

### คาดปี 24/25 ผลิตน้ำตาลเพิ่ม

เราแนะนำ "เก็งกำไร" ตามราคาในตลาดโลกเท่านั้น เพราะผลประกอบการมีความผันผวนค่อนข้างมาก โดยประเมินมูลค่าเหมาะสมที่ 3.1 บาท (11XPER'24E) ทั้งนี้ปัจจัยบวกอยู่ที่แนวโน้มราคาขายน้ำตาลในปี 24 จะยืนในระดับสูง ซึ่งจะมาช่วยชดเชยปริมาณขายที่คาดว่าจะลดลง ส่วนปี 25 มีปัจจัยบวกจากปริมาณขายจะกลับมาเพิ่มขึ้นหลังผลผลิตอ้อยไทยคาดว่าจะเพิ่มขึ้นถึง 16%YoY และการเริ่มดำเนินการในโรงงานแห่งใหม่ที่คาดว่าจะหีบอ้อยเพิ่มอีก 0.6 ล้านตันอ้อย ทั้งนี้ระยะสั้นราคาน้ำตาลในตลาดโลกอาจจะถูกกดดันจากปริมาณผลผลิตจากบราซิลในช่วงแรกของการเก็บเกี่ยวที่มีปริมาณน้ำตาลเพิ่มขึ้นถึง 26%YoY สำหรับผลประกอบการงวด FY2Q24 มีกำไรสุทธิเหลือ 325 ล้านบาท (-22%YoY, -38%QoQ) ได้รับแรงกดดันจากปริมาณขายที่ลดลงจากปีก่อน (การลดลงจากไตรมาสก่อนมาจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้น)

### ราคาน้ำตาลโลกปี 24/25 ได้รับแรงกดดันจากผลผลิตบราซิล

- ภาพรวมราคาน้ำตาลในตลาดโลกในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมาปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจนทำสถิติต่ำสุดในรอบปีที่ 18 Cents/pound ในช่วงเดือน พ.ค. เป็นผลจากการที่ผลผลิตจากบราซิลที่เริ่มเก็บเกี่ยวตั้งแต่เดือน เม.ย. จนถึงกลางเดือน พ.ค. ที่ผ่านมามีผลผลิตน้ำตาลเพิ่มขึ้นถึง 26%YoY รวมกับการคาดการณ์ถึงประเทศไทยจะเข้าสู่ภาวะ ลาตินญา ซึ่งจะทำให้ผลผลิตอ้อยจากประเทศไทยมีผลผลิตออกมาสูงถึง 95 ล้านตันอ้อย (+16%YoY) แต่โดยรวมหน่วยงานระหว่างประเทศยังคงคาดว่าดูลน้ำตาลยังคงขาดดุลที่ระดับ 3 ล้านตัน
- สำหรับปริมาณอ้อยเข้าหีบของ KSL ในปี 24/25 ทางผู้บริหารคาดว่าจะมีปริมาณอ้อยเข้าหีบประมาณ 6.45 ล้านตันอ้อย (+19%YoY) โดยได้รับผลดีจากโรงงานแห่งใหม่ที่จังหวัดสระแก้ว ที่จะเริ่มหีบอ้อยได้ประมาณ 0.6 ล้านตัน

