

21 September 2009

KSL

คาดผลประกอบการ 4Q09E ลดลงต่ออีก จากการปิดซ่อมโรงไฟฟ้า

<b>Sector</b>	<b>Food &amp; Beverage</b>
<b>Price:</b>	<b>Bt 14.30</b>
<b>Fair Value:</b>	<b>Bt 15.70</b>
<b>Rating:</b>	<b>HOLD</b>

**ผลประกอบการ 3Q09A ลดลง 3.6% YoY และ 45.7% QoQ**

จากรายงานกำไรสุทธิ 3Q09A ของ KSL ที่ 153.73 ลบ. ลดลง 3.6% YoY และ 45.7% QoQ เนื่องจาก Q3-Q4 ถือเป็น Low Season ของธุรกิจ กอปรกับอัตราค่าไรรู้ขึ้นต้น (Gross Profit Margin: GPM) ลดลง อยู่ที่ระดับ 21.0% จาก 2Q09A ที่ 29.3% โดยสาเหตุหลักมาจาก 1) ราคาน้ำตาลที่ผันผวนมาก เป็นผลให้ต้นทุนค่าอ้อยปรับตัวสูงขึ้น 2) ต้นทุนการผลิตเอทานอลที่สูงขึ้น เนื่องจากมีการนำแป้งมาผสมแทนโมลาสบางส่วน ส่วนค่าใช้จ่าย (SG&A) ใน 3Q09A ที่ลดลง 13.4% YoY นั้นเป็นผลมาจากไม่มีค่าใช้จ่ายในการส่งออกเอทานอลเหมือนอย่าง 3Q08A ที่ผ่านมา นอกจากนี้ยังมีการรับรัฐขาดทุนจากโรงงานใหม่ที่ลาว-กัมพูชา และการย้ายโรงงานไปบ่อพลอยอีก 46.8 ลบ. (จากโรงงานใหม่เท่ากับ 44.8 ลบ. ส่วนบ่อพลอยเท่ากับ 2.0 ลบ.)

**ราคาน้ำตาล-เอทานอลขาขึ้น เป็นปัจจัยบวกต่อผลประกอบการ FY10E**

ราคาน้ำตาลดิบโลกที่ทรงตัวอยู่ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ (แสดงในกราฟ Exhibit 1) SSEC มองว่าเป็นผลจากความกังวลต่อสถานการณ์ขาดแคลนน้ำตาลโลก ซึ่งจาก Exhibit 2 ได้แสดงส่วนต่างของ Supply กับ Demand ของน้ำตาลในแต่ละประเทศ พบว่าแม้ราศีลจะมีผลผลิตน้ำตาลสูงกว่าการบริโภค แต่ยังเน้นหนักไปที่เอทานอล โดยไทย และออสเตรเลียใน 2008/09 ได้เห็นส่วนต่างที่ลดลงจาก 2007/08 ส่วนอินเดีย จีน และยุโรป เกิดความกังวลจากภาวะขาดแคลน เนื่องจากความต้องการบริโภคน้ำตาลมีมากกว่าผลผลิตที่ได้ ขณะที่ราคาเอทานอลได้รับผลกระทบจากภาวะการขาดแคลนโมลาส หลังมีการเทขายโมลาสไปในช่วงต้น FY09 จำนวนมาก ทำให้ครึ่งปีหลังมีโมลาสไว้ผลิตไม่เพียงพอ อย่างไรก็ตามเนื่องจากราคาน้ำตาล-เอทานอลที่เป็นขาขึ้นในช่วงปลายปี ซึ่ง KSL มีการทำสัญญาซื้อน้ำตาลล่วงหน้าปี 2009 หมดแล้ว ทำให้ราคาอ้างอิงที่สูงนี้จะไปแสดงผลได้ใน FY10E

**Capex ลดลงอยู่ที่ 2,700 ลบ. จากการเลื่อนจ่ายเงินงานก่อสร้างไปบางส่วน**

KSL สามารถเจรจาเลื่อนจ่ายเงินงานก่อสร้างประมาณ 1,000 ลบ. ไปใน FY10E ทำให้คาดงบลงทุน (Capex) FY09E เหลืออยู่ที่ 2,700 ลบ. ขณะที่ FY10E จะมี Capex เท่ากับ 4,400 ลบ. ทั้งนี้ SSEC มองว่าจะเป็นผลดีต่อฐานะทางการเงินของ KSL เนื่องจากใน FY10E KSL จะมีผลประกอบการเติบโตสูงขึ้นมาก จากโรงงานใหม่ที่ลาว-กัมพูชาจะสามารถเดินเครื่องผลิตน้ำตาลได้กว่า 3 แสนตัน กอปรกับการย้ายโรงงานน้ำตาลไปบ่อพลอยจะทำให้ผลผลิตน้ำตาลเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 5.6 ล้านตัน โดยจะมีกำลังการผลิตไฟฟ้าเพิ่มขึ้นเป็น 1.6 แสนล้านวัตต์/ชม. และการผลิตเอทานอลจะเพิ่มขึ้นเป็น 75 ล้านลิตร นอกจากนี้ FY10E จะเหลือการรับรัฐขาดทุนจากโรงงานที่ลาว-กัมพูชาอยู่ที่ 50 ลบ. (ลดลงจาก FY09E ที่ 200 ลบ.)

