



## ปรับลดประมาณการกำไร

บริษัทหลักทรัพย์ (บล.) เคจีไอ (ประเทศไทย) วิเคราะห์หุ้น บมจ.น้ำตาลขอนแก่น หรือ KSL โดยเราปรับลดประมาณการ กำไรปกติปี 2560-2562 ลง 14.1%, 22.0% และ 22.4% ตามลำดับ ซึ่งมีปัจจัยหลักมาจาก i) การปรับลดประมาณการ รายได้ปี 2560-2562 ลง 7.3-9.2% และ ii) การปรับลด สมมุติฐาน GPM ปี 2560-2562 ลง 0.3 ppts, 0.9 ppts และ 1.0 ppts ตามลำดับ โดยรายได้ที่ลดลงเป็นผลมาจาก ธุรกิจน้ำตาลเป็นหลัก จากการที่เราปรับลดสมมุติฐานราคาขาย เฉลี่ยลง 1.9% ในปี 2560 และ 12.7% ในปี 2561-2562 เพื่อ สะท้อนถึงราคาน้ำตาลในตลาดโลกที่ลดลงในช่วงที่ผ่านมา (ลด ลงถึง 29% YTD)

คาดว่ากำไรปกติจะทรงตัวในปี 2561F

เราคาดว่าปริมาณยอดขายในทุกธุรกิจหลักของ KSL จะเพิ่มขึ้นในปี 2561 ทั้งน้ำตาล (+15.0% YoY), เอทานอล (+3.7% YoY) และไฟฟ้า (12.1% YoY) เนื่องจากสภาพอากาศ ที่เป็นใจในประเทศไทย น่าจะส่งผลให้ปริมาณผลผลิตอ้อยเพิ่มขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม กำไรในปี 2561F จะถูกกดดันจากราคาขาย น้ำตาลที่ลดลง (-11.0% YoY) และอัตรากำไรที่ลดลง

แนวโน้มราคาน้ำตาลอาจจะถูกกดดัน

ความคาดหมายว่าผลผลิตน้ำตาลในตลาดโลกจะสูงเกิน กว่าปริมาณการบริโภคในฤดูกาล 2560/2561 (หลังจากที่การผลิต ต่ำกว่าการบริโภคมาสองฤดูกาลติดต่อกัน) ได้จุดให้ราคาน้ำตาล ปรับตัวลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 16 เดือน โดยเรามองว่าแนวโน้ม ระยะยาวของราคาน้ำตาลก็จะยังคงถูกกดดันจากปัจจัยดังกล่าว ต่อไป อย่างไรก็ตาม เรามองว่าในระยะสั้นราคาน้ำตาลมี downside จำกัด เนื่องจากสถานะคงคลังของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าประเภท เก็งกำไร (net long) ในตลาดนั้นลดลงมาในระดับต่ำ (figure 2) และสัดส่วนสต็อกน้ำตาลต่อการบริโภคของโลกก็ต่ำเช่นกัน (figure 4)

เราปรับลดคำแนะนำหุ้น KSL จากซื้อเป็นถือ โดยขยับ ไปใช้ราคาเป้าหมาย 1H61 ที่ 4.70 บาท (EPS = 0.30 บาท/หุ้น) อิงจาก PER ที่ 15.6x ซึ่งอยู่ที่ขอบบนของช่วงการซื้อขายในปี 2555-2558 ซึ่งเป็นช่วงที่ราคาน้ำตาลอยู่ในวัฏจักรขาลง (จากเดิม ที่เรากำหนด PER ไว้ที่ 17.3x) โดยเรามองว่าแนวโน้มกำไรที่ ไม่น่าตื่นเต้นจะเป็นตัวจำกัด upside ของราคาหุ้น

ปัจจัยเสี่ยงจากผลผลิตน้ำตาลในตลาดโลกถูกคาดว่า จะเกินกว่าปริมาณการบริโภคถึง 8 ล้านตัน ในปี 2560/2561F (หลังจากที่การผลิตต่ำกว่าการบริโภคมาสองปีติดกัน)