

## บมจ. น้ำตาลขอนแก่น (KSL)

“คาดน้ำตาลโลกปี 18/19 ขาดดุล 1.3 ล้านตัน”

Share Price: Bt3.12

**HOLD** Target Price Y19F: 3.18 (+2%)

Previous Target Price: Bt4.56

### คาดการณ์น้ำตาลในตลาดโลกปี 18/19 จะกลับมาอยู่ในภาวะขาดดุล

ภาพรวมน้ำตาลในตลาดโลกสำหรับฤดูกาลผลิตปี 18/19 เริ่มเห็นสัญญาณบวกบ้างแล้ว หลังจากหน่วยงาน F.O.Lichts มีการประเมินถึงปริมาณผลผลิตที่คาดว่าจะลดลง -4%YoY มาอยู่ที่ระดับ 184.5 ล้านตัน จากการลดลงของผลผลิตจากประเทศอินเดีย (จากการลดลงของพื้นที่ปลูกและความต้องการใช้เอทานอลมากขึ้น) และบราซิล (ที่มีการนำอ้อยไปทำเป็นเอทานอลมากขึ้นเช่นกัน) ขณะที่ในแง่การบริโภคมีการประเมินว่าจะเพิ่มขึ้นประมาณ 2%YoY มาอยู่ที่ 186.3 ล้านตัน ทำให้รวมแล้วอุตสาหกรรมน้ำตาลจะมีภาวะขาดดุลประมาณ 1.3 ล้านตัน ซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกสำหรับราคาน้ำตาลในตลาดโลกที่จะมีโอกาสปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ เหมือนที่เคยเกิดในช่วงปี 15-17 ที่เป็นช่วงที่อุตสาหกรรมน้ำตาลโลกอยู่ในภาวะขาดดุลเช่นกัน อย่างไรก็ตามในระยะสั้นทาง KSL มองว่าด้วยปัจจัยภายนอกอย่างภาวะเศรษฐกิจที่มีความกังวลถึงการเติบโตส่งผลให้ราคาน้ำตาลในตลาดโลกจะเคลื่อนไหวในรอบ 12-16 Cents/Pound เท่านั้น

### คาดอ้อยเข้าหีบปี 19 อยู่ในกรอบ 10-11 ล้านตัน

สำหรับปริมาณผลผลิตอ้อยของทาง KSL นั้นคาดว่าจะมีปริมาณอ้อยเข้าหีบประมาณ 10-11 ล้านตันอ้อย ลดลงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับปี 18 ที่มีปริมาณ 11.03 ล้านตันอ้อยเนื่องจากผลของปริมาณอ้อยทั่วประเทศที่คาดว่าจะลดลงมาอยู่ที่ระดับ 120-125 ล้านตันอ้อยจากที่มีกว่า 134 ล้านตันอ้อย แต่ในแง่ปริมาณขายน้ำตาลคาดว่าจะใกล้เคียงเดิมที่ระดับ 1.1 ล้านตันเนื่องจากมีสต็อกน้ำตาลที่ยกมาจากสิ้นปี 18 กว่า 0.29 ล้านตัน (เทียบกับสต็อกน้ำตาล ณ สิ้นปี 17 ที่มีเพียง 0.16 ล้านตัน ส่วนธุรกิจไฟฟ้าคาดปริมาณขายอยู่ที่ระดับ 310,000-340,000 MW-HR ใกล้เคียงกับปี 18 เช่นกัน ทั้งนี้ KSL มีการหยุดดำเนินการธุรกิจน้ำตาลที่ประเทศกัมพูชาชั่วคราวเนื่องจากราคาขายน้ำตาลสูงกว่าต้นทุนการปลูกอ้อยแล้วโดยธุรกิจในต่างประเทศจะเหลือแต่ที่ประเทศลาวเท่านั้น (แต่จะทำให้ผลขาดทุนจากต่างประเทศลดลงเนื่องจากธุรกิจที่กัมพูชาขาดทุนกว่า 170 ลบ.)

### ปรับประมาณการลงอีกรอบ พร้อมแนะนำ “ถือ”

เราปรับประมาณการของ KSL อีกครั้งโดยคาดปรับลดทั้งรายได้และกำไรสุทธิลงมาอยู่ที่ 15,892 ลบ. (-11%YoY) และ 826 ลบ. (-3%YoY) โดยคาดว่ารายได้ที่ลดลงเกิดจากผลกระทบของราคาขายที่คาดว่าจะลดลงมาอยู่ที่ 14 Cents/Pound ส่วนกำไรสุทธิแม้ว่าจะลดลงแต่หากไม่รวมรายได้พิเศษที่เข้ามาในปี 18 กว่า 700 ลบ. กำไรปกติจะเพิ่มขึ้นอย่างมา

สำหรับคำแนะนำการลงทุน แม้ว่าจะมีปัจจัยบวกจากภาพรวมน้ำตาลโลกที่มีโอกาสจะเข้าสู่ภาวะขาดดุล แต่ด้วยราคาปิดที่มีส่วนต่างกับมูลค่าเหมาะสมที่เราประเมินไว้ที่ 3.18 บาท (17XPER'19E) เพียง 2% เราจึงแนะนำ “ถือ” เท่านั้น อย่างไรก็ตามหากราคาน้ำตาลในตลาดโลกปรับตัวเพิ่มขึ้นนักลงทุนสามารถเก็งกำไรในประเด็นดังกล่าวได้ ทั้งนี้ KSL ประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับปี 18 จำนวน 0.05 บาท/หุ้น ขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 4 มี.ค. และจ่ายเงินปันผลวันที่ 20 มี.ค.

#### Key Statistics

Bl oomberg Ti cker	KSL TB
Market Cap. (Bt m)	13,760
Shares i ssued (mm)	4,410
Par value (Bt)	0.50
52 Week hi gh/l ow (Bt)	4.60/2.94
Forei gn li mit/ actual (%)	40/4.54
NVDR Shar ehol ders (%)	3.1
Free flo at (%)	29.1
Number of retail hol ders	6,059
Di vi dend poli cy (%)	50
I ndustry	Agro&Food I ndustry
Sect or	Food&Bever age
First Trade Date	07 Mar 2005
2018 CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	Certified

#### Major Shareholders

บจ.เคเอสแอล ซูการ์ โฮลดิ้ง	33.3
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	2.9
นายชนะชัย ชุตินาทรพันธ์	2.6
น.ส.ดวงดาว ชินธรรมมิตร	2.3
น.ส.ดวงแข ชินธรรมมิตร	2.3

#### Key Financial Summary

Year End Oct.	2016A	2017A	2018A	2019E
Revenue (Bt m)	16,911	15,623	17,813	15,943
Net Profit (Bt m)	1,426	1,970	848	826
NP Growth (%)	66%	38%	-57%	-3%
EPS (Bt)	0.32	0.45	0.19	0.19
PER (x)	13.5	12.7	18.5	16.7
BPS (Bt)	3.8	4.1	4.2	4.4
PBV (x)	1.2	1.4	0.8	0.7
DPS (Bt)	0.10	0.05	0.05	0.07
Di v. Yi el d (%)	2.3%	0.9%	1.4%	2.1%
ROA (%)	3.7%	4.6%	1.9%	1.8%
RCE (%)	8.6%	10.9%	4.5%	4.3%

Source: KSL, CGS Estimates

Analyst: Dome Kunprayoosawad

Registration No. 10196

Tel. +66 2205 7000 ext. 4405

## 2018 Corporate Governance Report by Thai Institute of Directors Association (IOD)

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้นผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน อนึ่ง เนื่องด้วยผลการสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้นผลสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์ คันทรี กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

### เกณฑ์การจัดอันดับบริษัท

★★★★★														
Excellent (ดีเลิศ)														
ระดับคะแนน 90 — 100%														
ADVANC	BCP	CNT	DTAC	GPSC	JSP	MAKRO	OISHI	PSH	RATCH	SCCC	SVI	TIP	TSTH	WINNER
AKP	BCPG	COL	DTC	GRAMMY	KBANK	MBK	OTO	PSL	ROBINS	SDC	SYNTEC	TISCO	TTCL	
AMATA	BRR	CPF	EA	GUNKUL	KCE	MCOT	PCSGH	PTG	S & J	SE-ED	TASCO	TKT	TU	
AMATAV	BTS	CPI	EASTW	HANA	KKP	MINT	PDJ	PTT	SABINA	SIS	TCAP	TMB	TVD	
ANAN	BWG	CPN	EGCO	HMPRO	KSL	MONO	PG	PTTEP	SAMART	SITHAI	THAI	TNDT	UAC	
AOT	CFRESH	CSL	GC	ICC	KTB	MTC	PHOL	PTTGC	SAMTEL	SNC	THANA	TOP	UV	
AP	CHO	CSS	GEL	ICHI	KTC	NCL	PLANB	PYLON	SAT	SPALI	THANI	TRC	VGI	
BAFS	CK	DELTA	GFPT	INTUCH	LHFG	NKI	PLANET	Q-LON	SC	SPRC	THCOM	TRU	VIH	
BANPU	CKP	DEMCO	GCC	IRPC	LIT	NVD	PPS	QH	SCB	SSSC	THIP	TRUE	WACOAL	
★★★★														
Very Good (ดีมาก)														
ระดับคะแนน 80 — 89%														
2S	ASK	BPP	DCORP	GULF	DOOL	MFEC	PDI	SANKO	TCC	TOA	UOBKH			
AAV	ASN	BROOK	DDD	HARN	KTIS	MK	PJW	SAWAD	TEAM	TOG	UP			
ACAP	ASP	BTW	EASON	HPT	L&E	MOONG	PLAT	SCG	TFG	TPA	UPF			
AGE	ATP30	CBG	ECF	HTC	LANNA	MSC	PM	SCI	TFMAMA	TPAC	UPOIC			
AH	AU	CEN	ECL	HYDRO	LDC	MTI	PORT	SCN	THRE	TPBI	UT			
AHC	AUCT	CENTEL	EE	ICN	LH	NCH	PPP	SE	TICON	TPCORP	UWC			
AIRA	AYUD	CGH	EPG	ILINK	LHK	NEP	PREB	SEAFSCO	TIPCO	TRITN	VNT			
AIT	BA	CHEWA	ERW	INET	LOXLEY	NINE	PRECHA	SEAOL	TK	TRT	WHAUP			
AKR	BBL	CHG	ETE	IRC	LRH	NOBLE	PRINC	SELIC	TKN	TSE	WICE			
ALLA	BDMS	CHOW	FN	ITD	LST	KOK	PRM	SENA	TKS	TSR	WIJK			
ALT	BEC	CI	FNS	JAS	M	NSI	PT	SFP	TM	TSTE	XO			
AMA	BEM	CIMBT	FORTH	JCKH	MACO	NTV	QLT	SIAM	TMC	TTA	YUASA			
AMANAH	BFIT	CNS	FPI	JKN	MAJOR	NWR	RICHY	SINGER	TMI	TTW	ZMICO			
APCO	BFRIM	COM7	FSMART	JWD	COM8	MALÉE	OCC	RML	SIRI	TMILL	TVI			
AQUA	BIZ	COMAN	FVC	K	MBKET	OGC	RS	SKE	TMT	TVO				
ARIP	BJC	CPALL	GBX	KBS	MC	ORI	RWI	SMK	TNITY	TWP				
ARROW	BJCHI	CSC	GCAP	KCAR	MEGA	PAP	S	SMPC	TNL	TWPC				
ASIA	BLA	CSP	GLOBAL	KGI	METCO	PATO	S11	SMT	TNP	U				
★★★														
Good (ดี)														
ระดับคะแนน 70 — 79%														
7UP	BEAUTY	CITY	EMC	GTB	JTS	MDX	PF	RPC	SPCG	THG	UNIQ			
ABICO	BGT	CMO	DPCO	GYT	JUBILE	META	PICO	RPB	SPG	THMUI	VCOM			
ABM	BH	CMR	DSSO	HTECH	KASET	MILL	PIMO	SAMCO	WQ	TIC	VIBHA			
AEC	BIG	COLOR	ESTAR	IFS	KCM	MJD	PK	SAPPE	SRICHA	TITLE	VPO			
AEONTS	BLAND	CPL	FE	IHL	KIAT	MM	PL	SCP	SSC	TIW	WIN			
AF	BM	CPT	FLOYD	III	KWC	MODERN	PLE	SF	SSP	TMD	WORK			
AJ	BR	CRD	FOCUS	INOX	KWG	MPG	PMTA	SGF	STANLY	TOPP	WP			
ALUCON	BROCK	CSR	FSS	INSURE	KYE	NC	PPPM	SGP	STPI	TPCH	WPH			
AMARIN	BSBM	CTW	FTE	IRCP	LALIN	NDR	PRIN	SKN	SUN	TPIPP	ZIGA			
AMC	BTNC	CWT	GENCO	IT	LEE	NETBAY	PSTC	SKR	SUPER	TPOLY				
AS	CCET	D	GIFT	ITEL	LPH	NNCL	PTL	SKY	SVOA	TTI				
ASAP	CCP	DCON	GJS	J	MATCH	NPK	RCL	SLP	T	TVT				
AEFA	CGD	DIGI	GLANC	JCK	MATI	OCEAN	RCL	SMT	TCCC	TYCN				
ASIAN	CHARAN	DIMET	GPI	JMART	MBAX	PAF	RJH	SOLAR	TCMC	UEC				
★★														
Satisfactory (พอใช้)														
ระดับคะแนน 60 — 69%														
★														
Pass (ผ่าน)														
ระดับคะแนน 50 — 59%														
No Logo Given														
N/A														
ระดับคะแนน ต่ำกว่า 50%														

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีจุดประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและความเห็นที่วิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข้อเท็จจริงที่ได้รับจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ ภายใต้ขอบเขตและทรัพยากรที่ตรวจสอบได้ตามความถูกต้องเพียงอย่างเดียว และไม่ครอบคลุมถึงข้อมูลอื่นใดอย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์เป็นการประเมินที่มีพื้นฐานอยู่บนข้อมูลที่วิเคราะห์ตามวิธีที่จัดทำขึ้นตามกรอบการประเมิน โดยไม่มีเจตนาที่จะนำไปสู่การรับประกันใดๆ ซึ่งผู้ลงทุนควรพิจารณาถึงข้อจำกัดที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ และควรพิจารณาถึงข้อจำกัดที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ด้วย

## Anti-Corruption Progress Indicator by Thai Institute of Directors Association (IOD)

การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความดีความชอบในการป้องกันคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicator) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจัดทำโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย และเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าวของสถาบันแห่งนี้อาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่ได้ระบุในใบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมินผล อาทิ รายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้นผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมิได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้นผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์ คันทรี กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ปัจจุบันข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 1 กุมภาพันธ์ 2561) มี 2 กลุ่ม คือ

### ได้รับการรับรอง CAC (Certified)

ADVANC	BROOK	DIMET	GOLD	KGI	MONO	PE	Q-CON	SGP	SUSCO	TIP	TSTH
AKP	BTS	DRT	GUNKUL	KKP	MOONG	PG	QH	SINGER	SVI	TIPCO	TTCL
AMANAH	BWG	DTAC	HANA	KSL	MSC	PHOL	QLT	SIS	SYNTEC	TISCO	TVD
AP	CENTEL	DTC	HMPRO	KTB	MTI	PLAT	RATCH	SITHAI	TAE	TKT	TVI
ASK	CFRESH	EASTW	HTC	KTC	NBC	PM	RML	SMIT	TASCO	TMB	U
ASP	CIMBT	ECL	ICC	LANNA	NINE	PPP	ROBINS	SMPC	TCAP	TMD	UOBKH
AYUD	CM	EGCO	IFEC	LHBANK	NKI	PPS	S & J	SNC	TCMC	TMT	VGI
BAFS	CNS	FE	IFS	LHK	NMG	PREB	SABINA	SNP	TFG	TNITY	VNT
BANPU	CPALL	FNS	INTUCH	LPN	NSI	PRG	SAT	SORKON	TFI	TNL	WACOAL
BAY	CPF	FSS	IRPC	M	OCC	PSH	SCB	SPACK	TFMAMA	TOG	WHA
BBL	CPI	GBX	IVL	MBK	OCEAN	PSL	SCC	SPC	TGCI	TOP	WICE
BCH	CPN	GC	K	MBKET	OGC	PT	SCCC	SPI	THANI	TPA	
BCP	CSC	GCAP	KASET	MC	PB	PTG	SCG	SPRC	THCOM	TPCORP	
BCPG	CSL	GEL	KBANK	MCOT	PCSGH	PTT	SCN	SSF	THRE	TRU	
BKI	DCC	GFPT	KBS	MFC	PDI	PTTEP	SE-ED	SSI	THREL	TRUE	
BLA	DEMCO	GLOW	KCE	MINT	PDJ	PTTGC	SENA	SSSC	TICON	TSC	

### ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)

A	BLAND	CHO	FTE	JAS	LRH	NNCL	PLANB	RWI	STA	TMILL	UPA
AIE	BLISS	CHOTI	GGC	JTS	MAKRO	NUSA	PLANET	SAUCE	SUPER	TNP	UWC
AJ	BR	CI	GJS	JUBILE	MALEE	NWR	POST	SC	SWC	TNR	VIBHA
AMATAV	BRR	CIG	GPI	KTECH	MATCH	PACE	PRINC	SCI	SYMC	TOPP	VIH
AOT	BTC	COM7	GPSC	KWC	MATI	PAP	PRM	SELIC	TAKUNI	TRITN	WAVE
APCO	BUI	CPR	GSTEL	KWG	MFEC	PATO	PRO	SIRI	THE	TTI	
ARROW	CEN	EKH	HARN	L&E	MILL	PDG	PSTC	SMK	THIP	TU	
ASIAN	CGH	EPCO	ILINK	LDC	MTLS	PIMO	PYLON	SPPT	TKN	TVT	
BJC	CHEWA	FN	INET	LEE	NCL	NCL	PK	QTC	SRICHA	TLUXE	TWPC
BJCHI	CHG	FSMART	ITEL	LIT	NEP	PL	ROJNA	SST	TMC	UBIS	