

วันศุกร์ที่ 26 มีนาคม พ.ศ. 2553

EQUITY TALKS

## ลดคำแนะนำเป็นถือ ข้อมูลใหม่นำผิดหวัง ปรับลดกำไรและ Fair Value ลง

ถือ

- ▶ ปริมาณขายลดลงทั้งน้ำตาลและเอทานอล และลดลงกว่าคาดมาก
- ▶ ปรับลดประมาณการกำไรปี 2552/53-54 สะท้อนมุมมองใหม่ที่แยกลง
- ▶ ลดคำแนะนำเป็นถือ Fair value ใหม่สะท้อนความผิดหวังไปแล้ว

- ▶ ปริมาณขายลดลงทั้งน้ำตาลและเอทานอล และลดลงกว่าคาดมาก

KSL เปิดเผยถึงแนวโน้มปริมาณอ้อยที่เข้าหีบของ KSL ในปีผลผลิต 2552/53 จะลดลงถึง 9 แสนตันอ้อย เหลือราว 4.4 ล้านตันอ้อย ซึ่งต่ำกว่าที่ฝ่ายวิจัยคาดไว้เดิมที่ 5.3 ล้านตันอ้อยหรือลดลงถึง 17% โดยได้รับผลกระทบใน 2 ส่วนหลัก

1) ผลกระทบที่เกิดกับทั้งอุตสาหกรรม ซึ่งทำให้ปริมาณอ้อยเข้าหีบของ KSL ลดลงถึง 3 แสนตันอ้อย อันเนื่องจากการที่ผลผลิตอ้อยต่อไร่ที่ลดลง จากภาวะอากาศที่หนาวเย็นน้อยกว่าคาด ทำให้ค่าความหวานของอ้อยลดลง รวมถึงเกษตรกรมีการนำอ้อยบางส่วนไปขายยพันธ์ ซึ่งปัญหาที่เกิดขึ้นดังกล่าวถือเป็นผลกระทบโดยรวมของทั้งอุตสาหกรรมไม่เพียงเฉพาะแต่ KSL ทั้งนี้ คาดว่าปริมาณอ้อยที่เข้าหีบในปีผลผลิต 2552/53 ของทั้งประเทศจะปรับลดลงเหลือเพียง 65-69 ล้านตันอ้อย จากที่คาดไว้เดิมที่ระดับ 75-80 ล้านตันอ้อย

2) ผลกระทบจากปัญหาของ KSL ซึ่งถือเป็นผลกระทบหลักในปี 2552/53 และทำให้ปริมาณอ้อยเข้าหีบของ KSL ลดลงถึง 6 แสนตันอ้อย อันเนื่องมาจากปัญหาของปริมาณอ้อยเข้าหีบที่ อ.บ่อพลอย จ.กาญจนบุรี ประสบปัญหาในด้านการผลิต และการเดินเครื่องจักรใหม่เนื่องจากเป็นโรงงานใหม่ที่ใช้เทคโนโลยีการผลิตขั้นสูง ซึ่งเดิมคาดว่าจะเริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ได้ตั้งแต่ช่วงกลางเดือน ม.ค.53 ที่ผ่านมา แต่กลับล่าช้าและคาดว่าจะสามารถเดินเครื่องได้อย่างเต็มที่ในปี 2554 ซึ่งเมื่อรวมผลกระทบทั้ง 2 ประเด็นดังกล่าวทำให้ปริมาณน้ำตาลทรายที่ KSL จะขายได้ลดลงจากเดิมที่ฝ่ายวิจัยคาดว่าจะได้ถึง 21% เหลือเพียง 4.4 แสนตัน จากเดิม 5.6 แสนตัน ในขณะที่โรงงานน้ำตาลที่ลาวและกัมพูชายังไม่ถึงจุดคุ้มทุน เนื่องจากการเพาะปลูกอ้อยยังให้ผลผลิตต่อไร่ต่ำ ส่วนปริมาณการผลิตเอทานอลในปี 2552/53 คาดว่าจะลดลงเช่นกันเนื่องจากโครงการผลิตเอทานอลที่ อ.บ่อพลอย มีความล่าช้าเช่นกัน นอกจากนี้ประเด็นที่จะต้องติดตามต่อเนื่องในปัจจุบันคือแนวโน้มราคาน้ำตาลทรายในตลาดโลกที่ยังอยู่ในทิศทางลงในระยะสั้น อันเป็นผลจากแรงขายที่กำไรส่วนใหญ่ของ Hedge fund และผลผลิตน้ำตาลโลกที่เริ่มออกสู่ตลาดมากขึ้นในปีผลผลิตหน้า โดยเฉพาะจากประเทศอินเดีย และ บราซิล

