



บมจ. ไทยยูเนี่ยน โฟรเซน โปรดักส์ (TUF)

7 กุมภาพันธ์ 2556

CG Report Scoring (2012):

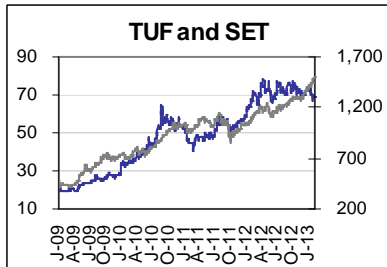


Stock information

ราคาปิด	68 บาท
ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี	78.50/62.25 บาท
มูลค่าตลาด	78,036.38 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 1)	1,147 ล้านหุ้น
มูลค่าตามบัญชี/หุ้น (30/06/55)	32.03 บาท
Free Float	53.45%
Foreign Limit/Available	45%/7.06%
NVDR in hand (% of shares)	5.28%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน ('000)	3,059

XD- Date

Period	X-Date	DPS(Bt)
01/01/12-30/06/12	20/08/12	1.10
01/07/11-31/12/11	05/03/12	0.65
01/01/11-30/06/11	17/08/11	0.91



— TUF (แกนซ้าย)
— SET (แกนขวา)

Stock Price Performance

	Absolute	Relative	BETA
1 m	-4%	-10%	-0.03
3 m	-5%	-18%	0.33
6 m	-5%	-25%	0.45
9 m	-4%	-22%	0.78
1 yr	3%	-25%	0.52
YTD	-6%	-12%	0.19

นักวิเคราะห์

สุรชัย ประมวลเจริญกิจ
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 17955
surachai@trinitythai.com

ธนาภัทร ฉัตรเสถียร
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
tanapat@trinitythai.com

Preview: คาดกำไรสุทธิอ่อนตัวในไตรมาสสุดท้าย

เรคาดกำไรสุทธิสำหรับ 4Q55 อยู่ที่ 647 ล้านบาท อ่อนตัวลง 60%QoQ และ 58%YoY โดยยอดขายอ่อนตัวลงจากไตรมาสก่อนหน้าจากราคาหมู่น้ำที่ปรับตัวลดลงในช่วง 2 เดือนสุดท้าย ขณะที่โรค EMS ในกุ้งส่งผลกระทบต่อผลผลิตลดลง ขณะที่ต้นทุนสูงขึ้น และคาดว่าจะใช้เวลาอย่างน้อย 1-2 ไตรมาสในการฟื้นตัว เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิสำหรับปี 2012 ลง พร้อมปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 84 บาท (จากเดิม 88 บาท) อย่างไรก็ตามเรามองว่าราคาหุ้นได้ปรับตัวลดลงมาสะท้อนประเด็นดังกล่าวไปแล้ว จึงยังคงแนะนำ "ซื้อ"

- **คาดกำไรสุทธิ 4Q55 อ่อนตัวลงอย่างมาก:** เรคาดกำไรสุทธิสำหรับไตรมาสที่ 4 ปี 2555 อยู่ที่ 647 ล้านบาท อ่อนตัวลงอย่างมากถึง 60% จากไตรมาสก่อน และอ่อนตัวลง 58% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยคาดยอดขายลดลงประมาณ 9% จากผลกระทบของราคาหมู่น้ำที่อ่อนตัวลงในช่วงเดือน พ.ย.-ธ.ค. ที่ผ่านมา ทำให้ราคาหมู่น้ำเฉลี่ยในไตรมาสสุดท้ายลดลงเหลือ 2,000 เหรียญต่อตัน ลดลง 12% จากราคาเฉลี่ยในไตรมาสที่แล้ว ซึ่งส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงด้วยเนื่องจากการปรับราคาขายยังทำไม่ได้ทันที ด้านธุรกิจกุ้งได้รับผลกระทบจากโรค EMS ส่งผลให้ผลผลิตลดลง ขณะที่ราคากุ้งซึ่งปรับตัวขึ้นจากผลกระทบของโรคดังกล่าว ทำให้ต้นทุนขายเพิ่มขึ้น และยังมีผลกระทบทางอ้อมจากการที่ผู้ผลิตเริ่มลดกำลังการผลิตกุ้ง ส่งผลให้ยอดขายจากธุรกิจอาหารกุ้งอ่อนตัวลงด้วยเช่นกัน โดยในภาพรวมเรคาดกำไรขั้นต้นของ TUF ในไตรมาสสุดท้ายจะอ่อนตัวลงเหลือประมาณ 13.4% จาก 15.7% ในไตรมาสที่แล้ว ขณะที่ต้นทุนในการดำเนินงานคาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อยซึ่งเป็นปัจจัยที่กดดันกำไรสุทธิด้วยเช่นกัน
- **คาดปี 2556 มีแนวโน้มที่ดีขึ้น:** เราเริ่มเห็นการกลับตัวของราคาปลาหมู่น้ำ โดยในเดือน ม.ค. ที่ผ่านมาเริ่มปรับตัวสูงขึ้นมาอยู่ที่ 2,075 เหรียญต่อตัน คาดจะส่งผลให้รายได้จากธุรกิจหมู่น้ำฟื้นตัว ด้านธุรกิจกุ้งคาดผลผลิตจะยังคงตกต่ำ ขณะที่ต้นทุนขายเพิ่มขึ้นเนื่องจากโรค EMS ในกุ้งปัจจุบันยังอยู่ระหว่างการหาแนวทางการแก้ไข ซึ่งเรคาดว่าจะใช้เวลาประมาณ 1-2 ไตรมาส และเริ่มกลับมาฟื้นตัวได้ในครึ่งปีหลังของปี 2556 ทั้งนี้ในปีนี้เรคาดว่าจะได้รับผลประโยชน์จากดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงเต็มปีประมาณ 500-600 ล้านบาท ภายหลังจากชำระคืนหนี้ไปเมื่อกลางปีที่ผ่านมา ด้านค่าเงินบาทเรคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิไม่มากนักเนื่องจาก TUF ได้มี Natural Hedge จากการดำเนินธุรกิจอยู่แล้ว และยังมีกรมทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงจากค่าเงินซึ่งจะช่วยลดผลกระทบต่ออีกบางส่วน
- **ปรับประมาณการกำไรสุทธิลง พร้อมลดราคาเป้าหมาย:** เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิสำหรับปี 2555 และ 2556 ลง 16.75% และ 10% มาอยู่ที่ 4,729 ล้านบาท และ 6,016 ล้านบาท ตามลำดับ พร้อมทั้งลดราคาเป้าหมายสำหรับปี 2556 ลงเหลือ 84 บาท จากเดิมที่ 88 บาท เพื่อสะท้อนปัจจัยลบตามที่กล่าวไว้แล้วข้างต้น
- **ยังคงแนะนำ "ซื้อ":** ราคาหุ้นได้ปรับตัวลดลงมาสะท้อนผลกำไรที่ลดลงแล้ว ขณะที่ธุรกิจยังคงแข็งแกร่ง และมีแนวโน้มฟื้นตัว ทำให้เรายังแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 84 บาท

Table 1	ข้อมูลทางการเงินของ TUF								
Year End: Dec	Sales (Btm)	EBITDA (Btm)	Net Profit (Btm)	EPS (Bt)	DPS (bt)	PER (x)	EV/EBITDA (X)	Div. Yield (%)	ROE (%)
2009A	68,994	5,453	3,344	3.79	1.92	19.5	14.1	2.6%	19.5%
2010A	71,507	5,472	2,874	3.17	1.60	23.3	19.6	2.2%	11.1%
2011A	98,670	8,880	5,075	5.31	1.56	13.9	12.0	2.1%	19.6%
2012F	106,268	9,146	4,729	3.93	1.97	18.8	13.1	2.7%	15.5%
2013F	116,895	11,175	6,016	5.01	2.50	14.8	10.5	3.4%	15.8%

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2286-3999 โทรสาร 0-2670-9312

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

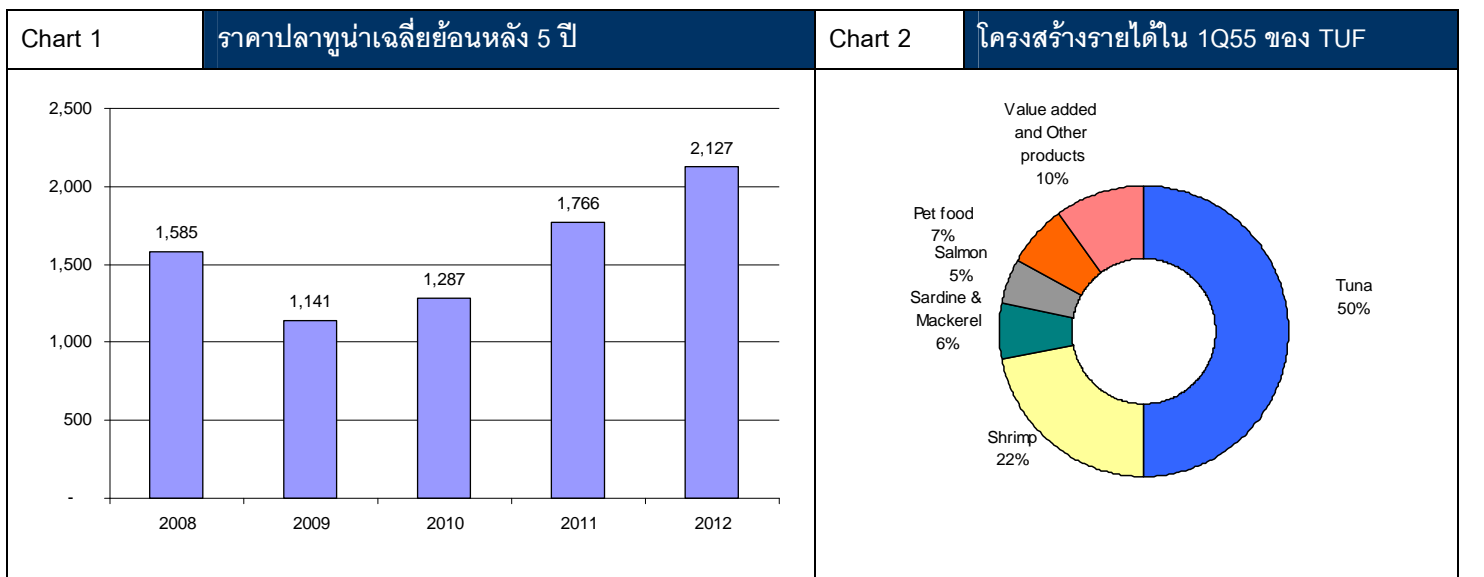


(Unit : Btm)	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	%QoQ	%YoY
Revenues	20,649	22,706	24,860	25,105	26,000	25,304	26,758	28,327	25,879	(9%)	(0%)
COGS	(18,209)	(19,351)	(20,534)	(20,761)	(21,656)	(20,959)	(22,244)	(23,883)	(22,423)	(6%)	4%
Gross Profit	2,440	3,355	4,326	4,344	4,344	4,345	4,513	4,443	3,456	(22%)	(20%)
SG&A	(1,806)	(2,085)	(2,169)	(2,184)	(2,444)	(2,373)	(2,440)	(2,502)	(2,569)	3%	5%
Operating profit	633	1,270	2,157	2,161	1,900	1,973	2,073	1,942	888	(54%)	(53%)
Other incomes	(1)	120	146	161	178	140	98	122	183	50%	3%
Other expenses	(2)	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-
Dividend income	0	0	0	1	0	0	0	0	0	-	-
Share of associate incomes	7	18	24	22	20	26	18	12	20	67%	(0%)
EBIT	637	1,407	2,326	2,345	2,098	2,139	2,189	2,076	1,091	(47%)	(48%)
Interest income	3	0	2	3	5	1	2	3	3	28%	(30%)
Interest expense	(371)	(522)	(612)	(567)	(571)	(542)	(1,058)	(338)	(188)	(44%)	(67%)
Other financial gain (loss)	53	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-
Exceptional gain (loss)	3	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-
Forex gain (loss)	128	0	63	133	109	232	21	237	28	(88%)	(74%)
Profit before taxes	454	885	1,780	1,913	1,640	1,830	1,154	1,977	934	(53%)	(43%)
Corporate taxes	(69)	(36)	(291)	(69)	203	(161)	68	(145)	(97)	(33%)	(148%)
Profit after tax	385	849	1,489	1,844	1,843	1,669	1,222	1,832	837	(54%)	(55%)
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-
Non-controlling interest	(33)	(96)	(252)	(283)	(319)	(202)	(221)	(219)	(190)	(13%)	(40%)
Net Profit	352	753	1,238	1,561	1,524	1,467	1,001	1,613	647	(60%)	(58%)
EPS	0.40	0.79	1.29	1.63	1.59	1.53	1.05	1.69	0.68	(60%)	(58%)

PROFITABILITY RATIO

Gross Margin (%)	11.8%	14.8%	17.4%	17.3%	16.7%	17.2%	16.9%	15.7%	13.4%
Operating Profit Margin (%)	3.1%	5.6%	8.7%	8.6%	7.3%	7.8%	7.7%	6.9%	3.4%
EBIT Margin (%)	3.1%	6.2%	9.4%	9.3%	8.1%	8.5%	8.2%	7.3%	4.2%
SG&A	8.7%	9.2%	8.7%	8.7%	9.4%	9.4%	9.1%	8.8%	9.9%
Corporate taxes	15.2%	4.0%	16.3%	3.6%	-12.4%	8.8%	-5.9%	7.3%	10.3%
Net Margin (%)	1.7%	3.3%	5.0%	6.2%	5.9%	5.8%	3.7%	5.7%	2.5%

Sources: Company's data, Trinity Research



Sources: Company's data, Trinity Research

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2286-3999 โทรสาร: 0-2670-9312

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่เป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



Thai Union Frozen Products Public Company Limited (TUF)					
Statement of Comprehensive Income					
Year End Dec (Btm)	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F
Sales	68,994	71,507	98,670	106,268	116,895
Cost of goods sold	(58,551)	(61,976)	(82,301)	(89,510)	(97,934)
Gross Profit	10,444	9,531	16,369	16,758	18,960
SG&A	(6,243)	(6,050)	(8,882)	(9,883)	(10,228)
Other income	344	490	604	544	598
EBIT	4,545	3,970	8,091	7,419	9,330
Profit (loss) from associates	49	24	84	75	90
Interest expenses	(595)	(758)	(2,262)	(2,118)	(1,792)
Fx gain (loss)	352	807	305	518	570
Pretax profit	3,930	3,174	5,912	5,376	7,628
Corporate tax	(431)	(629)	(192)	(333)	(1,144)
Net profit before non-controlling interest	3,499	2,545	5,720	5,043	6,484
Non-controlling interest	(507)	(479)	(950)	(832)	(1,037)
Reported net profit	3,344	2,874	5,075	4,729	6,016
EPS	3.79	3.17	5.31	3.93	5.01
Statement of Financial Position					
Year End Dec (Btm)	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F
Asset					
Cash and equivalents	728	1,037	903	2,061	2,503
ST investments	-	-	-	-	-
A/R	6,501	9,218	11,161	10,332	11,365
Inventories	15,893	20,934	26,132	29,091	28,564
Other current assets	1,095	2,811	1,735	1,800	1,854
Total current assets	24,217	34,001	39,930	43,283	44,286
Investments in associates	492	921	1,006	1,655	1,672
Net PPE	9,280	14,092	15,655	17,698	19,486
Other non-current assets	1,881	25,762	26,638	26,477	26,549
Total assets	35,870	74,777	83,230	89,113	91,993
Liabilities and Shareholders' equity					
O/D and short term loans	5,601	8,364	14,477	19,995	20,218
A/P	2,630	5,910	7,919	7,459	8,161
Current portion of LT debt	1,684	3,716	984	1,033	1,084
Other current liabilities	2,125	2,764	1,559	1,715	1,887
Total current liabilities	12,039	20,941	25,142	30,202	31,351
LT Loans	4,964	25,392	24,306	11,894	9,354
Other non-current liabilities	456	5,209	6,713	6,932	7,159
Total liabilities	17,459	51,541	56,161	49,029	47,864
Share capital	883	956	956	1,202	1,202
Share premium (discount)	4,519	8,159	8,159	17,501	17,501
Revaluation Surplus	(132)	(93)	(5)	-	-
Retained earnings	11,061	11,945	15,307	17,897	20,906
Non-controlling interest	2,080	2,269	2,651	3,483	4,521
Total shareholders' equity	16,331	20,967	24,418	36,600	39,609
Total liabilities and shareholders' equity	35,870	74,777	83,230	89,113	91,993
Assumptions					
Year End Dec (Btm)	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
Total tuna sale (Tons)	228,248	232,322	394,198	424,551	529,274
Total shrimp sale (Tons)	45,208	54,628	51,667	55,646	61,210
Gross Margin	15.1%	13.3%	16.4%	15.8%	16.2%
SG&A/Sales	9.0%	8.5%	8.7%	9.3%	8.8%

บริษัทหลักทรัพย์ ทริinity จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2286-3999 โทรสาร. 0-2670-9312

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทริinity จำกัด ผู้จัดทำ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



Thai Union Frozen Products Public Company Limited (TUF)					
Statement of Cash Flow					
Year End Dec (Btm)	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F
Pre-tax profit	4,282	3,981	6,217	5,376	7,628
Depreciation and Amortization	1,076	1,206	1,616	1,957	2,212
Chg in working capital	2,550	(2,308)	(5,366)	(2,325)	467
Cash flow from operations	8,578	3,423	5,462	4,675	9,163
Current investment	15	(19)	1	4	-
Investments	(96)	(28,407)	(46)	(648)	(17)
Fixed asset acquisition	(2,001)	(2,731)	(3,405)	(4,000)	(4,000)
Cash flow from investments	(2,036)	(30,747)	(3,178)	(3,896)	(3,447)
Inc. (Dec.) in debt	(5,190)	27,088	1,424	(6,845)	(2,265)
Inc. (Dec.) in share capital	-	3,713	-	246	-
Inc. (Dec.) in share premium	-	-	-	9,342	-
Dividend payment	(1,431)	(1,996)	(1,195)	(2,364)	(3,008)
Cash flow from financing	(7,461)	26,890	(2,367)	379	(5,273)
Translation adjustment	91	742	(52)	-	-
Inc. (Dec.) in cash	(828)	309	(135)	1,158	442
Beginning cash	1,557	728	1,037	903	2,061
Ending cash	728	1,037	903	2,061	2,503
Key ratios					
Year End Dec (Btm)	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F
Per Share (Bt)					
EPS	3.79	3.17	5.31	3.93	5.01
DPS	1.92	1.60	1.56	1.97	2.50
BV	18.49	21.92	25.53	30.45	32.95
Liquidity ratios (X)					
Current ratio	2.01	1.62	1.59	1.43	1.41
Quick ratio	0.60	0.49	0.48	0.41	0.44
Profitability ratios (%)					
Gross Margin	15.1%	13.3%	16.6%	15.8%	16.2%
EBITDA Margin	7.9%	7.7%	9.3%	8.6%	9.6%
EBIT Margin	6.3%	6.0%	7.6%	6.8%	7.7%
Net Margin	4.3%	2.9%	4.8%	4.0%	4.7%
ROE	19.5%	11.1%	22.4%	15.5%	15.8%
Effective tax rate	11.0%	19.8%	3.3%	6.2%	15.0%
Efficiency ratios (%)					
ROA	8.8%	5.2%	6.4%	5.5%	6.6%
ROFA	28.6%	17.5%	30.3%	25.4%	29.7%
Leverage ratios (%)					
Debt to Equity	1.07	2.46	2.30	1.34	1.21
Net Debt to Equity	0.71	1.74	1.59	0.84	0.71
Interest coverage ratio	7.63	5.24	3.58	3.50	5.21
Growth (%)					
Sales growth	-0.1%	3.6%	38.0%	7.7%	10.0%
EBITDA growth	38.3%	0.3%	67.3%	3.0%	22.2%
Net profit growth	52.0%	-14.1%	76.6%	1.9%	27.2%
EPS growth	52.0%	-16.2%	67.2%	-15.3%	27.2%
Valuation					
PER (x)	19.54	23.31	13.95	18.81	14.78
PBV (x)	4.00	3.38	2.90	2.43	2.25
EV/EBITDA (x)	14.10	19.59	11.98	13.10	10.48
Dividend Yield (%)	2.6%	2.2%	2.1%	2.7%	3.4%

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ที จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2286-3999 โทรสาร. 0-2670-9312

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ที จำกัด ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน