

ไทยยูเนียน โฟรเซน โปรดักส์

15 สิงหาคม 2556
TUF TB / TUF.BK

สูงกว่าคาด

สูงกว่าคาด

TUF รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/56 ที่ 359 ล้านบาท ลดลง 64% YoY และ 47% QoQ ถ้าไม่รวมขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 237 ล้านบาทในไตรมาส 2/56 และรายการพิเศษอื่นๆ ที่บันทึกในไตรมาส 1/56 และ 2/55 กำไรหลักอยู่ที่ 596 ล้านบาท ลดลง 57% YoY แต่เพิ่มขึ้น 382% QoQ อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 12.4% ลดลงจาก 16.9% ในไตรมาส 2/55 (แต่เพิ่มขึ้นจาก 10.9% ในไตรมาส 1/56) กำไรสุทธิและกำไรหลักสูงกว่าคาด 20% และ 17% ตามลำดับเนื่องจากกำไรในส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยต่ำกว่าคาด รายได้รวมและอัตรากำไรขั้นต้นใกล้เคียงกับที่คาดก่อนหน้านี้

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

กำไรหลักที่แยลง YoY เนื่องจาก 1) มارجิ้นของธุรกิจกุ้งแช่แข็งที่ลดลง ซึ่งได้รับผลกระทบจากต้นทุนกุ้งที่พุ่งขึ้นทำสถิติใหม่สูงสุด ซึ่งเกี่ยวข้องกับโดยตรงกับการระบาดของโรคอีเอ็มเอส ส่งผลให้อุปทานกุ้งของทั้งอุตสาหกรรมลดลงอย่างมีนัยสำคัญ 2) การที่ลูกค้าชะลอคำสั่งซื้อผลิตภัณฑ์ปลาทูน่าในส่วนของกรับจ้างผลิต (ธุรกิจโออีเอ็ม) เนื่องจากราคาปลาทูน่าที่ผันผวนมากในไตรมาส 2/56 และ 3) ผลการดำเนินงานของธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงในประเทศสหรัฐฯ (USPN) ซึ่งรายงานผลขาดทุนสุทธิประมาณ 6 ล้านเหรียญในไตรมาส 2/56 กำไรหลักที่เพิ่มขึ้นก้าวกระโดด QoQ เนื่องจากการทยอยปรับราคาขายผลิตภัณฑ์แบรนด์ปลาทูน่า มارجิ้นธุรกิจกุ้งของบริษัททยอยในต่างประเทศที่เพิ่มขึ้น QoQ และการฟื้นตัวเพียงเล็กน้อยของธุรกิจอาหารกุ้ง

แนวโน้ม

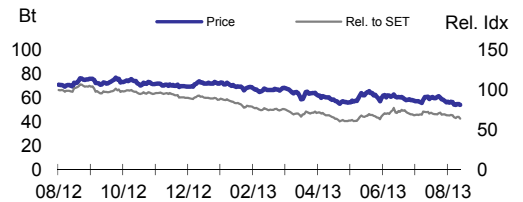
ผู้บริหารปรับลดเป้าหมายรายได้ในปี 2556 เหลือ 3.8 พันล้านเหรียญ จาก 4 พันล้านเหรียญเนื่องจากรายได้ธุรกิจปลาทูน่าโออีเอ็มที่ต่ำกว่าคาด บริษัทตั้งเป้าอัตรากำไรขั้นต้นในช่วง 13-14% สำหรับครึ่งหลังของปี 2556 (เทียบกับอัตรากำไรขั้นต้นที่ 11.7% สำหรับครึ่งแรกของปี 2556) ดังนั้นส่งผลให้เราประเมินว่าอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยสำหรับทั้งปี 2556 มีแนวโน้มอยู่ในช่วง 12.4-12.9% (ซึ่งถือว่าปรับลดลงจากเดิมที่บริษัทเคยตั้งเป้าไว้ที่ 16% สำหรับทั้งปี 2556) บริษัททำการปรับลดงบลงทุนในปี 2556 ลงเหลือ 4.5 พันล้านบาทจาก 6 พันล้านบาทเนื่องจากการชะลอแผนการลงทุนในโรงงานกุ้งและแชลมอน เราใช้สมมติฐานประมาณการยอดขาย ณ ปัจจุบันสำหรับปี 2556 ที่ 3.78 พันล้านเหรียญ และอัตรากำไรขั้นต้นที่ 12.2%

เราประเมินว่าธุรกิจกุ้งน่าจะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 2/56 เราคาดว่า การฟื้นตัวของอุปทานกุ้งจะค่อยๆ เกิดขึ้นที่ละน้อยในช่วงครึ่งหลังของปี 2556 และกลับมาสู่ภาวะปกติในช่วงไตรมาส 2/57 แต่บริษัทได้ทำการปรับกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจโดยนำเข้ากุ้งจากประเทศอินเดียเข้ามาแทนในช่วงที่อุปทานกุ้งในประเทศยังคงอยู่ในภาวะขาดแคลน ถึงแม้ว่าราคากุ้งจะยังคงมีแนวโน้มทรงตัวในระดับสูงต่อไปในช่วงครึ่งหลังของปี 2556 แต่เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจกุ้งของ TUF จะมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นเนื่องจากบริษัทได้ทำการปรับเพิ่มราคาขายสำหรับคำสั่งซื้อของลูกค้าที่เข้ามาใหม่

