



# บมจ. น้ำตาลขอนแก่น (KSL)

5 มีนาคม 2553

CG Report Scoring (2009):



## Stock information

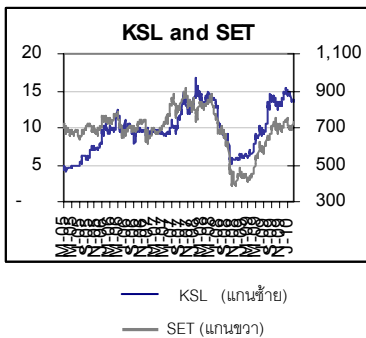
ราคาปิด	13.80 บาท
ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี	15.50/5.90 บาท
มูลค่าตลาด	21,390 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 1)	1,550 ล้านหุ้น
มูลค่าตามบัญชี/หุ้น	5.67 บาท
Free Float	20.90 %
Foreign Limit/Available	40.00%/33.44%
NVDR in hand (% of shares)	2.39%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน ('000)	2,313.67

## วิเคราะห์อุตสาหกรรม

อุตสาหกรรม อาหารและเครื่องดื่ม

Sector Rating 10/10

Group EPS Growth	2552F	2553F
	+41%	+23%



## Stock Price Performance

	Absolute	Relative	BETA
1 m	-5%	-8.5%	0.77
3 m	-2%	-6.0%	0.35
6 m	-3%	-11.7%	0.38
9 m	38%	12.1%	0.59
1 yr	121%	26.2%	0.82
YTD	-10%	-10.8%	0.15

## นักวิเคราะห์

วรพล วิรุฬห์ศรี

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 20477  
(662) 286 3999 ต่อ. 506  
woraphon@trinitythai.com

## คาดการณ์ไตรมาส 1/FY53 ที่ 351 ล้านบาท

เราคาดการณ์กำไรไตรมาส 1/FY53 ที่ 351 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 7 เท่าตัวจาก 50 ล้านบาทในไตรมาส 4/FY52 จากผลของฤดูกาล แม้ว่าเราจะมีกำไรปรับคาดการณ์กำไรทั้งปีลง 7% จากประมาณการเดิม ผลประกอบการของ KSL ในปีนี้ น่าจะยังคงเติบโตในระดับสูง 45% จากการขยายกำลังการผลิต รวมทั้งราคาขายน้ำตาลที่ปรับตัวสูงขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อนน่าจะทำให้กำไรจะธุรกิจน้ำตาลเติบโตโดดเด่น คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 17.8 บาท

- **คาดการณ์ไตรมาส 1/FY53 ที่ 351 ล้านบาท:** เราคาดว่าผลประกอบการไตรมาส 1/FY53 (พ.ย. 52 – ม.ค. 53) ของ KSL จะมีกำไร 351 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจาก 50 ล้านบาทในไตรมาสก่อนหน้า ซึ่งเป็นผลมาจากฤดูกาล รวมถึงจากการเริ่มการผลิตในส่วนโรงงานใหม่ในลาวและกัมพูชา อย่างไรก็ตามกำไรอาจลดลงหากเทียบกับไตรมาส 1/FY52 ประมาณ 15% เนื่องจากไตรมาส 1/FY52 มีปริมาณ stock น้ำตาลต้นทุนต่ำอยู่มาก ทำให้ margin สูงกว่าปกติ ในขณะที่ไตรมาสนี้ปริมาณ stock น้ำตาลต้นทุนต่ำมีน้อยกว่า รวมถึงในไตรมาส 1/FY52 มีรายการพิเศษจากการขายเงินลงทุน ซึ่งคาดการณ์กำไรไตรมาส 1/FY 53 นี้ต่ำกว่าที่เคยคาดไว้เดิมว่าจะอยู่ที่ระดับ 450-500 ล้านบาท
- **ปรับประมาณการกำไรปี FY53 ลง 7%:** เราได้มีการปรับลดคาดการณ์กำไรสำหรับปีผลผลิต 2553-54 ลง 7% และ 4% ลงตามลำดับ โดยเป็นผลมาจากปริมาณการผลิตที่อาจจะต่ำกว่าที่คาดไว้เดิม จากสภาวะอากาศที่ไม่เอื้ออำนวย รวมทั้งโรงงานที่บ่อพลอย (phase 1) เริ่มการผลิตช้ากว่าที่เดิมเราคาดไว้ในช่วงเดือน ม.ค. 53 เป็น ก.พ. 53 ทำให้คาดการณ์ปริมาณการผลิตของ KSL ลดลงจาก 5.6 ล้านตัน เหลือ 5.3 ล้านตัน อย่างไรก็ตาม โดยรวมแล้วสำหรับธุรกิจน้ำตาลในปี FY53 นี้คาดเติบโตโดดเด่นจากทั้งราคาขายที่ปรับเพิ่มขึ้น และปริมาณการผลิตที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นประมาณ 25%
- **ราคาน้ำตาลอาจอ่อนตัวในช่วงสั้นแต่ยังคงเป็นขาขึ้น:** ราคาน้ำตาลตลาดโลกปรับตัวลดลงจากที่ขึ้นไปทำระดับสูงสุดที่ 30 เซนต์/ปอนด์ มาอยู่ที่ 22 เซนต์/ปอนด์ในปัจจุบัน ซึ่งน่าจะเป็นผลมาจากราคาน้ำตาลที่ปรับตัวขึ้นมาแรงมากในช่วงก่อนหน้า รวมถึงผลผลิตในไทยและอินเดียเริ่มออกมาแล้ว อย่างไรก็ตาม เรายังคงมองว่าการปรับตัวลงของราคาน้ำตาลอาจไม่รุนแรงนัก และยังคงมุมมองราคาน้ำตาลว่ายังคงอยู่ในขาขึ้น ในระยะ 1-2 ปีนี้ จากปริมาณการผลิตที่ไม่เพียงพอต่อความต้องการบริโภคของโลก น่าจะส่งผลให้ราคาน้ำตาลมีโอกาสปรับตัวขึ้นได้ ส่งผลดีต่อ KSL ในการถือครองราคาขายสำหรับปีผลผลิต FY54 ให้ได้ในราคาสูง รวมถึงส่งผลดีในเชิงของ sentiment การลงทุนในหุ้น KSL
- **การออก PO และ Warrant มี Dilution Effect ประมาณ 20%:** KSL ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนใหม่ จำนวน 320 ล้านหุ้น โดยจัดสรรหุ้นเพิ่มทุน เพื่อเสนอขายให้แก่ นักลงทุนทั่วไป (PO) จำนวน 150 ล้านหุ้น และ เพื่อรองรับ KSL-W1 ที่ออกจำนวน 170 ล้านหน่วย จะทำให้เกิด Dilution Effect โดยรวม 20% โดยเรามองว่าการเพิ่มทุนดังกล่าวจะช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้บริษัทและลดภาระการก่อหนี้จากการขยายกำลังการผลิตในช่วง 1-2 ปีนี้ ทำให้ต้นทุนทางการเงินลดลง

**Recommendation & Valuation:** เรายังคงคำแนะนำซื้อสำหรับหุ้น KSL โดยปรับราคาเป้าหมายลงจาก 20 บาท เหลือ 17.8 บาท (อิงจาก 22 เท่า PER ปี FY53 ซึ่งเป็นระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ย PER ของ KSL อยู่ 1S.D.) จากผลของ Dilution Effect สำหรับการออกหุ้น P.O. รวมถึงการปรับคาดการณ์กำไรลง 7% อย่างไรก็ตามเรายังคงคาดการณ์ผลประกอบการเติบโตต่อเนื่องไปอีก 2 ปีข้างหน้า จากการเปิดโรงงานแห่งใหม่ และราคาน้ำตาลที่ยังคงอยู่ในขาขึ้น

Table 1	ข้อมูลทางการเงินของ KSL									
Year End 31-Oct	Sales (Bm)	EBITDA (Bm)	Net profit (Bm)	EPS (B)	EV/EBITDA (X)	PER (X)	DPS (B)	Div yield (%)	PBV (X)	ROE (%)
2007A	8,672	1,755	836	0.54	14.66	25.4	0.22	1.6	2.58	11.5
2008A	11,072	1,843	860	0.55	14.21	24.7	0.22	1.6	2.51	10.3
2009A	11,689	1,950	901	0.58	13.99	23.6	0.15	1.1	2.42	10.4
2010F	15,458	2,842	1,306	0.81	10.47	16.9	0.22	1.6	1.95	12.6
2011F	18,877	3,367	1,625	0.91	9.25	15.0	0.32	2.3	1.74	12.5

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179/109-110 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2286-3999 โทรสาร 0-2670-9312

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่เป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

**Corporate Governance**  
**CG Report Scoring (2009)**

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการศึกษาเน้นการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการศึกษาของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง ที่มีกรเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่มุ่งเน้นไปที่การดำเนินงานตั้งแต่ต้นปี ผลการสำรวจดังกล่าว จึงเป็นการนำเสนอข้อมูลของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

ชื่อผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มีได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**คาดการณ์ไตรมาส 1/FY53 ที่ 351 ล้านบาท**

เราคาดว่าผลประกอบการไตรมาส 1/FY53 (พ.ย. 52 – ม.ค. 53) ของ KSL จะมีกำไร 351 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจาก 50 ล้านบาทในไตรมาสก่อนหน้า ซึ่งเป็นผลมาจากฤดูกาล รวมถึงจากการเริ่มการผลิตในส่วนของโรงงานใหม่ในลาวและกัมพูชา อย่างไรก็ตามกำไรอาจลดลงหากเทียบกับไตรมาส 1/FY52 ประมาณ 15% เนื่องจากไตรมาส 1/FY52 มีปริมาณ stock น้ำตาลต้นทุนต่ำอยู่มาก ทำให้ margin สูงกว่าปกติ ในขณะที่ไตรมาสนี้ปริมาณ stock น้ำตาลต้นทุนต่ำมีน้อยกว่า รวมถึงในไตรมาส 1/FY52 มีรายการพิเศษจากการขายเงินลงทุน โดยยอดขายคาดปรับเพิ่มขึ้น 23%yoy และ 8%qoq จากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นและราคาขายที่สูงขึ้น ขณะที่ Gross Margin คาดปรับขึ้นจาก 18.6% ในไตรมาส 4/FY52 เป็น 27.4% เนื่องจากยังคงมี stock น้ำตาลต้นทุนต่ำเหลืออยู่ อย่างไรก็ตามคาดการณ์กำไรไตรมาส 1/FY 53 นี้ต่ำกว่าที่เดิมเคยคาดเบื้องต้นไว้ที่ระดับ 450-500 ล้านบาท

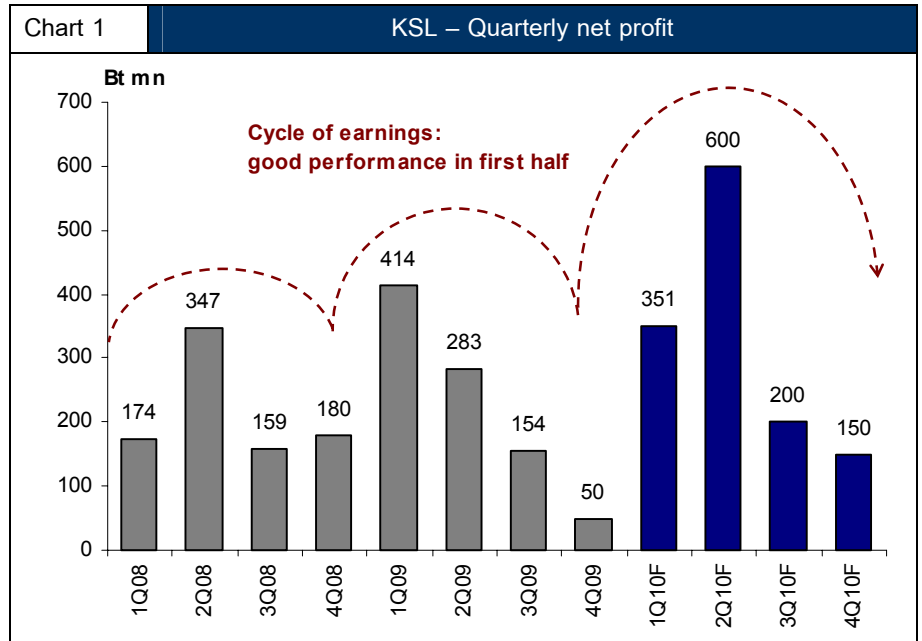
<b>Year to Dec - B m</b>	<b>1Q09</b>	<b>2Q09</b>	<b>3Q09</b>	<b>4Q09</b>	<b>1Q10F</b>	<b>%yoy</b>	<b>%qoq</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>%yoy</b>
Sales	2,561	3,121	3,108	2,899	3,141	23%	8%	11,072	11,689	6%
COGS - ex depre	(1,550)	(2,134)	(2,350)	(2,255)	(2,176)	40%	-4%	(8,056)	(8,289)	3%
<b>Gross profit - ex depre</b>	<b>1,011</b>	<b>987</b>	<b>758</b>	<b>643</b>	<b>966</b>	<b>-4%</b>	<b>50%</b>	<b>3,016</b>	<b>3,399</b>	<b>13%</b>
SG&A	(267)	(332)	(236)	(237)	(250)	-6%	6%	(997)	(1,071)	7%
Other incomes	230	91	24	36	125	-45%	245%	283	381	35%
Other expenses	(190)	(200)	(178)	(191)	(193)	2%	1%	(459)	(759)	66%
<b>EBITDA</b>	<b>784</b>	<b>547</b>	<b>367</b>	<b>252</b>	<b>648</b>	<b>-17%</b>	<b>157%</b>	<b>1,843</b>	<b>1,950</b>	<b>6%</b>
Depreciation & Amortization	(106)	(74)	(106)	(105)	(106)	0%	1%	(339)	(391)	15%
<b>EBIT</b>	<b>678</b>	<b>473</b>	<b>261</b>	<b>147</b>	<b>542</b>	<b>-20%</b>	<b>269%</b>	<b>1,504</b>	<b>1,559</b>	<b>4%</b>
Equity profit (loss)	1	(5)	7	(2)	5	345%	-360%	(2)	1	-161%
Interest expense	(66)	(66)	(60)	(53)	(50)	-24%	-6%	(214)	(246)	15%
FX gain (loss)	-	-	-	-	-	n.a.	n.a.	-	-	n.a.
X-items	-	-	-	-	-	n.a.	n.a.	-	-	n.a.
<b>EBT</b>	<b>613</b>	<b>402</b>	<b>208</b>	<b>92</b>	<b>497</b>	<b>-19%</b>	<b>443%</b>	<b>1,288</b>	<b>1,314</b>	<b>2%</b>
Tax	(133)	(142)	(58)	(24)	(137)	2%	475%	(313)	(357)	14%
Minority	(66)	23	4	(18)	(9)	-86%	-49%	(116)	(56)	-52%
<b>Net profit</b>	<b>414</b>	<b>283</b>	<b>154</b>	<b>50</b>	<b>351</b>	<b>-15%</b>	<b>601%</b>	<b>860</b>	<b>901</b>	<b>5%</b>
<b>Norm profit</b>	<b>414</b>	<b>283</b>	<b>154</b>	<b>50</b>	<b>351</b>	<b>-15%</b>	<b>601%</b>	<b>860</b>	<b>901</b>	<b>5%</b>
<b>EPS (B)</b>	<b>0.27</b>	<b>0.18</b>	<b>0.10</b>	<b>0.03</b>	<b>0.23</b>	<b>-15%</b>	<b>601%</b>	<b>0.55</b>	<b>0.58</b>	<b>5%</b>
<b>Norm EPS (B)</b>	<b>0.27</b>	<b>0.18</b>	<b>0.10</b>	<b>0.03</b>	<b>0.23</b>	<b>-15%</b>	<b>601%</b>	<b>0.55</b>	<b>0.58</b>	<b>5%</b>
<b>Book value (B)</b>	<b>5.71</b>	<b>5.62</b>	<b>5.68</b>	<b>5.67</b>	<b>5.89</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>5.47</b>	<b>5.67</b>	<b>4%</b>
Gross margin - ex depre	39.5%	31.6%	24.4%	22.2%	30.7%			27.2%	29.1%	
Gross margin	35.3%	29.3%	21.0%	18.6%	27.4%			24.2%	25.7%	
EBITDA margin	30.6%	17.5%	11.8%	8.7%	20.6%			16.6%	16.7%	
EBIT margin	26.5%	15.1%	8.4%	5.1%	17.3%			13.6%	13.3%	
Net profit margin	16.1%	9.1%	4.9%	1.7%	11.2%			7.8%	7.7%	
SG&A/sales	10.4%	10.6%	7.6%	8.2%	8.0%			9.0%	9.2%	
Effective tax rate	21.8%	35.3%	28.1%	25.9%	27.5%			24.3%	27.2%	
Net debt (cash)	4,681	7,619	6,888	7,285	5,882			4,608	7,285	
Net debt/Equity	0.53	0.87	0.78	0.83	0.64			0.54	0.83	
D/E ratio	1.06	1.23	1.12	1.10	1.28			0.77	1.10	

Source: Company's data, Trinity's forecasts

โดยปกติแล้วผลประกอบการของ KSL จะค่อนข้างมี Cycle ที่ชัดเจนคือกำไรจะดีในช่วงครึ่งปีแรก โดยไตรมาส 2 มักจะเป็นไตรมาสที่ผลประกอบการดีที่สุดในรอบปี ก่อนที่จะเริ่มปรับตัวลดลงในไตรมาส 3 และ 4 ตามลำดับ ซึ่งเราคาดว่าผลกำไรที่เติบโตโดดเด่นในช่วงครึ่งแรกของปีจะเป็นตัวผลักดันราคาหุ้นในการเก็งกำไรจากผลประกอบการได้

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2286-3999 โทรสาร 0-2670-9312

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



Source: Company's data, Trinity's forecasts

### ปรับประมาณการณ์กำไรปี FY53 ลง 7%

เราได้มีการปรับลดคาดการณ์กำไรสำหรับปีผลผลิต 2553-54 ลง 7% และ 4% ลงตามลำดับ โดยเป็นผลมาจากปริมาณการผลิตที่อาจจะต่ำกว่าที่คาดไว้เดิม จากสภาวะอากาศที่ไม่เอื้ออำนวย รวมทั้งโรงงานที่บ่อพลอย (phase 1) เริ่มการผลิตช้ากว่าที่เดิมเราคาดไว้ในช่วงเดือน ม.ค. 53 เป็น ก.พ. 53 ทำให้คาดการณ์ปริมาณการผลิตของ KSL ลดลงจาก 5.6 ล้านตัน เหลือ 5.3 ล้านตัน อย่างไรก็ตาม โดยรวมแล้วสำหรับธุรกิจน้ำตาลในปี FY53 นี้คาดเติบโตโดดเด่นจากทั้งราคาขายที่ปรับเพิ่มขึ้นจากเฉลี่ย 17 เซนต์/ปอนด์ ในปีก่อนเป็น 22 เซนต์/ปอนด์ และปริมาณการผลิตที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นประมาณ 25%