### 2Q24 กำไรสุทธิที่ 325 ล้านบาท (-22%YoY,-38%QoQ)

- กำไรสุทธิงวด FY2Q24 (ก.พ.-เม.ย.) อยู่ที่ 325 ล้านบาท (-22%YoY, -38%QoQ) ถ้าไม่รวมรายการพิเศษที่เป็นการตั้งสำรองสินทรัพย์ที่โรงงานประเทศกัมพูชา 38 ล้านบาท มีกำไรปกติที่ 357 ล้านบาท (-16%YoY,-30%QoQ) ได้รับแรงกดดันจากปริมาณขายที่ลดลง แม้ราคาขายจะปรับตัวดีขึ้นก็ตาม
- รายได้ 4,232 ล้านบาท (-33%YoY, +27%QoQ) มีปริมาณขายที่จำนวน 120,628 ตัน(-57%YoY, +22%QoQ) ส่วนราคาขายเพิ่มขึ้น 28%YoY, +5%QoQ มาอยู่ที่ 24,029 บาท/ตัน
- กำไรขั้นต้นที่ 18% ดีขึ้นจาก 14% ใน FY2Q23 เพราะราคาขายเพิ่มขึ้น แต่ลดลงจาก 28% ใน FY1Q24 เพราะเริ่มมีต้นทุนอ้อยใหม่เข้ามา ส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ 239 ล้านบาท (-31%YoY, -11%QoQ) สาเหตุหลักมาจากค่าขนส่งที่ลดลง (เราใช้ตัวเลขที่ไม่รวมรายการพิเศษที่กล่าวไปข้างต้น)
- ดอกเบี้ยจ่ายที่ 164 ล้านบาท (+38%YoY, +21%QoQ) ส่วนหนึ่งเป็นเพราะมีการก่อสร้างโรงงานแห่งใหม่เพิ่มรวมถึงเงินกู้ยืมระยะสั้นเพิ่ม

### แนะนำ "เก็งกำไร" ราคาตลาดโลกเท่านั้น

คำแนะนำการลงทุนเราแนะนำเพียง "เก็งกำไร" ตามราคาน้ำตาลในตลาดโลกเท่านั้น เพราะผลประกอบการรายไตรมาสมีความผันผวนค่อนข้างมาก โดยประเมินมูลค่าเหมาะสมได้ที่ 3.1 บาท (11XPER'24E) ทั้งนี้เรายังคงกำไรทั้งปีไว้ที่ 1,249 ล้านบาทไว้เท่าเดิม โดยกำไรสุทธิในช่วง FY1H24 คิดเป็นสัดส่วน 67% ของกำไรทั้งปี

### BUY

Fair price: Bt 3.1

Upside (Downside): +56%

#### Key Statistics

Bloomberg Ticker	KSL TB
Current Price (Bt)	1.99
Market Cap. (Bt m)	8,776
Shares issued (mn)	4,410
Par value (Bt)	0.50
52 Week high/low (Bt)	3.52/1.98
Foreign limit/ actual (%)	40/2.41
NVDR Shareholders (%)	1.8
Free float (%)	28.4
Number of retail holders	8,762
Dividend policy (%)	50
Industry	Agro&Food Industry
Sector	Food&Beverage
First Trade Date	07 Mar 2005
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	Certified
SET ESG Ratings	BBB

#### Major Shareholders

1 Mar 2024

Ksl Sugar Holding Co.Ltd.	33.3
Thai NVDR Co.Ltd.	3.4
Mr. Piripon Chinthammit	2.7
Mr. Chamroon Chinthammit	2.6
Mr. Chanachai Chutimavoraphand	2.6

#### Key Financial Summary

Year End (Oct)	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	16,329	18,449	16,024	16,732
Net Profit (Bt m)	1,321	904	1,249	1,348
NP Growth (%)	115%	-32%	38%	8%
EPS (Bt)	0.30	0.20	0.28	0.31
PER (x)	12.55	16.45	8.33	7.72
BPS (Bt)	4.84	4.89	5.13	5.36
PBV (x)	0.78	0.69	0.46	0.44
DPS (Bt)	0.10	0.05	0.07	0.07
Div. Yield (%)	2.7%	1.5%	2.9%	3.2%
ROA (%)	3.2%	2.3%	3.1%	3.3%
ROE (%)	6.2%	4.2%	5.5%	5.7%

Source: Pi Estimated

Analyst: Dome Kunprayoosawad

Registration No.10196

Email: dome.ku@pi.financial

# Stock Update

pi

11 JUNE 2024

**KSL** Khon Kaen Sugar Industry PCL

## Earnings review

(Bt m)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	%QoQ	%YoY
Revenue	6,302	4,263	4,156	3,337	4,232	26.8	(32.8)
Cost of sales	(5,395)	(4,139)	(3,542)	(2,400)	(3,462)	44.3	(35.8)
<b>Gross profit</b>	<b>907</b>	<b>124</b>	<b>614</b>	<b>938</b>	<b>770</b>	<b>(17.9)</b>	<b>(15.2)</b>
SG&A	(344)	(339)	(291)	(269)	(239)	(11.2)	(30.7)
Other (exp)/inc	-	-	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>563</b>	<b>(215)</b>	<b>323</b>	<b>669</b>	<b>531</b>	<b>(20.7)</b>	<b>(5.6)</b>
Finance cost	(119)	(129)	(120)	(135)	(164)	21.1	37.6
Other inc/(exp)	50	52	36	82	47	(42.6)	(6.6)
<b>Earnings before taxes</b>	<b>494</b>	<b>(292)</b>	<b>239</b>	<b>616</b>	<b>414</b>	<b>(32.7)</b>	<b>(16.1)</b>
Income tax	(63)	15	(0)	(124)	(93)	(24.4)	48.4
<b>Earnings after taxes</b>	<b>431</b>	<b>(277)</b>	<b>239</b>	<b>492</b>	<b>321</b>	<b>(34.8)</b>	<b>(25.5)</b>
Equity income	3	(3)	5	29	39	34.1	1,277.5
Minority interest	(12)	10	(8)	(11)	(4)	(67.1)	(68.8)
<b>Earnings from cont. operations</b>	<b>422</b>	<b>(270)</b>	<b>236</b>	<b>511</b>	<b>357</b>	<b>(30.2)</b>	<b>(15.6)</b>
Forex gain/(loss) & unusual items	(4)	105	(123)	2	(31)	N.M.	(91.3)
<b>Net profit</b>	<b>419</b>	<b>(165)</b>	<b>113</b>	<b>513</b>	<b>325</b>	<b>(36.6)</b>	<b>(22.4)</b>
EBITDA	922	(46)	484	1,090	855	(21.6)	(7.3)
Recurring EPS (Bt)	0.10	(0.06)	0.05	0.12	0.08	(30.2)	(15.6)
Reported EPS (Bt)	0.09	(0.04)	0.03	0.12	0.07	(36.6)	(22.4)
<b>Profits (%)</b>	<b>2Q23</b>	<b>3Q23</b>	<b>4Q23</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>chg QoQ</b>	<b>chg YoY</b>
Gross margin	14.4	2.9	14.8	28.1	18.2	(9.9)	3.8
Operating margin	8.9	(5.0)	7.8	20.1	12.5	(7.5)	3.6
Net margin	6.6	(3.9)	2.7	15.4	7.7	(7.7)	1.0

Source : Company Data, Pi Research

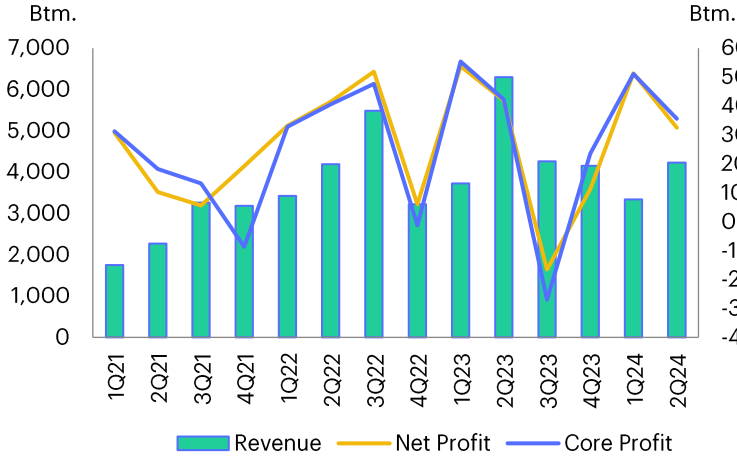
# Stock Update



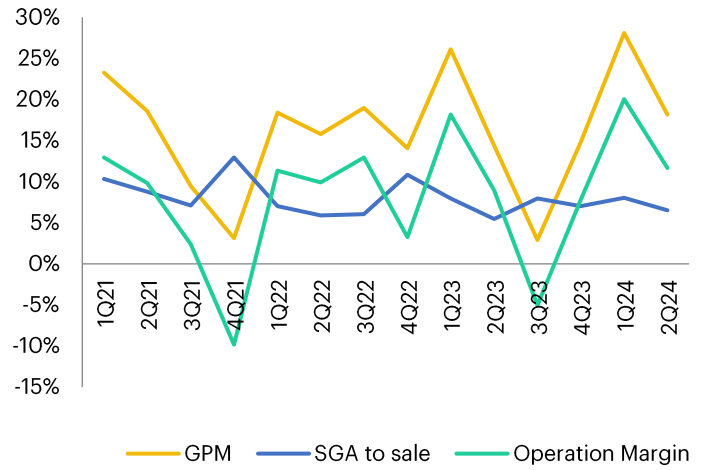
11 JUNE 2024

**KSL** Khon Kaen Sugar Industry PCL

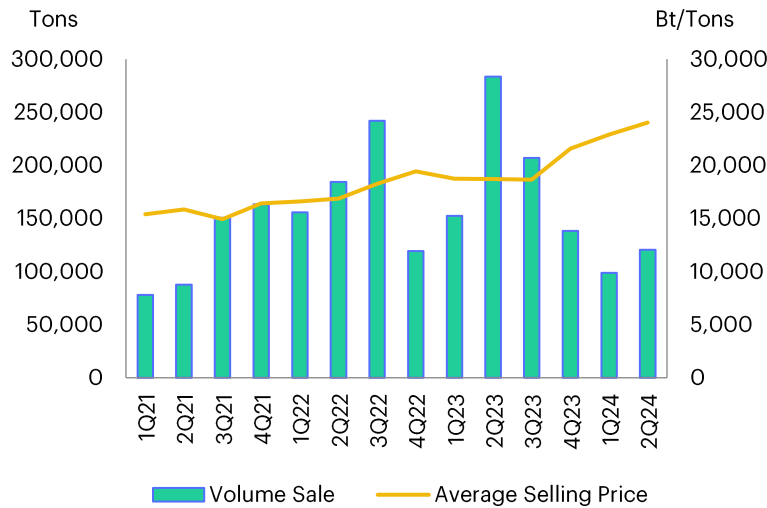
## รายได้ กำไรสุทธิ และกำไรปกติ รายไตรมาส



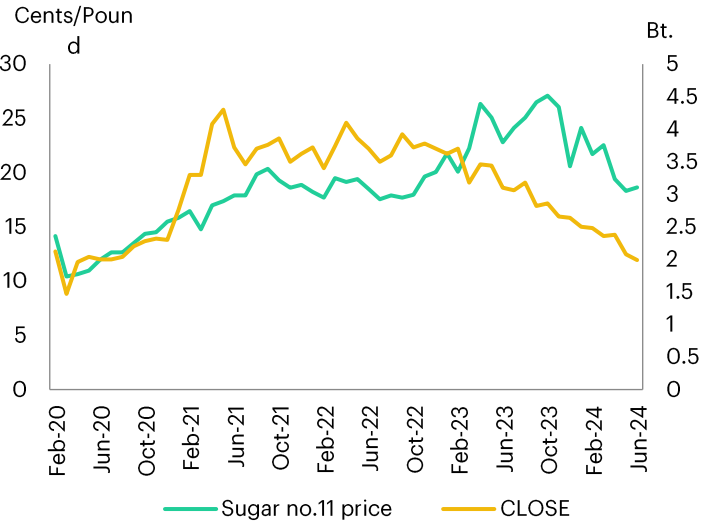
## อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ



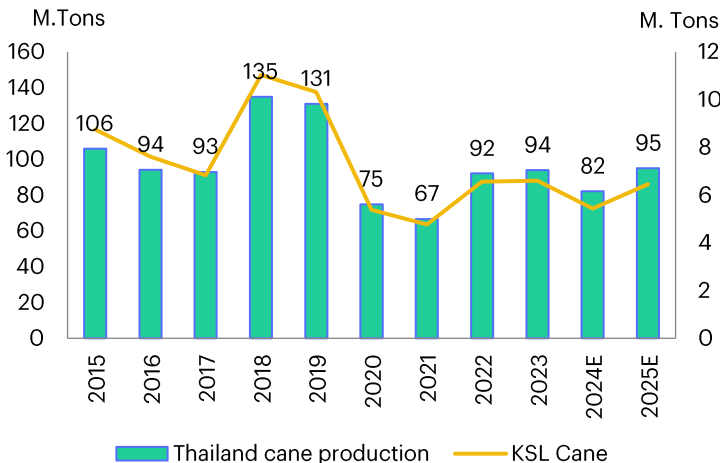
## ปริมาณและราคาขายรายไตรมาส



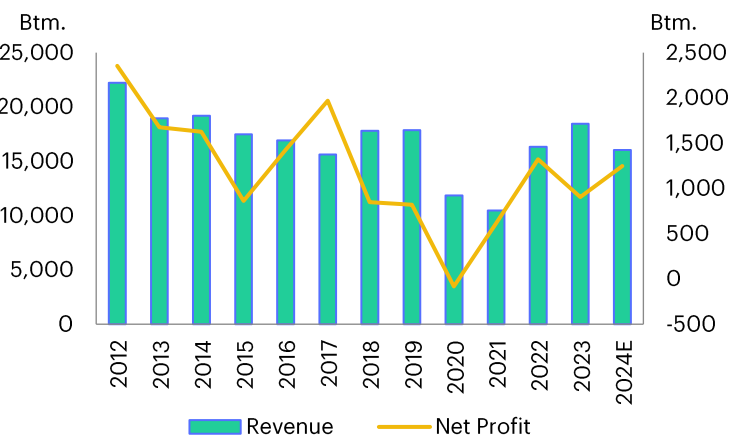
## ราคาน้ำตาลโลกกับราคาหุ้น KSL



## ปริมาณอ้อยประเทศไทยและส่วนของ KSL



## รายได้และกำไรสุทธิรายปี



Source: Pi research, company data, MOC

### Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Cash & equivalents	224	255	206	32	910
Accounts receivable	1,064	1,058	1,267	1,101	1,339
Inventories	2,707	2,740	2,131	1,859	2,008
Other current assets	785	1,760	967	850	910
<b>Total current assets</b>	<b>4,781</b>	<b>5,814</b>	<b>4,571</b>	<b>3,842</b>	<b>5,166</b>
Invest. in subs & others	4,823	5,032	4,443	4,443	4,443
Fixed assets - net	31,148	30,458	30,410	29,572	28,969
Other assets	770	347	375	350	357
<b>Total assets</b>	<b>41,521</b>	<b>41,650</b>	<b>39,798</b>	<b>38,206</b>	<b>38,935</b>
Short-term debt	10,727	7,274	7,062	5,327	5,759
Accounts payable	1,064	1,077	1,657	1,374	1,437
Other current liabilities	221	634	228	207	215
<b>Total current liabilities</b>	<b>12,012</b>	<b>8,985</b>	<b>8,948</b>	<b>6,907</b>	<b>7,411</b>
Long-term debt	7,816	9,408	7,314	6,889	5,976
Other liabilities	1,582	1,893	1,960	1,730	1,800
<b>Total liabilities</b>	<b>21,410</b>	<b>20,287</b>	<b>18,222</b>	<b>15,526</b>	<b>15,186</b>
Paid-up capital	2,205	2,205	2,205	2,205	2,205
Premium-on-share	2,946	2,946	2,946	2,946	2,946
Others	2,095	2,338	1,974	1,974	1,974
Retained earnings	12,334	13,401	13,968	15,071	16,141
Non-controlling interests	531	473	483	483	483
<b>Total equity</b>	<b>20,112</b>	<b>21,363</b>	<b>21,577</b>	<b>22,680</b>	<b>23,749</b>
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>41,521</b>	<b>41,650</b>	<b>39,798</b>	<b>38,206</b>	<b>38,935</b>
Income Statement (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	10,470	16,329	18,449	16,024	16,732
Cost of goods sold	(9,230)	(13,541)	(15,831)	(13,155)	(13,767)
<b>Gross profit</b>	<b>1,240</b>	<b>2,789</b>	<b>2,618</b>	<b>2,869</b>	<b>2,965</b>
SG&A	(1,024)	(1,170)	(1,270)	(1,152)	(1,193)
Other income / (expense)					
<b>EBIT</b>	<b>216</b>	<b>1,619</b>	<b>1,348</b>	<b>1,717</b>	<b>1,772</b>
Depreciation	1,092	1,180	1,103	1,088	1,102
<b>EBITDA</b>	<b>1,823</b>	<b>3,200</b>	<b>2,698</b>	<b>3,110</b>	<b>3,185</b>
Finance costs	(425)	(429)	(473)	(455)	(435)
Other income / (expense)	248	325	235	241	248
<b>Earnings before taxes (EBT)</b>	<b>39</b>	<b>1,515</b>	<b>1,110</b>	<b>1,504</b>	<b>1,585</b>
Income taxes	(92)	(391)	(152)	(235)	(247)
<b>Earnings after taxes (EAT)</b>	<b>(53)</b>	<b>1,125</b>	<b>958</b>	<b>1,269</b>	<b>1,338</b>
Equity income	267	76	12	63	63
Non-controlling interests	1	(8)	(17)	(8)	(8)
<b>Core Profit</b>	<b>215</b>	<b>1,193</b>	<b>954</b>	<b>1,324</b>	<b>1,392</b>
FX Gain/Loss & Extraordinary items	401	128	(50)	-	-
<b>Net profit</b>	<b>616</b>	<b>1,321</b>	<b>904</b>	<b>1,324</b>	<b>1,392</b>
EPS (Bt)	0.14	0.30	0.20	0.30	0.32

Cashflow Statement (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
CF from operation	395	2,428	2,908	2,592	2,167
CF from investing	31	(44)	168	(162)	(551)
CF from financing	(340)	(2,353)	(3,125)	(2,604)	(738)
<b>Net change in cash</b>	<b>86</b>	<b>31</b>	<b>(48)</b>	<b>(174)</b>	<b>878</b>

Valuation	2021	2022	2023	2024E	2025E
EPS (Bt)	0.14	0.30	0.20	0.30	0.32
Core EPS (Bt)	0.05	0.27	0.22	0.30	0.32
DPS (Bt)	0.03	0.10	0.05	0.07	0.08
BVPS (Bt)	4.6	4.8	4.9	5.1	5.4
EV per share (Bt)	7.8	7.5	6.6	5.5	5.2
PER (x)	26.1	12.6	16.4	9.2	8.7
Core PER (x)	74.6	13.9	15.6	9.2	8.7
PBV (x)	0.8	0.8	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	18.9	10.3	10.8	7.8	7.2
Dividend Yield (%)	0.8	2.7	1.5	2.7	2.8

Profitability Ratios (%)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Gross profit margin	11.8	17.1	14.2	17.9	17.7
EBITDA margin	17.4	19.6	14.6	19.4	19.0
EBIT margin	2.1	9.9	7.3	10.7	10.6
Net profit margin	5.9	8.1	4.9	8.3	8.3
ROA	1.5	3.2	2.3	3.5	3.6
ROE	3.1	6.2	4.2	5.8	5.9

Financial Strength Ratios	2021	2022	2023	2024E	2025E
Current ratio (x)	0.4	0.6	0.5	0.6	0.7
Quick ratio (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.9	0.8	0.7	0.5	0.5
Net Debt/Equity (x)	0.9	0.8	0.7	0.5	0.5
Interest coverage (x)	0.5	3.8	2.9	3.8	4.1
Inventory day (days)	107	74	49	52	53
Receivable day (days)	37	24	25	25	29
Payable day (days)	42	29	38	38	38
Cash conversion cycle (days)	102	68	36	39	44

Growth (% YoY)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	(11.7)	56.0	13.0	(13.1)	4.4
EBITDA	5.6	75.6	(15.7)	15.2	2.4
EBIT	(46.9)	650.8	(16.8)	27.4	3.2
Core profit	(7.0)	454.3	(20.1)	38.8	5.2
Net profit	(844.2)	114.6	(31.6)	46.5	5.2
EPS	(844.2)	114.6	(31.6)	46.5	5.2

Source : Company Data, Pi Research

### Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2023

#### CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่สามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฝาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100	▲▲▲▲▲▲▲▲	Excellent	ดีเลิศ
80-89	▲▲▲▲▲▲	Very Good	ดีมาก
70-79	▲▲▲▲	Good	ดี
60-69	▲▲▲	Satisfactory	ดีพอใช้
50-59	▲	Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

#### ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

#### IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

#### Stock Rating Definition

- BUY** The stock’s total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock’s total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock’s total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock’s expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นทศรูปและข้อเสนอแนะโดยมิได้เจตนาที่จะนำไปสู่การขึ้นนำแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้งายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย