลี่ยน้ำตาลดิบไม่สูงกว่าที่ 17 เซนต์/ปอนด์

SCENARIOS BASED ON RAW SUGAR ASPs IN FY17

	FY15	FY16F	FY17F		base	
Net profit (Btm)	815.4	871.1	861.3	939.2	1,018.7	1,103.8
(%yoy)		7%	-1%	8%	17%	27%
raw sugar ASP (US\$cent/lb)	14.71	15.48	17.00	18.00	19.00	20.00
Gross margin	21.4%	23.4%	23.6%	23.9%	24.2%	24.6%
sugarcane input (m tons)	8.75	7.62	6.80	6.80	6.80	6.80

Source: UOB Kay Hian

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในปี 59-60 ของเราลง 10% และ 4% ตามลำดับเนื่องจาก กำไรสุทธิในไตรมาส 3/59 อาจอ่อนตัวลงกว่าประมาณการเดิมของเรา

EARNINGS REVISION TABLE

	FY14	FY15	-----FY16F-----		-----FY17F-----	
			old	new	old	new
Net profit (Btm)	1,626	815	963	871	1,153	1,104
%chg.				-10%		-4%
%yoy	-3%	-50%	18%	7%	20%	27%
Assumptions						
raw sugar ASP (US\$cent/lb)	18.61	14.71	15.22	15.48	19.00	20.00
Gross margin	25%	21%	24%	23%	25%	25%
sugarcane input (m tons)	8.47	8.75	7.62	7.62	6.93	6.80

Source: UOB Kay Hian

คำแนะนำ

- คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 4.50 บาทอิงด้วย +1SD ต่อค่าเฉลี่ย 5 ปีหรือด้วย FY17F PE ที่ 18 เท่า

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- การขาดดุลของน้ำตาลทั่วโลก

3QFY16F EARNINGS PREVIEW

	3QFY15	2QFY16	3QFY16F	%YoY	%QoQ
Total Rev.	4,822	3,939	4,989	3%	27%
Gross Profit	1,087	956	1,027	-5%	7%
SG&A	615	664	731	19%	10%
EBIT	518	343	314	-39%	-8%
Net Profit	228	179	184	-19%	3%
EPS(Bt)	0.06	0.04	0.04	-27%	3%

Source: UOB Kay Hian