CEO FORUM

ไทยยูเนี่ยน โฟรเซ่น โปรดักส์ (TUF)

Equity Talk

วันศุกร์ที่ 3 สิงหาคม พ.ศ. 2555

M&A ไม่นานเกินรอ...เน้นธุรกิจแบรนด์เนมขนาดใหญ่ Margin สูง

ชู 2 กลยุทธ์หลักต่อยอดรายได้ และกำไรใน 3 ปีข้างหน้า

ภาพรวมการประชุม CEO Forum ของ TUF ที่ ASP เป็นเจ้าภาพจัดงานเมื่อวันที่ 1 ส.ค.55 ยังคงสัมผัสได้ถึงวิสัยทัศน์ของผู้บริหาร TUF ที่ต้องการเติบโตอย่างไม่หยุดยั้ง เพื่อบรรลุเป้าหมายยอดขายรวมในปี 2558 ที่ระดับ 5 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ หรือเติบโตถึง 54% จากปี 2554 และควบคู่ไปกับการยกระดับ Gross margin ขึ้นไปที่ 20% ในระยะยาว (ปัจจุบัน 17%) โดยใช้ 2 กลยุทธ์หลัก ประกอบด้วย 1) การขยายตลาดใหม่ๆ ได้แก่ กลุ่มประเทศตะวันออกกลาง อัฟริกา รวมถึงอาศัยประโยชน์จากการเปิดเสรีการค้าในเขตอาเซียน (AEC) ซึ่งจะช่วยผลักดันให้ TUF สามารถรุกตลาดในภูมิภาคได้อย่างรวดเร็วยิ่งขึ้น และ 2) การขยายฐานธุรกิจของผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าเพิ่ม ได้แก่ ผลิตภัณฑ์ซาร์ดีน แมคเคอเรล และอาหารสำเร็จรูปพร้อมรับประทาน รวมถึงผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์เลี้ยง (Pet food) ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ที่มี Margin สูงเกิน 25% และมีมูลค่าตลาดทั่วโลกมหาศาลถึง 8 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐฯ (สูงกว่าตลาดทูน่าที่มีระดับเพียง 6 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ) ทั้งนี้ บริษัทฯ ได้ใช้ความได้เปรียบจากการเป็นผู้นำธุรกิจอาหารทะเลชั้นนำของโลก และมีการดำเนินธุรกิจที่ครบวงจร (Fully interated supply chain) จึงสามารถควบคุมต้นทุนการผลิตที่ต่ำกว่าคู่แข่งขันรายอื่นๆ บวกกับจุดแข็งของการเป็นเจ้าของแบรนด์ผลิตภัณฑ์เป็นที่ยอมรับจากลูกค้าทั่วโลก ทำให้ช่วยลดอุปสรรคในการขยายตลาดใหม่ๆ ไปได้มาก

Scope M&A แคบขึ้น...เน้นธุรกิจ Brand Name และ High Margin

นอกเหนือการเติบโตจากภายในกิจการ (Organic Growth) กลยุทธ์การเติบโตจากการเข้าซื้อกิจการในต่างประเทศถือเป็นอีกแนวทางหนึ่งที่จะช่วยต่อยอดฐานกำไรในระยะยาว โดย TUF ได้ให้ข้อมูลที่สามารถคาดเดาถึงแผนการเข้าซื้อธุรกิจที่ชัดเจนขึ้นภายในไม่เกิน 6-12 เดือนข้างหน้า โดยเป็นธุรกิจที่มี Brand name อยู่แล้ว (เช่นในกรณีของการซื้อกิจการ Chicken of the Sea และ MWB เพื่อง่ายต่อการทำตลาดต่อยอด) และมี Margin สูง อาทิ ธุรกิจ Pet food เพื่อสร้างการเติบโตอย่างรวดเร็วในเวลาสั้น โดยประเมินมูลค่าการลงทุนในกิจการเป้าหมายไม่ต่ำกว่า 100-300 ล้านเหรียญฯ ด้วยความพร้อมของฐานเงินทุนภายหลังจากการระดมทุนกว่าหมื่นล้านบาท ทำให้ D/E ลดลงมาต่ำเพียง 0.8 เท่า จึงสามารถก่อหนี้เพิ่มเติมได้อีกมาก ซึ่งฝ่ายวิจัยคาดว่าใกล้จะได้ข้อสรุปในไม่ช้า และยังจะนำไปสู่การปรับประมาณการและ Fair value ของ TUF อย่างมีนัยฯ อีกครั้ง

