

Thai Union Frozen Product (TUF.BK/TUF TB)*

Under review

Price as of 19 Dec 2014	89.00
12M target price (Bt/shr)	N.A.
Unchanged / Revised up (down) (%)	N.A.
Upside/downside (%)	N.A.

Key messages

Looking at the pros and cons on acquiring Bumble Bee, we conclude that the deal would be positive to long-term core valuation in terms of being a branded global food company. With anticipation of better long-term efficiency and profitability, we recommend investor to accumulate when the share price pulls back on concerns about capital increase.

Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$bn)	102.2/3.1		
Outstanding shares (mn)	1,148		
Foreign ownership (mn)	N.A.		
3M avg. daily trading (mn)	6.2		
52-week trading range (Bt)	62-94.5		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	27.1	36.9	31.9
Relative	31.2	32.9	19.0

Quarterly EPS (Bt/sh)

	Q1	Q2	Q3	Q4
2012	1.5	0.9	1.4	0.5
2013	0.6	0.3	0.9	0.7
2014	0.8	1.3	1.7	

จับปลาใหญ่

Event

TUF ประกาศซื้อกิจการ 100% ของ Bumble Bee ซึ่งเป็นผู้ผลิตปลาทูน่ากระป๋องอันดับ 2 ในสหรัฐอเมริกาอันดับ 1 ในแคนาดา และผู้ผลิตอาหารทะเลรายใหญ่ ด้วยมูลค่าลงทุน 1.5 พันล้านเหรียญสหรัฐ หรือประมาณ 49.8 พันล้านบาท ซึ่งราคาดังกล่าวจะมีหักมูลค่าหนี้ของ Bumble Bee จำนวนประมาณ 760 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และค่าใช้จ่ายอื่นๆ ของผู้ขายจากการซื้อขายกิจการ ดังนั้นราคาสุทธิจะอยู่ที่ประมาณ 750 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งดีลนี้คาดว่าจะแล้วเสร็จภายใน 6-12 เดือน

Impact

ดูแยกในระยยะสั้น ...

ราคาในการซื้อดีลนี้ที่ 1.5 พันล้านเหรียญสหรัฐ หรือเทียบเท่า EV/EBITDA ที่ 10.4x, เป็นราคาที่ไม่ถูกและแพงกว่าราคาซื้อ TUF ชื่อ MWB (ซึ่งเป็นผู้ผลิตปลาทูน่าในยุโรป) ที่ 8-9 เท่า EV/EBITDA และแพงกว่า EV/EBITDA ของบริษัทผู้ผลิตอาหารทั่วโลกเฉลี่ยที่ 8-9 เท่า ทั้งนี้ภายหลังการซื้อ Bumble Bee จะทำให้ยอดขาย TUF เพิ่ม 25% และทำให้ EBITDA เพิ่มขึ้น 35-40% แต่กำไรจะเพิ่มขึ้นไม่มากนักเพียงประมาณ 10% อย่างไรก็ตามหนี้ของ TUF จะเพิ่มขึ้นมาก D/E เพิ่มจาก 0.8 เท่า เป็น 2.0 เท่า ซึ่งนั่นสูงกว่า D/E ที่ TUF กำหนดไว้ที่ 1.0 เท่า ดังนั้นเพื่อ D/E กลับมาที่ 1.0 เท่า TUF ต้องเพิ่มส่วนทุนอีกประมาณ 3 หมื่นล้านบาท ภายใต้สมมติฐานว่าบริษัทออก R/O ที่ราคา 90 บาท จำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นจะมี Dilution ประมาณ 25-27%

...แต่ระยะยาวดี

หลังจากที่ได้เห็นตัวเลขทางการเงินของ Bumble Bee ทำให้เรามีมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้น ทั้งนี้จริง ๆ แล้ว การซื้อ Bumble Bee มีข้อดีหลายด้าน เช่น 1.) ทำให้ TUF สามารถขยายธุรกิจไปตลาดใหม่ 2.) ช่วยเพิ่มอำนาจการต่อรองซื้อขายปลาทูน่าดิบ หลังกลายเป็นผู้ผลิตรายใหญ่ 3.) ขยายสินค้าใหญ่ไปสู่ Premium Tuna ซึ่ง TUF ไม่มี 4.) Bumble Bee มีฐานการผลิตที่ดี และแข็งแกร่งในแคนาดา และเปอร์โตริโก ซึ่งได้เปรียบเรื่องค่าแรง ดังนั้นฐานการผลิต TUF จะใหญ่มากขึ้นภายหลังการควบรวม

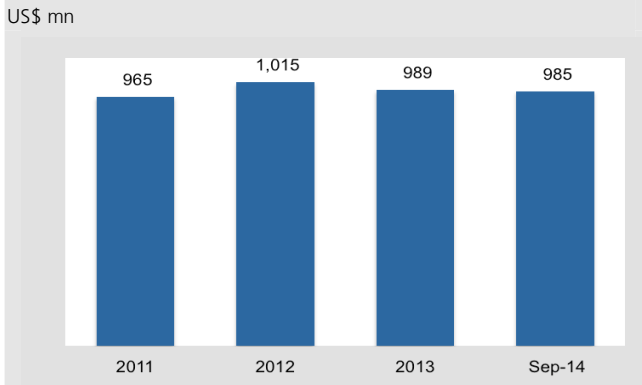
Valuation & Action

TUF ซื้อขายที่ P/E of 17x/14x of FY14/FY15 ซึ่งสูงกว่าราคาหุ้นกลุ่มผู้ผลิตอาหารในต่างประเทศ ดังนั้น ด้วยความเสี่ยงเพิ่มทุน ราคาหุ้นค่อนข้างแพง ทำให้ราคาหุ้นมีโอกาสลงมากกว่าขึ้นในระยะสั้น

Risks

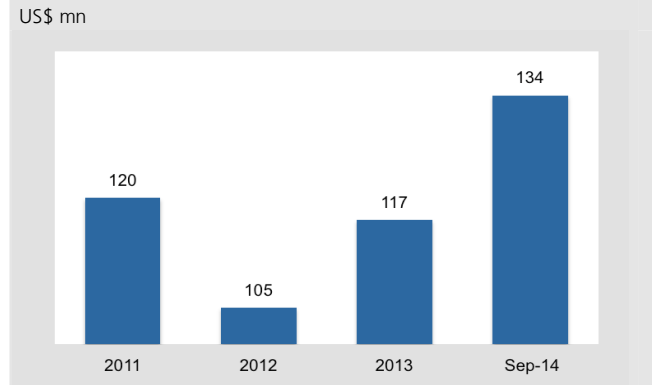
ความผันผวนค่าเงิน และราคาปลาทูน่า โดยค่าเงินบาทอ่อนค่า 1% ทำให้กำไรเพิ่ม 4-5%

Figure 1: Bumble Bee's revenue



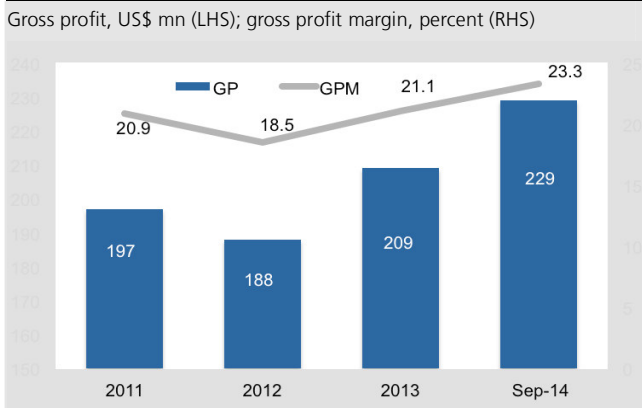
Source: Company data

Figure 2: Bumble Bee's free cash flow



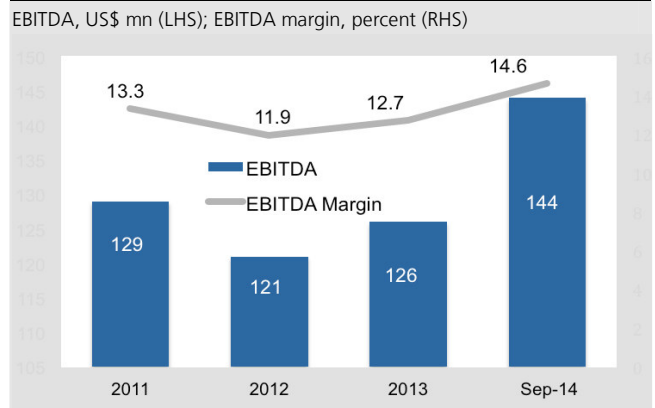
Source: Company data

Figure 3: Bumble Bee's gross profit and GPM



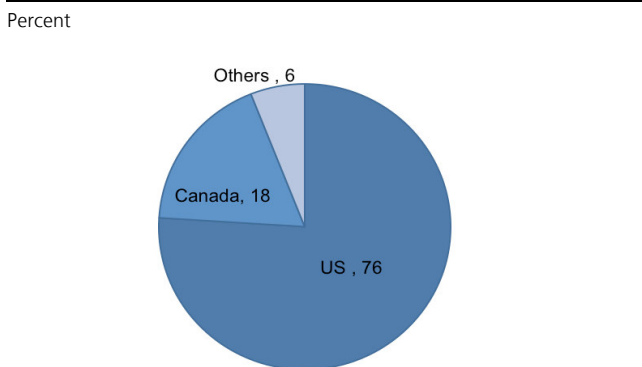
Source: Company data

Figure 4: Bumble Bee's EBITDA and EBITDA margin



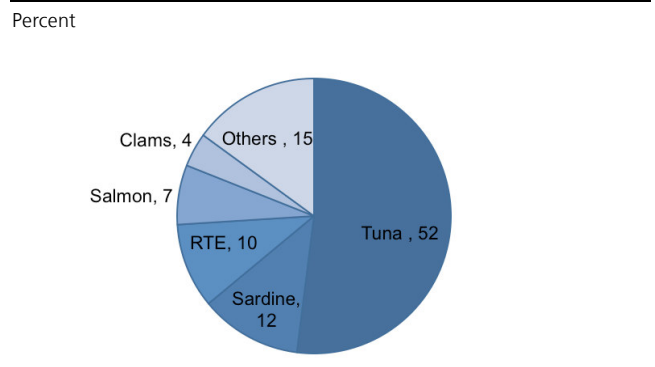
Source: Company data

Figure 5: Bumble Bee revenue breakdown by geography



Source: Company data

Figure 6: Bumble Bee's revenue breakdown by products



Source: Company data

Figure 7: TUF's production plant – a global diversification sourcing

Operation zones	Plant location	Operation	Remark
Thailand	Samut-Sakorn Songkhla	Canned tuna, tuna loin, seafood	US 30%, EU 20%, Others 46%
EU (MW Brand)	Ghana Seychelles Portugal France	Canned, smoked salmon, seafood	Manage 4 canned tuna brand in Europe - John West - No.1 player in the UK, Ireland and the Netherlands with a 33% market share - Petite Navire and Hyacinthe Parmentier - No.1 in France with a 29% market share - Mareblu – 4.5% market share in Italy
US (Chicken of the Sea)	California	Frozen shrimp, canned tuna	Imports tuna loin from Thailand to manufacture canned tuna for sale under the Chicken Of The Sea brand A trading company that trades in frozen shrimp globally
EU (MerAlliance)	France, Poland, Scotland	Smoked salmon	Controls largest market share in France at 20% and is in top 5 in smoked salmon in Europe
EU (King Oscar)	Norway, Poland	Premium canned sardine	Two plants are strategically located in Norway and Poland where they have access to cod liver and unique sardines from North Sea and Baltic Sea
US - Bumble Bee	US, Canada, Puerto Rico	Canned tuna and Seafood	Bumble Bee focuses on Eastern US (which differs from Chicken of the Sea in Western US), Canada

Source: Company data

KGI Locations

China	Shanghai	Room 1907-1909 , Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).1.3
Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.