Bt mn	2010F			2011F		
	Previous	New	Change	Previous	New	Change
Sales	16,240	15,458	-5%	19,808	18,877	-5%
Gross margin (%)	25.4%	25.3%	-0.2%	25.0%	24.9%	-0.1%
Net profit	1,406	1,306	-7%	1,696	1,625	-4%
EPS (Bt)	0.91	0.81	-11%	1.09	0.91	-17%
DPS (Bt)	0.22	0.22	0%	0.32	0.32	0%

Source: Trinity's forecasts

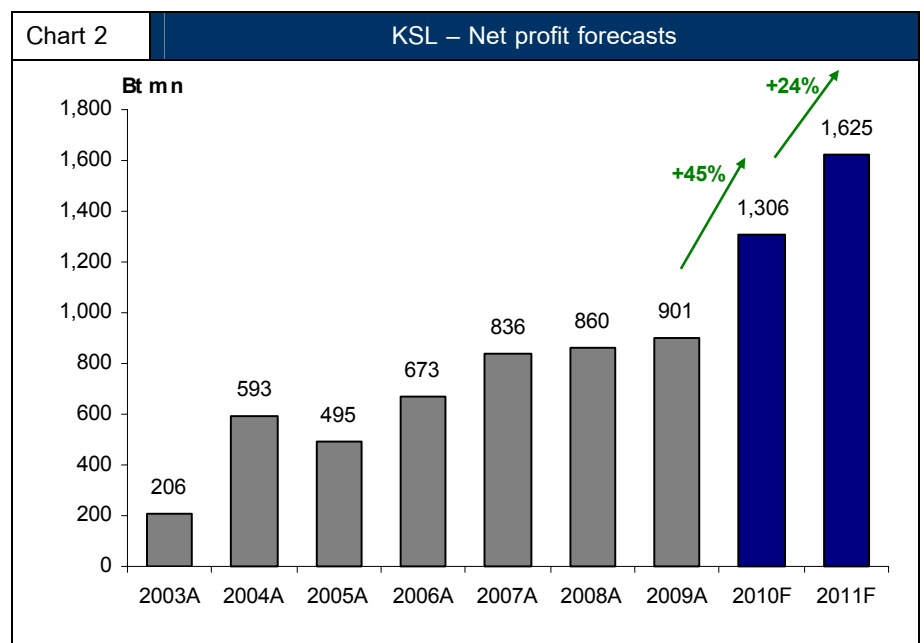
	2010F			2011F		
	Trinity	Consensus	% Diff	Trinity	Consensus	% Diff
Net profit (B m)	1,306	1,263	3%	1,625	1,398	16%
EPS (B)	0.81	0.79	3%	0.91	0.85	7%
DPS (B)	0.22	0.38	-42%	0.32	0.47	-32%

Source: Company's data, Trinity's forecasts

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2286-3999 โทรสาร 0-2670-9312

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ์ต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าเราจะได้มีการปรับประมาณการผลประกอบการลง เรายังคงคาดว่ากำไรของ KSL ในปีผลผลิต 2553 จะยังคงเติบโตอย่างโดดเด่น 45%yoy โดยธุรกิจน้ำตาลจะเป็นธุรกิจหลักที่ผลักดันการเติบโตของผลการดำเนินงาน ขณะที่โครงการในลาวและกัมพูชานั้นที่เริ่มทำการผลิตปีนี้ คาดว่าผลขาดทุนจากโครงการดังกล่าวจะลดลงเหลือเพียงประมาณ 100 ล้านบาท จากปีก่อนที่ขาดทุน 212 ล้านบาท นอกจากนี้คาดว่าจะมีการรับรู้รายได้จากการขาย carbon credit อีกประมาณ 40-50 ล้านบาท ขณะที่ธุรกิจ Ethanol และโรงไฟฟ้าจะทรงตัวจากปีที่ผ่านมาโดยเราคาดว่ากำไรของ KSL เติบโตอย่างโดดเด่นตั้งแต่ไตรมาส 1/FY53 เป็นต้นไป สำหรับปีผลผลิต 2554 ยังคงคาดกำไรเติบโตต่อเนื่องอีก 24% จากโครงการบ่อพลอย (phase 2) ที่จะเริ่มการผลิตในปีผลผลิต 2554 และผลผลิตจากลาวและกัมพูชาที่จะเพิ่มขึ้น ซึ่งจะทำให้ปริมาณผลผลิตโดยรวมของปี 2554 เพิ่มขึ้นอีกประมาณ 20%



Source: Company's data, Trinity's forecasts

### ราคาน้ำตาลอาจอ่อนตัวในช่วงสั้นแต่ยังคงเป็นขาขึ้น

ราคาน้ำตาลตลาดโลกปรับตัวลดลงจากที่ขึ้นไปทำระดับสูงสุดที่ระดับ 30 เซนต์/ปอนด์ มาอยู่ที่ 22 เซนต์/ปอนด์ในปัจจุบัน ซึ่งน่าจะเป็นผลมาจากราคาน้ำตาลที่ปรับตัวขึ้นมาแรงมากในช่วงก่อนหน้านี้ รวมถึงสัญญา Futures เดือน มี.ค. กำลังจะหมดอายุลง และจะเลื่อนไปใช้เดือน พ.ค. ซึ่งมีราคาต่ำกว่า ประกอบกับผลผลิตในไทยและอินเดียเริ่มออกมาแล้ว อย่างไรก็ตาม เรายังคงว่าการปรับตัวลงของราคาน้ำตาลอาจไม่รุนแรงนัก และยังคงมุมมองราคาน้ำตาลว่ายังคงอยู่ในขาขึ้น ในระยะ 1-2 ปีนี้ จากปริมาณการผลิตที่ไม่เพียงพอต่อความต้องการบริโภคของโลก โดยได้รับผลกระทบจากสภาพอากาศที่แห้งแล้งและฝนที่ไม่ตกตามฤดูกาล ปัจจัยดังกล่าวน่าจะส่งผลให้ราคาน้ำตาลมีโอกาสปรับตัวขึ้นได้ ส่งผลดีต่อ KSL ในการถือครองราคาขายสำหรับปีผลผลิต FY54 ให้ได้ในราคาสูง รวมถึงส่งผลดีในเชิงของ sentiment การลงทุนในหุ้น KSL



Source: Bloomberg

**การออก PO และ Warrant มี Dilution Effect ประมาณ 20%**

KSL ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนใหม่ จำนวน 320 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท และจัดสรรหุ้นเพิ่มทุน เพื่อเสนอขายให้นักลงทุนทั่วไป (PO) จำนวน 150 ล้านหุ้น และเพื่อรองรับ KSL-W1 ที่ออกจำนวน 170 ล้านหน่วย โดยแบ่งเป็นรายละเอียดดังนี้

- สำหรับหุ้น PO 150 ล้านหุ้น ราคาและวันจองซื้อหุ้นยังไม่ได้กำหนด โดยคาดว่าน่าจะเริ่มกำหนดวันจองซื้อและราคาได้ในช่วงเดือน มิ.ย. – ส.ค. นี้ เนื่องจากกำลังรอการอนุมัติจาก กสท. อยู่
- Warrant ส่วนแรก 155 ล้านหุ้น แจกให้กับผู้ถือหุ้นเดิมฟรี ในสัดส่วน 10 หุ้นเดิมต่อ 1 warrant โดยราคาใช้สิทธิอยู่ที่ 10 บาท อายุ 3 ปี ซึ่งจะขึ้นเครื่องหมาย XW ในวันที่ 10 มี.ค. 53 นี้
- Warrant ส่วนที่สอง 15 ล้านหุ้น ออกให้กับผู้ซื้อหุ้นเพิ่มทุน PO ในสัดส่วน 10 หุ้นเพิ่มทุนต่อ 1 warrant โดยราคาใช้สิทธิอยู่ที่ 10 บาท อายุ 3 ปี ซึ่งผู้ซื้อหุ้นเพิ่มทุน PO จะได้รับ Warrant พร้อมกับหุ้นในทันที

ซึ่งการออกหุ้นเพิ่มทุนในครั้งนี้จะทำให้เกิด Dilution Effect โดยรวม 20% โดยแบ่งเป็นผลกระทบจากขายหุ้นเพิ่มทุนให้นักลงทุนทั่วไป (PO) จำนวน 150 ล้านหุ้น ซึ่งจะมีผลกระทบในทันที 9.7% และเป็นผลกระทบจากการแปลงสภาพ warrant ในอีก 3 ปีข้างหน้าอีก 10.3% โดยเรามองว่าการเพิ่มทุนดังกล่าวจะช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้บริษัทและลดภาระการก่อหนี้จากการขยายกำลังการผลิตในช่วง 1-2 ปีนี้ ทำให้ต้นทุนทางการเงินลดลง

**ยังคงคำแนะนำซื้อ ราคาเป้าหมายใหม่ 17.8 บาท**

เรายังคงคำแนะนำซื้อสำหรับหุ้น KSL โดยปรับราคาเป้าหมายลงจาก 20 บาท เหลือ 17.8 บาท (อิงจาก 22 เท่า PER ปี FY53 ซึ่งเป็นระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ย PER ของ KSL อยู่ 1S.D.) จากผลของ Dilution Effect สำหรับการออกหุ้น P.O. รวมถึงการปรับคาดการณ์กำไรลง 7% ราคาหุ้นปัจจุบันยังคงซื้อขายกันที่ระดับ 16.7 เท่า PER ซึ่งยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่ 17.7 เท่า ขณะที่คาดการณ์ประกอบการเติบโตต่อเนื่องในอีก 2 ปีข้างหน้า จากการเปิดโรงงานแห่งใหม่ และราคาน้ำตาลที่ยังคงอยู่ในขาขึ้น



Source: SET, Company's data, Trinity's forecasts



## KHON KAEN SUGAR INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED (KSL)

Analyst: Woraphon Wiroonsri, woraphon@trinitythai.com Tel.(662) 286 3999 Ext. 506

### Income statement (Consolidated)

Y/E Dec (Btm)	2007A	2008A	2009A	2010F	2011F
Sales	8,672	11,072	11,689	15,458	18,877
COGS - ex depre	(6,507)	(8,056)	(8,289)	(11,052)	(13,638)
<b>Gross profit</b>	<b>2,165</b>	<b>3,016</b>	<b>3,399</b>	<b>4,405</b>	<b>5,238</b>
SG&A	(743)	(1,009)	(1,085)	(1,283)	(1,586)
Other income	461	283	381	440	449
Other expense	(129)	(446)	(746)	(720)	(734)
<b>EBITDA</b>	<b>1,755</b>	<b>1,843</b>	<b>1,950</b>	<b>2,842</b>	<b>3,367</b>
Depreciation & Amortization	(317)	(339)	(391)	(502)	(546)
<b>EBIT</b>	<b>1,438</b>	<b>1,504</b>	<b>1,559</b>	<b>2,340</b>	<b>2,821</b>
Profit loss from asoc.	(4)	(2)	1	3	5
Interest expense	(184)	(214)	(246)	(346)	(358)
FX	-	-	-	-	-
Exceptional	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>1,250</b>	<b>1,288</b>	<b>1,314</b>	<b>1,997</b>	<b>2,468</b>
Corporate Tax	(329)	(313)	(357)	(529)	(642)
Minorities	(86)	(116)	(56)	(161)	(201)
<b>Net profit</b>	<b>836</b>	<b>860</b>	<b>901</b>	<b>1,306</b>	<b>1,625</b>
<b>EPS</b>	<b>0.54</b>	<b>0.55</b>	<b>0.58</b>	<b>0.81</b>	<b>0.91</b>
Gross margin - ex depre	25.0%	27.2%	29.1%	28.5%	27.8%
Gross margin	21.3%	24.2%	25.7%	25.3%	24.9%
SG&A/Sales	8.6%	9.1%	9.3%	8.3%	8.4%
EBITDA margin	20.2%	16.6%	16.7%	18.4%	17.8%
EBIT margin	16.6%	13.6%	13.3%	15.1%	14.9%
Effective tax rate	26.3%	24.3%	27.2%	26.5%	26.0%
Net margin	9.6%	7.8%	7.7%	8.5%	8.6%

### Quarterly breakdown

Y/E Dec (Btm)	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
Sales	3,036	2,561	3,121	3,108	2,899
COGS - ex depre	(2,146)	(1,550)	(2,134)	(2,350)	(2,255)
<b>Gross profit</b>	<b>889</b>	<b>1,011</b>	<b>987</b>	<b>758</b>	<b>643</b>
SG&A	(260)	(267)	(332)	(236)	(237)
Other income	(5)	230	91	24	36
Other expense	(202)	(190)	(200)	(178)	(191)
<b>EBITDA</b>	<b>422</b>	<b>784</b>	<b>547</b>	<b>367</b>	<b>252</b>
Depreciation & Amortization	(89)	(106)	(74)	(106)	(105)
<b>EBIT</b>	<b>333</b>	<b>678</b>	<b>473</b>	<b>261</b>	<b>147</b>
Profit loss from asoc.	(11)	1	(5)	7	(2)
Interest expense	(54)	(66)	(66)	(60)	(53)
FX	-	-	-	-	-
Exceptional	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>268</b>	<b>613</b>	<b>402</b>	<b>208</b>	<b>92</b>
Corporate Tax	(63)	(133)	(142)	(58)	(24)
Minorities	(25)	(66)	23	4	(18)
<b>Net profit</b>	<b>180</b>	<b>414</b>	<b>283</b>	<b>154</b>	<b>50</b>
<b>EPS</b>	<b>0.12</b>	<b>0.27</b>	<b>0.18</b>	<b>0.10</b>	<b>0.03</b>
Gross margin - ex depre	29.3%	39.5%	31.6%	24.4%	22.2%
Gross margin	26.4%	35.3%	29.3%	21.0%	18.6%
SG&A/Sales	8.6%	10.4%	10.6%	7.6%	8.2%
EBITDA margin	13.9%	30.6%	17.5%	11.8%	8.7%
EBIT margin	11.0%	26.5%	15.1%	8.4%	5.1%
Effective tax rate	23.6%	21.8%	35.3%	28.1%	25.9%
Net margin	5.9%	16.1%	9.1%	4.9%	1.7%

### Cash flow

Y/E Dec (Btm)	2007A	2008A	2009A	2010F	2011F
EBITDA	1,755	1,843	1,950	2,842	3,367
Net interest	(184)	(214)	(246)	(346)	(358)
Taxes paid	(329)	(313)	(357)	(529)	(642)
Other operating cash items	(4)	(2)	1	3	5
Change in working capital	(677)	(315)	777	(1,283)	(720)
Change in other working capital	(278)	343	337	(51)	(53)
<b>Operating cashflow</b>	<b>283</b>	<b>1,342</b>	<b>2,462</b>	<b>636</b>	<b>1,599</b>
Capex	(986)	(2,398)	(3,821)	(3,400)	(1,000)
Disposal	28	37	31	-	-
Investment	(10)	(14)	68	-	-
Intangible asset	-	-	-	-	-
Other investing cash flow	(399)	(259)	(479)	(77)	(81)
<b>Investing cashflow</b>	<b>(1,367)</b>	<b>(2,634)</b>	<b>(4,201)</b>	<b>(3,477)</b>	<b>(1,081)</b>
Proceeds from the increase in shar	-	-	-	2,100	850
Change in debt	1,297	1,624	2,436	972	(850)
Dividends	(341)	(341)	(341)	(233)	(374)
Other	-	-	-	-	-
<b>Financing cashflow</b>	<b>956</b>	<b>1,283</b>	<b>2,095</b>	<b>2,840</b>	<b>(374)</b>
Other adjustment	266	226	(597)	-	-
<b>Change in cash</b>	<b>139</b>	<b>217</b>	<b>(240)</b>	<b>(1)</b>	<b>144</b>

### Key Financial Ratios

Y/E Dec (Btm)	2007A	2008A	2009A	2010F	2011F
P/E (x)	25.4	24.7	23.6	16.9	15.0
Dividend yield (%)	1.6%	1.6%	1.1%	1.6%	2.3%
PBV (x)	2.6	2.5	2.4	1.9	1.7
EV/EBITDA (x)	14.7	14.2	14.0	10.5	9.2
FCF yield (%)	3.3%	3.4%	5.7%	-7.0%	-0.3%
ROA (%)	6.81%	5.57%	4.80%	5.74%	6.31%
ROE (%)	11.54%	10.28%	10.44%	12.60%	12.49%

### Balance Sheet

Y/E Dec (Btm)	2007A	2008A	2009A	2010F	2011F
<b>Asset</b>					
Cash and equivalents	290	507	267	266	410
ST investments	-	1	2	3	4
A/R	857	1,126	615	1,270	1,551
Inventories	1,537	1,889	1,774	2,483	3,064
Other	911	957	1,015	1,066	1,119
Investments in associates	127	142	73	73	73
Net PPE	9,336	11,291	15,109	18,007	18,461
Other	815	1,071	1,540	1,617	1,698
<b>Total assets</b>	<b>13,877</b>	<b>16,985</b>	<b>20,562</b>	<b>24,951</b>	<b>26,545</b>
<b>Liabilities and Shareholders' equity</b>					
O/D and short term loans	2,173	2,488	1,442	1,942	942
A/P	66	373	524	606	747
Current portion of LT debt	204	102	228	350	350
Other	627	1,014	1,577	1,577	1,577
LT Loans	1,116	1,029	2,607	2,257	3,407
Other	28	25	15	15	15
<b>Total liabilities</b>	<b>4,213</b>	<b>6,528</b>	<b>9,668</b>	<b>10,722</b>	<b>10,013</b>
Share capital	1,550	1,550	1,550	1,700	1,785
Share premium (discount)	1,555	1,555	1,555	3,505	4,270
Revaluation Surplus	1,544	1,432	1,359	1,359	1,359
Translation adjustments	(5)	(2)	13	13	13
Retained earnings	1,538	2,057	2,616	3,690	4,942
<b>Shareholders' equity</b>	<b>8,247</b>	<b>8,474</b>	<b>8,784</b>	<b>11,958</b>	<b>14,059</b>
Minority	1,417	1,984	2,110	2,271	2,472
<b>Total liabilities and shareholders</b>	<b>13,877</b>	<b>16,985</b>	<b>20,562</b>	<b>24,951</b>	<b>26,545</b>
Current ratio (x)	1.17	1.13	1.02	0.96	1.44
D/E (x)	0.5	0.8	1.1	0.9	0.7
Net D/E (x)	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3
Interest coverage ratio (x)	7.8	7.0	6.3	6.8	7.9

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2286-3999 โทรสาร 0-2670-9312

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสำเร็จของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน