

บริษัทหลักทรัพย์กสิกรไทย จำกัด (มหาชน)

KSL : แนวโน้มราคาน้ำตาลเป็นบวก

เรายังคงแนะนำ Buy หุ้นบริษัทน้ำตาลขอนแก่น (KSL) ที่ราคาเป้าหมายใหม่ 15.8 บาท (เท่ากับ PER ในปี FY53 ที่ 19 เท่า) ปัจจุบัน KSL ซื้อขายอยู่ที่ราคาถูกหรือที่ PER 16.7 เท่าในปี FY53 เมื่อเทียบกับกรอบ PER ในอดีตที่ 20-25 เท่าตามที่แสดงใน Figure 1 ขณะที่แนวโน้มธุรกิจน้ำตาลยังคงแข็งแกร่งด้วยปัจจัยผลักดันจากการที่อุปทานน้ำตาลคาดจะขาดแคลนต่อเนื่องจนถึงปี FY53

จากรายงานล่าสุดของผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจน้ำตาลและเอทานอล หรือ F.O.Licht ในเดือนพฤศจิกายน 2552 ระบุว่าภูมิภาคเอเชียจะยังขาดแคลนน้ำตาลดิบอย่างรุนแรงจนถึงสิ้นปี FY53 (สิ้นเดือนตุลาคม) ตัวอย่างเช่นประเทศอินเดียมีการผลิตต่อปีคาดอยู่ที่ 14-17 ล้านตันเทียบกับการบริโภคที่ 23 ล้านตัน นอกจากนี้ประเทศจีนยังเพิ่มการนำเข้าน้ำตาลดิบอย่างต่อเนื่องจนสูงเกือบ 1 ล้านตัน F.O.Licht คาดจะเห็นระดับน้ำตาลดิบคงคลังทั่วโลกลดลงอีกในปี FY53 เป็น 34.5% จาก 39.1% ในปี FY52 ซึ่งต่ำกว่าระดับเฉลี่ยในอดีตที่เกือบ 50% มากและอาจต้องใช้เวลาประมาณ 2 ปีจึงจะทำให้น้ำตาลดิบคงคลังกลับมาอยู่ในระดับปกติ ทั้งนี้ปัจจัยดังกล่าวคาดว่าจะช่วยพยุงให้ราคาน้ำตาลสามารถยืนอยู่ที่ประมาณ 21-25 เซนต์สหรัฐต่อปอนด์ในระยะยาว

อย่างไรก็ตามในระยะสั้น เราคาดว่าจะเห็นราคาน้ำตาลถูกกดดันจากการเก็บเกี่ยวผลผลิตในบราซิลเร็วกว่าปกติหรือเลื่อนขึ้นจากเดือนเมษายนเป็นกลางเดือนกุมภาพันธ์หรือต้นเดือนมีนาคมปีหน้า เนื่องจากมีผลผลิตน้อยกว่าปีที่แล้วเหลือค้างไร่เป็นจำนวนมากเพราะฝนที่ตกหนัก แม้ว่าราคาน้ำตาลดิบอาจอ่อนตัวลงในระยะสั้น แต่ไม่ควรลดลงต่ำกว่า 16 เซนต์สหรัฐต่อปอนด์หรือต้นทุนการผลิตในบราซิล

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรในปี FY53-54 เพื่อสะท้อนปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้นหลังเปิดดำเนินการโครงการบ่อพลอย (ประกอบด้วยโรงงานผลิตน้ำตาลแห่งใหม่ รวมทั้งโรงไฟฟ้าและโรงงานผลิตเอทานอล) ในเดือนมกราคม 2553 บวกกับราคาขายที่สูงกว่าคาดตามที่แสดงใน Figure 4 และ 5 โดยเราปรับประมาณการกำไรสุทธิขึ้น 18% ในปี FY53 เป็น 1.28 พันล้านบาทและ 18% ในปี FY54 เป็น 1.44 พันล้านบาท ซึ่งจะเท่ากับอัตราการเติบโตของผลกำไร YoY ที่ 43% และ 13% ในปี FY53-54 ตามลำดับ

ทั้งนี้เรายังไม่ได้รวมรายได้จากโครงการคาร์บอนเครดิตของ KSL ประมาณ 60 ล้านบาท (ต้นละ 13 ยูโรคูณด้วย 100,000 เท่า) ไว้ในประมาณการของเรา

อย่างไรก็ตาม เราปรับประมาณการกำไรในปี FY52 ลง 8.6% เป็น 898 ล้านบาท เท่ากับว่า KSL จะรายงานกำไร FY52 ณ สิ้นเดือนตุลาคมต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ (1.05 พันล้านบาท) แต่เรามองว่าจะเป็นโอกาสดีในการซื้อหุ้น โดยเราคาดว่าบริษัทจะรายงานกำไรสุทธิ 47 ล้านบาทใน 4QFY52 ลดลง 67% YoY และ 69% QoQ แม้ว่าปกติแล้วผลประกอบการของธุรกิจน้ำตาลจะต่ำที่สุดในไตรมาสสี่ (มีกำหนดจะประกาศในสิ้นเดือนนี้) เพราะการปรับต้นทุน แต่ปีนี้บริษัทจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยลบอีกหลายประการประกอบด้วย:

- การปิดโรงไฟฟ้านอกแผนเป็นเวลาหนึ่งเดือนเพราะปัญหาทางเทคนิค

- การปิดโรงงานผลิตเอทานอลตามกำหนดการซ่อมบำรุงปกติและผลจากการปิดโรงไฟฟ้านอกแผนทำให้โรงงานเอทานอลเดือนเครื่องไม่ได้เป็นเวลาสองเดือน

- ค่าธรรมเนียมสมทบกองทุนอ้อยและน้ำตาลส่วนเพิ่มจำนวน 20-30 ล้านบาท

โรงไฟฟ้าแห่งใหม่ของ KSL ที่โครงการบ่อพลอยมีกำหนดจะเปิดดำเนินงานในสิ้นเดือนมกราคม 2553 แม้ว่าโรงงานแห่งนี้เป็นหนึ่งใน 181 โครงการที่เป็นเป้าหมายการร้องเรียนของกลุ่มอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม โดยโครงการนี้ผ่านการประเมินผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อมในกลางปี 2552 ทั้งนี้เนื่องจากส่วนแบ่งกำไรจากผลการดำเนินงานในปีแรกของโรงไฟฟ้าคาดว่าจะค่อนข้างน้อย (ประมาณ 20-25 ล้านบาท เทียบกับประมาณการกำไรในปี FY53 ที่ 1.28 พันล้านบาท) ดังนั้นหากบริษัทต้องเลื่อนการเปิดดำเนินงานโรงไฟฟ้าแห่งนี้ ผลกระทบต่อกำไรในปี FY53 จึงไม่น่าจะมีนัยสำคัญ

ปัญหาความขัดแย้งระหว่างไทยและกัมพูชาส่งผลกระทบต่อบรรยากาศการซื้อขายหุ้น KSL เนื่องจากบริษัทมีโรงงานน้ำตาลตั้งอยู่ในกัมพูชา โดย KSL มีแผนจะเปิดดำเนินงานโรงงานที่เพิ่งสร้างเสร็จในปลายเดือนธันวาคมและจะเริ่มส่งออกน้ำตาลดิบไปยังสหภาพยุโรป (หลังขนส่งน้ำตาลจากกัมพูชาไปยังท่าเรือแหลมฉบัง) ในราวเดือนเมษายนถึงพฤษภาคม 2553 ซึ่งเงินลงทุนทั้งหมดคาดว่าจะอยู่ที่ประมาณ 100 ล้านดอลลาร์ (60 ล้านดอลลาร์จะใช้ในการก่อสร้างโรงงานและอีก 40 ล้านดอลลาร์เป็นเงินทุนหมุนเวียน)

ทั้งนี้ KSL ถือหุ้น 50% ในโครงการโดยมี SCB เป็นธนาคารหลักที่ให้เงินกู้แก่โครงการจำนวน 60 ล้านดอลลาร์ บริษัทมีการทำประกันครอบคลุมในส่วนของโรงงานที่ 60 ล้านดอลลาร์ และมีพนักงานคนไทย 50 คนจากทั้งหมด 300 คน เราคาดว่าโครงการนี้จะยังมีส่วนแบ่งขาดทุนประมาณ 53 ล้านบาทในปี FY53 สิ้นสุดเดือนตุลาคมและจะมีส่วนแบ่งกำไรในปีถัดไปที่ประมาณ 156 ล้านบาท