**คาดผลประกอบการ 4Q09E ลดลงต่ออีก จากการปิดซ่อมโรงไฟฟ้า 1 เดือน**

ผลประกอบการไตรมาส 4 ปกติ จะออกมาค่อนข้างต่ำ เนื่องจากเป็นช่วงที่โรงงานไฟฟ้า และส่วนการผลิตเอทานอลทำการปิดซ่อมแซม ซึ่งใน 4Q09E KSL จะทำการปิดซ่อมโรงงานเร็วกว่าปีก่อน (ปิดประมาณ 1 เดือน) กอปรกับฤดูที่บอวยใน 2009/08 จะหมดลงในช่วงปลายเดือนต.ค. ทำให้ผลผลิตที่ได้ลดลง โดยมีแรงกดดันจากค่าเงินบาทที่แข็งขึ้น เป็นผลให้รายได้ อาจปรับตัวลดลงมา นอกจากนี้ยังต้องรับรัฐขาดทุนจากโรงงานใหม่ต่ออีกประมาณ 50 ลบ. (ถึง 1Q10E) ทำให้ SSEC คาดกำไรสุทธิ 4Q09E ลดลง 14.3% QoQ

**SSEC ประเมินการราคาเหมาะสม FY10E ไว้ที่ 15.70 บาท แนะนำ "ถือ"**

SSEC ประเมินการราคาเหมาะสม FY10E ไว้เท่ากับ 15.70 บาท (ด้วยวิธี DCF มี WACC ที่ 7.1%) ขณะที่ราคาหุ้นปัจจุบันปรับตัวสูงขึ้นมาก จากข่าวการขาดแคลนน้ำตาล และเอทานอลในตลาดโลก กอปรกับที่ผ่านมามีการเข้าเก็งกำไรในกลุ่มสินค้า Commodity สูง ทำให้มี Upside เพียง 12.1% SSEC จึงแนะนำ "ถือ"

Good

Corporate Governance

CGR 2008



**Financial Highlight**

(Btm)	FY08A	FY09E	FY10E
Sales	11,072	10,863	11,387
EBITDA	1,843	2,073	2,571
Net Profit	860	982	1,017
EPS (Bt.)	0.55	0.63	0.66
EPS Growth (%)	2.8%	14.3%	3.5%
PER (X)	25.79	22.56	21.79
EV/EBITDA (X)	15.29	14.53	13.02
BVS (Bt.)	6.75	6.13	6.57
P/BV (X)	2.12	2.33	2.18
D/E (X)	0.62	1.00	1.14
ROE (%)	8.2%	10.3%	10.0%
DPS (Bt.)	0.22	0.32	0.33
Yield (%)	1.5%	2.2%	2.3%

**Market & Stock Information**

SET Index	713.67
Market Cap (Btm)	22,165.00
Free Float (%)	20.90
Highest/Lowest Price 12 M	14.70/5.05
Volume ('000)	2,228.60
Beta	0.902
Volatility	14

**Major Shareholder (%)**

บริษัท เคเอสแอลซูการ์ โฮลดิ้ง จำกัด	32.26
นาย ชนะชัย ชุตินวาร์พันธ์	2.76
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	2.35

**Relative Performance (% Change)**

(%)	1Month	3Months	12Months
Price	8.5	57.5	65.9
Relative to SET	-2.1	26.7	40.4

**Number of Logo Score Range Description**

Excellent	90-100	
Very Good	80-89	
Good	70-79	
Satisfactory	60-69	
Pass	50-59	
N/A	Below 50	No logo Given

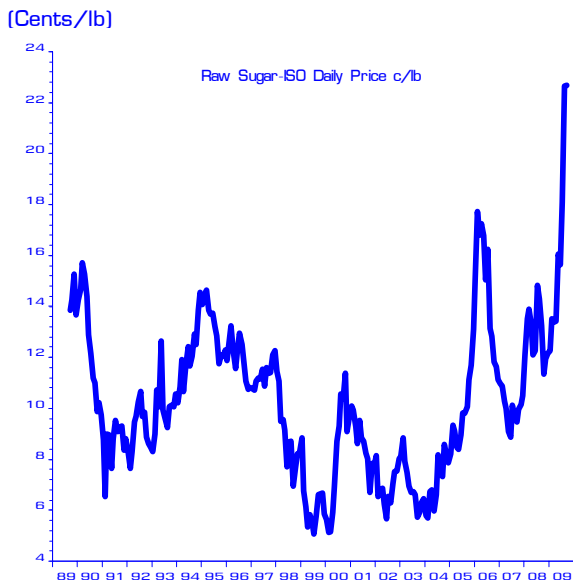
SSEC Research Team  
โทร.0-2627-3100 ต่อ 2409

