

26 June 2023

Company Note

Rating

SELL

(Downgrade from Hold)

Company

เอเชีย น อะไลอันซ์ อินเตอร์เนชั่นแนล

Bloomberg SET Exchange Sector
AAI TB AAI SET Food & Beverage

แนวโน้มกำไร 2Q23F ยังไม่สดใส

12mth price target (THB)	3.24
	(from 5.10)
Current price (26/06/2023)	3.74
Upside/Downside	-13.36%
CG rating	n.a.
ESG rating	n.a.
Thai CAC	n.a.

Share summary

Issue shares :	(m shrs)	2,125
Market capitalization:	(THB bn)	7.9
	(USDbn)	0.2
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	60
	(USDm)	1
Foreign Limit/Actual	(%)	49/3
Free Float:	(%)	26
NVDR:	(%)	0.7

Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
AAI	-25.2	-37.7	n.a.
SET	-3.0	-6.7	-5.3

Major Shareholders

	%
Asian Plc	70.00
Somsak Amornrattanachaikul	3.18
Krungsri Asset Management (LTF)	1.73

Source: SET

Anchaln Charoenpit

ID: 045566

(66) 2633 6478

anchalinc@tisco.co.th

คาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q23F ยังลดลง จากภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลกชะลอตัวและต้นทุนที่เพิ่มขึ้น

เราเปลี่ยนคำแนะนำเป็น “ขาย” จาก “ถือ” แนวโน้มผลประกอบการ AAI ปีนี้ไม่สดใสจากการลดสต็อกสินค้าของลูกค้า OEM และภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลกชะลอตัวจากภาวะเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่ต้นทุนวัตถุดิบปลาหูช้างที่ยังเพิ่มขึ้นอยู่ระดับสูง 1) เราคาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q23F ยังลดลงทั้ง YoY, QoQ ต่ำกว่าที่คาดไว้เดิมที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น QoQ จากรายได้และอัตรามาร์จิ้นที่ลดลง 2) ภาพรวมอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงสุ่นและแมวปีนีไม่สดใสจากปัญหาเศรษฐกิจทั่วโลกที่ชะลอตัว เราปรับประมาณการลง มูลค่าเหมาะสมใหม่อยู่ที่ 3.24 บาท

คาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q23F ลดลงทั้ง YoY และ QoQ

เราคาดว่า AAI จะมียอดกำไรสุทธิ 2Q23F ที่ 60 ล้านบาท (-67% YoY, -17% QoQ) แนวโน้มต่ำกว่าที่เราคาดไว้เดิมและต่ำกว่าคาดการณ์เดิมของบริษัทที่คาดผลประกอบการจะเติบโต QoQ จากรายได้ที่ลดลงและต้นทุนวัตถุดิบราคาปลาหูช้างที่ยังอยู่ระดับสูงขึ้น เราคาดว่ารายได้รวมลดลง (-27% YoY และ -4% QoQ) จากการลดสต็อกสินค้าของลูกค้า OEM ที่มีการสต็อกล่วงหน้าในช่วง 3Q22 ที่ผ่านมา ยังมีค้างมาถึง 2Q23F จากสถานการณ์การขาดแคลนเรือเริ่มกลับมาเป็นปกติแล้ว ทำให้ลูกค้าไม่ต้องสต็อกสินค้าไว้นาน ประกอบกับภาพรวมเศรษฐกิจในอเมริกาที่ซบเซา ส่งผลให้รายได้เริ่มลดลงตั้งแต่ 4Q22 ที่ผ่านมาถึงปัจจุบัน เราคาดว่าอัตรามาร์จิ้นอยู่ที่ 9.3% ลดลงตามรายได้ที่ลดลงของอาหารสัตว์เลี้ยงสุ่นที่มีมาร์จิ้นสูงประกอบกับต้นทุนปลาหูช้างที่เพิ่มขึ้น สำหรับมูลค่าของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารไม่รวมอัตราแลกเปลี่ยนลดลง -2% YoY และ -25% QoQ เนื่องจากหมดช่วงการโฆษณาทำการตลาดสินค้าของบริษัทเอง

ปรับประมาณการลง คาดกำไรสุทธิปี 2023-24F ลดลง ตามรายได้และต้นทุนที่เพิ่มขึ้น

แนวโน้มยอดขายใน 2H23F คาดจะเริ่มดีขึ้น HoH จากการลดสต็อกสินค้าเก่าของลูกค้าเก่าเริ่มหมด แต่ยังคงลดลง YoY จากการลดสต็อกสินค้าของลูกค้าลดลงในระยะสั้นจากภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลกที่ชะลอตัวและภาวะเงินเฟ้อที่สูงขึ้น เราปรับประมาณการปี 2023-24F ลดลงจากคาดเดิมปีละ 30% คาดกำไรสุทธิปี 2023F อยู่ที่ 318 ล้านบาท (-63% YoY) และ 396 ล้านบาท (+25% YoY) จากคาดรายได้ปี 2023F ลดลง -15% YoY และปี 2024F กลับมาเพิ่มขึ้นได้ 15% YoY โดยปี 2023F แบ่งเป็นกลุ่มอาหารสัตว์เลี้ยงสุ่นสัดส่วน 79% ของรายได้รวมและรายได้จากอาหารพร้อมทานในภาชนะปิดผนึกสัดส่วน 20% ของรายได้รวม คาดอัตรามาร์จิ้นเฉลี่ยอยู่ที่ 12% -13% จากเดิมคาดที่ 14% -15% ลดลงตามรายได้และต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้น รวมถึงสัดส่วนยอดขายอาหารสัตว์เลี้ยงที่มีมาร์จิ้นมากกว่าลดลง ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารอยู่ที่ปีละ 7% ใกล้เคียงกับปีที่ผ่านมา ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิอยู่ที่ปีละ 5% และ 6% ตามลำดับ จากปีที่ผ่านมาอยู่ที่ 7%

เราเปลี่ยนคำแนะนำเป็น “ขาย” จาก “ถือ” จากผลประกอบการปีนี้ยังไม่สดใสจากปัจจัยลบที่กดดันรายได้ลดลงและต้นทุนที่เพิ่มขึ้น เราปรับราคาเป้าหมายใหม่ 12 เดือนล่วงหน้า ตามการปรับประมาณการอยู่ที่ 3.24 บาท จาก 5.1 บาท อ้างอิง PER23F 19.2X และคาด Dividend Yield 23F 2.0% ความเสี่ยง : ยอดรายได้ไม่เป็นไปตามคาด, ภาพรวมเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวจากภาวะเงินเฟ้อ

Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Sales (THBm)	4,985	7,124	6,054	6,983	8,738
EBITDA (THBm)	828	1,119	517	664	923
Net profit (THBm)	639	859	318	396	605
Net Profit (% chg from prev)	nm.	nm.	-30.5	-29.8	-15.3
EPS (THB)	0.38	0.40	0.15	0.19	0.28
EPS (% YoY)	15.1	7.5	-63.0	24.5	52.7
EPS vs Cons (%)	nm	nm	(59.9)	(58.1)	(42.5)
PER (X)	na.	18.7	25.0	20.1	13.1
Yield (%)	5.0	5.4	2.0	2.5	3.8
P/BV (X)	2.7	1.5	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (X)	na.	13.2	13.9	11.4	8.6
ROE (%)	25.4	23.2	6.4	7.9	11.3

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. คาดผลประกอบการ 2Q23F ลดลงทั้ง YoY และ QoQ

Bt,m	2Q23F	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	1H23F	1H22	YoY	2023F	2022	YoY
Total Revenue	1,330	1,814	-27%	1,391	-4%	2,721	3,464	-21%	6,054	7,124	-15%
<i>Pet food</i>	1,044	1,614	-35%	1,024	2%	2,068	3,009	-31%	4,773	6,061	-21%
<i>Human food</i>	266	212	25%	354	-25%	620	470	32%	1,191	1,023	16%
Revenue Contribution											
<i>Pet food</i>	79%	89%		74%		76%	87%		79%	85%	
<i>Human food</i>	25%	13%		35%		30%	16%		25%	17%	
Cost of sales and services	1,206	1,429	-16%	1,261	-4%	2,467	2,803	-12%	5,338	5,709	-7%
S&A Expenses (excl. FX)	92	94	-2%	123	-25%	215	183	17%	413	469	-12%
EBITDA	80	250	-68%	82	-3%	162	486	-67%	517	1,119	-54%
EBIT	32	210	-85%	34	-7%	66	405	-84%	303	945	-68%
Interest expense	3	10	-70%	5	-45%	8	16	-48%	8	36	-79%
Net Profit before Tax	71	212	-67%	71	0%	142	428	-67%	374	985	-62%
Net Profit	60	183	-67%	72	-17%	133	364	-64%	318	859	-63%
Gross margin											
<i>Gross margin</i>	9.3%	21.2%		9.3%		9.3%	19.1%		11.8%	19.9%	
<i>SG&A to sale</i>	6.9%	5.2%		8.8%		7.9%	5.3%		6.8%	6.6%	
<i>EBITDA margin</i>	6.0%	13.8%		5.9%		5.9%	14.0%		8.5%	15.7%	
<i>Net margin</i>	4.5%	10.1%		5.2%		4.9%	10.5%		5.3%	12.1%	

ที่มา : TISCO Research

ค่างาไรสุทธิ 2Q23F ลดลงทั้ง YoY และ QoQ

เราคาดว่า AAI จะมีกำไรสุทธิ 2Q23F ที่ 60 ล้านบาท (-67% YoY, -17% QoQ) แนวโน้มต่ำกว่าที่เราคาดไว้เดิมและต่ำกว่าคาดการณ์เดิมของบริษัทที่คาดผลประกอบการจะเติบโต QoQ จากรายได้ที่ลดลงและต้นทุนวัตถุดิบราคาปลาที่ขึ้นอยู่ระดับสูงซึ่งเราคาดว่ารวมอยู่ที่ 1,330 ล้านบาท (-27% YoY และ -4% QoQ) จากการสต็อกสินค้าของลูกค้า OEM ที่มีการสต็อกล่วงหน้าในช่วง 3Q22 ที่ผ่านมา ยังมีค้างมาถึง 2Q23F สถานการณ์การขาดแคลนเรือเริ่มกลับมาเป็นปกติแล้วทำให้ลูกค้าไม่ต้องสต็อกสินค้าไว้นาน ประกอบกับภาพรวมเศรษฐกิจในอเมริกาที่ซบเซา ส่งผลให้รายได้เริ่มลดลงตั้งแต่ 4Q22 ถึง ปัจจุบัน เราคาดว่าอัตราเงินอยู่ที่ 9.3% ลดลงตามรายได้ที่ลดลงของอาหารสัตว์เลี้ยงที่มีมาร์จิ้นสูงประกอบกับต้นทุนปลาที่เพิ่มขึ้น ณ พ.ค.23 อยู่ที่ 2,000 ร./ตัน เพิ่มขึ้น 17.6% จากสิ้นปี 2022 (สัดส่วนประมาณ 20% ของต้นทุน) สำหรับมูลค่าของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารไม่รวมอัตราแลกเปลี่ยนลดลง -2% YoY และ -25% QoQ เนื่องจากหมดช่วงการโฆษณาทำการตลาดสินค้าของบริษัทเอง

รูปที่ 2. ปรับประมาณการใหม่ลดลงจากยอดขายและต้นทุนที่เพิ่มขึ้น

Bt,m	2021	2022	2023F			2024F		
			new	old	change	new	old	change
Total Revenue	4,985	7,124	6,054	6,662	-9%	6,983	7,572	-8%
% growth	-43%	43%	-15%	-7%		15%	14%	
<i>Pet food</i>	4,146	6,061	4,773	5,380	-11%	5,694	6,283	-9%
% growth	-44%	46%	-21%	-11%		19%	17%	
<i>Human food</i>	851	1,023	1,191	1,191	0%	1,198	1,198	0%
% growth	-29%	20%	16%	16%		1%	1%	
Revenue Contribution								
<i>Pet food</i>	83%	85%	79%	81%		82%	83%	
<i>Human food</i>	17%	14%	20%	18%		17%	16%	
Cost of sales and services	3,916	5,709	5,338	5,714	-7%	6,104	6,453	-5%
S&A Expenses	396	469	413	480	-14%	477	516	-7%
EBIT	674	945	303	467	-35%	401	603	-33%
Net Profit before Tax	717	985	374	538	-30%	476	678	-30%
Net Profit before M.I.	639	859	318	457	-30%	396	564	-30%
Net Profit	639	859	318	457	-30%	396	564	-30%
% growth	15%	34%	-63%	-47%		25%	23%	
Gross margin								
<i>Gross margin</i>	21%	20%	12%	14%		13%	15%	
<i>SG&A to sale</i>	8%	7%	7%	7%		7%	7%	
<i>EBITDA margin</i>	17%	16%	9%	10%		10%	11%	
<i>Net margin</i>	13%	12%	5%	7%		6%	7%	

ที่มา : TISCO Research

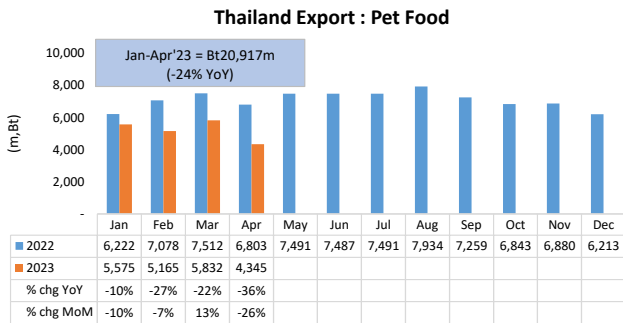
ปรับประมาณการลง คาดกำไรสุทธิปี 2023-24F ลดลง ตามรายได้และต้นทุนที่เพิ่มขึ้น

แนวโน้มยอดขายใน 2H23F คาดจะเริ่มดีขึ้น HoH จากการสต็อกสินค้าเก่าของลูกค้านำเข้าเริ่มหมด แต่ยังคงลด YoY จากการสต็อกสินค้าของลูกค้านำลดลงในระยะสั้นจากภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลกที่ชะลอตัวและภาวะเงินเฟ้อที่สูงขึ้น เราปรับประมาณการปี 2023-24F ลดลงจากคาดเดิมปีละ 30% คาดกำไรสุทธิปี 2023F อยู่ที่ 318 ล้านบาท (-63%YoY) และ 396 ล้านบาท (+25%YoY) จากคาดรายได้ปี 2023F ลดลง -15% YoY และปี 2024F กลับมาเพิ่มขึ้นได้ 15% YoY โดยปี 2023F แบ่งเป็นกลุ่มอาหารสัตว์เลี้ยงสัดส่วน 79% ของรายได้รวม และรายได้อาหารพร้อมทานในภาชนะปิดผนึกสัดส่วน 20% ของรายได้รวม

แม้ว่าบริษัทจะมีการขยายกำลังการผลิตเพิ่มขึ้น 18% แต่จากภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลกที่ชะลอตัวส่งผลต่อการสต็อกออเดอร์สินค้าลดลงในระยะสั้น เราคาด utilization rate ปี 2023-24F อยู่ที่ 55% และ 58% จากเดิมคาด 62% และ 64% สำหรับกลุ่มอาหารพร้อมทานในภาชนะปิดผนึกเราคาดรายได้ปีนี้จะเพิ่มขึ้น 16% และคาดทรงตัวในปีถัดไป โดยคาดอัตรามาร์จิ้นเฉลี่ยอยู่ที่ 12% -13% จากเดิมคาดที่ 14% -15% ลดลงตามรายได้และต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้น รวมถึงสัดส่วนยอดขายอาหารสัตว์เลี้ยงที่มีมาร์จิ้นมากกว่าลดลง คาดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารอยู่ที่ปีละ 7% ใกล้เคียงกับปีที่ผ่านมา ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิอยู่ที่ปีละ 5% และ 6% ตามลำดับ จากปีที่ผ่านมามีอยู่ที่ 7%

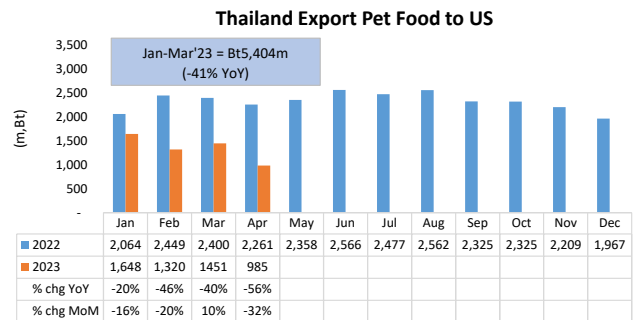
แนวโน้มรายได้ของ AAI ในกลุ่มอาหารสัตว์เลี้ยงปี 2023F นี้คาดลดลงสอดคล้องกับภาพรวมอุตสาหกรรมการส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงไทยส่งออกไปสหรัฐอเมริกา จากโครงสร้างรายได้ของ AAI สัดส่วนใหญ่ส่งออกไป USA & Canada 70% โดยภาพรวมอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงไทยที่ส่งออกตั้งแต่ ม.ค.-พ.ค.23 ลดลง -24% YoY และการส่งออกไปอเมริกาลดลง 41% YoY

Figure 3. ภาพรวมมูลค่าการส่งออกของอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยง สุนัขและแมวของประเทศไทย เดือนเม.ย.23 ยังคงลดลง



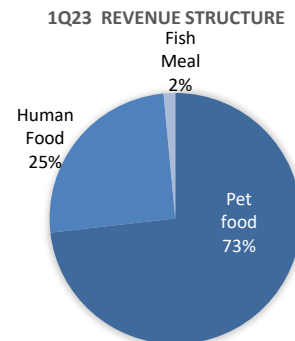
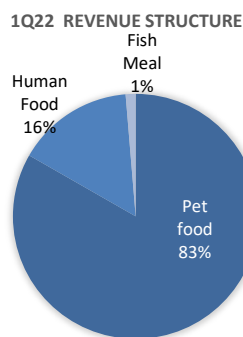
Source: MOC.go.th, TISCO Research

Figure 4. ภาพรวมมูลค่าการส่งออกอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยง สุนัขและแมวของประเทศไทยไปประเทศสหรัฐอเมริกา เดือนเม.ย.23 ยังคงลดลง



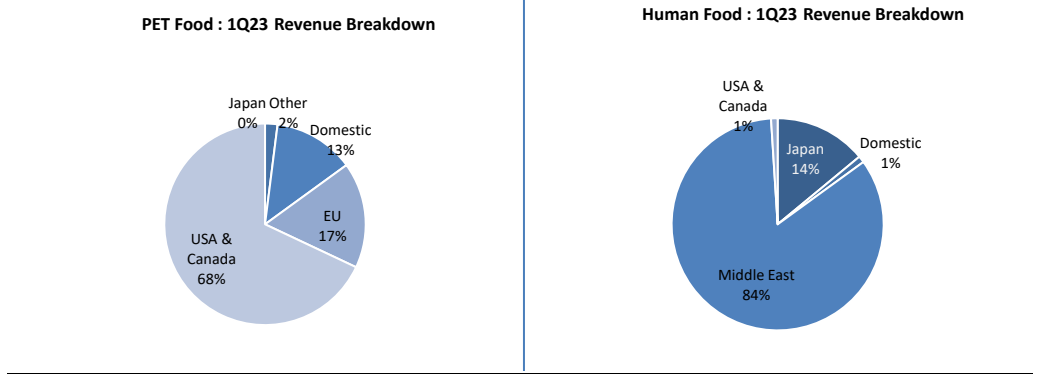
Source: MOC.go.th, TISCO Research

รูปที่ 5. โครงสร้างรายได้ปี 1Q22 เทียบกับ 1Q23



ที่มา : AAI

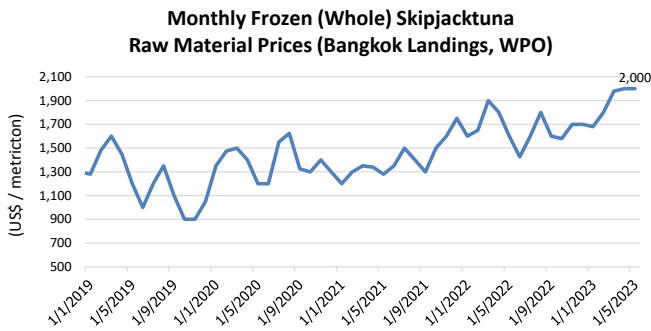
รูปที่ 6. โครงสร้างรายได้ 1Q23 ของธุรกิจ Pet food และธุรกิจ Human Food แยกตามสัดส่วนภูมิภาค



ที่มา : AAI

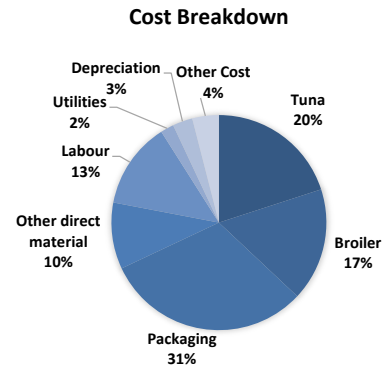
ราคาวัตถุดิบปลาทูน่าที่เพิ่มขึ้น ส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรของ AAI ลดลง จากโครงสร้างต้นทุนของ AAI ที่มีวัตถุดิบปลาทูน่า 20% ของต้นทุนรวม เราทำ sensitivity การอ่อนไหวของต้นทุนปลาทูน่าที่เพิ่มขึ้นทุกๆ +/- 1% กระทบต่อกำไรสุทธิ +/- 1.5%

Figure 7. ราคาวัตถุดิบปลาทูน่ารายเดือนปรับเพิ่มขึ้น (Skipjack-tuna)



Source: TU company, TISCO Research

Figure 8. โครงสร้างต้นทุนของ AAI



Source: AAI, TISCO Research