

น้ำตาลขอนแก่น

Food and
Beverage
Neutral

กำไรสุทธิไตรมาส 2/55 น้อยกว่าคาด
ไตรมาสหน้าคาดว่าจะปรับตัวดีขึ้น

ต่ำกว่าคาด: KSL รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/55 (เดือน ก.พ.-เม.ย.) ที่ 667 ล้านบาทเพิ่มขึ้น 21% YoY และ 60% QoQ หากไม่รวมกำไรจากตราสารอนุพันธ์ 120 ล้านบาท กำไรหลักในไตรมาส 2/55 จะอยู่ที่ 583 ล้านบาท ลดลง 1% YoY แต่เพิ่มขึ้น 40% QoQ ผลประกอบการต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดเนื่องจากปริมาณขายน้ำตาลของโรงงานในลาวและกัมพูชาที่ต่ำกว่าคาด และต้นทุนขายที่สูงกว่าคาด

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ: เหตุผลหลักที่ทำให้กำไรหลักปรับตัวลดลง YoY คือ 1) ต้นทุนค่าอ้อยที่ปรับเพิ่มขึ้น, 2) ต้นทุนค่าเพาะปลูกที่ลาวและกัมพูชาสูงขึ้น, 3) ราคาน้ำตาลลดลง (ลดลง 3% YoY มาอยู่ที่ 19,265บาทต่อตัน), และ 4) ราคาเอทานอลที่อ่อนตัวลง (ลดลง 11% YoY มาอยู่ที่ 20.73บาทต่อลิตร) แม้ปริมาณขายน้ำตาลจะเพิ่มขึ้น (สูงขึ้น 51% YoY มาอยู่ที่ 228 พันตัน), เอทานอล (สูงขึ้น 206% YoY มาอยู่ที่ 23.5ล้านลิตร) และไฟฟ้า (สูงขึ้น 38% มาอยู่ที่ 74,964 เมกะวัตต์/ชม.) ซึ่งเป็นผลจากการขยายกำลังการผลิต (โครงการบ่อพลอย)

กำไรหลักที่เติบโต QoQ เป็นผลจาก 1) ปริมาณขายที่สูงขึ้นทั้งน้ำตาล (สูงขึ้น 40% QoQ) และเอทานอล (สูงขึ้น 14% QoQ) และ 2) สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่ลดลง (มาอยู่ที่ 9.1% จาก 15.9% ในไตรมาส1/55) แม้ว่าราคาน้ำตาลจะลดลง 3% และ ราคาเอทานอลลดลง 6% QoQ

แนวโน้ม: เราคาดว่ากำไรหลักจะเติบโตทั้ง YoY และ QoQ ในไตรมาส3/55 หนุนโดยฤดูเก็บเกี่ยวอ้อยและปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นทั้งในส่วนของน้ำตาล, เอทานอล และไฟฟ้า จากการขยายกำลังการผลิต และต้นทุนขายที่คาดว่าจะกลับสู่ระดับปกติ นอกจากนี้คาดว่าปริมาณขายที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น QoQ จะสามารถชดเชยผลกระทบจากราคาน้ำตาลที่คาดว่าจะอ่อนตัวลง QoQ

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป: กำไรสุทธิครั้งแรกของปี 2555 คิดเป็น 49% ของประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 ที่ 2,125 ล้านบาท (สูงขึ้น 17% YoY) ซึ่งเรายังคงประมาณการไว้ตามเดิม

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 19.50 บาท
ราคา (14/06/12): 12.80 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt20.4bn
12-mth price range	Bt10.30/Bt16.50
12-mth avg daily volume	Bt27.96m
# of shares (m)	1573.6
Est. free float (%)	20.8
Foreign limit (%)	40.0

Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(12)	(6.9)	(8.7)
Absolute	(2.3)	(7.9)	(7.2)

Financial summary

FY Ended 31 Oct	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	16,460	19,415	20,021	20,946
Net profit (Btm)	1,890	2,215	2,352	2,464
EPS (Bt)	1.01	1.18	1.26	1.32
BLS/Consensus (x)	n.m.	1.02	1.07	n.m.
EPS growth (%)	+1,088.2%	+17.18%	+6.20%	+4.77%
Core profit (Btm)	1,902	2,215	2,352	2,464
Core EPS (Bt)	1.02	1.18	1.26	1.32
Core EPS growth (%)	+82.67%	+16.46%	+6.20%	+4.77%
PER (x)	10.5	9.4	8.9	8.5
Core PER (x)	12.6	10.8	10.2	9.7
EV/EBITDA (x)	8.8	8.6	8.3	8.0
PBV (x)	1.7	1.5	1.4	1.2
Dividend (Bt)	0.61	0.68	0.72	0.76
Dividend yield (%)	4.8	5.3	5.6	5.9
ROE (%)	21.0	20.6	18.9	17.9
Net gearing (x)	1.0	1.0	0.8	0.7

CG Rating - 2011



คำแนะนำ: เราคิดว่าแนวโน้มการเติบโตของกำไรสุทธิจะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น นอกจากนี้เราคิดว่าราคาหุ้นได้สะท้อนถึงราคาน้ำตาลที่อ่อนตัวลงในปีนี้ไปแล้ว แม้ว่าราคาน้ำตาลจะอ่อนตัวลง KSL จะยังสามารถคงอัตราการเติบโตของกำไรปี 2555 YoY ที่น่าประทับใจได้ เนื่องจากการขยายกำลังการผลิต นอกจากนี้กำไรยังมีอ็อปไซด์ ถ้าหากปริมาณขายหรือราคาขายสูงกว่าที่เราคาด, การขยายกำลังการผลิตเพิ่มเติมและ/หรือการเพิ่มมูลค่าผลิตภัณฑ์เอทานอล ปัจจุบันหุ้นซื้อขายอยู่ที่ Forward PBV/ROE ที่ 0.07 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยบริษัทคู่แข่งที่ 0.16 เท่า

Figure 1: 2Q12 results

FY Ended 31 Oct (Btm)	2Q12	2Q11	YoY %	1Q12	QoQ %	6M12	6M11	YoY %	6M12 vs. FY12E
Income Statement									
Revenue	6,220	4,132	51	4,936	26	11,156	6,742	65	57
Cost of sales and services	(4,859)	(2,810)	73	(3,538)	37	(8,397)	(4,724)	78	61
EBITDA	1,094	1,070	2	870	26	1,964	1,457	35	48
SG&A	(566)	(499)	13	(783)	(28)	(1,349)	(988)	37	62
EBIT	795	823	(3)	615	29	1,410	1,029	37	41
Interest expense	(145)	(129)	13	(134)	8	(279)	(218)	28	72
Other income/exp.	116	82	42	85	37	201	175	15	59
Equity earnings from affiliates	1	3	(54)	(5)	nm	(4)	6	(164)	(52)
Extra items	120	(50)	nm	0	nm	120	(50)	nm	n.m.
EBT	766	776	(1)	566	35	1,332	987	35	39
Corporate tax	(201)	(129)	56	(138)	46	(338)	(191)	77	33
Minority interest	(20)	(49)	nm	(8)	nm	(27)	(56)	nm	18
Net profit (loss)	667	551	21	416	60	1,083	695	56	49
Reported EPS	0.43	0.36	21	0.27	60	0.69	0.45	53	51
Core net profit	583	586	(1)	416	40	999	730	37	45
Key ratios									
Gross margin (%)	21.9	32.0		28.3		24.7	29.9		
EBITDA margin (%)	17.6	25.9		17.6		17.6	21.6		
EBIT margin (%)	12.8	19.9		12.5		12.6	15.3		
SG&A / Revenue (%)	9.1	12.1		15.9		12.1	14.7		
Tax rate (%)	26.2	16.6		24.3		25.4	19.4		
Net margin (%)	10.7	13.3		8.4		9.7	10.3		
Current ratio (x)	0.8	0.9		0.8		0.8	0.9		
Gearing ratio (x)	1.5	1.5		1.1		1.5	1.5		
Interest coverage (x)	5.5	6.4		4.6		5.1	4.7		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	289	345	(16)	611	(53)				
Total assets	32,382	29,642	9	29,656	9				
ST debts & current portion	10,998	7,876	40	6,283	75				
Long-term debt	5,618	7,769	(28)	6,412	(12)				
Total liabilities	21,099	19,315	9	18,113	16				
Retained earnings	4,403	3,047	45	4,523	(3)				
Shareholders equity	9,614	8,574	12	9,879	(3)				
Minority interests	1,669	1,752	(5)	1,663	0				
BV (Bt)	7.2	6.7	8	7.3	(2)				

- Revenue growth was driven by greater sales volumes
- GM at the sugar and ethanol units fell YoY & QoQ, due to lower sales prices
- Greater YoY and QoQ loans outstanding
- Net profit was somewhat below our forecast and the consensus

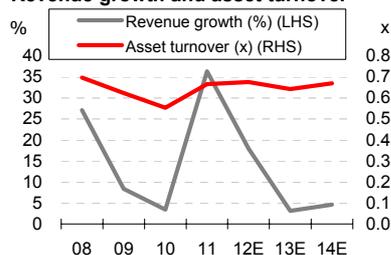
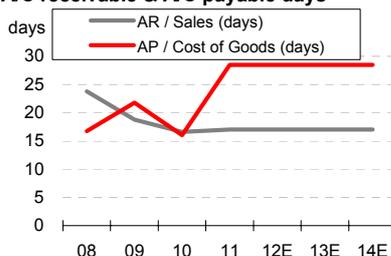
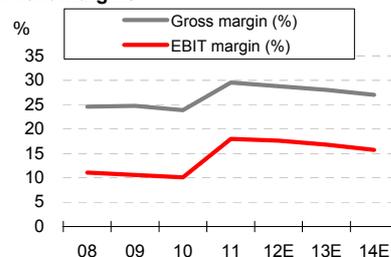
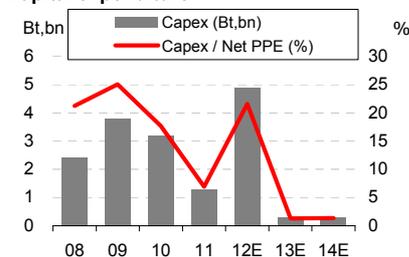
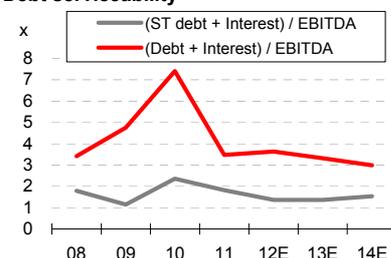
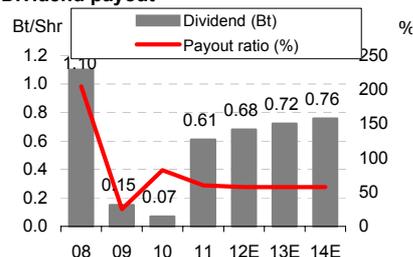
Source: Company data

Figure 2: Sector comparisons

	Bloomberg code	Price (local curr.)	PER (x)		2-yr EPS CAGR (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div yield (%)	
			FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13
Cosan SA	CSAN3 BZ	BRL31.15	4.7	18.2	+2.2	1.4	1.2	33.4	6.5	2.0	2.2	
Cosan Ltd.	CZZ US	USD11.68	2.1	7.4	(5.0)	0.5	0.5	8.1	5.3	4.9	6.8	
Sao Martinho SA	SMTO3 BZ	BRL20.10	12.0	13.1	+10.4	1.1	1.0	7.6	8.3	1.5	2.4	
Shree Renuka Sugars Ltd.	SHRS IN	INR27.20	11.7	4.2	na	0.8	0.6	2.2	13.6	1.2	1.3	
Balrampur Chini Mills Ltd.	BRCM IN	INR48.95	na	81.6	(22.5)	1.0	0.9	0.6	5.4	1.3	1.7	
Bajaj Hindustan Ltd.	BJH IN	INR27.05	na	na	na	0.4	0.5	(6.7)	(9.1)	0.9	0.9	
Illovo Sugar Ltd.	ILV SJ	ZAR27.71	28.8	13.9	+29.7	2.3	2.0	8.2	15.6	2.4	3.5	
Khon Kaen Sugar Industry	KSL TB	THB12.80	10.8	10.2	+11.6	1.5	1.4	20.6	18.9	5.3	5.6	
Simple average			11.7	21.2	+4.4	1.1	1.0	9.2	8.1	2.4	3.1	

Note: Prices as at 14/06/12

Sources: Company, Bloomberg, Bualuang Research estimates

Financial tables
Revenue growth and asset turnover

A/C receivable & A/C payable days

Profit margins

Capital expenditure

Debt serviceability

Dividend payout


	2010	2011	2012E	2013E	2014E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	12,071	16,460	19,415	20,021	20,946
Cost of sales and services	(9,191)	(11,596)	(13,829)	(14,406)	(15,296)
Gross profit	2,881	4,863	5,586	5,615	5,650
SG&A	(1,665)	(1,902)	(2,164)	(2,250)	(2,358)
EBIT	1,216	2,961	3,422	3,365	3,292
Interest expense	(343)	(465)	(386)	(464)	(381)
Other income/exp.	197	313	341	358	376
EBT	1,070	2,809	3,377	3,259	3,287
Corporate tax	(118)	(751)	(1,015)	(751)	(659)
After-tax net profit (loss)	953	2,058	2,362	2,508	2,628
Minority interest	82	(142)	(154)	(163)	(171)
Equity earnings from affiliates	6	(9)	7	7	8
Extra items	(882)	(17)	0	0	0
Net profit (loss)	159	1,890	2,215	2,352	2,464
Reported EPS	0.10	1.22	1.36	1.44	1.51
Fully diluted EPS	0.09	1.01	1.18	1.26	1.32
Core net profit	1,041	1,902	2,215	2,352	2,464
Core EPS	0.56	1.02	1.18	1.26	1.32
EBITDA	1,608	3,607	4,099	4,048	3,981

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	3.4	36.4	18.0	3.1	4.6
Gross margin (%)	23.9	29.5	28.8	28.0	27.0
EBITDA margin (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operating margin (%)	10.1	18.0	17.6	16.8	15.7
Net margin (%)	1.3	11.5	11.4	11.7	11.8
Core profit margin (%)	8.6	11.6	11.4	11.7	11.8
ROA (%)	0.7	7.6	7.7	7.6	7.9
ROCE (%)	0.8	8.4	8.5	8.3	8.7
Asset turnover (x)	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7
Current ratio (x)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
Gearing ratio (x)	1.2	1.0	1.1	0.8	0.7
Interest coverage (x)	3.5	6.4	8.9	7.3	8.6

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	203	281	152	297	581
Accounts receivable	549	767	905	933	976
Inventory	1,596	2,932	3,497	3,643	3,868
PP&E-net	18,010	18,511	22,689	22,255	21,816
Other assets	1,601	2,078	2,182	2,291	2,405
Total assets	23,153	26,257	31,126	31,134	31,378
Accounts payable	404	905	1,079	1,124	1,194
ST debts & current portion	3,455	6,088	5,182	5,045	5,748
Long-term debt	8,118	5,997	9,362	7,918	5,770
Other liabilities	13	13	14	14	15
Total liabilities	13,219	14,606	17,314	15,857	14,565
Paid-up capital	1,550	1,551	1,629	1,629	1,629
Share premium	1,555	1,564	2,266	2,266	2,266
Retained earnings	2,452	4,256	5,364	6,540	7,772
Shareholders equity	8,211	9,763	11,770	13,071	14,435
Minority interests	1,723	1,889	2,043	2,206	2,378
Total Liab.&Shareholders' equity	23,153	26,257	31,126	31,134	31,378

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
CASH FLOW (Btm)					
Net income	159	1,890	2,215	2,352	2,464
Depreciation and amortization	393	645	677	683	689
Change in working capital	(755)	(2,007)	(469)	(67)	(134)
FX, non-cash adjustment & others	452	1,510	201	213	223
Cash flows from operating activities	248	2,038	2,623	3,180	3,243
Capex (Invest)/Divest	(3,181)	(1,281)	(4,892)	(288)	(292)
Others	(103)	(505)	(66)	(70)	(73)
Cash flows from investing activities	(3,284)	(1,787)	(4,959)	(357)	(365)
Debt financing (repayment)	3,464	(126)	2,534	(1,502)	(1,361)
Equity financing	0	907	780	0	0
Dividend payment	(492)	(945)	(1,107)	(1,176)	(1,232)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	2,972	(164)	2,207	(2,678)	(2,593)
Net change in cash	(64)	87	(129)	145	284
Free cash flow (Btm)	(2,933)	756	(2,269)	2,893	2,951
FCF per share (Bt)	(1.89)	0.49	(1.39)	1.78	1.81

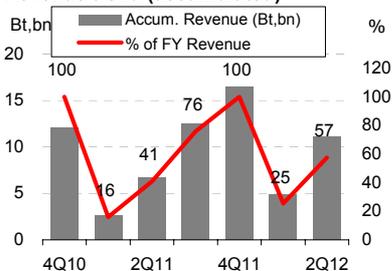
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Financial tables

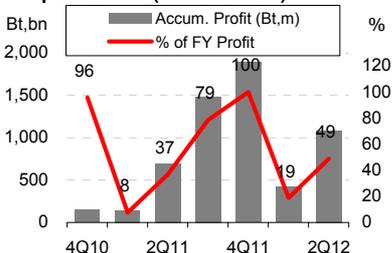
Revenue trend



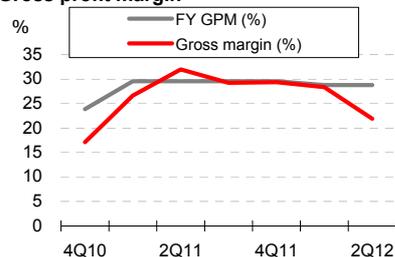
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)

	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Revenue	4,132	5,769	3,949	4,936	6,220
Cost of sales and services	(2,810)	(4,082)	(2,790)	(3,538)	(4,859)
Gross profit	1,322	1,687	1,159	1,398	1,361
SG&A	(499)	(473)	(441)	(783)	(566)
EBIT	823	1,214	718	615	795
Interest expense	(129)	(128)	(119)	(134)	(145)
Other income/exp.	82	74	63	85	116
EBT	776	1,160	662	566	766
Corporate tax	(129)	(320)	(239)	(138)	(201)
After-tax net profit (loss)	647	839	423	428	565
Minority interest	(49)	(53)	(33)	(8)	(20)
Equity earnings from affiliates	3	2	(17)	(5)	1
Extra items	(50)	0	33	0	120
Net profit (loss)	551	789	406	416	667
Reported EPS	0.36	0.51	0.26	0.27	0.43
Fully diluted EPS	0.35	0.50	0.26	0.26	0.42
Core net profit	586	789	383	416	583
Core EPS	0.31	0.42	0.20	0.22	0.31
EBITDA	1,070	1,325	824	870	1,094

KEY RATIOS

	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Gross margin (%)	32.0	29.2	29.3	28.3	21.9
EBITDA margin (%)	25.9	23.0	20.9	17.6	17.6
Operating margin (%)	19.9	21.0	18.2	12.5	12.8
Net margin (%)	13.3	13.7	10.3	8.4	10.7
Core profit margin (%)	14.2	13.7	9.7	8.4	9.4
BV (Bt)	6.66	7.17	7.51	7.34	7.17
ROE (%)	26.1	35.2	17.0	16.9	27.4
ROA (%)	7.8	11.2	6.1	6.0	8.6
Current ratio (x)	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8
Gearing ratio (x)	1.5	1.2	1.0	1.1	1.5
Interest coverage (x)	6.4	9.5	6.0	4.6	5.5

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Cash & Equivalent	345	223	281	611	289
Accounts receivable	858	645	767	1,123	878
Inventory	7,754	4,813	2,932	5,977	8,817
PP&E-net	18,116	18,233	18,511	18,256	18,581
Other assets	1,386	1,560	2,078	2,032	1,729
Total assets	29,642	26,816	26,257	29,656	32,382
Accounts payable	1,031	153	905	3,535	1,678
ST debts & current portion	7,876	6,609	6,088	6,283	10,998
Long-term debt	7,769	6,465	5,997	6,412	5,618
Other liabilities	12	13	13	202	229
Total liabilities	19,315	15,710	14,606	18,113	21,099
Paid-up capital	1,550	1,550	1,551	1,573	1,574
Share premium	1,557	1,558	1,564	1,762	1,767
Retained earnings	3,047	3,835	4,256	4,523	4,403
Shareholders equity	8,574	9,334	9,763	9,879	9,614
Minority interests	1,752	1,772	1,889	1,663	1,669
Total Liab.&Shareholders' equity	29,641	26,816	26,257	29,656	32,382

Sources: Company data, Bualuang Research

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, GLOW, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.