

เจริญโภคภัณฑ์อาหาร

เยี่ยมชมโรงงานอาหารสัตว์ซีพีเวียดนาม

Foods
Neutral

ประเด็นใหม่: เราเดินทางไปเยี่ยมชมโรงงานผลิตอาหารสัตว์ของซีพีเวียดนาม (CPV) ในจังหวัดบิ่นเยือง ซึ่งอยู่ทางตอนใต้ของประเทศเวียดนามในช่วงวันที่ 20-21 ส.ค.ที่ผ่านมา CPF ถือหุ้นทั้งทางตรงและทางอ้อมรวมกันทั้งสิ้น 81.7% ใน CPV สำหรับสัดส่วนรายได้ของ CPV ในช่วงครึ่งแรกของปี 2555 ได้แก่ ธุรกิจอาหารสัตว์ (53%) ธุรกิจฟาร์ม (44%) โดยแบ่งเป็นเนื้อหมู 25% เนื้อไก่ 15% เนื้อสัตว์น้ำ 4% และธุรกิจอาหาร 3% ยอดขายของ CPV สำหรับทั้งปี 2555 และครึ่งแรกของปี 2555 อยู่ที่ 1.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และ 739 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ ผลกำไรสุทธิช่วงไตรมาส 2/55 (ถ้าคิดตามสัดส่วนที่ CPF ถือ 81.7%) จะอยู่ที่ 250 ล้านบาท หรือคิดเป็นประมาณ 6% ของกำไรสุทธิรวมของ CPF

โรงงานผลิตอาหารสัตว์ครบ 4 แห่ง: CPF มีโรงงานผลิตอาหารสัตว์ครบอยู่ที่จังหวัดด่งไน ฮานอย เทียนเยียง และบิ่งเยือน และโรงงานแห่งที่ 5 ที่ปายาง จะเปิดดำเนินการก่อนสิ้นปี 2555 กำลังการผลิตสำหรับโรงงานทั้ง 4 แห่งอยู่ที่ 3 ล้านตันต่อปีหรือคิดเป็น 15% ของกำลังการผลิตอาหารสัตว์สำหรับทั้งประเทศเวียดนามซึ่งอยู่ที่ 20 ล้านตันต่อปี CPV เป็นบริษัทผลิตอาหารสัตว์ครบรายใหญ่ที่สุดในประเทศเวียดนาม อัตราการใช้กำลังการผลิตโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 85-90% ความได้เปรียบในการแข่งขันของ CPV ได้แก่ คุณภาพของวัตถุดิบที่ดีกว่าคู่แข่ง ต้นทุนการผลิตต่อหน่วยที่ต่ำกว่าและอัตราส่วนการใช้อาหารสัตว์ต่อการผลิตเนื้อสัตว์ต่อหน่วยที่ต่ำกว่า เนื่องจากเทคโนโลยีการผลิตที่เหนือกว่าคู่แข่ง รายได้จากอาหารหมูและอาหารไก่คิดเป็น 50% และ 24% ของรายได้จากอาหารสัตว์ทั้งหมดสำหรับช่วงครึ่งแรกของปี 2555 ตามลำดับ

อัตรากำไรของอาหารสัตว์ช่วงครึ่งปีหลังมีแนวโน้มอ่อนตัวลง HoH: CPV นำเข้าข้าวโพดครึ่งหนึ่งของปริมาณความต้องการใช้ทั้งหมด ในขณะที่นำเข้ากากถั่วเหลืองเกือบทั้งหมด 100% การปรับราคาขายอาหารสัตว์จะเป็นไปตามการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนวัตถุดิบซึ่งจะต้องได้รับการอนุมัติจากรัฐบาลก่อน CPV เก็บทั้งข้าวโพดและกากถั่วเหลืองเข้าไซโลเพียงพอสำหรับระยะเวลา 2 เดือนในการผลิต ในช่วงครึ่งปีแรกผู้บริหารคาดว่ามาร์จิ้นของอาหารสัตว์มีแนวโน้มอ่อนตัวลงเนื่องจากราคาวัตถุดิบที่เพิ่มสูงขึ้นก้าวกระโดด และคาดว่าปริมาณยอดขายอาหารสัตว์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ในช่วงครึ่งปีหลังจากปัจจัยด้านฤดูกาล ผู้บริหารคาดการณ์อัตราการเติบโตของปริมาณยอดขายอาหารสัตว์สำหรับทั้งปี 2555 ที่ 10%

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 40.00 บาท
ราคา (21/08/12): 33.50 บาท

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	206,099	327,916	395,870	421,769
Net profit (Btm)	15,837	22,598	17,187	19,346
EPS (Bt)	2.38	2.99	2.22	2.50
BLS/Consensus (x)	n.a.	0.97	0.85	n.a.
EPS growth (%)	+16.8%	+25.5%	-25.6%	+12.6%
Core profit (Btm)	14,023	11,331	15,437	17,596
Core EPS (Bt)	2.11	1.50	1.99	2.27
Core EPS growth (%)	+21.0%	-28.9%	+33.2%	+14.0%
PER (x)	11.8	11.2	15.1	13.4
Core PER (x)	13.3	22.4	16.8	14.7
EV/EBITDA (x)	13.2	16.3	13.3	12.4
PBV (x)	3.1	2.6	2.4	2.2
Dividend (Bt)	1.20	1.49	1.27	1.42
Dividend yield (%)	4.3	4.5	3.8	4.3
ROE (%)	26.0	28.3	17.3	18.0
Net gearing (x)	0.7	0.7	0.6	0.5

CG Rating - 2011



ผลการดำเนินงานผลิตภัณฑ์เนื้อสัตว์ช่วงครึ่งปีหลังมีแนวโน้มอ่อนตัวลง HoH: ธุรกิจเนื้อไก่ยังคงขาดทุน ณ ราคาหน้าฟาร์มปัจจุบันที่ 25 บาทต่อกก.เทียบกับต้นทุนการผลิตไก่ที่ 40 บาทต่อกก. เนื่องจากปริมาณอุปทานไก่ที่ล้นตลาด รัฐบาลได้อนุญาตให้นำเข้าเนื้อไก่เสรีเมื่อ 2-3 ปีที่ผ่านมา ในขณะที่ผู้ประกอบการไก่จากบราซิลก็ยังคงดัมพ์อุปทานไก่อย่างต่อเนื่องในตลาดโลก ผลการดำเนินของธุรกิจเนื้อหมูยังคงมีกำไรเล็กน้อย ณ ราคาหน้าฟาร์มปัจจุบันที่ 60 บาทต่อกก. เทียบกับต้นทุนการผลิตหมูที่ 58 บาทต่อกก. และเนื่องจากโรคหุสึฟาในหมูได้ระบาดอย่างหนักในช่วงที่ผ่านมาได้ส่งผลให้ราคาหมูปรับลดลงรุนแรง และเนื่องจากรัฐบาลเวียดนาม ณ ขณะนี้ไม่อนุญาตให้ทำการลดอุปทานโดยการฆ่าสัตว์ ดังนั้นเราคิดว่าอุปสงค์และอุปทานจะใช้เวลานานสักระยะหนึ่งเพื่อปรับตัวเองเข้าสู่สมดุล เราคาดว่าผลการดำเนินงานของธุรกิจเนื้อสัตว์ของ CPV ในช่วงครึ่งปีหลังมีแนวโน้มอ่อนตัว HoH

คำแนะนำ: เราคิดว่าราคาหุ้นของ CPF ได้สะท้อนถึงการคาดการณ์ของผลกำไรครึ่งปีหลังที่อ่อนตัวไปแล้ว ซึ่งส่วนหนึ่งถูกกดดันจากผลการดำเนินงานที่อ่อนตัวลงของ CPV ด้วย เรายังคงคำแนะนำ ซื้อ

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, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MAKRO, 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 based 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.