Sector: Food Neutral

คำแนะนำพื้นฐาน: ถือ
เป้าหมายพื้นฐาน: 52.00 บาท
ราคา (13/08/13): 54.25 บาท

Price chart

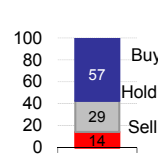


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(11.3)	1.0	(42.5)
Absolute	(11.1)	(8.8)	(23.6)

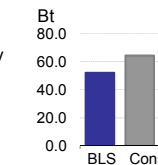
Key statistics

Market cap	Bt62.3bn	USD2.0bn
12-mth price range	Bt53.3/Bt77.8	
12-mth avg daily volume	Bt218m	USD7.0m
# of shares (m)	1,148	
Est. free float (%)	58.2	
Foreign limit (%)	45.0	

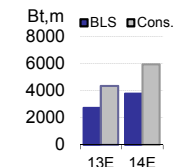
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



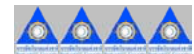
BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2012	2013E	2014E	2015E
Revenues (Btm)	106,698	113,557	121,566	130,204
Net profit (Btm)	4,694	2,725	3,776	4,538
EPS (Bt)	4.39	2.36	3.23	3.85
EPS growth (%)	-18.0%	-46.1%	+36.8%	+19.3%
Core profit (Btm)	4,604	1,910	3,776	4,538
Core EPS (Bt)	4.30	1.66	3.23	3.85
Core EPS growth (%)	-7.5%	-61.5%	+95.1%	+19.3%
PER (x)	16.2	23.0	16.8	14.1
PBV (x)	2.0	1.5	1.4	1.3
Dividend (Bt)	2.1	1.2	1.6	2.0
Dividend yield (%)	3.0	2.2	3.0	3.6
ROE (%)	15.2	7.1	9.3	10.5

CG rating


ประสิทธิ์ สุจิรวรกุล
+662 618 1000

เราคาดว่าราคาปลาทุ่น้ำมันแวนโน้มทรงตัวมากขึ้นในช่วงไตรมาส 3/56 ซึ่งเป็นผลจากการห้ามใช้ อุปกรณ์จับปลาในน่านน้ำแปซิฟิกตะวันตกและแปซิฟิกตอนกลางตั้งแต่ช่วงเดือนก.ค.-ต.ค. เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นสำหรับธุรกิจปลาทุ่นน้ำมันโออีเอ็มและแบรนต์มีแวนโน้มปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2556 เนื่องจากราคาปลาทุ่นน้ำมันผันผวนน้อยลง เราคาดว่าผลขาดทุนสุทธิของธุรกิจ USPN มีแวนโน้มลดลง HOH สำหรับในช่วงครึ่งหลังของปี 2556

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

เราปรับลดประมาณการกำไรหลักของเราสำหรับปี 2556 ลงอีก 14% เหลือ 1.9 พันล้านบาทเพื่อสะท้อนสมมติฐานอัตราภาษีจ่ายที่เพิ่มขึ้นเป็น 13% และต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้นเป็น 4% เรายังคงประเมินว่ากำไรสุทธิจะยังคงมีแวนโน้มอ่อนแอถ้าเปรียบเทียบ YoY สำหรับในช่วงครึ่งหลังของปี 2556

คำแนะนำ

เรายังคงคำแนะนำ ถือ

TUF : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	98,670	106,698	113,557	121,566	130,204
Cost of sales and services	(82,253)	(90,336)	(99,700)	(105,122)	(112,484)
Gross profit	16,417	16,362	13,857	16,445	17,720
SG&A	(8,882)	(9,493)	(10,107)	(10,677)	(11,288)
EBIT	7,535	6,869	3,749	5,768	6,432
Interest expense	(2,272)	(1,708)	(1,359)	(1,116)	(890)
Other income/exp.	614	485	649	691	737
EBT	5,877	5,646	3,039	5,343	6,279
Corporate tax	(558)	(334)	(395)	(801)	(942)
After-tax net profit (loss)	5,318	5,312	2,644	4,541	5,337
Minority interest	(956)	(778)	(808)	(845)	(885)
Equity earnings from affiliates	84	70	74	80	85
Extra items	671	90	815	0	0
Net profit (loss)	5,117	4,694	2,725	3,776	4,538
Reported EPS	5.35	4.39	2.36	3.23	3.85
Fully diluted EPS	5.35	4.09	2.35	3.21	3.85
Core net profit	4,446	4,604	1,910	3,776	4,538
Core EPS	4.65	4.30	1.66	3.23	3.85
EBITDA	9,378	9,520	6,874	9,302	10,387

