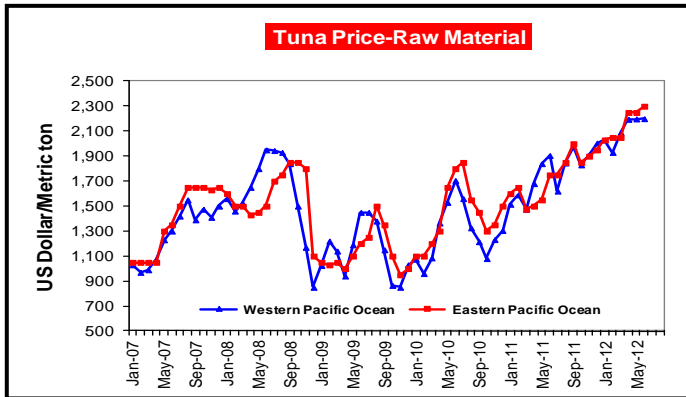


ราคาปัจจุบัน	76.50 บาท	คำแนะนำ	ซื้อเมื่ออ่อนตัว	Target Price	76.00 บาท
--------------	-----------	---------	------------------	--------------	-----------

**TUF (BUY ON WEAKNESS) :** คาดยอดขาย Q2/55 ดีกว่างวดปีก่อน, วิกฤติยุโรปไม่กระทบ (ที่มา : รอยเตอร์)

โดยผู้บริหารของ TUF เผยถึงแนวโน้มยอดขายไตรมาส 2/55 ดีกว่าช่วงเดียวกันของปีก่อน เนื่องจากไม่ได้รับผลกระทบปัญหาวิกฤติหนี้ในยุโรป แม้ว่าจะมีสัดส่วนการขายในตลาดดังกล่าว คิดเป็น 33% ของรายได้ แต่มองเป็นธุรกิจอาหาร ซึ่งถือว่ามีความจำเป็น รวมถึงหลายประเทศในยุโรปไม่ได้มีปัญหาด้านเศรษฐกิจและยังเติบโตได้ นอกจากนี้ ด้วยกลยุทธ์การขยายฐานลูกค้าไปสู่อเมริกา ก็ผลักดันผู้บริหาร TUF คาดยอดขาย 2Q55 ยังโตกว่า 2Q54 ได้ พร้อมคงเป้าหมายยอดขายในสกุลดอลลาร์ทั้งปี 55 จะเติบโตอย่างน้อย 15% จากปี 54 ที่มีรายได้ 3,232 ล้านดอลลาร์

นอกจากนี้ ยังคาดว่าจะกลับมาจ่ายปันผลในอัตราปกติคือไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิได้ตั้งแต่ 1H55 เป็นต้นไป หลัง TUF ได้รับกระแสเงินสดเพิ่มกว่า 9,560 ล้านบาทจากการขายหุ้นเพิ่มทุนในช่วง 2Q55 ทำให้ภาระหนี้ลดลงไปอย่างเด่นชัด จนปัจจุบัน คาดสัดส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุน ( Net D/E) ของบริษัทปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 0.75 เท่าแล้ว



Income Statement (MBt.)	2Q12E	1Q12	2Q11	%qoq	%yoy
Sale	27,229	25,304	24,860	7.6%	9.5%
Other Income	164	167	172	-1.8%	-4.7%
Total Revenue	27,393	25,471	25,032	7.5%	9.4%
Cost of Sale	22,557	20,959	20,534	7.6%	9.9%
Gross Profit	4,671	4,345	4,326	7.5%	8.0%
SG&A	2,594	2,373	2,169	9.3%	19.6%
Interest Expense	1,061	542	612	95.6%	73.3%
Normalise Profit	974	1,235	1,158	-21.1%	-15.9%
Net Profit	974	1,467	1,238	-33.6%	-21.3%
Gross Profit Margin (%)	17.2%	17.2%	17.4%		
Net Profit Margin (%)	3.6%	5.8%	5.0%		

**ความเห็น :** เรามีมุมมองต่อแนวโน้มผลการดำเนินงานปกติทั้ง 2Q55 และปี 55 สอดคล้องในทิศทางเดียวกันกับผู้บริหาร โดยสำหรับ 2Q55 เราคาดด้วยอานิสงส์ของราคาขาย โดยเฉพาะในกลุ่มทูน่าที่ปรับขึ้นค่อนข้างมากตามต้นทุนวัตถุดิบเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้นกว่า +22%YoY สำหรับราคาทูน่าจากแหล่ง WPO (Western Pacific Ocean) รวมถึง กลยุทธ์การขยายตลาดและสินค้าที่หลากหลายมากขึ้นของ TUF ก็คาดซบเคลื่อนยอดขาย 2Q55 ยังขยายตัวต่อได้ 9.5%YoY และ 7.6%QoQ ในขณะเดียวกัน ด้วยนโยบายการกำหนดราคาขายส่วนใหญ่ที่ยึดตามหลัก Cost Plus Basis ประกอบกับจุดแข็งของบริษัทที่มีฐานการผลิตที่กระจายทั่วโลก ก็ทำให้เรามองเป็นข้อได้เปรียบในการเข้าแหล่งวัตถุดิบมากกว่าคู่แข่งอื่น ดังนั้น เราจึงคาด TUF ยังสามารถรักษาอัตรากำไรขั้นต้นได้ที่บริเวณ 17.2% ใน 2Q55 และผลักดันได้ตัวเลขกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) 2Q55 ที่ 2,241 ล้านบาท ยังคงเติบโตต่อเนื่อง 5%QoQ อย่างไรก็ตาม ด้วย 2Q55 บริษัทอาจต้องมีบันทึกค่าธรรมเนียมตัดจ่ายจากการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดซึ่งมีมูลค่ารวม 600 ล้านบาท (เป็นเพียงรายการทางบัญชี) ดังนั้น จึงคาดกำไรสุทธิ 2Q55 เหลือ 974 ล้านบาท (-34%QoQ และ -21%YoY)

ส่วนแนวโน้มผลการดำเนินงานใน 2H55 ก็คาดว่าจะกลับมาสดใสอีกครั้ง หลังยอดขายทั้งกลุ่มสินค้าทูน่าที่ต่อเนื่อง หลังสภาวะการแข่งขันในอเมริกาของบ.ลูกอย่าง COSI เริ่มลดลงและคาดยอดขายของ MWB จะกลับมาโตโดดเด่นอีกครั้งหลังผ่านพ้นช่วงฤดูมรสุมไป ขณะที่สินค้ากลุ่มกุ้งก็จะสร้างยอดขายเพิ่มขึ้นเช่นกัน หลังโรงงานเช่าแห่งใหม่เดินเครื่องเต็มงวดมากขึ้น ดังนั้น เราจึงยังคงตัวเลขประมาณการกำไรปี 55 และปี 56 ที่ 6,061 ล้านบาทและ 6,961 ล้านบาท ซึ่งเติบโต 19%YoY และ 15%YoY ตามลำดับ

**คำแนะนำ :** แต่ด้วยราคาหุ้นในช่วงที่ผ่านมาที่ปรับขึ้นเท่าราคาเป้าหมายปี 55 ของเราที่ 76 บาทแล้ว (ปี 56 ที่ 87 บาท) ดังนั้น จึงประเมินปัจจัยที่จะขับเคลื่อนราคาหุ้นในระยะสั้นจะมีเพียงความชัดเจนในการเข้าซื้อกิจการเท่านั้น จึงคงคำแนะนำเพียง "รอซื้อเมื่ออ่อนตัว" โดยคาดว่าจะจ่ายปันผลงวด 1H55 ที่ 1 บาทต่อหุ้น (Yield 1.3%)

Profit&loss Statement	2007	2008A	2009	2010	2011	2012F	2013F
Sales	55,507.0	69,048.1	68,994.5	71,507.4	98,670.4	114,163.7	125,580.0
Other Revenues	376.3	403.4	396.1	513.4	697.5	819.6	887.8
Total Revenues	55,883.3	69,451.5	69,390.5	72,020.8	99,367.9	114,983.3	126,467.8
COGS	47,931.6	60,290.8	58,550.5	61,976.4	82,301.4	95,055.4	104,500.1
Gross profit	7,575.4	8,757.3	10,444.0	9,531.0	16,369.0	19,108.2	21,079.9
SG&A	5,285.5	5,934.2	6,307.9	6,106.8	8,882.2	10,376.1	11,299.6
EBIT	2,666.2	3,226.5	4,532.1	3,937.5	8,184.3	9,551.7	10,668.0
Interest expense	579.9	634.9	602.1	763.6	2,272.2	1,843.8	1,648.7
Tax	262.9	106.7	431.1	628.6	192.2	578.1	676.4
Normalise Net Profit	1,823.3	2,484.9	3,498.9	2,545.3	5,720.0	7,129.8	8,342.8
Extra-items	-0.1	-284.5	-155.1	328.4	-645.5	-1,068.7	-1,381.6
Net Profit	1,823.2	2,200.5	3,343.8	2,873.7	5,074.5	6,061.1	6,961.2



Balance Sheet	2007	2008A	2009	2010	2011	2012F	2013F
<b>Assets</b>							
Cash and Equivalent	485.4	1,556.8	728.4	1,037.3	902.5	11,636.4	10,917.6
Account Receivable	6,405.4	7,104.9	6,501.0	9,217.9	11,160.8	12,511.1	13,762.2
Net Inventory	15,945.2	19,228.7	15,893.0	20,934.5	26,132.0	27,344.7	30,061.7
Total Current Assets	23,497.1	28,816.1	24,217.3	34,001.0	39,930.4	53,314.1	56,654.4
Long term Investment	347.1	383.9	499.0	950.0	1,030.9	1,082.4	1,136.5
PP&E	7,728.0	8,515.0	9,280.0	14,092.2	15,655.0	17,066.0	18,328.0
Total Non-Current Assets	10,078.7	11,049.2	11,652.6	40,775.9	43,299.2	44,174.8	45,307.9
Total Assets	33,575.9	39,865.3	35,869.9	74,776.9	83,229.6	97,488.9	101,962.3
<b>Liabilities and Equity</b>							
Overdrafts	8,939.3	10,659.2	5,601.3	8,363.8	14,477.2	2,217.2	2,400.0
Account Payable	2,976.4	3,447.6	2,629.6	5,909.6	7,919.1	7,812.8	8,589.1
Total Current Liabilities	13,666.0	16,221.7	12,039.4	20,941.3	25,141.9	13,361.8	18,891.9
Long-Term Loans	4,961.6	6,616.0	4,964.3	25,391.6	24,305.5	22,248.2	16,788.1
Total Long term Liabilities	5,340.2	7,412.9	5,419.8	30,600.1	31,018.7	29,297.0	24,189.3
Total Liabilities	19,006.2	23,634.6	17,459.2	51,541.4	56,160.5	42,658.8	43,081.2
Paid -up Capital	878.8	883.2	883.2	956.3	956.3	1,202.0	1,202.0
Premium	4,481.7	4,518.8	4,518.8	8,158.9	8,158.9	31,607.2	31,607.2
Retention	7,813.2	9,112.2	11,061.5	11,939.2	15,302.4	19,107.0	22,812.6
Total Equity	13,086.0	14,362.3	16,331.1	20,967.0	24,417.6	51,911.6	55,617.2
Minority Shareholder	1,483.7	1,868.5	2,079.6	2,268.5	2,651.4	2,918.6	3,264.0
Total Liabilities and Equity	33,575.9	39,865.3	35,869.9	74,776.9	83,229.6	97,488.9	101,962.3

Cashflow Statement	2007	2008A	2009	2010	2011	2012F	2013F
Net Profit	1,823	2,200	3,344	2,874	5,075	6,061	6,961
+Depre.&Amortize and Non Cash	978	1000	1076	1219	1564	2089	2239
-Net W/C	-4329	-2395	-1000	-1000	-1229	-998	-997
Operating Cashflow	-1,527	806	8,669	4,166	5,410	7,153	8,204
Investing Cashflow	-2,472	-1,821	-2,036	-30,747	-3,178	-3,000	-3,000
Financing Cashflow	4,120	2,087	-7,461	26,890	-2,367	6,581	-5,922
Cash Change	120	1,071	-828	309	-135	10,734	-719