- ▶ ปรับลดประมาณการกำไรปี 2552/53-54 สะท้อนมุมมองใหม่ที่แยกลง

ฝ่ายวิจัยได้ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2552/53-54 ลดลงจากเดิม 38% และ 31% ตามลำดับ โดยปรับลดสมมติฐานใหม่ดังนี้ 1) ลดปริมาณขายน้ำตาลรวมลง 21% และ ลดสูงอีก 10% ในปี 2552/53-54 ตามลำดับ 2) ลดราคาขายน้ำตาลทรายดิบ และ น้ำตาลทรายขาว ในปี 2553/54 ลง 30.3% และ 10% โดยยังคงราคาขายในปีผลผลิตนี้ (ตั้งตาราง) และ 3) ลดปริมาณขายเอทานอลในปี 2552/53-54 ลงราว 52% และ 33% ตามลำดับ ส่งผลให้คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2552/53 ลดลงจากปี 2551/52 16.8% แต่จะพลิกฟื้นกลับมาเติบโตได้ถึง 21.6% yoy ในปี 2553/54 เนื่องจากในสมมติฐานของฝ่ายวิจัยกำหนดให้ปริมาณการผลิตจากโรงงานบ่อพลอย เฟส 1 ที่จะผลิตได้อย่างเต็มที่ทั้งปี และแนวโน้มผลการดำเนินงาน 2Q52/53 คาดว่าจะยังเป็นไตรมาสที่มีกำไรสุทธิในระดับต่ำต่อเนื่องจากงวดที่ผ่านมา เนื่องจากปริมาณผลผลิตน้ำตาลที่ต่ำกว่าคาด

- ▶ ลดคำแนะนำเป็นถือ Fair value ใหม่สะท้อนความผิดหวังไปแล้ว

ฝ่ายวิจัยได้ปรับลดคำแนะนำลงทุนเป็นถือ จากเดิมซื้อ โดยได้ปรับลด Fair value ปี 2553 ของ KSL ลงเหลือ 12.58 บาท จากเดิม 16.07 บาท ภายใต้วิธี DCF โดยราคาหุ้นปัจจุบันถือว่าได้สะท้อนปัจจัยลบจากข้อมูลที่บริษัทฯ ชี้แจงไปแล้วระดับหนึ่ง และยังเป็นระดับราคาหุ้นที่ค่อนข้างใกล้เคียงกับมูลค่าพื้นฐานใหม่

ราคาปัจจุบัน	12.00	บาท
Fair Value	12.58	บาท
มูลค่าตลาด	19,375	ล้านบาท
การจัดอันดับบริษัทปี 2552	▲▲▲▲▲	

## ตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ต.ค.	51/52	52/53F	53/54F
กำไรสุทธิ	901	749	911
EPS (บาท)	0.58	0.48	0.51
BVS (บาท)	5.67	5.87	7.10
PER (x)	22.4	24.8	23.5
PBV (x)	2.3	2.0	1.7
P/CFO (x)	11.9	21.5	22.3
DPS (บาท)	0.23	0.19	0.20
Div Yield (%)	1.8%	1.6%	1.7%
ROE	10.4%	8.4%	8.4%