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	38.0	8.1	6.4	7.1	7.1
Gross margin (%)	16.6	15.3	12.2	13.5	13.6
EBITDA margin (%)	9.5	8.9	6.1	7.7	8.0
Operating margin (%)	7.6	6.4	3.3	4.7	4.9
Net margin (%)	5.2	4.4	2.4	3.1	3.5
Core profit margin (%)	4.5	4.3	1.7	3.1	3.5
ROA (%)	6.5	5.3	2.9	4.1	4.9
ROCE (%)	8.3	6.8	3.7	5.3	6.5
Asset turnover (x)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
Current ratio (x)	1.6	1.4	1.5	1.4	1.3
Gearing ratio (x)	1.4	0.8	0.7	0.5	0.4
Interest coverage (x)	3.3	4.0	2.8	5.2	7.2

BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	903	1,400	1,155	892	764
Accounts receivable	11,161	11,918	11,822	11,657	11,772
Inventory	26,180	33,290	31,686	25,056	24,962
PP&E-net	15,655	17,923	19,471	20,751	21,756
Other assets	26,613	26,622	25,887	28,286	30,385
Total assets	83,277	94,759	93,574	90,388	93,592
Accounts payable	7,919	10,545	10,926	11,520	12,327
ST debts & current portion	15,461	23,410	18,332	14,882	15,372
Long-term debt	21,843	9,159	12,046	7,191	5,286
Other liabilities	6,713	7,268	7,735	8,510	9,114
Total liabilities	56,161	54,415	50,367	43,526	43,622
Paid-up capital	956	1,148	1,160	1,178	1,178
Share premium	8,159	17,501	18,208	19,151	19,151
Retained earnings	15,347	17,820	19,155	21,006	23,229
Shareholders equity	24,458	37,215	39,271	42,081	44,305
Minority interests	2,659	3,128	3,936	4,781	5,665
Total Liab.&Shareholders' equity	83,277	94,759	93,574	90,388	93,592

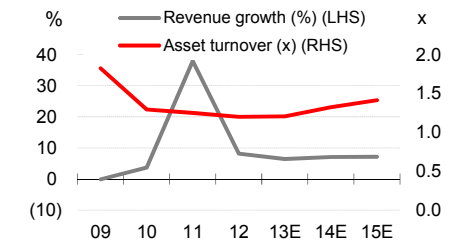
CASH FLOW (Btm)

Net income	5,117	4,694	2,725	3,776	4,538
Depreciation and amortization	1,843	2,651	3,125	3,534	3,956
Change in working capital	(6,008)	(5,242)	2,082	7,389	786
FX, non-cash adjustment & others	4,508	2,349	32	741	774
Cash flows from operating activities	5,460	4,451	7,964	15,440	10,053
Capex (Invest)/Divest	(3,405)	(3,647)	(4,672)	(4,814)	(4,961)
Others	176	(138)	(1,275)	(1,619)	(1,489)
Cash flows from investing activities	(3,228)	(3,785)	(5,947)	(6,434)	(6,451)
Debt financing (repayment)	1,424	(5,191)	(1,591)	(8,304)	(1,416)
Equity financing	0	9,533	720	960	0
Dividend payment	(1,195)	(1,884)	(1,390)	(1,926)	(2,314)
Others	176	(138)	(1,275)	(1,619)	(1,489)
Cash flows from financing activities	(2,367)	(168)	(2,261)	(9,270)	(3,730)
Net change in cash	(135)	498	(245)	(264)	(127)
Free cash flow (Btm)	2,056	804	3,292	10,626	5,092
FCF per share (Bt)	2.1	0.7	2.8	9.0	4.3

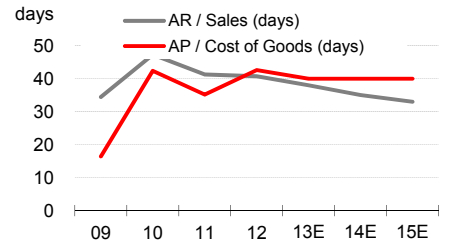
Key assumptions

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Sales volume - tuna loin (tonnes)	10,926	8,455	9,131	9,405	9,688
Sales volume - canned tuna (tonnes)	189,826	291,051	314,335	323,765	333,478
Sales volume - frozen shrimp (tonnes)	57,169	58,646	55,714	57,385	59,107
Avg. selling price - tuna loin (US\$/tonne)	4,610	5,503	5,944	6,241	6,553
Avg. selling price - canned tuna (US\$/ton)	4,524	3,271	3,533	3,709	3,895
Avg. selling price - frozen shrimp (US\$/t)	10,759	10,192	11,007	11,557	12,135

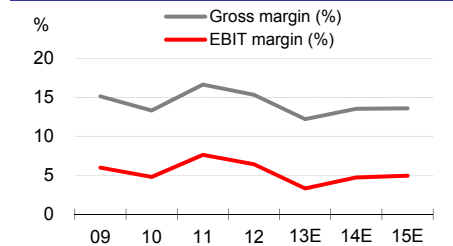
Revenue growth and asset turnover



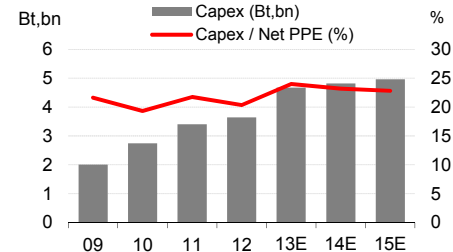
A/C receivable & A/C payable days



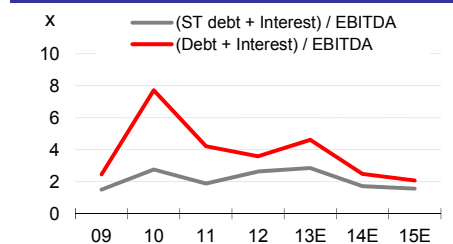
Profit margins



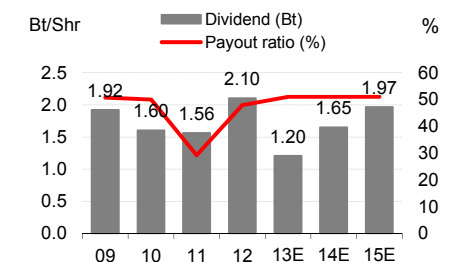
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



TUF : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Revenue	26,758	28,327	26,309	24,441	28,119
Cost of sales and services	(22,244)	(23,883)	(23,249)	(21,776)	(24,623)
Gross profit	4,513	4,443	3,060	2,665	3,496
SG&A	(2,440)	(2,502)	(2,179)	(2,242)	(2,538)
EBIT	2,073	1,942	881	423	959
Interest expense	(437)	(338)	(390)	(363)	(365)
Other income/exp.	100	125	119	226	151
EBT	1,736	1,728	611	285	744
Corporate tax	(146)	(145)	116	(100)	(157)
After-tax net profit (loss)	1,590	1,583	727	185	587
Minority interest	(221)	(219)	(136)	(81)	(39)
Equity earnings from affiliates	18	12	14	20	48
Extra items	(386)	237	7	551	(237)
Net profit (loss)	1,001	1,613	612	674	359
Reported EPS	1.01	1.41	0.53	0.59	0.31
Fully diluted EPS	0.87	1.41	0.53	0.59	0.31
Core net profit	1,388	1,376	606	124	596
Core EPS	1.40	1.20	0.53	0.11	0.52
EBITDA	2,527	2,406	2,169	936	1,500

KEY RATIOS

Gross margin (%)	16.9	15.7	11.6	10.9	12.4
EBITDA margin (%)	9.4	8.5	8.2	3.8	5.3
Operating margin (%)	7.7	6.9	3.4	1.7	3.4
Net margin (%)	3.7	5.7	2.3	2.8	1.3
Core profit margin (%)	5.2	4.9	2.3	0.5	2.1
BV (Bt)	34.3	34.6	35.2	35.7	35.6
ROE (%)	11.0	17.5	6.6	7.3	3.9
ROA (%)	4.5	7.2	2.6	2.8	1.4
Current ratio (x)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
Gearing ratio (x)	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
Interest coverage (x)	4.7	5.7	2.3	1.2	2.6

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,023	827	1,400	1,826	1,610
Accounts receivable	12,812	12,267	11,918	12,332	14,754
Inventory	29,343	29,320	33,290	33,547	34,637
PP&E-net	17,318	17,543	17,923	20,147	21,229
Other assets	27,686	27,740	28,499	27,120	27,907
Total assets	89,983	89,703	94,759	97,163	101,763
Accounts payable	9,721	9,864	10,545	9,916	10,300
ST debts & current portion	20,318	20,068	23,410	26,484	29,689
Long-term debt	12,291	12,158	11,598	11,345	11,517
Other liabilities	6,438	6,371	7,268	6,753	7,508
Total liabilities	50,595	49,959	54,415	56,190	60,887
Paid-up capital	1,148	1,148	1,148	1,148	1,148
Share premium	17,501	17,501	17,501	17,501	17,501
Retained earnings	17,194	17,545	17,820	18,494	17,706
Shareholders equity	36,480	36,762	37,215	37,179	37,172
Minority interests	2,908	2,982	3,128	3,794	3,704
Total Liab.&Shareholders' equity	89,983	89,703	94,759	97,163	101,763

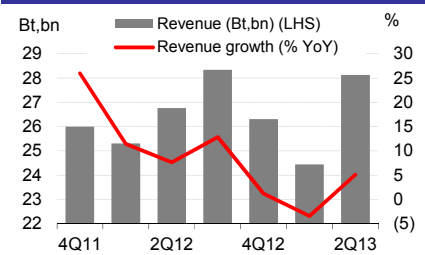
Key statistics

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Sales volume - tuna loin (tonnes)	1,299	1,696	1,985	2,639	2,491
Sales volume - canned tuna (tonnes)	78,637	75,158	64,814	69,489	74,129
Sales volume - frozen shrimp (tonnes)	15,168	15,818	15,356	13,713	16,499
Avg. selling price - tuna loin (US\$/tonne)	4,833	4,995	6,802	5,362	5,069
Avg. selling price - canned tuna (US\$/tor)	5,271	5,745	5,849	5,650	6,052
Avg. selling price - frozen shrimp (US\$/t)	9,372	10,104	10,357	10,462	10,995

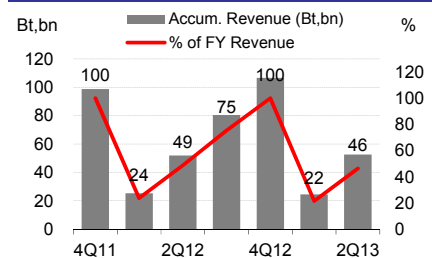
Company profile

Thai Union Frozen Products (TUF) is a leading producer and exporter of frozen and canned seafood. It has 18 subsidiaries—nine domestic and nine overseas—and six affiliates to cater to its expansion and integration plans. Its product range includes tuna loin, canned tuna, frozen shrimp, canned pet food, canned seafood, cephalopod, canned sardines and mackerel and shrimp feed. As of 2Q13, tuna and frozen shrimp represented the largest contributors—50% and 20%, respectively, of consolidated sales.

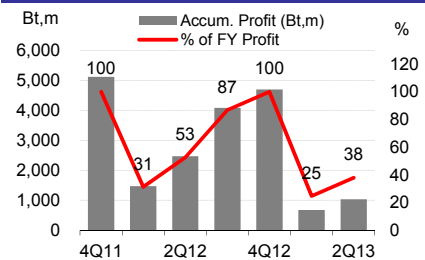
Revenue trend



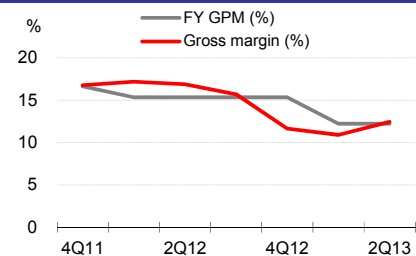
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

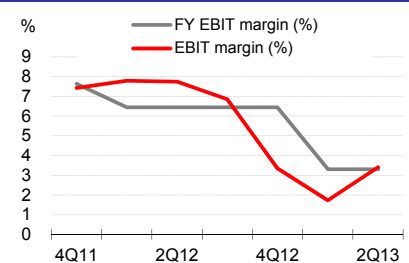


Figure 1 : 2Q13 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q13	2Q12	YoY %	1Q13	QoQ %	6M13	6M12	YoY %	6M13 vs. FY13E
Income Statement									
Revenue	28,119	26,758	5	24,441	15	52,560	52,062	1	46
Cost of sales and services	(24,623)	(22,244)	11	(21,776)	13	(46,399)	(43,203)	7	47
EBITDA	1,500	2,527	(41)	936	60	2,436	4,944	(51)	35
EBIT	959	2,073	(54)	423	127	1,381	4,046	(66)	37
Interest expense	(365)	(437)	(16)	(363)	1	(729)	(980)	(26)	54
Other income/exp.	151	100	51	226	(33)	377	241	56	58
Equity earnings from affiliates	48	18	164	20	142	68	44	55	91
Extra items	(237)	(386)	nm	551	nm	314	(154)	nm	nm
EBT	744	1,736	(57)	285	161	1,029	3,307	(69)	34
Corporate tax	(157)	(146)	8	(100)	57	(257)	(306)	(16)	65
Minority interest	(39)	(221)	(82)	(81)	(52)	(120)	(423)	(72)	15
Net profit (loss)	359	1,001	(64)	674	(47)	1,033	2,469	(58)	38
Reported EPS	0.31	1.01	(69)	0.59	(47)	0.90	2.54	(65)	38
Core net profit	596	1,388	(57)	124	382	720	2,622	(73)	38
Key ratios									
Gross margin (%)	12.4	16.9		10.9		11.7	17.0		
EBITDA margin (%)	5.3	9.4		3.8		4.6	9.5		
EBIT margin (%)	3.4	7.7		1.7		2.6	7.8		
Tax rate (%)	21.1	8.4		35.1		25.0	9.3		
Net margin (%)	1.3	3.7		2.8		2.0	4.7		
Current ratio (x)	1.3	1.4		1.3		1.3	1.4		
Gearing ratio (x)	1.0	0.8		0.9		1.0	0.8		
Interest coverage (x)	2.6	4.7		1.2		1.9	4.1		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	1,610	1,023	57	1,826	(12)				
Total assets	101,763	89,983	13	97,163	5				
ST debts & current portion	29,689	20,318	46	26,484	12				
Long-term debt	11,517	12,291	(6)	11,345	2				
Total liabilities	60,887	50,595	20	56,190	8				
Retained earnings	17,706	17,194	3	18,494	(4)				
Shareholders equity	37,172	36,480	2	37,179	(0)				
Minority interests	3,704	2,908	27	3,794	(2)				
BV (Bt)	35.6	34.3	4	35.7	(0)				

- Sales were 3% above our model
- GM was close to our estimate—12.4% versus 12.5%
- Gross profit was 2% above our expectation
- SG&A was 3% above our model
- EBIT was in line with our estimate
- After-tax profit was 3% lower than modeled
- Net profit was 20% above our estimate, thanks to lower minority interest
- Core profit was 17% above our estimate

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2 : Sales breakdown by product

Sales value (in US\$ terms)	2Q13	2Q12	% YoY	1Q13	% QoQ	1H13	1H12	% YoY
Tuna loin	13	6	101.1	14	(10.8)	27	25	7.2
Canned tuna	449	414	8.2	393	14.3	841	802	4.8
Frozen shrimp	181	142	27.6	143	26.4	325	277	17.4
Frozen cephalopod	38	40	(7.0)	39	(4.4)	77	85	(10.1)
Canned petfood	64	59	8.4	60	6.3	124	114	9.2
Canned seafood	34	38	(10.3)	30	13.2	63	75	(15.5)
Canned sardine & mackeral	57	52	9.4	49	16.6	106	95	11.5
Others	26	14	86.5	24	8.8	50	30	67.3
Shrimp feed (incl. export & domestic shrimp feed)	30	42	(29.0)	28	6.1	58	74	(21.3)
Domestic (excluding domestic shrimp feed)	44	44	0.2	43	2.7	87	97	(10.4)
Total sales	935	852	9.7	823	13.5	1,759	1,674	5.0
Sales value (in Bht terms)	2Q13	2Q12	% YoY	1Q13	% QoQ	1H13	1H12	% YoY
Tuna loin	380	197	92.6	420	(9.6)	800	773	3.4
Canned tuna	13,492	13,014	3.7	11,653	15.8	25,145	24,954	0.8
Frozen shrimp	5,456	4,464	22.2	4,258	28.1	9,714	8,604	12.9
Frozen cephalopod	1,129	1,268	(10.9)	1,166	(3.1)	2,295	2,655	(13.5)
Canned petfood	1,921	1,849	3.9	1,784	7.7	3,705	3,530	4.9
Canned seafood	1,013	1,179	(14.1)	883	14.7	1,896	2,333	(18.7)
Canned sardine & mackeral	1,723	1,644	4.8	1,458	18.2	3,181	2,971	7.1
Others	782	438	78.7	709	10.3	1,492	927	61.0
Shrimp feed (incl. export & domestic shrimp feed)	899	1,323	(32.0)	837	7.5	1,736	2,300	(24.5)
Domestic (excluding domestic shrimp feed)	1,324	1,380	(4.1)	1,273	4.0	2,596	3,011	(13.8)
Total sales	28,119	26,758	5.1	24,441	15.0	52,560	52,058	1.0

Source: Company data

Figure 3 : Key quarterly operational indicators

	2Q13	2Q12	% YoY	1Q13	% QoQ	1H13	1H12	% YoY
Average Bht/US\$	30.07	31.40	(4.2)	29.68	1.3	29.88	31.09	(3.9)
Tuna price (US\$/tonne)								
- WPO	2,178	2,198	(0.9)	2,198	(0.9)	2,188	2,107	3.9
- IDO	2,250	2,017	11.6	2,250	-	2,250	1,863	20.8
- EPO	2,250	2,267	(0.7)	2,183	3.1	2,217	2,155	2.9
Shrimp (Bt/kg)								
- 40 pieces/kg	215	143	50.0	183	17.3	199	156	27.8
- 60 pieces/kg	205	123	66.2	173	18.3	189	136	39.3
Sales (in US\$ terms)	935	852	9.7	823	13.5	1,759	1,674	5.0

Source: Company data

Figure 4 : Sales volume breakdown by product (tonnes)

Sales volumes (in tonnes)	2Q13	2Q12	% YoY	1Q13	% QoQ	1H13	1H12	% YoY
Tuna loin	2,491	1,299	91.7	2,639	(5.6)	5,130	4,774	7.5
Canned tuna	74,129	78,637	(5.7)	69,489	6.7	143,618	151,079	(4.9)
Frozen shrimp	16,499	15,168	8.8	13,713	20.3	30,212	27,472	10.0
Frozen cephalopod	3,935	4,236	(7.1)	4,113	(4.3)	8,049	8,793	(8.5)
Canned petfood	16,562	16,676	(0.7)	16,787	(1.3)	33,350	33,138	0.6
Canned seafood	2,557	5,695	(55.1)	2,395	6.8	4,952	11,736	(57.8)
Canned sardine & mackeral	15,356	12,586	22.0	14,167	8.4	29,523	23,056	28.0
Others	9,769	5,723	70.7	9,591	1.9	19,360	14,584	32.8
Shrimp feed (incl. export & domestic shrimp feed)	27,909	42,260	(34.0)	25,657	8.8	53,566	74,211	(27.8)
Domestic (excluding domestic shrimp feed)	18,405	17,846	3.1	16,353	12.6	34,758	27,886	24.6
Total sales	187,614	200,126	(6.3)	174,904	7.3	362,518	376,729	(3.8)

Source: Company data

Figure 5 : Sales breakdown by geography

Sales breakdown by geography	2Q13	2Q12	1Q13	1H13	1H12
US	37%	35%	39%	38%	36%
Europe	33%	32%	29%	31%	31%
Japan	6%	9%	10%	8%	9%
Domestic	8%	10%	8%	8%	10%
Africa	3%	4%	3%	3%	4%
Oceania	3%	3%	3%	3%	3%
Asia ex-Japan	5%	2%	3%	4%	3%
Middle East	3%	3%	3%	3%	3%
South America	1%	1%	1%	1%	1%
Canada	1%	1%	1%	1%	1%

Source: Company data

Figure 6 : Sales breakdown by business

New sales breakdown	2Q13	2Q12	% YoY	1Q13	% QoQ	1H13	1H12	% YoY
Tuna	13,992	13,015	7.5	12,171	15.0	26,163	26,011	0.6
Frozen shrimp	5,582	4,762	17.2	4,387	27.2	9,969	8,987	10.9
Shrimp feed	904	1,140	(20.7)	835	8.3	1,739	2,301	(24.4)
Sardine & mackerel	1,831	2,000	(8.5)	1,553	17.9	3,384	3,496	(3.2)
Salmon	1,108	1,128	(1.8)	1,126	(1.6)	2,234	2,346	(4.8)
Pet food and others	1,943	1,864	4.2	1,830	6.2	3,773	3,576	5.5
Value-added and other products	2,759	2,849	(3.2)	2,539	8.7	5,298	5,345	(0.9)
Total	28,119	26,758	5.1	24,441	15.0	52,560	52,062	1.0

Source: Company data

Figure 7 : Sales breakdown by business (as a % of total sales)

As a % of total sales	2Q13	2Q12	1Q13	1H13	1H12
Tuna	49.8%	48.6%	49.8%	49.8%	50.0%
Frozen shrimp	19.9%	17.8%	17.9%	19.0%	17.3%
Shrimp feed	3.2%	4.3%	3.4%	3.3%	4.4%
Sardine & mackerel	6.5%	7.5%	6.4%	6.4%	6.7%
Salmon	3.9%	4.2%	4.6%	4.3%	4.5%
Pet food and others	6.9%	7.0%	7.5%	7.2%	6.9%
Value-added and other products	9.8%	10.6%	10.4%	10.1%	10.3%

Source: Company data

Figure 8 : Gross margin breakdown

Gross margin breakdown	2Q13	2Q12	1Q13	1H13	1H12
Tuna	13.2%	16.5%	10.0%	11.6%	16.7%
- Brand	18.2%	18.1%	14.3%	16.2%	17.6%
- OEM	7.0%	14.7%	5.5%	6.3%	15.6%
Frozen shrimp and shrimp feed	6.7%	13.5%	6.5%	6.6%	11.8%
- Frozen shrimp	6.0%	13.0%	5.0%	5.5%	12.5%
- Brand	11.0%	10.0%	11.0%	11.0%	9.5%
- OEM	4.0%	14.0%	3.0%	3.5%	13.5%
Sardine & mackerel	14.8%	14.9%	12.8%	13.8%	15.2%
- Brand	23.7%	21.5%	23.5%	23.6%	19.9%
- OEM	1.5%	4.8%	0.3%	0.9%	8.7%
Salmon	12.8%	13.0%	13.3%	13.1%	13.1%
- Brand	14.3%	14.3%	13.0%	13.7%	14.1%
- OEM	11.2%	11.6%	13.6%	12.4%	12.0%
Pet food and others	7.9%	14.3%	6.9%	7.4%	14.3%
Value-added products	23.7%	27.4%	24.8%	24.2%	29.1%
- Brand	21.1%	54.8%	22.5%	21.8%	81.2%
- OEM	24.0%	24.0%	25.1%	24.5%	20.1%

Source: Company data

Figure 9 : Brand versus OEM proportion for each business

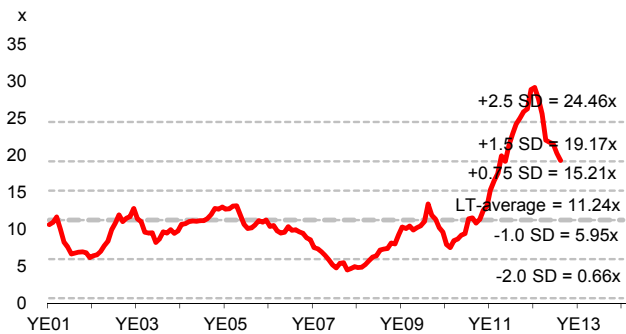
Brand VS OEM (as % of total sales of each)	2Q13	2Q12	1Q13	1H13	1H12
Tuna					
- Brand	55.0%	54.0%	51.0%	53.0%	51.0%
- OEM	45.0%	46.0%	49.0%	47.0%	49.0%
Frozen shrimp and shrimp feed					
- Brand	36.0%	42.0%	39.0%	37.5%	40.5%
- OEM	64.0%	58.0%	61.0%	62.5%	59.5%
Sardine & mackerel					
- Brand	60.0%	60.0%	54.0%	57.0%	57.5%
- OEM	40.0%	40.0%	46.0%	43.0%	42.5%
Salmon					
- Brand	51.0%	53.0%	49.0%	50.0%	53.0%
- OEM	49.0%	47.0%	51.0%	50.0%	47.0%
Value-added products					
- Brand	9.0%	11.0%	11.0%	10.0%	13.5%
- OEM	91.0%	89.0%	89.0%	90.0%	86.5%

Source: Company data

Sector Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
Charoen Pokphand Foods	CPF TB	THB25.25	6,252	26.1	19.9	-60.1	310	16	15	7.1	8.9	2.2	2.9
GFPT	GFPT TB	THB10.30	43	13.2	0.6	2300.3	24.7	2.1	18	6.7	8.5	2.6	3.2
Thai Union Frozen Products	TUF TB	THB54.25	1991	23.1	16.9	-42.6	36.5	15	14	7.1	9.3	2.2	3.0
Simple average				20.8	15.8	732.5	30.7	1.7	1.6	10.3	12.2	2.3	3.0

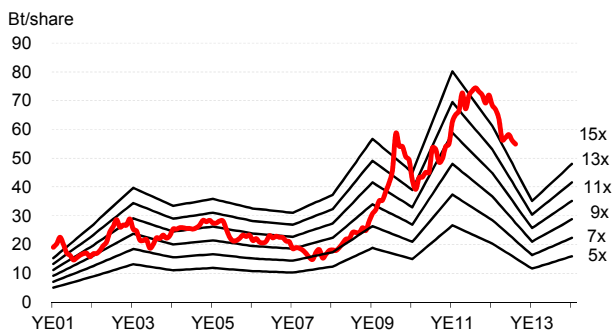
PER band versus SD (next 12 months)



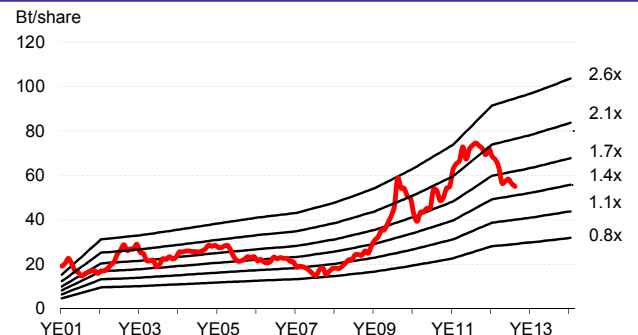
PBV band versus SD (next 12 months)



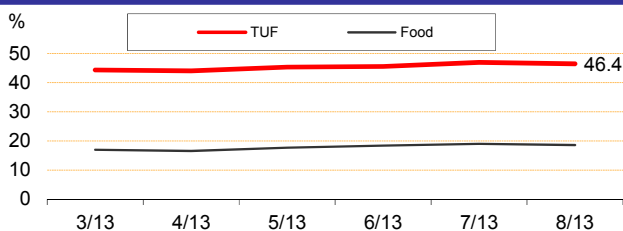
PER band and share price



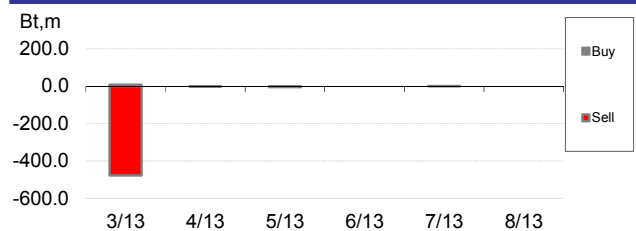
PBV band and share price



Foreign holding



Management trading activities during past six months



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 DWs UNDERLYING STOCKS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE A UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

DWs Underlying Stocks	Financial Advisor	Joint lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, KBANK, KK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, ROBINS, SCB, SCC, SPALI, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF		M, PACE

Score Range

90 – 100
80 – 89
70 – 79
60 – 69
50 – 59
Below 50

Score Range


No logo given

Description

Excellent
Very Good
Good
Satisfactory
Pass
N/A

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

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.

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.