

Khon Kaen Sugar Industry

(KSL.BK/KSL TB)

Outperform·Initiate

Price as of 15 Dec 2016	4.78
12M target price (Bt/shr)	5.40
Unchanged / Revised up (down) (%)	N.A.
Upside/downside (%)	13.0

Key messages

เราเริ่มดูแลหุ้น KSL ด้วยคำแนะนำซื้อ โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 5.40 บาท เราชอบแนวโน้มกำไรที่แข็งแกร่งจากราคาน้ำตาลที่ปรับตัวขึ้นในช่วงนี้ รวมถึงการดำเนินงานโรงไฟฟ้าที่กลับสู่ภาวะปกติ และปริมาณการผลิตเอทานอลที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะทำให้ EPS โตได้ถึง 43.4% CAGR ในช่วงปี 2560-2561E

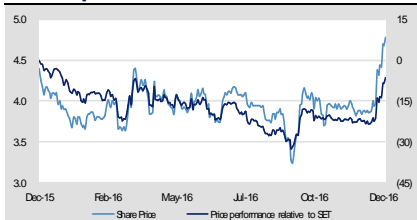
Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	21.1/589		
Outstanding shares (mn)	4,410		
Foreign ownership (mn)	1,529		
3M avg. daily trading (mn)	5		
52-week trading range (Bt)	3.2/4.8		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	32.8	24.5	7.7
Relative	29.3	16.5	(7.9)

Quarterly EPS

Bt	1Q	2Q	3Q	4Q
2013	0.09	0.13	0.14	0.02
2014	0.10	0.14	0.08	0.05
2015	0.09	0.11	0.05	(0.06)
2016	0.08	0.04	0.02	n.a.

Share price chart



Source: SET

เต็มความหวานให้พอร์ต

Event

เราเริ่มดูแลหุ้น KSL ด้วยคำแนะนำซื้อ โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 5.40 บาท เราชอบแนวโน้มกำไรที่แข็งแกร่งจากราคาน้ำตาลที่ปรับตัวขึ้นมาแรง รวมถึงการดำเนินงานที่กลับสู่ภาวะปกติ และปริมาณการผลิตเอทานอลที่เพิ่มขึ้น

Impact

ผลการดำเนินงานของธุรกิจน้ำตาลมีแนวโน้มแข็งแกร่งอย่างเห็นได้ชัด

เราคาดว่าธุรกิจน้ำตาลของ KSL จะแข็งแกร่งในปี 2560F ตามราคาน้ำตาลที่ปรับตัวขึ้นมาอยู่ที่ US\$18.5/lbs จาก US\$13.0/lbs ในช่วงต้นปี 2559 ทั้งนี้ โดยพื้นฐานอุตสาหกรรมน้ำตาลแล้ว บริษัทน้ำตาลจะทำการกำหนดราคาขายล่วงหน้าประมาณหนึ่งปีเพื่อคำนวณราคาขายให้อยู่กับเกษตรกร ดังนั้นราคาน้ำตาลที่แข็งแกร่งในช่วงนี้ก็จะสะท้อนในผลการดำเนินงานปี 2560 ของ KSL

ธุรกิจโรงไฟฟ้าและเอทานอลกำลังพลิกฟื้น

เนื่องจากภาวะภัยแล้งผ่านพ้นไปแล้ว เราคาดว่าโรงไฟฟ้าพลังงานไอน้ำของบริษัทจะกลับมาดำเนินการตามปกติที่ 290 วันในปี 2560 จาก 226 วันในปี 2559 ในขณะเดียวกัน เราก็มีมองว่าราคาขายไฟฟ้ามี downside จำกัด เนื่องจากไม่น่าจะมีการปรับลดค่า Ft ลงอีก เพราะราคาน้ำมันได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว ขณะเดียวกัน การที่โรงไฟฟ้ากลับมาอยู่ในภาวะปกติก็น่าจะช่วยให้ธุรกิจเอทานอลกลับมาปกติด้วย โดยเราคาดว่าปริมาณยอดขายจะเพิ่มขึ้น 4.6% เป็น 90 ล้านลิตร ในปี 2560 และคาดว่าราคาขายจะเพิ่มขึ้น 3.7% เนื่องจากการแข่งขันจากมันสำปะหลัง (วัตถุดิบหลักอีกหนึ่งตัวที่ใช้ในการผลิตเอทานอล) ลดลงหลังจากที่กระทรวงพาณิชย์เตรียมประกาศแผนการสนับสนุนราคามัน

คาดว่ากำไรสุทธิผ่านจุดต่ำสุดใน 4Q59 และ EPS จะโตถึง 43.4% CAGR ในช่วงปี 2560-2561F

เราคาดว่าผลประกอบการของ KSL ใน 4Q59 จะพลิกฟื้น YoY เป็นกำไรสุทธิ 113 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 30.8% QoQ โดยมีสาเหตุสำคัญมาจาก i) ปริมาณยอดขายเอทานอลที่แข็งแกร่ง และ ii) อัตราค่าไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น ขณะที่เราคาดว่า EPS ของ KSL จะโตถึง 43.4% CAGR ในปี 2060-61F ซึ่งปัจจัยขับเคลื่อนกำไรสำคัญจะมาจาก i) ราคาน้ำตาลที่สูงขึ้น ii) โรงไฟฟ้ากลับมาดำเนินการในระดับปกติ และ iii) ปริมาณยอดขายเอทานอลที่เพิ่มขึ้น

Valuation & Action

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2560 ของ KSL ไว้ที่ 5.40 บาท อิงจาก PER ปี 2560 ที่ 17.0x ซึ่งใกล้เคียงกับ PER เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังของ i) KSL ที่ 16.4x และ ii) กลุ่มอาหารที่ไม่รวม Charoen Pokphand Foods (CPF.BK/CPF TB)* และ Minor International (MINT.BK/MINT TB)* ที่ 17.6x ทั้งนี้ เนื่องจากเราคาดว่า EPS จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งถึง 43.4% CAGR ในปี 2560-2561 ดังนั้น เราจึงเริ่มดูแลหุ้น KSL ด้วยคำแนะนำซื้อ

Risks

มีการขอลดสัญญาแก่งกำไรสุทธิในตลาด futures น้ำตาลค่อนข้างสูงในปัจจุบัน ซึ่งอาจสร้างแรงกดดันให้กับราคาน้ำตาลในระยะสั้นได้

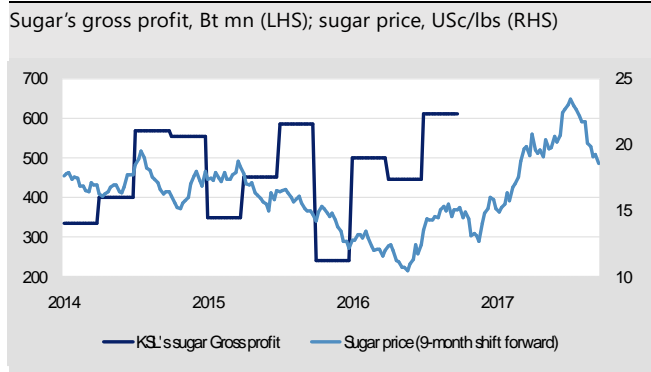
Key financials and valuations

	Oct-14A	Oct-15A	Oct-16F	Oct-17F	Oct-18F
Revenue (Bt mn)	19,185	18,866	16,254	18,812	19,721
Gross profit (Bt mn)	4,827	4,029	3,750	4,713	4,922
EBIT (Bt mn)	2,773	2,018	1,532	2,429	2,527
Net profit (Bt mn)	1,626	815	728	1,425	1,533
EPS (Bt)	0.41	0.20	0.17	0.32	0.35
DPS (Bt)	0.08	0.06	0.08	0.16	0.17
EPS growth (%)	(17.5)	(49.9)	(16.9)	91.2	7.6
P/E (x)	11.8	23.5	28.3	14.8	13.8
P/B (x)	1.5	1.4	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA (x)	10.5	12.6	14.8	11.0	10.8
Net Debt to Equity (x)	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
Dividend Yield (%)	1.7	1.2	1.8	3.4	3.6
Return on Avg. Equity (%)	12.7	5.3	4.5	8.4	8.6

Source: KGI Research

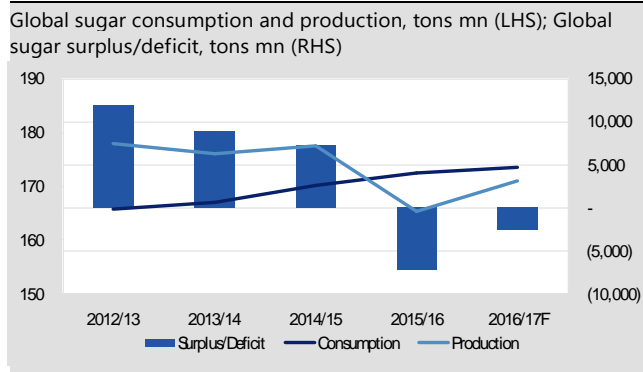
Pathompol Laowirayasak
02 658-8888 ext 8855
pathompoll@kgi.co.th

Figure 1: Bright 2017 sugar performance on rising sugar price



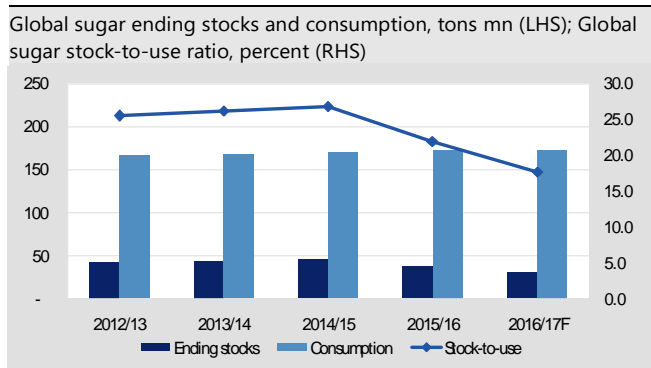
Source: Company data, Bloomberg, KGI Research

Figure 2: Sugar balance deficit for the second year



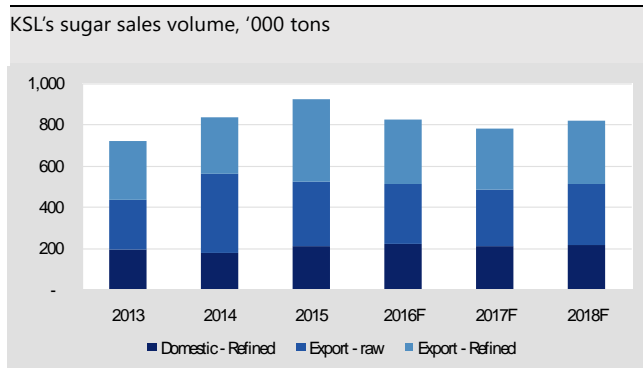
Source: USDA, KGI Research

Figure 3: Sugar stock-to-use at 7-year low



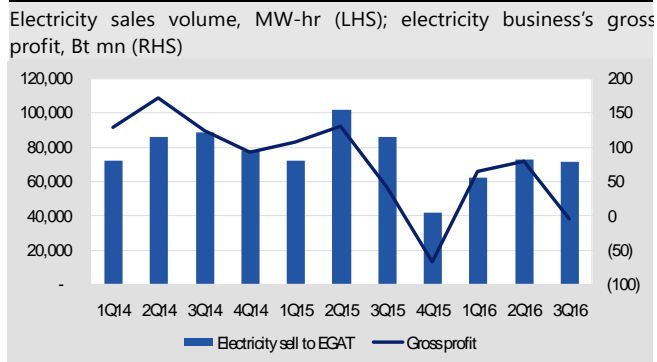
Source: USDA, KGI Research

Figure 4: Expect sugar sales volume to drop slightly in 2017F



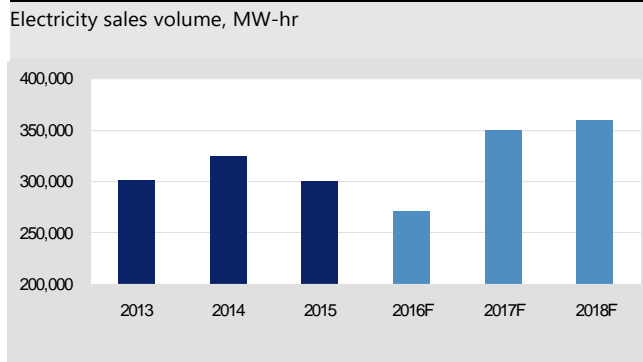
Source: Company data, KGI Research

Figure 5: Falling electricity volume eroded its profitability



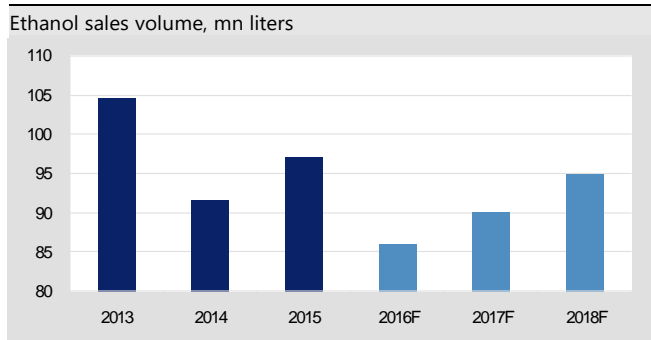
Source: Company data, KGI Research

Figure 6: Expect more electricity to be generated in 2017-18F



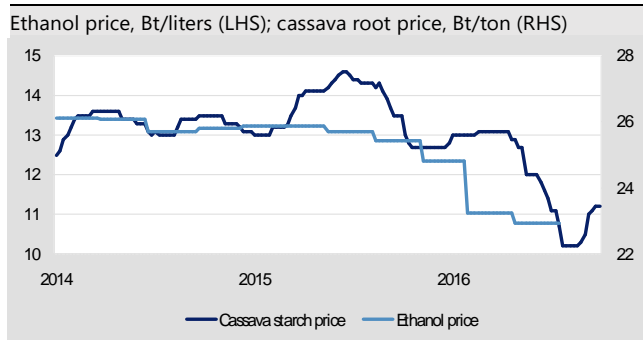
Source: Company data, KGI Research

Figure 7: There is upside for ethanol sales volume



Source: Company data, KGI Research

Figure 8: Bounce in cassava price

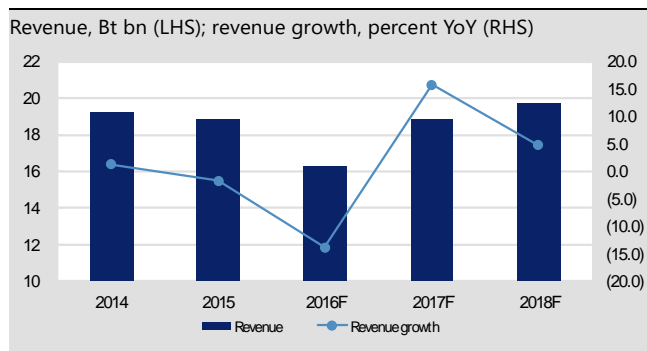


Source: Company data, Thai Tapioca Development Institute, KGI Research

Figure 9: 3Q16F earnings preview

Bt mn	4Q16F	4Q15	YoY (%)	3Q16	QoQ (%)
Sales	4,028	7,116	(43.4)	4,494	(10.4)
Costs of Sales	(3,191)	(6,318)	(49.5)	(3,658)	(12.8)
Gross Profit	838	798	5.0	836	0.2
SG&A Expense	(726)	(769)	(5.6)	(642)	13.1
EBIT	350	308	13.8	300	16.8
Pre-tax Profit	147	34	332.0	120	22.5
Corporate Tax	(29)	(8)	287.7	(34)	(13.6)
Pre-exceptional Profit	113	(273)	(141.5)	87	30.8
Minority Interest	-	-	n.a.	-	n.a.
Net Profit	113	(273)	n.a.	87	30.8
Norm. net profit	113	(132)	n.a.	87	30.8
Reported EPS	0.05	(0.06)	n.a.	0.02	156.7
Percent	4Q16F	4Q15	YoY (ppts)	4Q15	QoQ (ppts)
Gross margin	20.8	11.2	9.6	18.6	2.2
EBIT margin	8.7	4.3	4.4	6.7	2.0
SG&A/Sales	18.0	10.8	7.2	14.3	3.7

Source: Company data, KGI Research

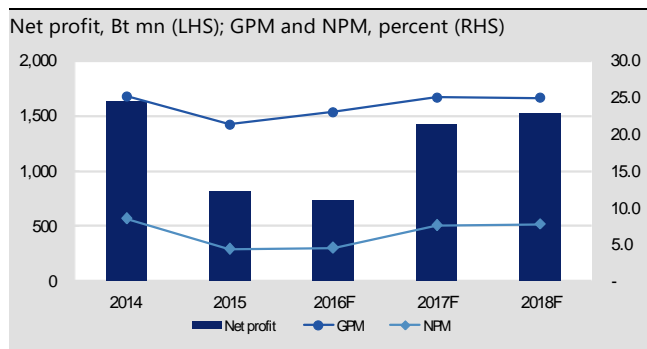
Figure 10: Hiccup in 2016 due to both volume and price


Source: Company data, KGI Research

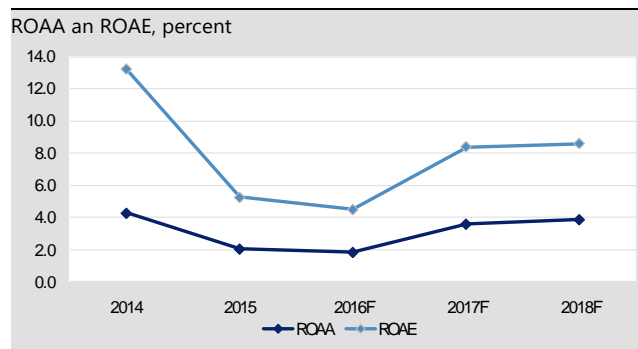
Figure 11: 2016-18 revenue forecast by products

Bt mn	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Sugar	13,154	13,020	12,319	14,485	15,209
% growth	7.1	(1.0)	(5.4)	17.6	5.0
Ethanol	2,374	2,497	2,032	2,205	2,328
% growth	2.0	5.2	(18.6)	8.5	5.6
Electricity	1,141	1,011	793	980	1,008
% growth	10.9	(11.3)	(21.6)	23.6	2.9
Others	2,516	2,338	1,109	1,142	1,177
% growth	(23.9)	(7.1)	(52.6)	3.0	3.0
Total	19,185	18,866	16,254	18,812	19,721
% growth	1.3	(1.7)	(13.8)	15.7	4.8

Source: Company data, KGI Research

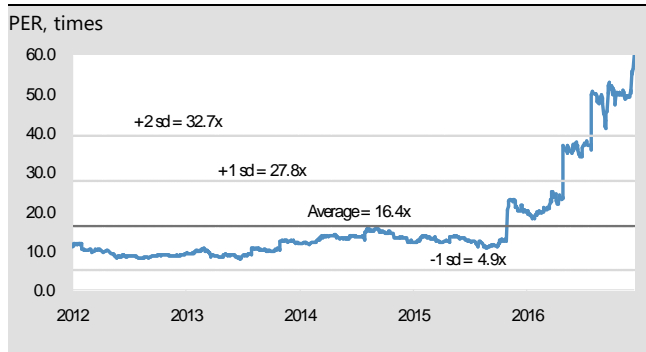
Figure 12: Profitability turnaround in 2017-18


Source: Company data, KGI Research

Figure 13: Increasing ROAE to 8.4-8.6% in 2017-18


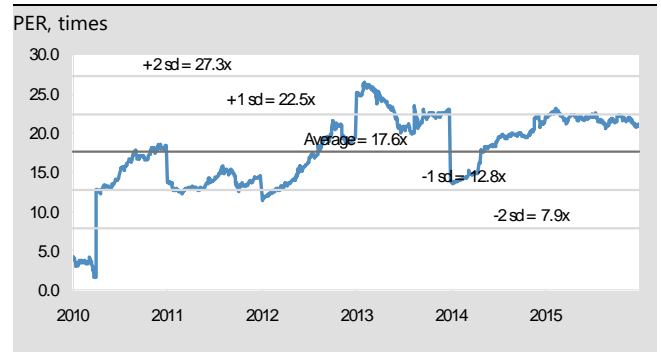
Source: Company data, KGI Research

Figure 14: 5-years average trading PER of KSL at 16.4x



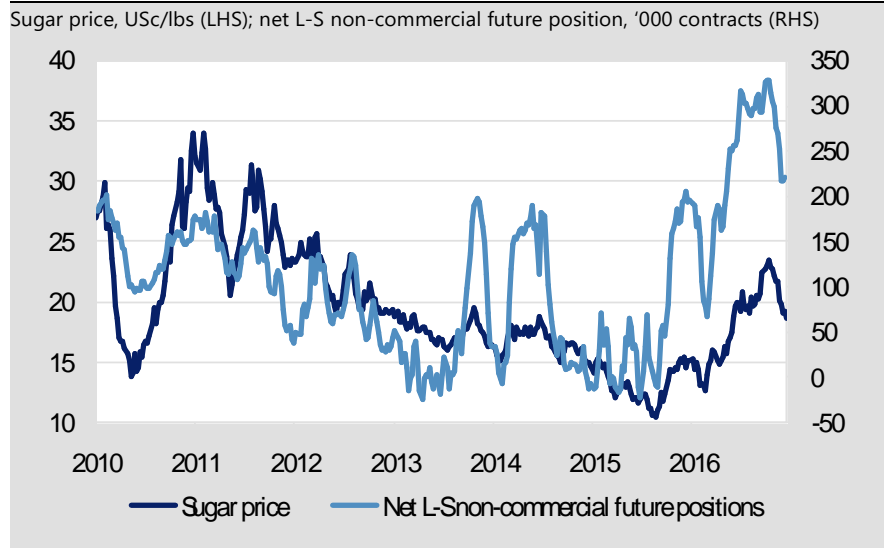
Source: Company data, KGI Research

Figure 15: 5-year average PER of food sector ex. CPF and MINT at 17.6x



Source: Company data, KGI Research

Figure 16: High net long sugar positions

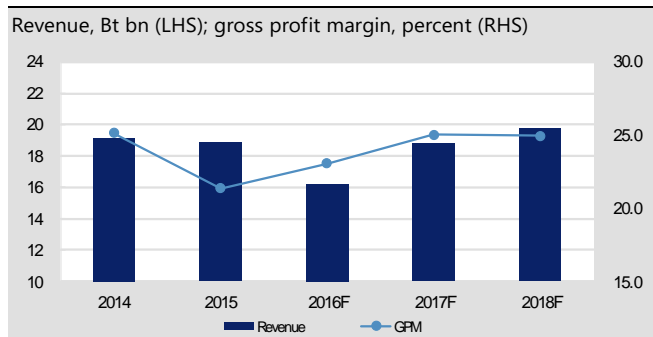


Source: Bloomberg, KGI Research

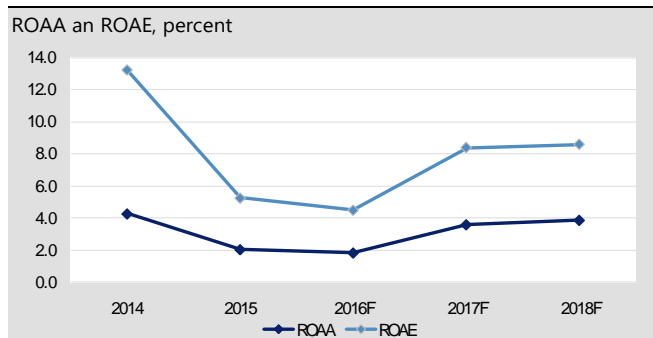
Figure 17: Company profile

Khon Kaen Sugar Industry (KSL) and its subsidiaries are Thailand's 4th largest sugar producing group. It produces and distributes sugar and by-pass products (such as electricity, ethanol and fertilizer) under five sugar mills locates in Khon Kaen, Loei, Kanchanaburi and Chonburi, with total sugar cane crushing capacity of 110,000 tons cane per day, ethanol production capacity of 350,000 liters per day and power generation capacity for selling to EGAT of 50 MW. It has also been granted sugar cane plantation concession from Laos and Cambodia, which it has total crushing capacity of 9,000 tons of cane per day.

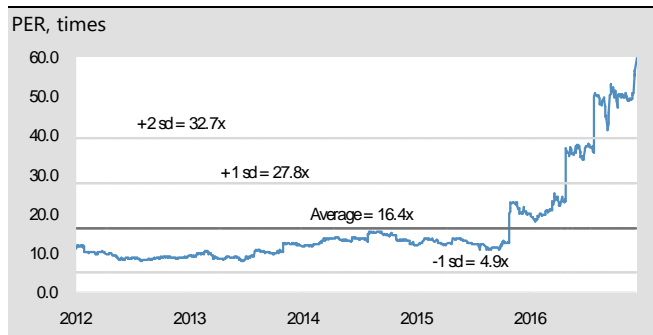
Source: Company data, KGI Research

Figure 19: Revenue and gross profit margin


Source: Company data, KGI Research

Figure 21: Company ROAA and ROAE


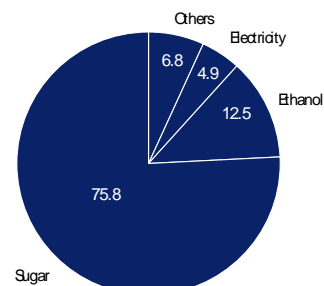
Source: Company data, KGI Research

Figure 23: 2012-16 trailing PER


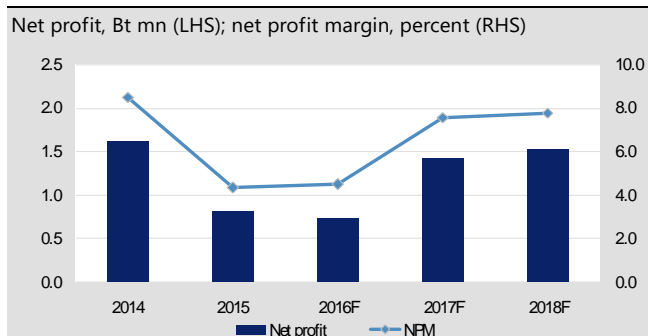
Source: Bloomberg, KGI Research

Figure 18: 2016F revenue contribution by products

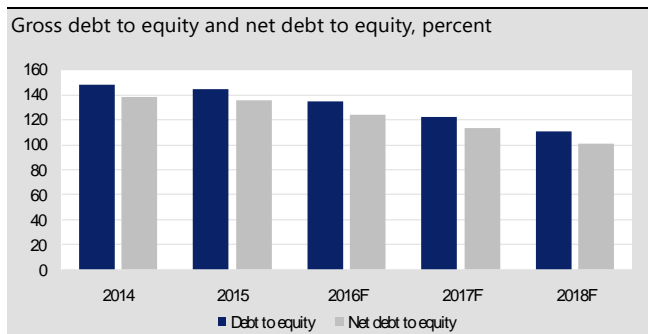
Contribution, percent



Source: Company data, KGI Research

Figure 20: Net profit would turnaround in 2017F


Source: Company data, KGI Research

Figure 22: Well-leveraged balance sheet


Source: Company data, KGI Research

Figure 24: Trading at 1.5x PBV 2016F

PBV, times



Source: Bloomberg, KGI Research

Quarterly Income Statement

(Bt mn)	Jan-14A	Apr-14A	Jul-14A	Oct-14A	Jan-15A	Apr-15A	Jul-15A	Oct-15A	Jan-16A	Apr-16A	Jul-16A
Revenue	3,638	3,790	4,771	6,985	3,154	4,087	4,509	7,116	3,792	3,939	4,494
Cost of Goods Sold	(2,489)	(2,448)	(3,550)	(5,953)	(2,042)	(2,974)	(3,502)	(6,318)	(2,671)	(2,983)	(3,658)
Gross Profit	1,149	1,342	1,221	1,032	1,112	1,112	1,007	798	1,121	956	836
Operating Expenses	(596)	(553)	(547)	(756)	(632)	(626)	(645)	(769)	(648)	(696)	(642)
Other incomes	-	-	-	-	107	194	82	279	65	84	106
Operating Profit	554	789	674	276	587	680	443	308	538	343	300
Depreciation of fixed assets	387	361	149	141	352	394	258	248	417	392	194
Operating EBITDA	940	1,150	823	417	939	1,074	701	556	956	735	494
Non-Operating Income	77	106	33	220	13	25	12	(35)	5	9	4
Interest Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Non-op Income	77	106	33	220	13	25	12	(35)	5	9	4
Non-Operating Expenses	(181)	(211)	(226)	(216)	(197)	(209)	(205)	(238)	(180)	(181)	(185)
Interest Expense	(181)	(211)	(226)	(216)	(197)	(209)	(205)	(238)	(180)	(181)	(185)
Other Non-op Expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Investment Income/(Loss)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pre-tax Profit	450	685	481	280	403	495	250	34	363	172	120
Current taxation	(8)	(17)	(60)	(25)	(14)	(54)	(17)	(8)	(18)	(6)	(34)
Minorities	(15)	(41)	(62)	(42)	6	23	(5)	(158)	4	13	1
Extraordinary items	-	-	-	-	-	-	-	(141)	-	-	-
Net Profit	427	627	358	213	396	464	228	(273)	349	179	87
EPS(Bt)	0.10	0.14	0.08	0.05	0.09	0.11	0.05	(0.06)	0.08	0.04	0.02
Margins (%)											
Gross profit margin	31.6	35.4	25.6	14.8	35.3	27.2	22.3	11.2	29.6	24.3	18.6
Operating margin	15.2	20.8	14.1	3.9	18.6	16.6	9.8	4.3	14.2	8.7	6.7
Operating EBITDA margin	25.8	30.3	17.3	6.0	29.8	26.3	15.5	7.8	25.2	18.7	11.0
Net profit margin	11.7	16.5	7.5	3.1	12.6	11.4	5.1	(3.8)	9.2	4.5	1.9
Growth (%)											
Revenue growth	(17.6)	(20.7)	(22.4)	94.2	(13.3)	7.8	(5.5)	1.9	20.2	(3.6)	(0.3)
Operating growth	68.5	91.7	(7.6)	26.8	6.1	(13.9)	(34.2)	11.6	(8.3)	(49.5)	(32.3)
Operating EBITDA growth	38.2	61.3	(1.8)	40.6	(0.1)	(6.7)	(14.8)	33.4	1.8	(31.6)	(29.6)
Net profit growth	9.6	7.3	(41.5)	140.2	(7.4)	(26.0)	(36.4)	n.a.	(11.8)	(61.5)	(62.0)

Source: Company data, KGI Research

Peer comparison – Key valuation stats

	Rating	Target price (Bt)	Current price (Bt)	Upside (%)	15 EPS (Bt)	16F EPS (Bt)	17F EPS (Bt)	16 EPS growth (%)	17F EPS growth (%)	16F PER (x)	17F PER (x)	16F PBV (X)	17F PBV (X)	16F Div Yield (%)	16F ROAE (%)
KSL	CP	5.40	4.78	13.0	0.20	0.17	0.32	(15.0)	88.2	28.1	14.9	1.5	1.4	1.7	4.5
CFP*	CP	42.00	27.50	52.7	1.50	2.05	1.82	37.0	(11.2)	13.4	15.1	1.6	1.6	3.6	12.6
TVO*	N	31.50	39.50	(20.3)	2.35	3.15	2.28	33.8	(27.6)	12.5	17.3	4.0	3.9	6.4	30.3
GFPT	N	15.20	14.10	7.8	0.95	1.18	1.19	23.6	0.7	12.0	11.9	1.7	1.6	2.5	14.1
TU**	NR	25.17	20.20	24.6	1.11	1.21	1.43	9.0	18.2	16.7	14.1	1.9	1.8	3.1	13.0
Average					1.22	1.55	1.41	26.9	(9.3)	16.5	14.7	2.2	2.0	3.5	14.9

Source: KGI Research

**Bloomberg consensus

Balance Sheet

As of 31 Oct (Bt mn)	Oct-14A	Oct-15A	Oct-16F	Oct-17F	Oct-18F
Total Assets	40,134	40,176	39,713	39,628	39,570
Current Assets	8,238	8,103	7,505	7,997	8,631
Cash & ST Investments	1,490	1,391	1,789	1,516	1,839
Inventories	4,348	4,109	3,426	3,863	4,055
Accounts Receivable	2,182	2,366	2,048	2,371	2,485
Others	217	237	242	247	252
Non-current Assets	31,896	32,073	32,208	31,631	30,939
LT Investments	4,285	4,439	4,661	4,801	4,945
Net fixed Assets	27,088	26,976	26,876	26,145	25,296
Others	523	658	671	685	699
Total Liabilities	25,301	24,687	23,577	22,692	21,779
Current Liabilities	14,322	9,156	12,508	10,611	10,684
Accounts Payable	2,380	1,473	1,233	1,391	1,460
ST Borrowings	11,751	7,483	11,195	9,130	9,130
Others	191	200	80	90	95
Long-term Liabilities	10,979	15,532	11,069	12,081	11,094
Long-term Debts	10,270	14,936	10,649	11,649	10,649
Others	709	596	420	433	446
Shareholders' Equity	14,833	15,488	16,137	16,935	17,792
Common Stock	1,705	2,005	2,205	2,205	2,205
Capital Surplus	2,946	2,946	2,946	2,946	2,946
Retained Earnings	8,161	7,351	7,735	8,447	9,213
Non-controlling interests	2,021	2,079	2,162	2,249	2,339

Source: Company date; KGI Research

Key ratio

Year to 31 Oct (Bt mn)	Oct-14A	Oct-15A	Oct-16F	Oct-17F	Oct-18F
Forecast Drivers					
Growth (% YoY)					
Sales	1.3	(1.7)	(13.8)	15.7	4.8
OP	12.6	(27.2)	(24.1)	58.5	4.0
EBITDA	15.4	(16.3)	(13.4)	32.7	3.1
NP	(3.0)	(49.9)	(10.7)	95.7	7.6
EPS	(17.5)	(49.9)	(16.9)	91.2	7.6
Profitability (%)					
Gross Margin	25.2	21.4	23.1	25.1	25.0
Operating Margin	14.5	10.7	9.4	12.9	12.8
EBITDA Margin	20.4	17.3	17.4	20.0	19.7
Net Profit Margin	8.5	4.3	4.5	7.6	7.8
ROAA	4.3	2.0	1.8	3.6	3.9
ROAE	12.7	5.3	4.5	8.4	8.6
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	197.5	184.1	168.7	154.5	140.9
Net Debt/Equity (%)	169.9	165.0	152.8	138.6	125.8
Interest Coverage (x)	3.3	2.4	2.1	3.5	3.8
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
Cash Flow Interest Coverage (x)	1.9	1.7	3.6	3.1	4.0
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
Current Ratio (x)	0.6	0.9	0.6	0.8	0.8
Quick Ratio (x)	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
Net Debt (Bt mn)	21,765	22,131	21,358	20,363	19,440
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
CFPS	1.0	0.8	0.5	0.6	0.7
BVPS	3.2	3.3	3.2	3.3	3.5
SPS	4.8	4.7	3.8	4.3	4.5
EBITDA/Share	1.0	0.8	0.7	0.9	0.9
DFS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Activity					
Asset Turnover (x)	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
Days Receivables	29.1	44.0	49.6	42.9	44.9
Days Inventory	101.6	104.0	110.0	94.3	97.6
Days Payable	59.3	47.4	39.5	34.0	35.1
Cash Cycle	71.5	100.6	120.0	103.2	107.4

Source: Company date; KGI Research

Profit & loss

Year to 31 Oct (Bt mn)	Oct-14A	Oct-15A	Oct-16F	Oct-17F	Oct-18F
Revenue	19,185	18,866	16,254	18,812	19,721
Cost of Goods Sold	(14,358)	(14,837)	(12,503)	(14,099)	(14,799)
Gross Profit	4,827	4,029	3,750	4,713	4,922
Operating Expenses	(2,500)	(2,672)	(2,712)	(2,802)	(2,939)
Other incomes	447	661	494	518	544
Operating Profit	2,773	2,018	1,532	2,429	2,527
Depreciation of fixed assets	1,131	1,252	1,300	1,331	1,349
Operating EBITDA	3,905	3,270	2,832	3,759	3,876
Non-Operating Income	0	0	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
Non-Operating Expenses	(834)	(849)	(731)	(695)	(662)
Interest Expense	(834)	(849)	(731)	(695)	(662)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	(11)	14	0	0	0
Pretax Income	1,928	1,183	801	1,734	1,865
Current taxation	(109)	(93)	(87)	(173)	(187)
Minorities	(159)	(134)	14	(136)	(146)
Extraordinary items	(34)	(141)	0	0	0
Net Profit	1,626	815	728	1,425	1,533
Norm. Profit	1,660	956	728	1,425	1,533
EPS(Bt)	1.0	0.2	0.2	0.3	0.3

Source: Company date; KGI Research

Cash flow

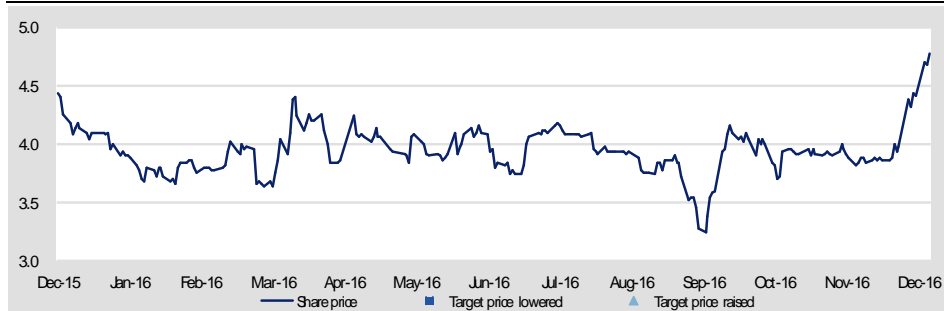
Year to 31 Oct (Bt mn)	Oct-14A	Oct-15A	Oct-16F	Oct-17F	Oct-18F
Operating Cash Flow	1,598	1,409	2,664	2,158	2,644
Net Profit	1,626	815	728	1,425	1,533
Depreciation & Amortization	1,131	1,252	1,300	1,331	1,349
Change in Working Capital	(2,278)	(1,743)	761	(602)	(237)
Others	1,118	1,085	(125)	5	(0)
Investment Cash Flow	(3,195)	(931)	(1,635)	(550)	(1,058)
Net CAPEX	(2,650)	(965)	(1,200)	(600)	(500)
Change in LT Investment	0	0	(222)	(140)	(144)
Change in Other Assets	(545)	34	(213)	190	(414)
Free Cash Flow	(1,597)	478	1,029	1,609	1,586
Financing Cash Flow	1,655	(446)	(831)	(1,678)	(1,663)
Change in Share Capital	0	0	200	0	0
Net Change in Debt	2,364	33	(750)	(1,052)	(987)
Change in Other LT Liab.	(709)	(479)	(281)	(626)	(676)
Net Cash Flow	57	32	198	(70)	(77)

Source: Company date; KGI Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- $\frac{\text{COGS}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Operating Exp.}}{\text{Revenue}}$	= Operating Margin
Oct-14A	68.9%	5.9%	13.0%	12.1%
Oct-15A	72.0%	6.6%	14.2%	7.2%
Oct-16F	68.9%	8.0%	16.7%	6.4%
Oct-17F	67.9%	7.1%	14.9%	10.2%
Oct-18F	68.2%	6.8%	14.9%	10.1%
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= Capital Turnover
Oct-14A	21.6%	1.41	0.03	0.60
Oct-15A	26.5%	1.43	0.03	0.58
Oct-16F	26.1%	1.65	0.04	0.51
Oct-17F	25.7%	1.39	0.04	0.59
Oct-18F	25.8%	1.28	0.04	0.63
Year	Operating Margin	x Capital Turnover	x Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
Oct-14A	12.1%	0.6	94.34	6.91
Oct-15A	7.2%	0.6	92.17	3.83
Oct-16F	6.4%	0.5	89.10	2.91
Oct-17F	10.2%	0.6	90.00	5.43
Oct-18F	10.1%	0.6	90.00	5.74

Source: Company date; KGI Research

Khon Kaen Sugar Industry – Recommendation & target price history


Source: KGI Research

KGI Locations

China	Shanghai	Room 1907-1909 , Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).1.3
Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.