

# เจริญโภคภัณฑ์อาหาร

Foods  
Neutral

สูงกว่าคาดเนื่องจากกำไรพิเศษ

## BUALUANG RESEARCH

ประสิทธิ์ สัจจวรรกุล  
prasit@bualuang.co.th  
+662 618 1342

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อเก็งกำไร**  
เป้าหมายพื้นฐาน: 38.00 บาท  
ราคา (23/02/12): 35.50 บาท

### Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt266.96bn		
12-mth price range	Bt23.00/Bt38.00		
3-mth avg daily volume	Bt830.81m		
# of shares (m)	7,049.0		
Est. free float (%)	47.7		
Foreign limit (%)	40.0		
<b>Share price perf. (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
Relative to SET	(5.9)	0.6	33.5
Absolute	1.4	17.4	48.5

### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2010	2011	2012E	2013E
Revenues (Btm)	189,049	206,099	330,020	396,140
Net profit (Btm)	13,563	15,837	19,099	21,161
EPS (Bt)	2.04	2.38	2.52	2.73
BLS/Consensus (x)	n.a.	n.a.	0.96	0.95
EPS growth (%)	+34.2%	+16.8%	+6.0%	+8.3%
Core profit (Btm)	11,592	14,023	17,272	19,411
Core EPS (Bt)	1.74	2.11	2.28	2.51
Core EPS growth (%)	+22.4%	+21.0%	+8.3%	+9.9%
PER (x)	9.2	11.8	14.1	13.0
Core PER (x)	10.8	13.3	15.6	14.2
EV/EBITDA (x)	10.7	13.2	12.1	11.0
PBV (x)	2.3	3.2	2.8	2.6
Dividend (Bt)	1.05	1.20	1.44	1.56
Dividend yield (%)	5.6	4.3	4.1	4.4
ROE (%)	24.7	26.1	24.5	21.9
Net gearing (x)	0.6	0.7	0.7	0.6

CG Rating - 2011



EARNINGS RESULTS

**สูงกว่าคาด:** CPF รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/54 ที่ 2.4 พันล้านบาท หรือเพิ่มขึ้น 17% YoY แต่ลดลง 53% QoQ ในไตรมาสนี้มีการบันทึกรายการพิเศษ 3 รายการ ได้แก่ 1) กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 182 ล้านบาท 2) กำไรจากการเทรดหุ้น CPALL 498 ล้านบาท และ 3) เครดิตภาษีเงินได้รอตัดบัญชี 260 ล้านบาท ถ้าไม่รวมรายการพิเศษดังกล่าว กำไรหลักเพิ่มขึ้น 38% YoY แต่ลดลง 70% QoQ บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผล 0.60 บาทต่อหุ้นสำหรับผลการดำเนินงานครึ่งหลังปี 2554 หรือคิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเท่ากับ 2%

กำไรสุทธิไตรมาส 4/54 สูงกว่าคาด 16% เนื่องจากกำไรจากรายการพิเศษที่สูงกว่าคาดได้แก่ กำไรจากการเทรดหุ้น CPALL และรายการเครดิตภาษีเงินได้รอตัดบัญชี (จากเดิมที่เราคาดว่าจะเป็นการสำรองค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้รอตัดบัญชี) อย่างไรก็ตาม กำไรหลักต่ำกว่าคาดมากถึง 37% เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร รวมถึงดอกเบี้ยจ่ายที่สูงกว่าคาด กำไรก่อนหักภาษีต่ำกว่าที่เราคาด 37%

**ประเด็นหลักจากผลประกอบการ:** กำไรหลักที่ลดลง QoQ เป็นผลมาจากช่วงโลว์ซีซั่นของธุรกิจส่งออกและธุรกิจสัตว์น้ำ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่เพิ่มขึ้นตามปัจจัยฤดูกาล และผลการดำเนินงานของธุรกิจต่างประเทศโดยรวมที่แย่ลง โดยเฉพาะในประเทศตุรกีได้หวั่น อินเดียน และเวียดนาม กำไรหลักที่เพิ่มขึ้น YoY ได้รับปัจจัยหนุนจากการควบคุมค่าใช้จ่ายได้ดีขึ้น รวมถึงขาดทุนสุทธิที่ลดลงของธุรกิจในประเทศตุรกี (ขาดทุนสุทธิ 180 ล้านบาทเทียบกับขาดทุนสุทธิ 300 ล้านบาทในไตรมาส 4/53) ผลการดำเนินงานของธุรกิจต่างประเทศสำหรับประเทศอื่นๆ ถือว่าแย่ลง YoY โดยเฉพาะได้หวั่นและอินเดียนรายงานผลขาดทุนสุทธิในไตรมาสนี้ซึ่งถือว่าเป็นครั้งแรก โดยได้หวั่นรายงานขาดทุนสุทธิ 20 ล้านบาทเนื่องจากการแข่งขันที่รุนแรง และอินเดียนขาดทุนสุทธิ 70 ล้านบาท ในขณะที่รัสเซียก็รายงานขาดทุนสุทธิที่ 86 ล้านบาท ซึ่งถือว่าขาดทุนทรงตัวเทียบกับไตรมาสเดียวกันของปีก่อน

**แนวโน้ม:** เราคาดกำไรสุทธิไตรมาส 1/55 มีแนวโน้มออกมาดีเนื่องจากการบันทึกกำไรพิเศษครั้งเดียวประมาณ 3-4 พันล้านบาทจากการตีมูลค่าสินทรัพย์ของซีพี เวียดนามให้เพิ่มขึ้น แต่ถ้าพิจารณาจากกำไรหลัก จะเห็นว่ายังคงมีแนวโน้มทรงตัว YoY เนื่องจากธุรกิจเนื้อสัตว์ในประเทศที่แย่ลง แต่เราคาดว่าจะถูกชดเชยด้วยธุรกิจในประเทศตุรกีที่มีแนวโน้มถึงจุดคุ้มทุนและการควบรวมกิจการของ CPP เข้ามา 1 เดือน มาร์จิ้นของธุรกิจเนื้อไก่ในประเทศน่าจะอยู่ในระดับที่ต่ำมาก ราคาเนื้อไก่

หน้าฟาร์ม ณ ปัจจุบันอยู่ที่ 35-36 บาทต่อกิโลกรัม เทียบกับต้นทุนการผลิตของ CPF ซึ่งอยู่ที่ 33-34 บาทต่อกิโลกรัม ในส่วนของเนื้อหมูถือว่าขาดทุนแล้ว โดยราคาเนื้อหมูหน้าฟาร์ม ณ ปัจจุบันอยู่ที่ 50-52 บาทต่อกิโลกรัม เทียบกับต้นทุนการผลิตเนื้อหมูของ CPF ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 53-54 บาทต่อกิโลกรัม

**สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป?** เราทำการปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 เพิ่มขึ้นอีก 1% และส่งผลให้เราปรับราคาเป้าหมายปี 2555 เพิ่มขึ้นเป็น 38 บาท

**คำแนะนำ:** เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อเก็งกำไร" ถึงแม้ว่ากำไรหลักมีแนวโน้มทรงตัวในไตรมาส 1/55 แต่เราคาดว่าราคาของผลิตภัณฑ์เนื้อสัตว์มีแนวโน้มฟื้นตัวได้ตั้งแต่กลางปี 2555 เป็นต้นไป ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวของภาคบริโภคเนื้อสัตว์ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้

Figure 1: 4Q11 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q11	4Q10	YoY %	3Q11	QoQ %	2011	2010	YoY %
<b>Income Statement</b>								
Revenue	52,679	47,282	11	54,446	(3)	206,099	189,049	9
Cost of sales and services	(45,845)	(41,916)	9	(44,708)	3	(172,488)	(159,578)	8
EBITDA	2,794	1,528	83	6,310	(56)	19,442	16,864	15
SG&A	(5,298)	(5,059)	5	(4,585)	16	(18,909)	(17,405)	9
EBIT	1,536	307	400	5,153	(70)	14,703	12,066	22
Interest expense	(702)	(477)	47	(652)	8	(2,432)	(1,824)	33
Other income /exp.	427	513	(17)	313	36	1,360	1,522	(11)
Equity earnings from affiliates	682	639	7	1,123	(39)	3,657	2,511	46
Extra items	941	989	(5)	188	399	1,815	1,971	(8)
<b>EBT</b>	<b>1,262</b>	<b>343</b>	<b>267</b>	<b>4,814</b>	<b>(74)</b>	<b>13,631</b>	<b>11,764</b>	<b>16</b>
Corporate tax	(437)	180	nm	(1,043)	(58)	(3,145)	(2,388)	32
Minority interest	(43)	(99)	nm	3	nm	(120)	(296)	nm
<b>Net profit (loss)</b>	<b>2,404</b>	<b>2,052</b>	<b>17</b>	<b>5,086</b>	<b>(53)</b>	<b>15,838</b>	<b>13,563</b>	<b>17</b>
Reported EPS	0.36	0.31	17	0.76	(53)	2.38	2.04	17
<b>Core net profit</b>	<b>1,463</b>	<b>1,063</b>	<b>38</b>	<b>4,898</b>	<b>(70)</b>	<b>14,023</b>	<b>11,592</b>	<b>21</b>
<b>Key ratios</b>								
Gross margin (%)	13.0	11.3		17.9		16.3	15.6	
EBITDA margin (%)	5.3	3.2		11.6		9.4	8.9	
EBIT margin (%)	2.9	0.7		9.5		7.1	6.4	
SG&A / Revenue (%)	10.1	10.7		8.4		9.2	9.2	
Tax rate (%)	34.6	(52.3)		21.7		23.1	20.3	
Net margin (%)	4.6	4.3		9.3		7.7	7.2	
Current ratio (x)	1.7	1.8		1.9		1.7	1.8	
Gearing ratio (x)	1.0	0.8		0.8		1.0	0.8	
Interest coverage (x)	2.2	0.6		7.9		6.0	6.6	
<b>Balance Sheet</b>								
Cash & Equivalent	24,341	7,761	214	8,704	180			
<b>Total assets</b>	<b>159,904</b>	<b>126,092</b>	<b>27</b>	<b>140,137</b>	<b>14</b>			
ST debts & current portion	28,584	18,139	58	14,221	101			
Long-term debt	40,866	28,511	43	37,701	8			
<b>Total liabilities</b>	<b>93,385</b>	<b>65,149</b>	<b>43</b>	<b>76,548</b>	<b>22</b>			
Retained earnings	41,370	35,403	17	38,967	6			
<b>Shareholders equity</b>	<b>63,597</b>	<b>57,856</b>	<b>10</b>	<b>60,755</b>	<b>5</b>			
Minority interests	2,922	3,088	(5)	2,834	3			
BV (Bt)	10.0	9.2	9	9.6	5			

- Sales were 6% higher than modeled—livestock sales were above estimate
- Gross profit fell short of our estimate by 5%
- GM was lower than expected at 13% (we assumed 14.5%)
- EBITDA was 16% below our estimate
- Pre-tax profit was % lower than our model
- After-tax profit was 47% below our estimate
- Equity income was 15% lower than modeled, due to CPALL
- Net profit was 16% above our model on extra gains; core profit was 37% below estimate