www.ssec-online.com

Quarterly Result (Btm)	3Q09A	% YOY	% QoQ	9M09A	% YoY
Total Revenue	3,108	9.7%	-0.4%	8,790	9.3%
COGS	(2,456)	15.4%	11.2%	(6,320)	2.6%
Gross Profit	651	-7.5%	-28.6%	2,470	31.4%
Other Incomes	24	-67.6%	-73.9%	344	20.7%
SG&A	(414)	-13.4%	-22.1%	(1,402)	41.2%
EBIT	261	-12.8%	-44.7%	1,412	20.5%
EBITDA	357	-6.7%	-34.6%	1,688	18.7%
Interest Expense	(60)	0.7%	-9.3%	(192)	20.4%
EBT	201	-16.1%	-50.5%	1,219	20.5%
Income Tax	(58)	29.1%	-58.7%	(334)	33.6%
Normalize Profit	143	-26.7%	-46.1%	886	16.2%
Net Profit	154	-3.6%	-45.7%	851	25.0%
Norm. EPS (Bt)	0.09	-26.7%	-46.1%	0.57	16.2%
EPS (Bt)	0.10	-3.6%	-45.7%	0.55	25.0%
Profitability Ratio (%)					
Gross Profit Margin (%)	21.0%			28.1%	
SGA/Total Revenue (%)	13.3%			16.0%	
EBIT Margin (%)	8.4%			16.1%	
EBITDA Margin (%)	11.5%			19.2%	
Net Margin (%)	4.9%			9.7%	

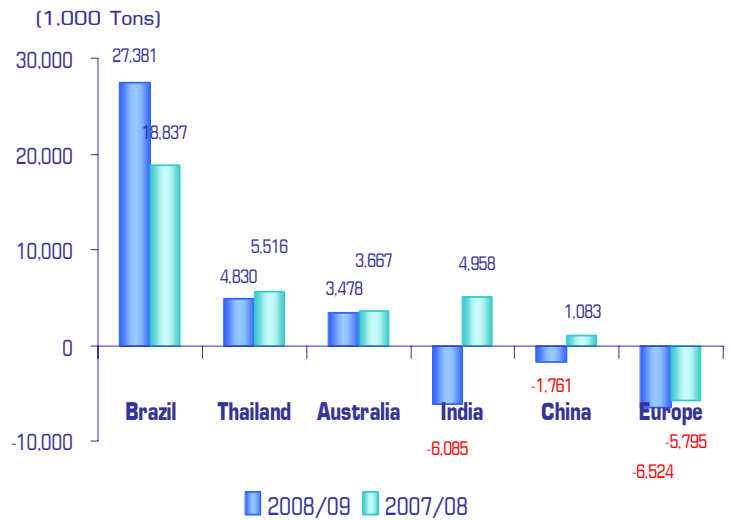
Source: KSL

Exhibit 1: World Raw Sugar Price



Source: Data Stream

Exhibit 2: World Sugar Supply & Demand



Source: Company Data

รายงานนี้จัดทำโดยฝ่ายวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ธิงค์ อี จำกัด (มหาชน) เพื่อใช้ภายในบริษัทเท่านั้น บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่ต่อสาธารณชน ข้อมูลที่อ้างอิงในรายงานนี้ให้มาจากส่วนวิจัยพื้นฐานที่ผู้จัดทำได้พิจารณาแล้วว่าเชื่อถือได้ ซึ่งที่คนต่าง ๆ ในรายงานนี้อาจอยู่บนพื้นฐานและการวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ผู้จัดทำไม่อาจยืนยันถึงข้อเท็จจริงหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าวได้และที่คนต่าง ๆ อาจเปลี่ยนแปลงไปโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รวมไปถึงอาจไม่มีความสอดคล้องกับข้อมูลของทางส่วนกลยุทธ์การลงทุน นักลงทุนโปรดตรวจสอบข้อเท็จจริงและใช้ดุลยพินิจในการพิจารณา ความคิดเห็นและคำแนะนำที่ปรากฏในรายงานนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทไม่จำเป็นต้องเห็นด้วย บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ที่อาจเกิดขึ้นทั้งโดยทางตรงและทางอ้อมจากการใช้รายงานนี้

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง นักลงทุนควรทำความเข้าใจอย่างถ่องแท้ต่อลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภทและควรศึกษาข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องก่อนการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์