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2553-54 ก่อน-หลังปรับปรุง

	ใหม่		เดิม		% เปลี่ยนแปลง	
	2552/53F	2553/54F	2552/53F	2553/54F	2552/53F	2553/54F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	749	911	1,208	1,319	-38.0%	-30.9%
EPS (บาท)	0.48	0.51	0.78	0.74	-38.0%	-31.0%
Fair value (บาท)	12.68	0.00	16.07	0.00	-21.1%	
ปริมาณขายน้ำตาล (ตัน)	440,000	500,000	556,500	556,500	-20.9%	-10.2%
ปริมาณขายเอทานอล (กิโลลิตร)	36	50	75	75	-52.0%	-33.3%
ราคาน้ำตาลทรายดิบ (เซนต์ปีเตอร์)	20.87	15.00	20.87	21.51	0.0%	-30.3%
ราคาน้ำตาลทรายขาว (ดอลลาร์/ตัน)	550	530	550	589	0.0%	-10.0%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2553F	0.48	0.71	-32%
2554F	0.51	0.83	-39%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

อุษณีย์ ลิ้วรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 017928

✉ usanee@asiaplus.co.th

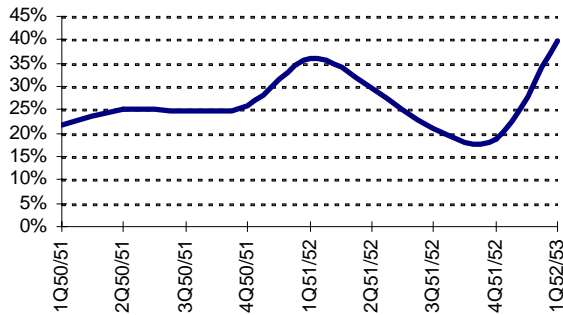
วีรพัฒน์ วงศ์อุไร

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

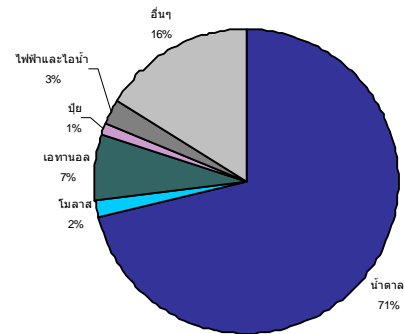
✉ weerapat@asiaplus.co.th

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ อย่างไรก็ตาม บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และได้ผ่านการพิจารณาหรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะได้จากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ส่วนเป็นผลจากการใช้ข้อมูลของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับผู้อ่านกับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถรับผิดชอบ

## Gross Margin ของ KSL



## สัดส่วนรายได้ของ KSL



ที่มา : ข้อมูลจาก KSL

ที่มา : ข้อมูลจาก KSL

## สรุปตัวเลขสำคัญทางการเงินรายปี

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)	50/51	51/52	52/53F	53/54F
ยอดขาย	11,355	11,695	12,227	14,071
ต้นทุนขาย	(9,011)	(8,680)	(10,252)	(10,251)
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>2,344</b>	<b>3,015</b>	<b>1,975</b>	<b>3,820</b>
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(1,443)	(1,817)	(1,835)	(1,843)
ดอกเบี้ยจ่าย	(214)	(246)	(368)	(372)
ค่าใช้จ่ายอื่น	(258)	(142)	(272)	(268)
รายได้อื่น	587	553	1,948	2,271
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,502	1,560	1,375	1,875
ภาษีเงินได้	(313)	(357)	(201)	(301)
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>860</b>	<b>901</b>	<b>749</b>	<b>911</b>
EPS (บาท)	0.55	0.58	0.48	0.51
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	860	899	749	911
Norm EPS (บาท)	0.55	0.58	0.48	0.51

การเติบโตของยอดขาย (%)	24.32%	3.00%	4.54%	15.08%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	2.83%	4.79%	-16.80%	21.59%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	20.64%	25.78%	16.15%	27.15%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	7.57%	7.70%	6.13%	6.48%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)	2Q51/52	3Q51/52	4Q51/52	1Q52/53
ยอดขาย	3,207	3,138	2,933	2,649
ต้นทุนขาย	(2,208)	(2,456)	(2,360)	(1,534)
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>999</b>	<b>682</b>	<b>573</b>	<b>1,115</b>
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(529)	(411)	(425)	(303)
ดอกเบี้ยจ่าย	(66)	(60)	(53)	(64)
รายได้อื่น	91	24	36	135
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	402	208	92	273
ภาษีเงินได้	(142)	(58)	(24)	(98)
กำไรสุทธิหลังภาษี	260	149	68	175
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	23	4	(17)	27
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>283</b>	<b>154</b>	<b>50</b>	<b>202</b>

การเติบโตของยอดขาย (YoY)	14.88%	-2.16%	-6.54%	-9.68%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	-24.49%	-3.45%	-66.69%	-51.21%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	31.16%	21.73%	19.54%	42.08%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	8.83%	4.90%	1.72%	7.62%

อัตราส่วนทางการเงิน	50/51	51/52	52/53F	53/54F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.18	1.07	0.64	0.47
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	40.19	41.19	41.00	42.00
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	5.00	6.00	6.00	7.00
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	12.60	13.60	14.00	15.00
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.60	0.85	1.26	0.85
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	5.5%	4.8%	3.3%	3.7%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	10.3%	10.4%	8.4%	8.4%

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)	50/51	51/52	52/53F	53/54F
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
กำไรสุทธิ	860	901	749	911
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	(339)	(406)	(407)	(420)
กำไรขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(369)	-	(231)	(306)
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>949</b>	<b>1,695</b>	<b>866</b>	<b>963</b>
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะยาว	(2,398)	(3,790)	(3,700)	(1,000)
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	0	-	(8)	(9)
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	110	-	-	-
อื่นๆ	-	(32)	-	-
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(2,288)</b>	<b>(3,996)</b>	<b>(3,712)</b>	<b>(1,013)</b>

<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	1,623	2,381	4,000	(4,052)
เพิ่ม/ลด ส่วนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	336	152	-	-
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	2,950
ลด จ่ายปันผล	(341)	(357)	(360)	(300)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>1,541</b>	<b>1,988</b>	<b>3,571</b>	<b>(1,401)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>217</b>	<b>(240)</b>	<b>725</b>	<b>(1,451)</b>

งบดุล (ล้านบาท)	50/51	51/52	52/53F	53/54F
<b>เงินสด &amp; เงินฝาก</b>	<b>507</b>	<b>267</b>	<b>992</b>	<b>(459)</b>
ลูกหนี้การค้า	702	600	628	820
สินค้าคงเหลือ	1,889	1,774	1,816	1,954
สินทรัพย์อื่นๆ	13,886	17,921	21,393	22,170
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>16,985</b>	<b>20,562</b>	<b>24,829</b>	<b>24,486</b>
เจ้าหนี้การค้า	156	373	524	387
หนี้สินหมุนเวียน	6,372	9,295	13,090	9,321
หนี้สินรวม	6,528	9,668	13,614	9,709
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	1,984	2,110	2,110	2,110
ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด				
ทุนที่ชำระแล้ว	1,550	1,550	1,550	1,785
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,555	1,555	1,555	4,270
<b>กำไรสะสม</b>	<b>2,057</b>	<b>2,616</b>	<b>2,937</b>	<b>3,549</b>
สำรองตามกฎหมาย	163	163	94	95
สำหรับผู้ถือหุ้น	1,894	2,454	2,843	3,454

<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>16,985</b>	<b>20,562</b>	<b>24,829</b>	<b>24,486</b>
<b>สมมติฐานในการทำประมาณการ</b>				
สิ้นสุด 31 ต.ค.	50/51	51/52	52/53F	53/54F
ปริมาณการขายน้ำตาล (แสนตัน)	560,798	549,967	440,000	500,000
<b>ราคาน้ำตาล</b>				
ในประเทศ (บาท/ตัน)	13,698	13,698	18,698	18,698
น้ำตาลทรายขาวส่งออก (เหรียญ/ตัน)	360	442	550	530
น้ำตาลทรายดิบส่งออก (เหรียญ/ตัน)	280	359	460	331
เอทานอล (ล้านลิตร)	45	45	36	50
อัตราแลกเปลี่ยน (บาท/ดอลลาร์)	32.60	35.00	33.00	33.00