Source: Company data

Figure 2: Sales breakdown by business

	4Q11	4Q10	% YoY	3Q11	% QoQ	FY11	FY10	% YoY
<b>1) Thailand (domestic )</b>								
- Feed	14,029	11,680	20.1	14,194	(1.2)	51,704	47,631	8.6
- Farm	14,285	12,798	11.6	14,630	(2.4)	58,349	53,629	8.8
- Food	4,146	3,510	18.1	4,044	2.5	15,505	11,747	32.0
<b>Total</b>	<b>32,460</b>	<b>27,988</b>	<b>16.0</b>	<b>32,868</b>	<b>(1.2)</b>	<b>125,558</b>	<b>113,007</b>	<b>11.1</b>
<b>2) Thailand (export)</b>								
- Feed	387	92	320.7	186	108.1	1,462	316	362.7
- Farm	1,629	1,438	13.3	1,579	3.2	6,107	5,465	11.7
- Food	5,780	5,851	(1.2)	5,715	1.1	21,022	20,604	2.0
<b>Total</b>	<b>7,796</b>	<b>7,381</b>	<b>5.6</b>	<b>7,480</b>	<b>4.2</b>	<b>28,591</b>	<b>26,385</b>	<b>8.4</b>
<b>Thailand (total)</b>								
- Feed	14,416	11,772	22.5	14,380	0.3	53,166	47,947	10.9
- Farm	15,914	14,236	11.8	16,209	(1.8)	64,456	59,094	9.1
- Food	9,926	9,361	6.0	9,759	1.7	36,527	32,351	12.9
<b>Total</b>	<b>40,256</b>	<b>35,369</b>	<b>13.8</b>	<b>40,348</b>	<b>(0.2)</b>	<b>154,149</b>	<b>139,392</b>	<b>10.6</b>
<b>3) Overseas</b>								
- Feed	6,183	6,049	2.2	7,283	(15.1)	25,994	26,160	(0.6)
- Farm	5,643	5,179	9.0	6,149	(8.2)	23,371	21,428	9.1
- Food	597	685	(12.8)	666	(10.4)	2,585	2,069	24.9
<b>Total</b>	<b>12,423</b>	<b>11,913</b>	<b>4.3</b>	<b>14,098</b>	<b>(11.9)</b>	<b>51,950</b>	<b>49,657</b>	<b>4.6</b>
<b>Thailand plus overseas</b>								
Feed	20,599	17,821	15.6	21,663	(4.9)	79,160	74,107	6.8
Farm	21,557	19,415	11.0	22,358	(3.6)	87,827	80,522	9.1
Food	10,523	10,046	4.7	10,425	0.9	39,112	34,420	13.6
<b>Total</b>	<b>52,679</b>	<b>47,282</b>	<b>11.4</b>	<b>54,446</b>	<b>(3.2)</b>	<b>206,099</b>	<b>189,049</b>	<b>9.0</b>

Source: Company data

Figure 3: Sales breakdown by product type

	4Q11	4Q10	% YoY	3Q11	% QoQ	FY11	FY10	% YoY
<b>1) Thailand (plus export )</b>	<b>40,256</b>	<b>35,369</b>	<b>13.8</b>	<b>40,348</b>	<b>(0.2)</b>	<b>154,149</b>	<b>139,392</b>	<b>10.6</b>
- Livestock	29,789	26,128	14.0	28,647	4.0	113,486	100,559	12.9
- Aquaculture	10,467	9,241	13.3	11,701	(10.5)	40,663	38,833	4.7
<b>2) Overseas</b>	<b>12,423</b>	<b>11,913</b>	<b>4.3</b>	<b>14,098</b>	<b>(11.9)</b>	<b>51,950</b>	<b>49,657</b>	<b>4.6</b>
- Livestock	10,187	9,210	10.6	10,433	(2.4)	40,372	37,017	9.1
- Aquaculture	2,236	2,703	(17.3)	3,665	(39.0)	11,578	12,640	(8.4)
<b>Total</b>	<b>52,679</b>	<b>47,282</b>	<b>11.4</b>	<b>54,446</b>	<b>(3.2)</b>	<b>206,099</b>	<b>189,049</b>	<b>9.0</b>

Source: Company data

Figure 4: Overseas sales breakdown

	4Q11	4Q10	% YoY	3Q11	% QoQ	FY11	FY10	% YoY
1) Turkey	3,531	3,605	(2.1)	4,135	(14.6)	15,489	15,762	(1.7)
2) India	1,852	1,515	22.2	2,402	(22.9)	8,769	6,834	28.3
3) Malaysia	1,160	1,423	(18.5)	1,217	(4.7)	4,766	5,423	(12.1)
4) Taiwan	4,789	4,096	16.9	5,102	(6.1)	18,309	16,443	11.3
5) Others	823	940	(12.4)	1,006	(18.2)	3,616	3,855	(6.2)
6) Laos	268	-		236	13.6	1,001	500	100.2
<b>Total</b>	<b>12,423</b>	<b>11,913</b>	<b>4.3</b>	<b>14,098</b>	<b>(11.9)</b>	<b>51,950</b>	<b>49,657</b>	<b>4.6</b>

Source: Company data

Figure 5: Average market prices of meat products and raw materials

Average market prices	4Q11	4Q10	% YoY	3Q11	% QoQ	FY11	FY10	% YoY
<b>Major products :</b>								
Chicken (Bt/kg)	40.0	39.0	2.6	41.0	(2.4)	45.1	40.7	10.7
Pork (Bt/kg)	60.3	53.7	12.4	74.7	(19.2)	65.9	58.7	12.3
Fresh egg (Bt/piece)	2.9	2.5	17.3	2.9	-	2.9	2.5	14.0
Shrimp (Bt/kg) - 40 pieces /kg	170.0	163.3	4.1	161.7	5.2	168.8	151.7	11.3
Shrimp (Bt/kg) - 60 pieces /kg	143.3	128.3	11.7	133.3	7.5	142.1	119.6	18.8
<b>Major feed raw materials :</b>								
Corn (Bt/kg)	9.6	9.2	5.1	9.0	6.6	9.6	9.1	6.1
Soybean meal (Bt/kg)	14.0	14.4	(2.4)	13.8	1.7	13.5	14.6	(7.3)
Fishmeal (Bt/kg)	25.9	22.0	17.7	28.2	(7.9)	27.8	28.3	(1.7)

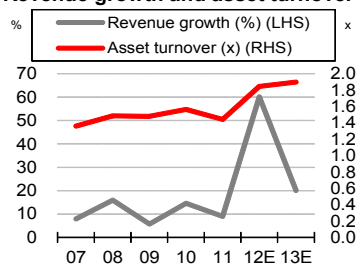
Source: Company data

**Figure 6: Gross and operating margin breakdown, by business**

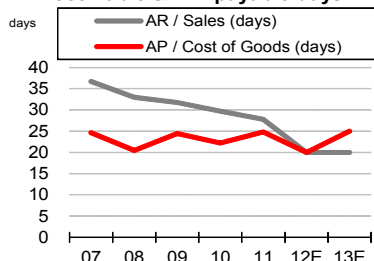
	4Q11	4Q10	3Q11	FY11	FY10
<b>Gross profit margin</b>					
1) Thailand (plus export)	15%	12%	21%	19%	17%
2) Overseas	7%	9%	9%	9%	13%
<b>Average GM</b>	<b>13%</b>	<b>11%</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>
<b>Operating profit margin</b>					
1) Thailand (plus export)	7%	4%	14%	12%	9%
2) Overseas	-1%	0%	4%	2%	6%
<b>Average OM</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>

Source: Company data

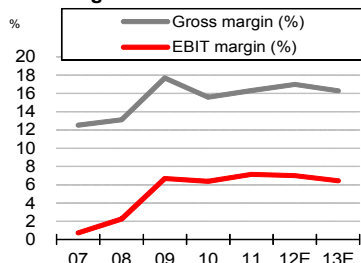
### Revenue growth and asset turnover



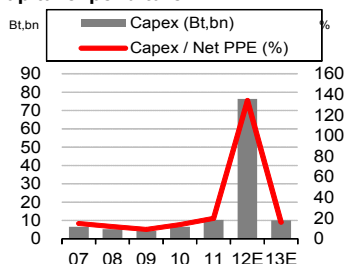
### A/C receivable & A/C payable days



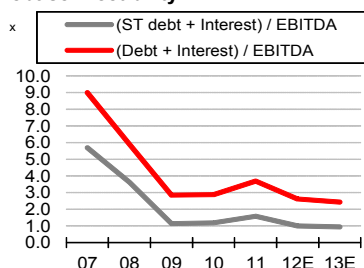
### Profit margins



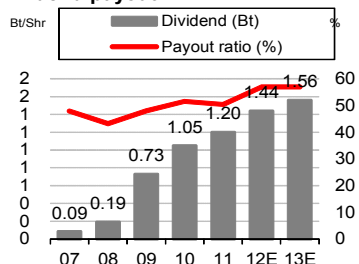
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



### PROFIT & LOSS (Btm)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Revenue	165,063	189,049	206,099	330,020	396,140
Cost of sales and services	(135,871)	(159,578)	(172,488)	(273,981)	(331,624)
<b>Gross profit</b>	<b>29,192</b>	<b>29,471</b>	<b>33,612</b>	<b>56,039</b>	<b>64,515</b>
SG&A	(18,142)	(17,405)	(18,909)	(32,936)	(39,020)
<b>EBIT</b>	<b>11,050</b>	<b>12,066</b>	<b>14,703</b>	<b>23,103</b>	<b>25,496</b>
Interest expense	(1,949)	(1,824)	(2,432)	(4,566)	(5,418)
Other income/exp.	1,593	1,522	1,360	3,654	4,422
<b>EBT</b>	<b>10,694</b>	<b>11,764</b>	<b>13,631</b>	<b>22,192</b>	<b>24,499</b>
Corporate tax	(2,539)	(2,388)	(3,145)	(5,823)	(6,005)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>8,155</b>	<b>9,376</b>	<b>10,486</b>	<b>16,369</b>	<b>18,494</b>
Minority interest	(200)	(296)	(120)	(1,412)	(1,528)
Equity earnings from affiliates	1,591	2,511	3,657	2,315	2,445
Extra items	644	1,971	1,814	1,828	1,750
<b>Net profit (loss)</b>	<b>10,190</b>	<b>13,563</b>	<b>15,837</b>	<b>19,099</b>	<b>21,161</b>
Reported EPS	1.52	2.04	2.38	2.52	2.73
Fully diluted EPS	1.36	1.80	2.11	2.47	2.73
<b>Core net profit</b>	<b>9,546</b>	<b>11,592</b>	<b>14,023</b>	<b>17,272</b>	<b>19,411</b>
Core EPS	1.42	1.74	2.11	2.28	2.51
<b>EBITDA</b>	<b>15,683</b>	<b>16,864</b>	<b>19,442</b>	<b>28,296</b>	<b>30,888</b>

### KEY RATIOS

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Revenue growth (%)	5.6	14.5	9.0	60.1	20.0
Gross margin (%)	17.7	15.6	16.3	17.0	16.3
EBITDA margin (%)	9.5	8.9	9.4	8.6	7.8
Operating margin (%)	6.7	6.4	7.1	7.0	6.4
Net margin (%)	6.2	7.2	7.7	5.8	5.3
Core profit margin (%)	5.8	6.1	6.8	5.2	4.9
ROA (%)	9.1	11.2	11.1	10.7	10.2
ROCE (%)	10.8	13.2	13.0	12.6	12.3
Asset turnover (x)	1.5	1.6	1.4	1.8	1.9
Current ratio (x)	1.8	1.8	1.7	0.8	0.9
Gearing ratio (x)	0.8	0.8	1.0	0.7	0.7
Interest coverage (x)	5.7	6.6	6.0	5.1	4.7

### BALANCE SHEET (Btm)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>10,523</b>	<b>7,761</b>	<b>24,341</b>	<b>3,412</b>	<b>6,207</b>
Accounts receivable	14,361	15,385	15,692	18,083	21,706
Inventory	26,284	33,863	35,673	15,013	18,171
PP&E-net	46,422	47,142	52,025	56,832	61,440
Other assets	3,897	2,266	2,929	5,579	10,250
<b>Total assets</b>	<b>115,698</b>	<b>126,092</b>	<b>159,904</b>	<b>197,365</b>	<b>219,328</b>
Accounts payable	9,106	9,707	11,733	15,013	22,714
ST debts & current portion	16,039	18,139	28,584	23,900	23,900
Long-term debt	26,758	28,511	40,866	45,800	45,800
Other liabilities	4,324	3,812	6,448	6,600	7,923
<b>Total liabilities</b>	<b>60,719</b>	<b>65,149</b>	<b>93,385</b>	<b>100,873</b>	<b>112,208</b>
Paid-up capital	7,520	7,520	7,520	7,743	7,743
Share premium	16,436	16,436	16,436	36,562	36,562
Retained earnings	24,730	32,548	38,515	46,728	55,827
<b>Shareholders equity</b>	<b>51,885</b>	<b>57,856</b>	<b>63,597</b>	<b>92,159</b>	<b>101,258</b>
Minority interests	3,095	3,088	2,922	4,334	5,862
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>115,698</b>	<b>126,092</b>	<b>159,904</b>	<b>197,365</b>	<b>219,328</b>

### CASH FLOW (Btm)

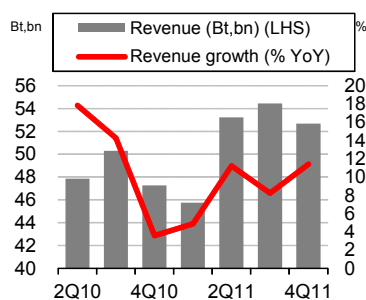
	2009	2010	2011	2012E	2013E
Net income	10,190	13,563	15,837	19,099	21,161
Depreciation and amortization	4,633	4,798	4,739	5,193	5,392
Change in working capital	2,857	(8,002)	(91)	21,549	920
FX, non-cash adjustment & others	4,660	(777)	(2,927)	1,190	35
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>22,340</b>	<b>9,581</b>	<b>17,558</b>	<b>47,031</b>	<b>27,508</b>
Capex (Invest)/Divest	(4,266)	(6,530)	(10,358)	(76,310)	(10,000)
Others	(860)	(1,414)	(3,642)	(1,564)	(2,851)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(5,127)</b>	<b>(7,944)</b>	<b>(14,000)</b>	<b>(77,874)</b>	<b>(12,851)</b>
Debt financing (repayment)	(5,557)	4,212	23,092	451	200
Equity financing	0	0	0	20,349	0
Dividend payment	(2,285)	(6,656)	(7,653)	(10,887)	(12,062)
Others	(2,301)	(1,955)	(2,417)	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(10,143)</b>	<b>(4,399)</b>	<b>13,022</b>	<b>9,913</b>	<b>(11,862)</b>
Net change in cash	7,070	(2,762)	16,580	(20,930)	2,796

### Free cash flow (Btm)

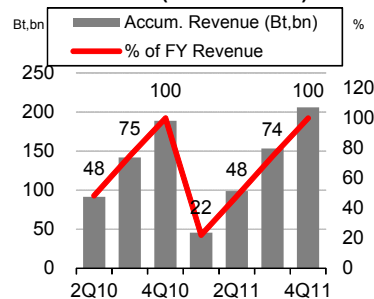
	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>18,073</b>	<b>3,051</b>	<b>7,200</b>	<b>(29,279)</b>	<b>17,508</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>2.40</b>	<b>0.41</b>	<b>0.96</b>	<b>(3.78)</b>	<b>2.26</b>

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

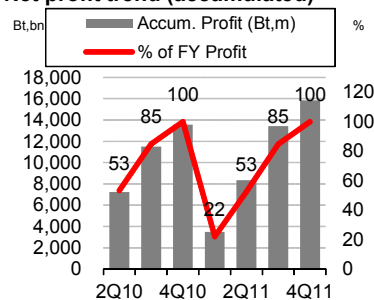
## Revenue trend



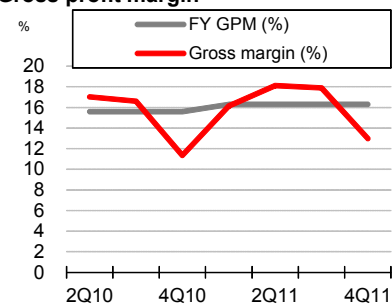
## Revenue trend (accumulated)



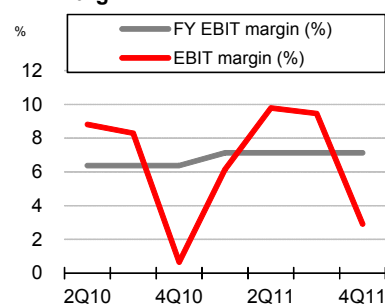
## Net profit trend (accumulated)



## Gross profit margin



## EBIT margin



## PROFIT &amp; LOSS (Btm)

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Revenue	47,282	45,744	53,230	54,446	52,679
Cost of sales and services	(41,916)	(38,357)	(43,578)	(44,708)	(45,845)
<b>Gross profit</b>	<b>5,366</b>	<b>7,387</b>	<b>9,652</b>	<b>9,739</b>	<b>6,834</b>
SG&A	(5,059)	(4,581)	(4,444)	(4,585)	(5,298)
<b>EBIT</b>	<b>307</b>	<b>2,806</b>	<b>5,207</b>	<b>5,153</b>	<b>1,536</b>
Interest expense	(477)	(404)	(673)	(652)	(702)
Other income/exp.	513	311	308	313	427
<b>EBT</b>	<b>343</b>	<b>2,713</b>	<b>4,842</b>	<b>4,814</b>	<b>1,262</b>
Corporate tax	180	(623)	(1,042)	(1,043)	(437)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>523</b>	<b>2,089</b>	<b>3,801</b>	<b>3,771</b>	<b>824</b>
Minority interest	(99)	(40)	(40)	3	(43)
Equity earnings from affiliates	639	714	1,139	1,123	682
Extra items	989	716	(30)	188	941
<b>Net profit (loss)</b>	<b>2,052</b>	<b>3,479</b>	<b>4,869</b>	<b>5,086</b>	<b>2,404</b>
Reported EPS	0.31	0.52	0.73	0.76	0.36
Fully diluted EPS	0.31	0.52	0.73	0.76	0.36
<b>Core net profit</b>	<b>1,063</b>	<b>2,763</b>	<b>4,899</b>	<b>4,898</b>	<b>1,463</b>
Core EPS	0.16	0.42	0.74	0.74	0.22
<b>EBITDA</b>	<b>1,528</b>	<b>3,950</b>	<b>6,388</b>	<b>6,310</b>	<b>2,794</b>

## KEY RATIOS

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Gross margin (%)	11.3	16.1	18.1	17.9	13.0
EBITDA margin (%)	3.2	8.6	12.0	11.6	5.3
Operating margin (%)	0.7	6.1	9.8	9.5	2.9
Net margin (%)	4.3	7.6	9.1	9.3	4.6
Core profit margin (%)	2.2	6.0	9.2	9.0	2.8
BV (Bt)	9.2	9.3	9.5	9.6	10.0
ROE (%)	14.2	23.5	32.1	33.5	15.1
ROA (%)	6.5	10.3	14.3	14.5	6.0
Current ratio (x)	1.8	1.7	1.7	1.9	1.7
Gearing ratio (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	1.0
Interest coverage (x)	0.6	6.9	7.7	7.9	2.2

## BALANCE SHEET (Btm)

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>7,761</b>	<b>10,005</b>	<b>9,490</b>	<b>8,704</b>	<b>24,341</b>
Accounts receivable	15,385	14,532	14,757	15,392	15,692
Inventory	33,863	35,934	35,573	34,454	35,673
PP&E-net	47,142	47,719	48,825	49,629	52,025
Other assets	19,979	23,744	25,462	29,281	29,451
<b>Total assets</b>	<b>126,092</b>	<b>134,666</b>	<b>136,186</b>	<b>140,137</b>	<b>159,904</b>
Accounts payable	9,707	9,873	10,344	10,052	11,733
ST debts & current portion	18,139	20,406	19,848	14,221	28,584
Long-term debt	28,511	29,074	28,695	37,701	40,866
Other liabilities	3,812	7,178	7,283	7,344	6,448
<b>Total liabilities</b>	<b>65,149</b>	<b>72,560</b>	<b>72,655</b>	<b>76,548</b>	<b>93,385</b>
Paid-up capital	7,520	7,520	7,520	7,520	7,520
Share premium	16,436	16,436	16,436	16,436	16,436
Retained earnings	35,403	36,666	37,875	38,967	41,370
<b>Shareholders equity</b>	<b>57,856</b>	<b>59,117</b>	<b>60,615</b>	<b>60,755</b>	<b>63,597</b>
Minority interests	3,088	2,988	2,916	2,834	2,922
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>126,093</b>	<b>134,666</b>	<b>136,186</b>	<b>140,137</b>	<b>159,904</b>

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, BIGC, BJC, BLA, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, 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 base 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.