Exhibit 3: Production Volume Growth Plan

PRODUCTION	FY05A	FY06A	FY07A	FY08A	FY09E	FY10E	FY11E	FY12E
Laos & Cambodia Cane Plantation & Sugar Mill (Tons Cane)					-	300,000	600,000	900,000
Power Plant (MW-hr)			114,419	136,997	140,000	160,000	240,000	310,000
Ethanol Plant (M Litres)		25.93	22.77	46.60	42-45	75	95	105
4 Thai Sugar Mill (M Tons Cane)	4.067	4.012	5.265	5.737	4.480	5.600	6.800	8.000

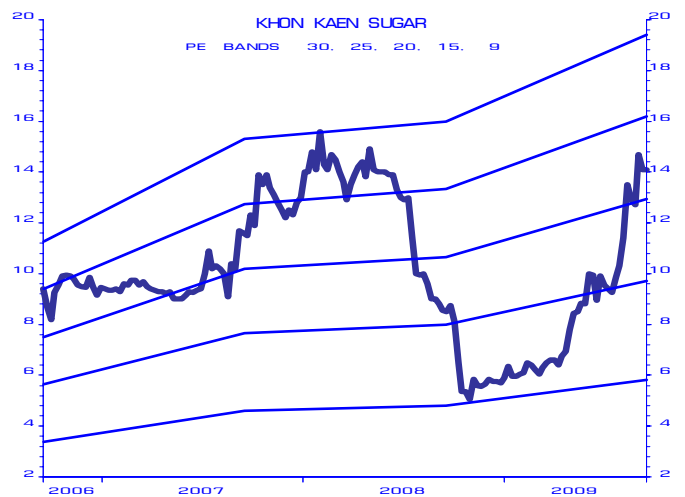
Source: Company Data

Exhibit 4: Performance



Source: Data Stream

Exhibit 5: KSL's PE Bands



Source: Data Stream

สรุปคำแนะนำในการลงทุน:

- BUY (ซื้อ) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตั้งแต่ 15% ขึ้นไป และมีความผันผวนของปริมาณการกำไรต่ำ
- HOLD (ถือ) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตั้งแต่ -5% ถึง 15% และมีความผันผวนของปริมาณการกำไรต่ำ
- SELL (ขาย) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตั้งแต่ -5% ลงไป และมีความผันผวนของปริมาณการกำไรต่ำ
- TRADING BUY (ซื้อเก็งกำไร) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตั้งแต่ 15% ขึ้นไป และมีความผันผวนของปริมาณการกำไรสูง
- REDUCE (ลดการลงทุน) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตั้งแต่ 0% ถึง 15% และมีความผันผวนของปริมาณการกำไรสูง
- AVOID (หลีกเลี่ยงการลงทุน) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตั้งแต่ 0% ลงไป และมีความผันผวนของปริมาณการกำไรสูง

หมายเหตุ : 1. อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนคำนวณจากส่วนต่างมูลค่าที่เหมาะสมของทาง SSEC กับราคาตลาดขณะนั้น รวมทั้งผลตอบแทนจากเงินปันผล  
2. ความผันผวนของปริมาณการกำไรในขนาดประเมินจากทาง SSEC

**เกณฑ์การจัดอันดับบริษัทมหาชน** การเปิดเผยข้อมูลของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจ และประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีกรเปิดเผยต่อสาธารณชน และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้นผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และไม่ได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

รายงานนี้จัดทำโดยฝ่ายวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ธิโก้ จำกัด (มหาชน) เพื่อใช้ภายในบริษัทเท่านั้น บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่ต่อสาธารณชน ข้อมูลที่อ้างอิงในรายงานนี้มาจากส่วนวิจัยพื้นฐานที่ผู้จัดทำได้พิจารณาแล้วว่าเชื่อถือได้ ซึ่งที่ขณะต่าง ๆ ในรายงานนี้อาจมีข้อผิดพลาดและภาวะวิกฤติที่ข้อมูลดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ผู้จัดทำไม่อาจยืนยันถึงข้อเท็จจริงหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าวได้และที่ขณะต่าง ๆ อาจเปลี่ยนแปลงไปโดยที่ไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รวมไปถึงอาจไม่มีความสอดคล้องกับข้อมูลของทางส่วนกลยุทธ์การลงทุน นักลงทุนโปรดตรวจสอบข้อเท็จจริงและใช้ดุลยพินิจในการพิจารณา การคิดเห็นและคำแนะนำที่ปรากฏในรายงานนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทไม่จำเป็นต้องเห็นด้วย บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ที่อาจเกิดขึ้นทั้งโดยทางตรงและทางอ้อมจากการใช้รายงานนี้

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง นักลงทุนควรทำความเข้าใจอย่างถ่องแท้ต่อลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภทและการศึกษาข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องก่อนการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์