



## บมจ. น้ำตาลขอนแก่น (KSL)

11 ธันวาคม 2552

คำแนะนำ

BUY

ราคาปิด / ราคาเป้าหมาย

13.80 บาท / 17.50 บาท

Median Consensus

13.60 บาท

หมวดอุตสาหกรรม

อาหารและเครื่องดื่ม

นักวิเคราะห์

วรพล วิรุฬห์ศรี

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 020477  
woraphon@trinitythai.com

## ธุรกิจขาขึ้น ผลผลิตจากโรงงานใหม่เริ่มเข้า

ด้วยแนวโน้มราคาน้ำตาลที่คาดว่าจะยังคงเป็นขาขึ้นอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งโครงการใหม่ที่บ่อพลอย รวมถึงการผลิตที่ลาวและกัมพูชา ซึ่งเริ่มทำการผลิตแล้ว น่าจะส่งผลต่อการดำเนินงานของ KSL ตั้งแต่ไตรมาส 1/FY53 เป็นต้นไป เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 17.5 บาท

- **กำไรไตรมาส 4/52 น่าจะลดลงตามฤดูกาล:** สำหรับผลประกอบการไตรมาส 4/FY52 (ส.ค.-ต.ค. 52) เราคาดว่ากำไรน่าจะลดลงเหลือประมาณ 120 ล้านบาท เทียบกับ 154 ล้านบาทในไตรมาสก่อน หรือ ลดลง 22% qoq โดยยอดขายน่าจะทรงตัวจากไตรมาสก่อน แต่ gross margin น่าจะลดลง จากผลของฤดูกาล อย่างไรก็ตามเราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวกลับอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ในช่วงไตรมาส 1/FY53 เป็นต้นไป
- **ราคาน้ำตาลยังคงเป็นขาขึ้น:** เราคาดว่าราคาน้ำตาลยังคงอยู่ในขาขึ้น โดยราคาน้ำตาลในช่วง 4-5 เดือนที่ผ่านมา แกว่งตัวอยู่ในกรอบ 21-25 เซนต์/ปอนด์ มาตลอด เรายังคงเชื่อราคาน้ำตาลคงไม่ต่ำกว่า 20 เซนต์/ปอนด์ในช่วง 1-2 ปีข้างหน้า และมีโอกาสปรับขึ้นไปได้ถึง 30 เซนต์ต่อปอนด์ ในช่วงต้นปีหน้า จากปริมาณการผลิตที่ไม่เพียงพอต่อความต้องการบริโภคของโลก โดยปัจจัยหลักมาจากสภาพอากาศที่แห้งแล้งและฝนที่ไม่ตกตามฤดูกาล ทำให้ปริมาณผลผลิตในอินเดียและบราซิล ซึ่งเป็น 2 ประเทศที่ผลิตน้ำตาลมากที่สุดของโลกลดลง ซึ่งทำให้อินเดียจำเป็นต้องนำเข้าน้ำตาล เป็นปีที่ 3 ติดต่อกัน ซึ่งปัจจัยดังกล่าว น่าจะส่งผลให้ราคาน้ำตาลมีโอกาสปรับตัวขึ้นสูงได้ ส่งผลดีต่อ KSL
- **โครงการบ่อพลอยและที่ลาวและกัมพูชาเริ่มผลิต:** สำหรับโครงการบ่อพลอยซึ่งปัจจุบันเริ่มทำการผลิตใน phase 1 แล้ว ทำให้มีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นอีก 14,000 ตันต่อวัน ซึ่งจะทำให้ปริมาณผลผลิตรวมเพิ่มขึ้นประมาณ 8 แสนตันต่อวัน ส่วน phase 2 จะเริ่มต้นปี 2554 โดยจะทำให้กำลังการผลิตรวมเพิ่มขึ้น 32,000 ตันต่อวัน โดยโครงการนี้ใช้งบลงทุนทั้งหมด 7,250 ล้านบาท โดยนอกจากน้ำตาลแล้วจะมี กำลังการผลิตในส่วนของ Ethanol เพิ่มอีก 2 แสนลิตรต่อวัน และโรงไฟฟ้า อีก 90 MW ส่วนโครงการในลาวและกัมพูชานั้นก็มีการเริ่มผลิตแล้วเช่นกัน แต่คาดว่าปริมาณผลผลิตอาจจะยังน้อยอยู่เนื่องจากปริมาณอ้อยยังไม่เพียงพอต่อการผลิตเต็มที่ ซึ่งคาดว่าปริมาณผลผลิตจากลาวและกัมพูชาในปีนี้มีเพียง 3 แสนตันต่อวัน ก่อนที่จะเริ่มปรับขึ้นในปีหน้า เป็น 6 แสนตันต่อวัน ซึ่งคาดว่าผลขาดทุนจะลดลงเหลือเพียงประมาณ 50 ล้านบาท เทียบกับปีก่อนที่ขาดทุนประมาณ 200 ล้านบาท และน่าจะพลิกกลับมาเป็นกำไรในปีผลผลิต 2554 โดยหากรวมโครงการบ่อพลอยและโครงการที่ลาวและกัมพูชาแล้วปริมาณผลผลิตของ KSL ในปีผลผลิต 2553 นี้ น่าจะปรับเพิ่มขึ้นเป็น 5.6 ล้านตันต่อวัน จากปีก่อนที่ 4.48 ล้านตันต่อวัน หรือเพิ่มขึ้น 25%
- **คงคำแนะนำซื้อที่ราคาเป้าหมาย 17.50 บาท:** เราคาดว่าผลประกอบการของบริษัทจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 40% ในปี 53 และ 19% ในปี 54 จาก 1) ราคาน้ำตาลที่ยังคงอยู่ในทิศทางขาขึ้นและน่าจะยืนอยู่ในระดับสูง 2) ธุรกิจลาวและกัมพูชาน่าจะขาดทุนลดลงและกลับมามีกำไรได้ในปี 54 เป็นต้นไป 3) มีการเติบโตของกำลังการผลิตและผลกำไรอย่างต่อเนื่องจากในช่วง 2-3 ปีข้างหน้าจากโครงการบ่อพลอย 4) การเริ่มขาย Carbon credit ประมาณ 50 ล้านบาทต่อปี เริ่มตั้งแต่ปีผลผลิต 2553 เป็นต้นไป เรายังคงคำแนะนำซื้อ KSL ที่ราคาเป้าหมาย 17.5 บาท (อิง PER 20 เท่า) โดยช่วงไตรมาส 1 และไตรมาส 2 โดยปกติมักจะเป็น ช่วง peak ของปี