

ส.ขอนแก่นฟู้ดส์

Ready to grow

Food &
Beverage
(Neutral)

ประเด็นการลงทุน: หลังถูกผลกระทบจากภาวะวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 ผลการดำเนินงานบริษัทฯ ค่อยๆ ฟื้นตัว และคาดว่าจะเติบโตสูงต่อจากนี้ไป โดยคาดว่าจะการพลิกฟื้น (Turn around) ของผลการดำเนินงาน ยังไม่ได้สะท้อนไปในราคาหุ้นปัจจุบัน

ทั้งนี้หลังจากการปรับโครงสร้างทางธุรกิจ เพื่อเตรียมความพร้อมสำหรับการกลับมาขยายธุรกิจให้เติบโตอย่างยั่งยืน เราคาดว่าอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิปี 2011-16F จะเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ที่ 43%/ปี สูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มที่เราศึกษา 17%/ปี

โดยรายได้ธุรกิจหลัก 80% มาจาก ผลิตภัณฑ์เนื้อสุกรแปรรูป ภายใต้เครื่องหมายการค้าของบริษัทฯ เช่น ส.ขอนแก่น, อองเทอร์ ฯลฯ สัดส่วนโครงสร้างรายได้ส่วนที่เหลือเป็นผลิตภัณฑ์ที่ทำจากเนื้อปลา (ลูกชิ้นปลา) และไก่, การผลิตอาหารกล่องสำเร็จรูปส่งขายให้ 7/11 และธุรกิจอาหารปรุงสำเร็จ

ปัจจัยหนุนการเติบโตของรายได้และอัตรากำไรขั้นต้น จะมาจาก (1) การขยายเครื่องจักรผลิตอาหารสำเร็จรูป (คาด 4Q12F เริ่มรับรายได้เพิ่มจากการขยายกำลังการผลิตลูกชิ้นปลา) (2) บริษัทฯ ได้ซื้อโรงงานผลิตอาหารสำเร็จรูป เพื่อรองรับ การขยายกำลังการผลิตอาหารสำเร็จรูปส่งขายในตลาดอาเซียนหลังเปิดเสรี AEC และรองรับธุรกิจร้านอาหารแฟรนไชส์ ภายใต้ชื่อ ร้าน แซ่บเอ๊กเพรส ซึ่งปีนี้เปิด 5-6 สาขา และตั้งเป้าหมายขายแฟรนไชส์ 200 สาขา ภายใน 3 ปี

เราคาดปัจจัยหนุนราคาหุ้นระยะสั้น จะมาจากกำไรสุทธิ 2Q12F ที่คาดว่าจะเติบโตโดดเด่น จากการรับรู้กำไรพิเศษตามการปรับมูลค่าราคาที่ดินใหม่ (ทั้งนี้ ปี 2011 บริษัทฯ มีส่วนเกินทุนจากการตีราคาที่ดินราว 100 ล้านบาท ในส่วนผู้ถือหุ้น)

ความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร คือราคาวัตถุดิบ (เนื้อสุกร) ที่ผันผวน แต่เราคาดจะกระทบอัตราการทำกำไรฯ จำกัด เพราะ 1 ใน 4 ของวัตถุดิบมาจากการดำเนินธุรกิจฟาร์มสุกรของบริษัทฯ ขณะที่ผลิตภัณฑ์อาหารสำเร็จรูปของบริษัทฯ เป็นผลิตภัณฑ์ที่สามารถผลัดภาระไปยังผู้บริโภคชั้นปลายได้ง่าย และกระบวนการผลิตอาหารสำเร็จรูปสามารถจัดเก็บวัตถุดิบด้วยการแช่แข็ง ทำให้ การบริหารจัดการต้นทุนวัตถุดิบมีประสิทธิภาพ

คำแนะนำซื้อ: ราคาเหมาะสมปี 2012F ที่ 104 บาท อิงวิธี PEG (กำหนดให้ PE/Growth เท่ากับ 1 เท่า) โดยคาด EPS-growth (CAGR) ปี 2012-14F ที่ 21.7%

BUALUANG RESEARCH

วิกิจ ธีรวรรณรัตน์
Wikij.tir@bualuang.co.th
+662 618 1336

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 104.00 บาท
ราคา (20/06/12): 69 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt1.67bn
12-mth price range	Bt32.75/Bt95.00
12-mth avg daily volume	Bt15.82m
# of shares (m)	24.3
Est. free float (%)	26.2
Foreign limit (%)	49.0

Share price perf. (%)	1M	3M
Relative to SET	1.7	66.2
Absolute	5.3	63.3

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2010	2011	2012E	2013E
Revenues (Btm)	1,505	1,682	1,960	2,303
Net profit (Btm)	50	51	115	125
EPS (Bt)	6.15	6.29	4.75	5.14
BLS/Consensus (x)	n.m.	n.m.	1.18	n.m.
EPS growth (%)	+34.9%	+2.2%	-24.4%	+8.2%
Core profit (Btm)	50	51	115	125
Core EPS (Bt)	6.15	6.29	4.75	5.14
Core EPS growth (%)	-6.5%	+2.2%	-24.4%	8.2%
PER (x)	3.1	4.5	14.5	13.4
Core PER (x)	3.1	4.5	14.5	13.4
EV/EBITDA (x)	2.1	5.2	8.3	7.8
PBV (x)	0.5	2.0	3.8	3.5
Dividend (Bt)	1.25	1.50	2.38	2.57
Dividend yield (%)	6.6	5.3	3.4	3.7
ROE (%)	18.4	16.3	30.2	27.7
Net gearing (x)	0.2	0.3	0.2	0.2

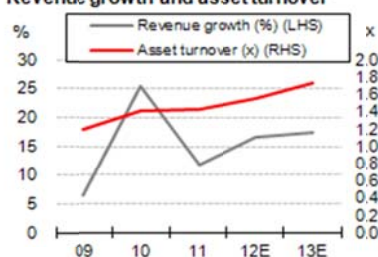
*บริษัทฯ มีการเพิ่มทุนในปี 2012 ส่งผลให้ EPS growth ลดลง

CGRating - 2011 N/A

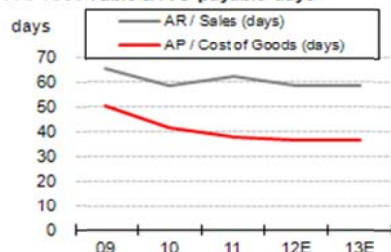
Company profile

SORKON ประกอบธุรกิจ ผลิตและจำหน่ายอาหารแปรรูปที่ทำจากเนื้อสุกร อาหารทะเลแปรรูป อาหารขบเคี้ยวที่ทำจากเนื้อสุกร อาหารแช่แข็งพร้อมรับประทาน การทำฟาร์มและจัดจำหน่ายสุกรพันธุ์และสุกรขุน และการทำร้านอาหารประเภท Quick-Service Restaurants โดยผลิตภัณฑ์ของกลุ่มบริษัทจะเป็นการวางจำหน่ายภายในประเทศเป็นส่วนใหญ่ และส่งออกเป็นบางส่วน สำหรับช่องทางจำหน่าย 1) ซุปเปอร์มาร์เก็ต ไฮเปอร์มาร์เก็ต (โมเดิร์นเทรด) และคอนวีเนียนสโตร์ 2) การจำหน่ายผ่านผู้ค้าปลีกขนาดเล็ก เช่น ตลาดสด และร้านของชำ 3) การจำหน่ายผ่านตัวแทนทางธุรกิจ 4) จำหน่ายตรงสู่อุตสาหกรรมหรือหน่วยงาน ตลาดสถาบัน เช่น ฟาร์มเฮาส์ เอ็มเค สุกี้และโรงแรมต่างๆ 5) การจำหน่ายตรงถึงผู้บริโภค ผ่านร้านอาหารของบริษัทชื่อ "แซบอีสาน" หรือ "Zaap Express"

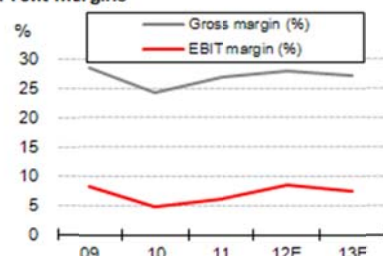
Revenue growth and asset turnover



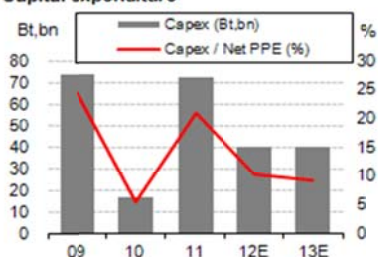
A/C receivable & A/C payable days



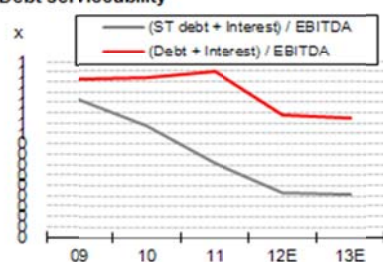
Profit margins



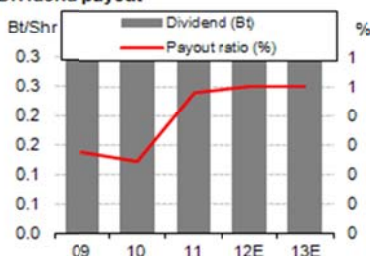
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



	2009	2010	2011	2012E	2013E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	1,199	1,505	1,682	1,960	2,303
Cost of sales and services	(857)	(1,139)	(1,232)	(1,411)	(1,681)
Gross profit	342	366	450	549	622
SG&A	(244)	(293)	(348)	(382)	(449)
EBIT	98	73	102	167	173
Interest expense	(33)	(31)	(35)	(32)	(33)
Other income/exp.	(4)	22	14	15	17
EBT	61	63	81	150	157
Corporate tax	(7)	(12)	(30)	(35)	(31)
After-tax profit (loss)	54	51	51	116	125
Minority interest	(1)	(2)	(0)	(1)	(1)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	53	50	51	115	125
Reported EPS	4.56	6.15	6.29	4.75	5.14
Fully diluted EPS	6.58	6.15	6.29	4.75	5.14
Core net profit	53	50	51	115	125
Core EPS	6.58	6.15	6.29	4.75	5.14
EBITDA	134	110	149	213	224

	2009	2010	2011	2012E	2013E
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	6.5	25.5	11.8	16.5	17.5
Gross margin (%)	28.5	24.3	26.8	28.0	27.0
EBITDA margin (%)	11.2	7.3	8.8	10.9	9.7
Operating margin (%)	8.1	4.8	6.1	8.5	7.5
Net margin (%)	4.4	3.3	3.0	5.9	5.4
Core profit margin (%)	4.4	3.3	3.0	5.9	5.4
ROA (%)	5.3	4.8	4.5	9.4	9.6
ROCE (%)	14.1	13.1	12.4	23.4	22.0
Asset turnover (x)	1.2	1.5	1.5	1.6	1.8
Current ratio (x)	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
Gearing ratio (x)	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
Interest coverage (x)	3.0	2.3	2.9	5.3	5.2

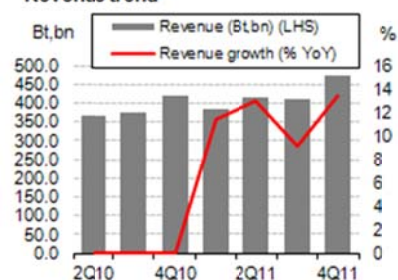
	2009	2010	2011	2012E	2013E
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	2	6	10	19	31
Accounts receivable	213	240	284	314	368
Inventory	95	136	161	169	219
PP&E-net	302	307	347	395	435
Other assets	388	378	374	368	283
Total assets	1,000	1,066	1,177	1,265	1,335
Accounts payable	117	129	127	141	168
ST debts & current portion	57	28	18	14	14
Long-term debt	69	53	84	94	96
Other liabilities	506	555	612	575	583
Total liabilities	750	765	841	824	861
Paid-up capital	81	81	81	243	243
Share premium	50	50	50	50	50
Retained earnings	60	102	113	141	174
Shareholders equity	245	294	330	434	467
Minority interests	5	7	7	7	7
Total Liab.&Shareholders' equity	1,000	1,066	1,177	1,265	1,335

	2009	2010	2011	2012E	2013E
CASH FLOW (Btm)					
Net income	53	50	51	115	125
Depreciation and amortization	36	37	47	46	51
Change in working capital	(58)	(66)	(60)	(37)	(104)
FX, non-cash adjustment & others	62	7	33	15	28
Cash flows from operating activities	94	28	71	139	100
Capex (Invest)/Divest	(74)	(16)	(72)	(40)	(40)
Others	(3)	0	3	0	0
Cash flows from investing activities	(76)	(16)	(70)	(40)	(40)
Debt financing (repayment)	(15)	45	23	(31)	13
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(5)	(8)	(10)	(58)	(62)
Others	(5)	(53)	(16)	10	2
Cash flows from financing activities	(25)	(15)	(2)	(78)	(48)
Net change in cash	(7)	(3)	(1)	20	12

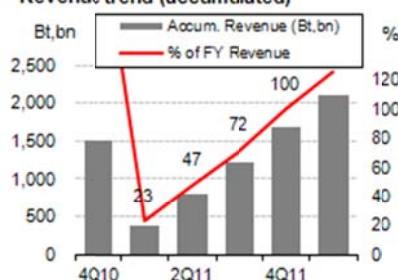
	2009	2010	2011	2012E	2013E
Free cash flow (Btm)	20	12	(1)	99	60
FCF per share (Bt)	2.46	1.53	(0.05)	4.07	2.46

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Revenue trend



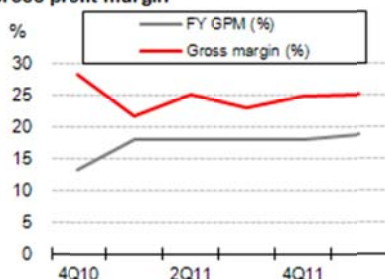
Revenue trend (accumulated)



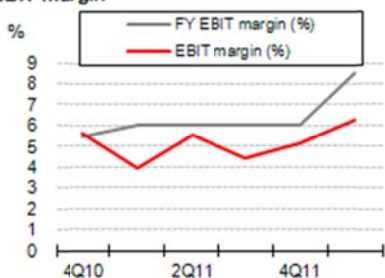
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



PROFIT & LOSS (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Revenue	382	415	410	475	425
Cost of sales and services	(287)	(311)	(304)	(330)	(297)
Gross profit	95	104	106	145	128
SG&A	(75)	(78)	(84)	(112)	(89)
EBIT	20	26	23	33	39
Interest expense	(8)	(9)	(9)	(9)	(8)
Other income/exp.	3	5	5	1	12
EBT	15	22	19	25	43
Corporate tax	(4)	(5)	(3)	(17)	(15)
After-tax profit (loss)	10	17	16	8	28
Minority interest	(0)	(1)	(0)	1	(0)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	10	16	16	9	28
Reported EPS	1.54	2.48	2.46	1.39	4.25
Fully diluted EPS	1.23	1.98	1.96	2.70	1.14
Core net profit	10	16	16	9	28
Core EPS	1.23	1.98	1.96	1.11	1.14
EBITDA	31	38	34	45	51

KEY RATIOS

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Gross margin (%)	24.8	25.0	25.9	30.6	30.1
EBITDA margin (%)	8.2	9.1	8.3	9.6	12.1
Operating margin (%)	5.2	6.2	5.6	7.0	9.2
Net margin (%)	2.6	3.9	3.9	1.9	6.5
Core profit margin (%)	2.6	3.9	3.9	1.9	6.5
BV (Bt)	34.8	35.7	37.7	41.6	14.9
ROE (%)	14.5	22.8	21.4	10.9	30.5
ROA (%)	3.7	6.0	5.8	3.1	9.5
Current ratio (x)	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
Gearing ratio (x)	2.0	2.1	1.9	1.8	1.4
Interest coverage (x)	2.4	3.0	2.5	0.1	0.2

BALANCE SHEET (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Cash & Equivalent	15	27	8	10	20
Accounts receivable	230	229	238	284	234
Inventory	137	132	145	161	177
PP&E-net	644	644	652	679	686
Other assets	40	43	55	42	47
Total assets	1,066	1,076	1,098	1,177	1,165
Accounts payable	110	98	106	127	130
ST debts & current portion	520	553	546	542	475
Long-term debt	52	48	44	50	47
Other liabilities	103	88	97	121	150
Total liabilities	785	787	793	841	803
Paid-up capital	81	81	81	81	81
Share premium	50	50	50	50	50
Retained earnings	82	89	104	113	141
Shareholders equity	275	281	297	330	361
Minority interests	7	8	8	7	1
Total Liab.&Shareholders' equity	1,066	1,076	1,098	1,177	1,165

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 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.