Financial Ratio and Valuation	2007	2008A	2009	2010	2011	2012F	2013F
Current Ratio	1.72	1.78	2.01	1.62	1.59	3.99	3.00
Day's sales in inventory	121	116	99	123	114	105	105
Day's sales in receivables	42	38	34	47	41	40	40
Day's account payable	23	21	16	35	35	30	30
Debt/equity ratio	1.45	1.65	1.07	2.46	2.30	0.82	0.77
Gross profit margin	13.6%	12.7%	15.1%	13.3%	16.6%	16.7%	16.8%
Core Profit margin	3.3%	3.6%	5.1%	3.6%	5.8%	6.2%	6.6%
Net Profit margin	3.3%	3.2%	4.8%	4.0%	5.1%	5.3%	5.5%
Return on assets	5.4%	5.5%	9.3%	3.8%	6.1%	6.2%	6.8%
Return on equity	13.9%	15.3%	20.5%	13.7%	20.8%	11.7%	12.5%
EPS (Bt)	2.07	2.49	3.79	3.00	5.30	5.04	5.79
DPS (Bt)	1.11	1.26	1.92	1.60	1.56	2.52	2.90
BV (Bt)	16.58	18.38	20.85	24.30	25.53	45.62	48.99
EV/EBITDA (x)	22.72	20.57	14.60	21.89	11.79	10.38	9.33
P/E (x)	36.87	30.70	20.21	25.46	14.43	15.17	13.21
P/B (x)	4.61	4.16	3.67	3.15	3.00	1.68	1.56
D/P (%)	1.5%	1.6%	2.5%	2.1%	2.0%	3.3%	3.8%

Source: Company Data , AIRA Estimates






**CORPORATE GOVERNANCE REPORT 2011 (IOD)**

 Score Range 90-100: Excellent		 Score Range 80-89: Very Good				 Score Range 70-79: Good			
ADVANC	PS	ACAP	HANA	PB	TCAP	2S	FE	NNCL	SYNEX
AOT	PSL	AF	HMPRO	PG	TFD	A	FOCUS	NSI	TBSP
BAFS	PTT	AMANA	HTC	PHATRA	TFI	AEONTS	FSS	NTV	TCB
BANPU	PTTAR***	AMATA	IFEC	PM	THAI	AFC	GENCO	NWR	TCC
BAY	PTTCH***	AP	INET	PR	THCOM	AGE	GFM	OFM	TCP
BBL	PTTEP	ASIMAR	INTUCH	PRANDA	THIP	AH	GL	PAF	TEAM
BCP	QH	ASP	IVL	PRG	TIC	AHC	GLAND	PAP	TF
BKI	RATCH	AYUD	JAS	PT	TK	AI	GOLD	PATO	TGCI
BMCL	ROBINS	BEC	KCE	PYLON	TMT	AIT	GUNKUL	PDI	THANA
CPN	RS	BECL	KEST	S & J	TNITY	AJ	GYT	PHOL	THANI
CSL	SAT	BFIT	KGI	S&P	TNL	AKR	HFT	PICO	TICON
EASTW	SC	BH	KSL	SABINA	TOG	APRINT	HTECH	PL	TIW
EGCO	SCB	BIGC	KWC	SAMCO	TPC	APURE	IFS	POST	TKS
ERW	SCC	BJC	L&E	SCCC	TRC	AS	ILINK	PPM	TLUXE
GRAMMY	SE-ED	BLA	LANNA	SCG	TRT	ASK	IRC	PREB	TMD
HEMRAJ	SIS	BROOK	LH	SCSMG	TRU	BAT-3K	IRCP	PRECHA	TNH
ICC	THRE	BTS	LOXLEY	SEAFCO	TRUE	BGT	IT	PRIN	TNPC
IRPC	TIP	BWG	LRH	SFP	TSC	BLAND	ITD	PTL	TOPP
KBANK	TIPCO	CENDEL	LST	SICCO***	TSTE	BNC	JTS	Q-CON	TPA
KK	TISCO	CGS	MACO	SINGER	TSTH	BOL	JUTHA	QLT	TPAC
KTB	TKT	CIMBT	MAJOR	SIRI	TTA	BROCK	KASET	RASA	TPCORP
LPN	TMB	CK	MAKRO	SITHAI	TTW	BSBM	KDH	RCI	TPIPL
MCOT	TOP	CM	MBK	SMT	TUF	BTNC	KH	RCL	TPP
NMG		CPALL	MFC	SNC	TVO	CCET	KKC	ROJNA	TR
		CPF	MFEC	SPALI	TYM	CFRESH	KMC	RPC	TTCL
		CSC	MILL	SPI	UAC	CHARAN	KTC	SAUCE	TTI
		DELTA	MINT	SPPT	UMI	CI	KWH	SCBLIF	TWFP
		DEMCO	MK	SSF	UP	CITY	KYE	SCP	TWZ
		DRT	MTI	SSSC	UPOIC	CMO	LALIN	SENA	TYCN
		DTAC	NBC	STA	UV	CMR	LEE	SHANG	UBIS
		DTC	NCH	STANLY	VNT	CNS	LHK	SIAM	UEC
		ECL	NINE	STEC	WACOAL	CNT	MATCH	SIMAT	UOBKH
		FORTH	NKI	SUSCO	WAVE	CPI	MATI	SKR	UPF
		GBX	NOBLE	SVI	ZMICO	CPL	MBAX	SMIT	US
		GC	OCC	SYMC		CRANE	M-CHAI	SMK	UT
		GFPT	OGC	SYNTEC		CSP	MCS	SMM	UVAN
		GLOW	OISHI	TASCO		CSR	MDX	SPC	VARO
						CTW	MJD	SPG	VIBHA
						DCC	MOONG	SST	VNG
						DRACO	MPIC	STAR	WG
						EASON	MSC	SUC	WORK
						EIC	NC	SVOA	YUASA
						ESSO	NEP	SWC	

\*\*\* วันที่ 18 ตุลาคม 2554  
PTTAR และ PTTCH  
ควมรวมกิจการเป็น PTTGC

\*\*\*SICCO ขอเพิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็น  
หลักทรัพย์จดทะเบียนในวันที่ 7 ตุลาคม 2554

Source: Thai Institute of Directors Association (IOD)

Score Range	Number of Logo	Description
90-100		Excellent
80-89		Very Good
70-79		Good
60-69		Satisfactory
50-59		Pass
Lower than 50	No logo given	N/A

รายงานฉบับนี้จัดทำในนามของบริษัทหลักทรัพย์ ไอรา จำกัด (มหาชน) ("ไอรา") เพื่อเป็นข้อมูลให้กับลูกค้าของไอราเท่านั้น มิได้เป็นการชี้แนะหรือเสนอแนะหรือเชิญชวน เพื่อการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ผู้อ่านควรตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยใช้วิจารณญาณของตนเอง ไอรา รวมทั้งพนักงานของบริษัท ปราศจากความรับผิดชอบในความเสียหายอันเกิดจากการใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม ทั้งหมด หรือบางส่วน และไม่ถือเป็นการรับประกันความถูกต้อง สมบูรณ์ และเชื่อถือได้ของข้อมูลในรายงานนี้ ไอรา และ/หรือ กรรมการบริษัท, พนักงาน ที่เกี่ยวข้องอาจมีความสัมพันธ์กับ หรืออาจให้บริการทางด้านวิชาชีพชนกึ่ง และ/หรือ บริการทางการเงินอื่นๆ กับบริษัทที่กำลังกล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ ไอราขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความคิดเห็น หรือข้อมูลโดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า เอกสารฉบับนี้ใช้ภายในไอราเท่านั้น มิได้จัดทำขึ้นสำหรับการลงพิมพ์ในหนังสือพิมพ์หรือสื่ออื่นๆ แต่อย่างใด