คงคำแนะนำ ซื้อ...กลับมาจ่ายปันผลเป็นปกติแล้วในงวด 1H55

ฝ่ายวิจัยยังคงเลือก TUF เป็นหุ้น Top pick ของกลุ่มอาหาร แม้ว่าราคาหุ้นปัจจุบันจะมีค่า PER ปี 2555 ที่ระดับสูง 13.9 เท่า แต่คาดว่าจะลดลงเหลือเพียง 11.5 เท่าในปี 2556 ซึ่งเป็นระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยภูมิภาคในกลุ่มอาหารที่อยู่ระดับ 16 เท่า นอกจากนี้ TUF ยังได้ให้ความมั่นใจถึงแนวโน้มการกลับมาจ่ายเงินปันผลตามปกติที่ระดับ Payout Ratio ที่ไม่ต่ำกว่า 50% ในงวด 1H55 หรือคิดเป็น Div yield 1.5% สำหรับงวดครึ่งปี

Key Data (ล้านบาท) FY: ปิด 31 ธ.ค.	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
ยอดขาย (ล้านบาท)	68,994	71,507	98,670	116,352	133,805
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	3,344	2,874	5,075	6,065	7,352
EPS (บาท)	3.79	3.17	5.31	5.25	6.36
PER (เท่า)	19.3	23.0	13.8	13.9	11.5
DPS	1.92	1.60	1.56	2.62	3.18
Dividend Yield (%)	2.6%	2.2%	2.1%	3.6%	4.4%
ROE(%)	19.5	11.1	21.0	19.1	18.5
BVS (บาท)	18.49	21.92	25.53	32.41	35.58
PBV (เท่า)	3.9	3.3	2.9	2.3	2.1
EV/EBITDA (เท่า)	7.0	11.9	11.9	11.0	9.3

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

คำแนะนำการลงทุน

ซื้อ

ราคาปัจจุบัน : 73 บาท

Fair Value : 80 บาท

มูลค่าตลาด : 69,812 ล้านบาท

การจัดอันดับบรรษัทภิบาลปี 2554

▲▲▲▲

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

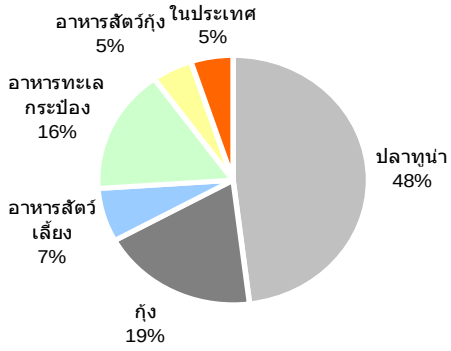
ธิปธวัช สุวรรณธำมรงค์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 034124

thiptawat@asiaplus.co.th

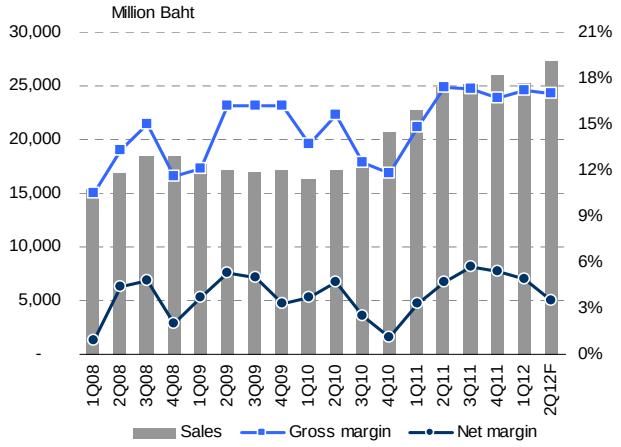
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเซีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเซีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

โครงสร้างรายได้แยกตามกลุ่มผลิตภัณฑ์



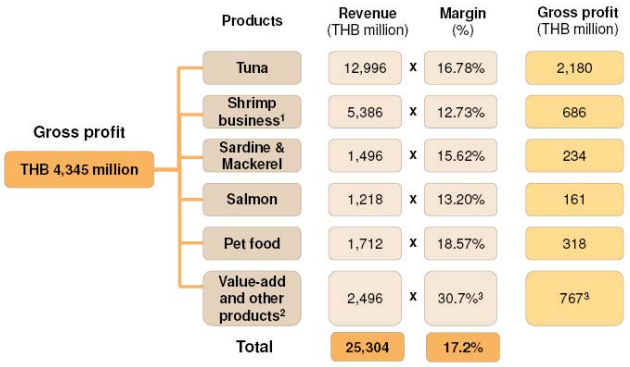
ที่มา : TUF

ประสิทธิภาพในการทำกำไรรายไตรมาส



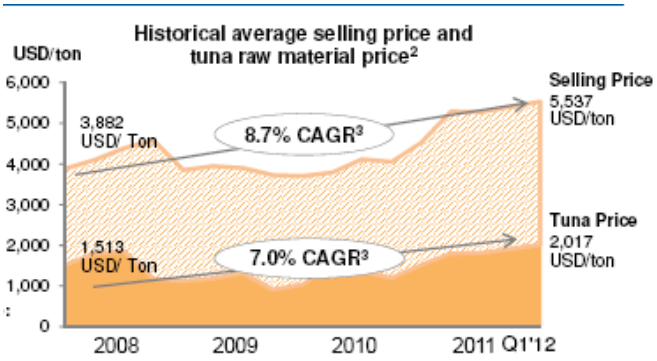
ที่มา : TUF และฝ่ายวิจัย ASP

ผลการดำเนินงาน 1Q55 แยกตามกลุ่มผลิตภัณฑ์



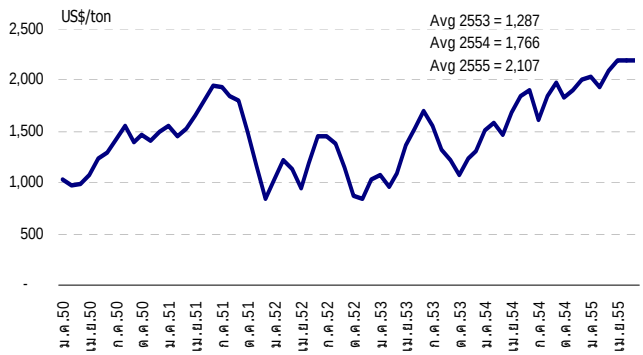
ที่มา : TUF

เปรียบเทียบราคาขาย และราคาวัตถุดิบของทูน่า



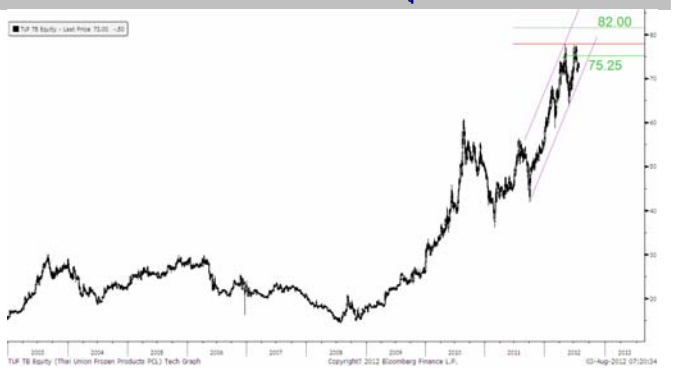
ที่มา : TUF

ราคาวัตถุดิบทูน่ารายเดือน



ที่มา : TUF

Technical Chart ของหุ้น TUF



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ TUF

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	71,507	98,670	116,352	133,805
ต้นทุนขาย	(61,976)	(82,301)	(97,207)	(111,698)
กำไรขั้นต้น	**9,531**	**16,369**	**19,145**	**22,107**
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(6,050)	(8,882)	(10,472)	(12,176)
ดอกเบี้ยจ่าย	(764)	(2,272)	(1,490)	(988)
ค่าใช้จ่ายอื่น	(62)	-	(65)	(80)
รายได้อื่น	490	604	681	681
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	3,174	5,912	7,997	9,837
ภาษีเงินได้	(629)	(192)	(1,040)	(1,279)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	2,067	4,770	5,914	7,275
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	807	305	151	77
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	**2,874**	**5,075**	**6,065**	**7,352**
EPS	**3.17**	**5.31**	**5.25**	**6.36**
กำไรจากการดำเนินงาน	2,067	4,770	5,914	7,275
Norm EPS	2.28	4.99	5.11	6.29
การเติบโตของยอดขาย (%)	3.64%	37.99%	17.92%	15.00%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	-14.06%	76.59%	19.51%	21.22%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	13.33%	16.59%	16.45%	16.52%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	4.02%	5.14%	5.21%	5.49%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55
ยอดขาย	24,860	25,105	26,000	25,304
ต้นทุนขาย	(20,534)	(20,761)	(21,659)	(20,959)
กำไรขั้นต้น	**4,326**	**4,344**	**4,341**	**4,345**
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(2,169)	(2,184)	(2,444)	(2,373)
ดอกเบี้ยจ่าย	(612)	(567)	(571)	(542)
รายได้อื่น	146	162	179	140
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,716	1,781	1,527	1,597
ภาษีเงินได้	(291)	(69)	203	(161)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	1,174	1,428	1,407	1,235
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	63	133	109	232
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(252)	(283)	(323)	(202)
กำไรสุทธิ	1,238	1,561	1,516	1,467
การเติบโตของยอดขาย (YoY)	45.44%	43.97%	25.91%	11.45%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	41.76%	91.06%	330.27%	93.13%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	17.40%	17.31%	16.70%	17.17%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	4.98%	6.22%	5.83%	5.80%

อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.6	1.6	3.2	2.8
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (วัน)	38	35	36	34
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (วัน)	122	95	90	80
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (วัน)	25	27	25	30
หนี้สินสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	2.1	1.6	0.7	3.1
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	11.1%	21.0%	19.1%	18.5%

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	2,874	5,075	6,065	7,352
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	1,206	1,616	1,405	1,540
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(194)	813	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(2,308)	(5,366)	732	1,805
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	**3,423**	**5,462**	**9,280**	**12,016**
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะยาว	(2,731)	(3,365)	(2,500)	(2,500)
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-	(46)	6	(2)
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(28,407)	(40)	(291)	-
อื่นๆ	391	271	4	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	**(30,747)**	**(3,178)**	**(2,780)**	**(2,502)**
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	27,088	1,424	(13,840)	(3,448)
เพิ่ม/ลด ส่วนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(439)	(512)	-	-
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	3,713	-	9,995	-
ลด จ่ายปันผล	(1,996)	(1,195)	(3,032)	(3,676)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	**26,890**	**(2,367)**	**(6,872)**	**(7,124)**
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	**(433)**	**(83)**	**(373)**	**2,390**

งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
เงินสด & เงินฝาก	1,037	903	530	2,919
ลูกหนี้การค้า	9,218	11,161	12,928	13,009
สินค้าคงเหลือ	20,934	26,132	24,302	24,822
สินทรัพย์หมุนเวียน	43,587	45,034	44,804	46,384
สินทรัพย์รวม	**74,777**	**83,230**	**82,564**	**87,134**
เจ้าหนี้การค้า	5,910	7,919	6,750	9,308
หนี้สินหมุนเวียน	8,160	8,475	9,053	9,554
เงินกู้ยืม	37,471	39,766	25,926	22,478
หนี้สินรวม	51,541	56,161	41,729	41,340
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	2,269	2,651	3,367	4,650
ทุนที่ชำระแล้ว	956	956	1,156	1,156
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	8,159	8,159	17,954	17,954
กำไรสะสม				
สำรองตามกฎหมาย	**89**	**100**	**100**	**100**
สำหรับผู้ถือหุ้น	11,850	15,207	18,239	21,915
ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด	20,967	24,418	37,468	41,144
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**74,777**	**83,230**	**82,564**	**87,134**

สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ปริมาณขายปลาทูน่า (ตัน/ปี)	232,322	371,500	408,650	232,322
ปริมาณขายกุ้ง (ตัน/ปี)	54,568	48,700	53,570	54,568
ต้นทุนปลาทูน่า (เหรียญฯ/ตัน)	1,287	1,766	1,950	2,000
ต้นทุนกุ้งขาวแวนาไมซ์ (บาท/กก.)	120	120	120	110
อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย (บาท/US$)	31.57	30.37	30.00	30.00

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP