

จีเอฟพีที

Agribusiness
Neutral

**แนวโน้มระยะสั้นยังคงดูดี แต่แนวโน้ม
ระยะกลางยังต้องระมัดระวัง**

ประเด็นการลงทุน: เรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นเกี่ยวกับแนวโน้มกำไรสุทธิไตรมาส 3/54 ของ GFPT รวมถึงราคาไก่ในประเทศที่ปรับตัวขึ้นมาบ้างแล้วหลังจากที่ลดลงในช่วง 1-2 เดือนที่ผ่านมา รายได้ส่งออกไก่ยังคงแข็งแกร่งในไตรมาส 3/54 โดยมีปัจจัยหนุนจากราคาส่งออกไก่ที่สูงสุดเป็นประวัติการณ์ ในขณะที่รายได้จากการขายไก่เป็นให้กับ GFN มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญตามกำลังการเชือดไก่เป็นของ GFN ที่เพิ่มขึ้น ถึงแม้ว่าแนวโน้มในระยะสั้นยังคงดูดี แต่เรายังคงระมัดระวังเกี่ยวกับผลประกอบการในอีก 6 เดือนข้างหน้าเนื่องจากความเสี่ยงจากการปรับตัวลดลงของราคาไก่ในประเทศและราคาส่งออกไก่เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของอุปทานไก่ในประเทศตั้งแต่ช่วงกลางปี 2554 เราอาจจะพิจารณาปรับประมาณการของเราอีกครั้งถ้าหากว่าราคาไก่ในประเทศในช่วงครึ่งหลังของปีปรับตัวสูงกว่าสมมติฐานที่เราใช้ ณ ปัจจุบัน และ/หรืออียูมีแนวโน้มที่จะยกเลิกมาตรการนำเข้าไก่สดแช่แข็งจากไทยภายในปลายปี 2554 ผลประกอบการของ GFN ซึ่งน่าจะถึงจุดคุ้มทุนภายในไตรมาส 4/54 และรายได้จากการขายไก่เป็นให้กับ GFN ยังคงสอดคล้องกับสมมติฐานของเรา ณ ปัจจุบัน เรายังคงคำแนะนำ ถือ เนื่องจากราคาหุ้นของ GFPT ณ ปัจจุบันค่อนข้างเต็มมูลค่าแล้ว

ราคาไก่ในประเทศปรับตัวขึ้นเล็กน้อย: ราคาไก่ในประเทศปรับตัวขึ้นมาประมาณ 10% (จาก 40 บาท/กก. เป็น 45 บาท/กก.) ในเดือนส.ค. โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการที่ผู้บริโภคนำมาบริโภคเนื้อไก่แทนเนื้อหมู (เนื่องจากราคาเนื้อหมูที่ทรงตัวในระดับสูง) และการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์ในช่วงเทศกาลวันสารทจีน ส่งผลให้อุปทานไก่หายไปบ้างในตลาด แต่อย่างไรก็ตาม สำหรับแนวโน้มในอีก 6 เดือนข้างหน้ายังคงได้รับแรงกดดันเนื่องจากราคาไก่ในประเทศมีแนวโน้มปรับตัวลดลงอีกครั้ง เนื่องจากช่วงฤดูฝนและภาวะน้ำท่วมในไตรมาส 3/54 รวมถึงเทศกาลกินเจ และอุปทานไก่ที่เพิ่มขึ้น

ราคาส่งออกไก่มีแนวโน้มปรับตัวลดลงในไตรมาส 4/54: สมาคมผู้เลี้ยงไก่เนื้อคาดการณ์ว่าราคาเฉลี่ยของไก่ส่งออกของอุตสาหกรรมมีแนวโน้มลดลง 15% QoQ ในไตรมาส 4/54 (จากสูงสุดที่ 5,300 เหรียญต่อตันในไตรมาส 3/54 ลดลงเหลือ 4,500 เหรียญต่อตัน) อีกทั้งยังคาดว่าราคาไก่ในประเทศในไตรมาส 3/54 มีแนวโน้มอยู่ที่ 42 บาท/กก. หรือลดลง 19% QoQ

BUALUANG RESEARCH

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

คำแนะนำพื้นฐาน: **ถือ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 11.90 บาท
ราคา (29/08/11): 10.30 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt12.91bn
12-mth price range	Bt7.30/Bt12.10
3-mth avg daily volume	Bt64.09m
# of shares (m)	1,253.8
Est. free float (%)	43.1
Foreign limit (%)	49.0

Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(1.2)	(6.9)	(2.2)
Absolute	(8.0)	(8.8)	13.8

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2010	2011E	2012E	2013E
Revenues (Btm)	12,472	15,121	17,135	19,342
Net profit (Btm)	1,163	1,293	1,345	1,470
EPS (Bt)	0.93	1.03	1.07	1.17
BLS/Consensus (x)	n.a.	0.96	0.86	n.a.
EPS growth (%)	+9.0%	+11.1%	+4.1%	+9.3%
Core profit (Btm)	1,163	1,293	1,345	1,470
Core EPS (Bt)	0.93	1.03	1.07	1.17
Core EPS growth (%)	+9.0%	+11.1%	+4.1%	+9.3%
PER (x)	7.8	10.0	9.6	8.8
Core PER (x)	7.8	10.0	9.6	8.8
EV/EBITDA (x)	6.2	7.1	7.3	6.6
PBV (x)	1.7	2.1	1.8	1.6
Dividend (Bt)	0.30	0.33	0.35	0.38
Dividend yield (%)	4.2	3.2	3.4	3.7
ROE (%)	23.7	22.4	20.2	19.3
Net gearing (x)	0.5	0.4	0.3	0.3

CG Rating - 2010

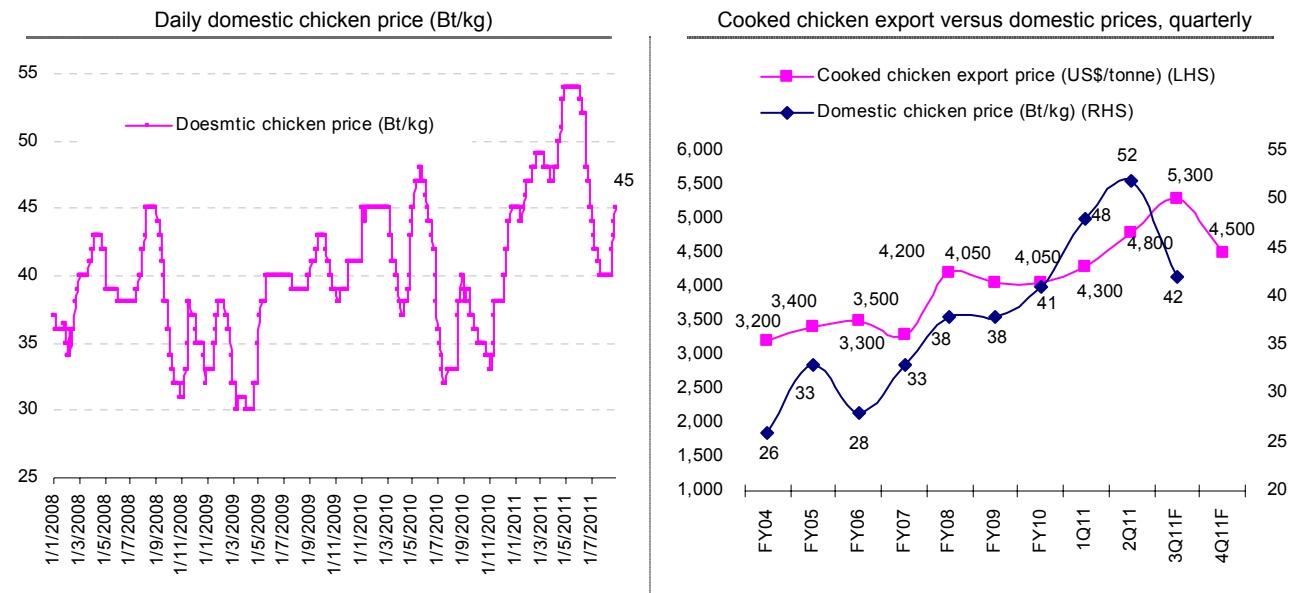


Company profile

GFPT Plc (GFPT) is an integrated poultry operator. It runs a chicken slaughtering and processing operation, including chicken meat and cooked chicken products. The firm also has seven subsidiaries that operate feed mill, a broiler-raising farm, a breeder-raising farm, a rearing breeder farm and processed food businesses. As of 2Q11, chicken meat and food represented 47% of consolidated sales, followed by animal feed sales from Krungthai Feedmill Plc (KT) (32%). About 42% of GFPT's chicken meat is sold domestically; the remainder is directly (30%) or indirectly (28%) exported.

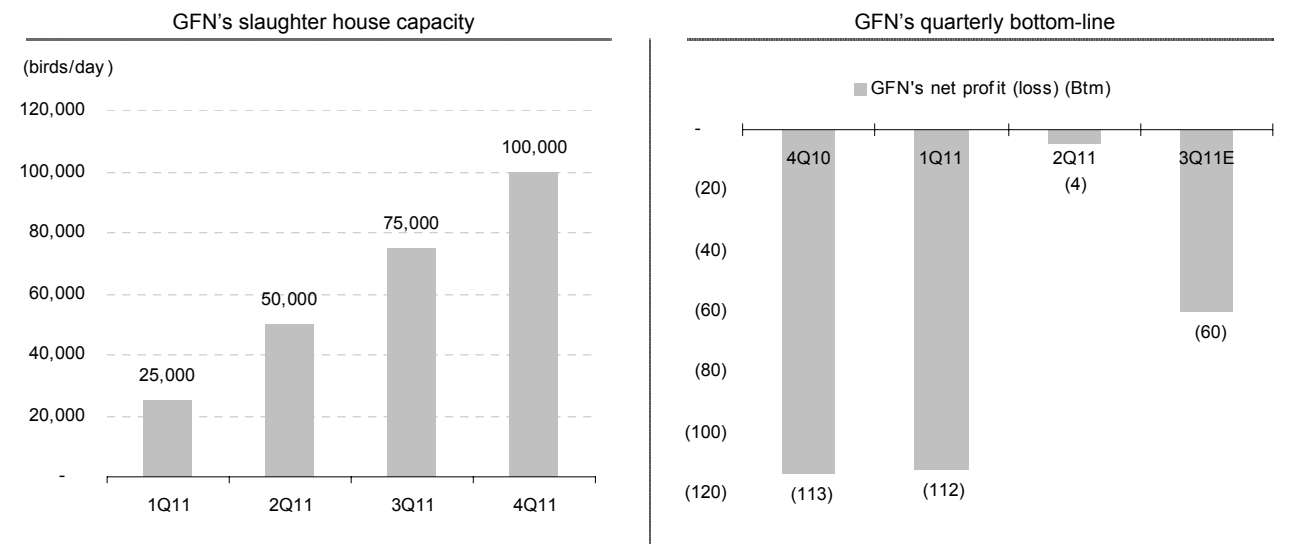
ประมาณการกำไรสุทธิไตรมาส 3/54 ดีกว่าคาดในครั้ง: เรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อกำไรสุทธิไตรมาส 3/54 ณ ขณะนี้เราประเมินกำไรสุทธิไตรมาส 3/54 เบื้องต้นไว้ที่ 400 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้น 8% YoY และ 11% QoQ ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายอาหารสัตว์น้ำที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก ยอดส่งออกที่ยังคงแข็งแกร่ง และรายได้จากการขายไก่ เป็นให้กับ GFN ที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก ในส่วนของผลการดำเนินงานของ GFN เราคาดว่า GFN จะรายงานผลขาดทุนสุทธิเพิ่มขึ้น QoQ ในส่วนของรายได้จากการขาย by-products ของ GFPT คาดว่าจะลดลง QoQ เช่นกันเนื่องจากราคาขาย by-products ผันไปกับราคาไก่ในประเทศที่ปรับตัวลดลง (ราคาไก่ในประเทศปรับตัวขึ้นไปสูงสุดในเดือนพ.ค. และลดลงในเดือนมิ.ย.)

Figure 1: Daily domestic chicken price versus cooked chicken export price



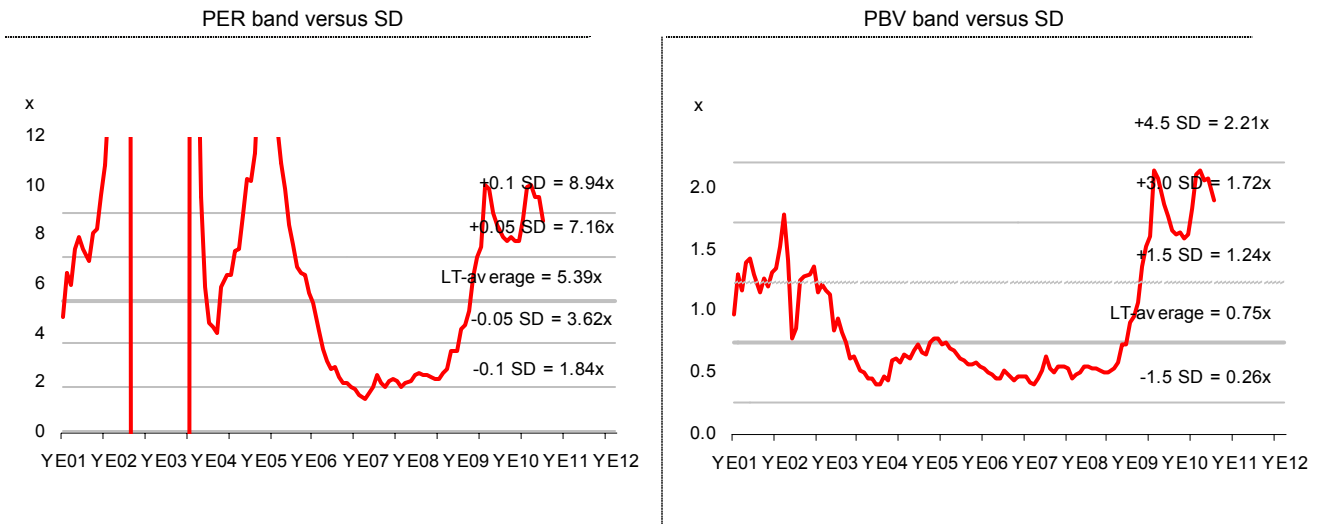
Sources: Company data, Thai Broiler Processing Exporters Association and www.oae.go.th

Figure 2: GFN's slaughter rate versus GFN's quarterly bottom-line



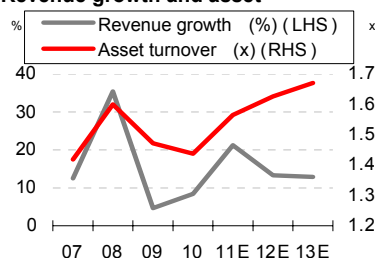
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 3: Band comparison versus SD

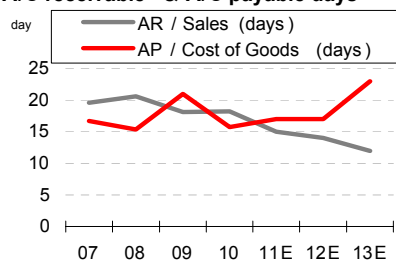


Sources: SET, Company data, Bualuang Research estimates

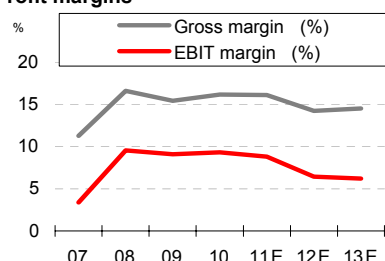
Revenue growth and asset



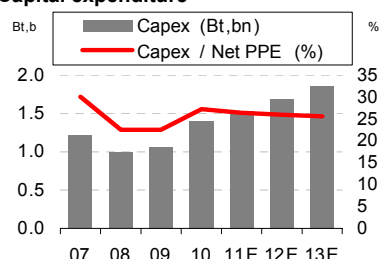
A/C receivable & A/C payable days



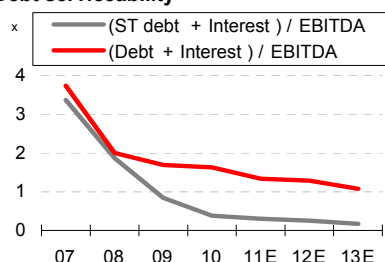
Profit margins



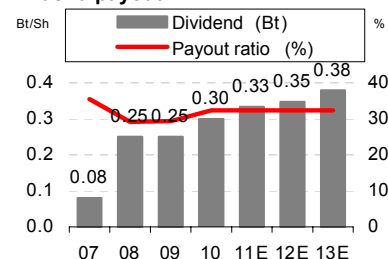
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



Financial tables

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	11,507	12,472	15,121	17,135	19,342
Cost of sales and services	(9,734)	(10,457)	(12,688)	(14,699)	(16,538)
Gross profit	1,774	2,015	2,433	2,436	2,804
SG&A	(727)	(853)	(1,104)	(1,337)	(1,605)
EBIT	1,047	1,162	1,329	1,099	1,199
Interest expense	(118)	(135)	(131)	(123)	(115)
Other income/exp.	147	220	257	291	329
EBT	1,076	1,247	1,455	1,268	1,412
Corporate tax	(48)	(61)	(87)	(89)	(113)
After-tax profit (loss)	1,028	1,186	1,368	1,179	1,299
Minority interest	(16)	(21)	(26)	(29)	(33)
Equity earnings from affiliates	56	(2)	(49)	196	204
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	1,068	1,163	1,293	1,345	1,470
Reported EPS	0.85	0.93	1.03	1.07	1.17
Fully diluted EPS	0.85	0.93	1.03	1.07	1.17
Core net profit	1,068	1,163	1,293	1,345	1,470
Core EPS	0.85	0.93	1.03	1.07	1.17
EBITDA	1,745	1,928	2,200	2,094	2,299

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	4.6	8.4	21.2	13.3	12.9
Gross margin (%)	15.4	16.2	16.1	14.2	14.5
EBITDA margin (%)	15.2	15.5	14.5	12.2	11.9
Operating margin (%)	9.1	9.3	8.8	6.4	6.2
Net margin (%)	9.3	9.3	8.5	7.9	7.6
Core profit margin (%)	9.3	9.3	8.5	7.9	7.6
ROA (%)	13.7	13.4	13.4	12.8	12.7
ROCE (%)	14.9	14.8	14.8	14.2	14.4
Asset turnover (x)	1.5	1.4	1.6	1.6	1.7
Current ratio (x)	1.3	2.6	2.5	2.5	2.2
Gearing ratio (x)	0.6	0.6	0.4	0.4	0.3
Interest coverage (x)	8.8	8.6	10.1	8.9	10.4

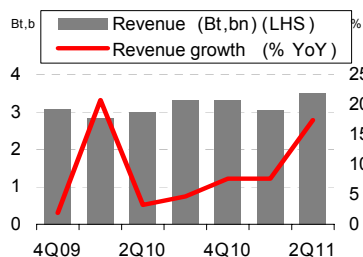
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	202	182	86	136	110
Accounts receivable	572	622	621	657	636
Inventory	1,953	2,306	2,538	2,295	2,492
PP&E-net	4,727	5,147	5,813	6,509	7,267
Other assets	35	38	133	215	307
Total assets	8,138	9,215	10,115	10,962	12,199
Accounts payable	560	451	591	685	1,042
ST debts & current portion	1,357	596	543	412	280
Long-term debt	1,475	2,413	2,270	2,158	2,078
Other liabilities	16	165	200	227	256
Total liabilities	3,614	3,833	3,832	3,739	3,948
Paid-up capital	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
Share premium	525	525	525	525	525
Retained earnings	2,699	3,549	4,425	5,335	6,331
Shareholders' equity	4,478	5,331	6,206	7,117	8,112
Minority interests	46	51	77	106	139
Total Liab.&Shareholders' equity	8,138	9,215	10,115	10,962	12,199

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,068	1,163	1,293	1,345	1,470
Depreciation and amortization	698	766	870	994	1,100
Change in working capital	323	(512)	(91)	300	182
FX, non-cash adjustment & others	42	89	42	(166)	(171)
Cash flows from operating activities	2,130	1,506	2,114	2,474	2,582
Capex (Invest)/Divest	(1,065)	(1,403)	(1,536)	(1,690)	(1,859)
Others	(271)	149	(61)	(56)	(62)
Cash flows from investing activities	(1,336)	(1,254)	(1,597)	(1,746)	(1,921)
Debt financing (repayment)	(315)	176	(196)	(243)	(212)
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(313)	(313)	(418)	(435)	(475)
Others	(119)	(136)	0	0	0
Cash flows from financing activities	(747)	(273)	(613)	(678)	(686)
Net change in cash	47	(21)	(96)	50	(26)

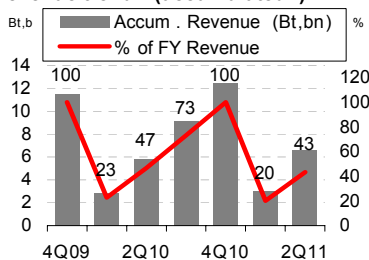
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Free cash flow (Btm)	1,065	104	578	784	723
FCF per share (Bt)	0.85	0.08	0.46	0.63	0.58

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

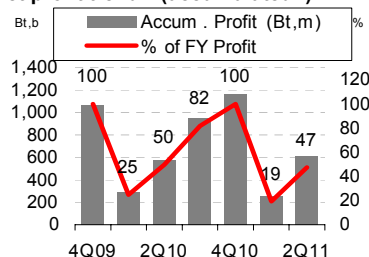
Revenue trend



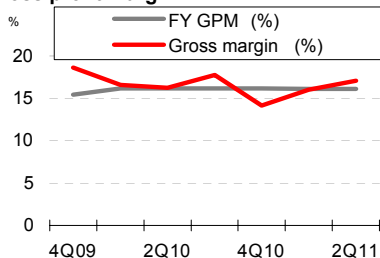
Revenue trend (accumulated)



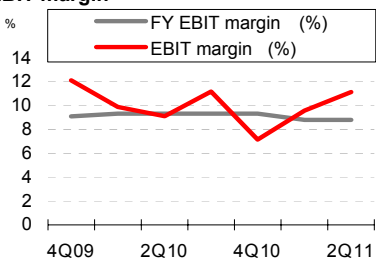
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	2,996	3,310	3,323	3,059	3,518
Cost of sales and services	(2,509)	(2,723)	(2,853)	(2,570)	(2,918)
Gross profit	487	587	470	490	600
SG&A	(213)	(217)	(233)	(197)	(208)
EBIT	273	370	237	293	392
Interest expense	(34)	(35)	(35)	(35)	(38)
Other income/exp.	44	58	80	62	50
EBT	283	393	283	320	404
Corporate tax	(7)	(22)	(23)	(20)	(48)
After-tax profit (loss)	275	371	260	299	356
Minority interest	(4)	(6)	(5)	(5)	(3)
Equity earnings from affiliates	18	7	(43)	(43)	9
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	289	371	212	252	362
Reported EPS	0.23	0.30	0.17	0.20	0.29
Fully diluted EPS	0.23	0.30	0.17	0.20	0.29
Core net profit	289	371	212	252	362
Core EPS	0.23	0.30	0.17	0.20	0.29
EBITDA	463	563	433	492	596

KEY RATIOS

	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11
Gross margin (%)	16.2	17.7	14.1	16.0	17.1
EBITDA margin (%)	15.5	17.0	13.0	16.1	16.9
Operating margin (%)	9.1	11.2	7.1	9.6	11.1
Net margin (%)	9.7	11.2	6.4	8.2	10.3
Core profit margin (%)	9.7	11.2	6.4	8.2	10.3
BV (Bt)	3.8	4.1	4.3	4.3	4.3
ROE (%)	24.4	29.1	15.9	18.8	27.2
ROA (%)	13.0	15.9	9.2	10.6	14.8
Current ratio (x)	1.4	2.2	2.6	2.7	2.3
Gearing ratio (x)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.6
Interest coverage (x)	8.0	10.5	6.9	8.4	10.4

BALANCE SHEET (Btm)

	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11
Cash & Equivalent	223	189	182	153	189
Accounts receivable	653	638	622	572	678
Inventory	2,011	2,254	2,306	2,576	2,567
PP&E-net	4,272	4,086	4,604	4,703	4,801
Other assets	1,648	1,803	1,327	1,289	1,318
Total assets	8,898	9,328	9,215	9,458	9,757
Accounts payable	396	515	451	541	479
ST debts & current portion	1,382	695	596	445	779
Long-term debt	2,036	2,449	2,413	2,379	2,343
Other liabilities	11	166	165	395	407
Total liabilities	4,116	4,170	3,833	4,045	4,366
Paid-up capital	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
Share premium	525	528	528	528	528
Retained earnings	2,959	3,331	3,549	3,577	3,554
Shareholders equity	4,740	5,112	5,331	5,359	5,335
Minority interests	42	46	51	54	56
Total Liab.&Shareholders' equity	8,898	9,328	9,215	9,458	9,757

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 BANPU DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF BAY DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF BCP DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF CPALL DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF CPF DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DTAC DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF IVL DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF LH DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF PTT DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF SCC DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF STA DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF THAI DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF TRUE DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF TOP DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

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.