

29 March 2024

Company Note

Rating

BUY

(Unchanged)

Company

เอเชีย อะไลอันซ์ อินเตอร์เนชั่นแนล

Bloomberg SET Exchange Sector
AAI TB AAI SET Food & Beverage

ส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงกลับมาเพิ่มขึ้น

12mth price target (THB)	5.20
	(from 4.40)
Current price (28/03/2024)	4.40
Upside/Downside	18.18%
CG rating	4
ESG rating	n.a.
Thai CAC	n.a.

Share summary

Issue shares :	(m shrs)	2,125
Market capitalization:	(THB bn)	9.3
	(USDbn)	0.3
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	66
	(USDm)	1
Foreign Limit/Actual	(%)	49/0
Free Float:	(%)	26
NVDR:	(%)	2

Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
AAI	9.4	1.4	-27.3
SET	-0.8	na.	-14.7

Major Shareholders

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

Source: SET

Anchalín Charoenpit

ID: 045566

(66) 2633 6478

anchalinc@tisco.co.th

ส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงเริ่มฟื้นตัว ต้นทุนปลาหน้าเริ่มลดลง

เรายกคำแนะนำ “ซื้อ” จากแนวโน้มผลประกอบการกลับมาเติบโตตามภาพรวมอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงที่เพิ่มขึ้นและปัญหาการเคลียร์สต็อกสินค้าเริ่มหมดลง เราคาดว่ากำไรสุทธิ 1Q24F เพิ่มขึ้น YoY จากรายได้และอัตรามาร์จิ้นที่เริ่มกลับมาเพิ่มขึ้น 2) ภาพรวมอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงสุนัขและแมวเดือน ก.พ.24 กลับมาเติบโตโดยเฉพาะสหรัฐฯที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากการเคลียร์สต็อกสินค้าในอเมริกาและยุโรปที่คลี่คลายลง เราปรับประมาณการเพิ่มขึ้นราคาไก่เติบโตเฉลี่ยปีละ 30% (CAGR2y) มูลค่าเหมาะสมใหม่อยู่ที่ 5.20 บาท

บริษัทตั้งเป้ารายได้ปีนี้เติบโต 19% YoY, อุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยง 2 เดือนแรกเพิ่มขึ้น

ภาพรวมอุตสาหกรรมการส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงเดือน ม.ค.-ก.พ.24 เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 28% (YoY) โดยเฉพาะสหรัฐฯที่มีสัดส่วนการส่งออกมากที่สุด 30% ของมูลค่าการส่งออกรวม มีอัตราการเติบโตมากที่สุด 41%YoY (AAI มีสัดส่วนรายได้ส่งออกไปสหรัฐฯมากที่สุดราว 65% ของรายได้รวม) สำหรับ AAI ผู้บริหารตั้งเป้ารายได้รวมปีนี้ 6,500 ล้านบาท (+19%YoY) มาจากธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงเพิ่มขึ้น 24% YoY โดยกลุ่มทวีปอเมริกาที่เพิ่มขึ้นเป็นหลักซึ่งไม่ได้รับผลกระทบจากปัญหาการขนส่งเรือผ่านทะเลแดง และธุรกิจ Human food คาดทรงตัว จากปริมาณการขายลดลงจะเป็นตลาด Middle East และอิสราเอล ได้รับผลกระทบจากค่าเงินเรียดที่แพงขึ้น สำหรับลูกค้ารายใหญ่กลุ่ม private label 2 ราย มีการชะลอเลื่อนออกไป 1 ราย คาดจะเห็น order ได้ในไตรมาส 3 และอีก 1 รายอยู่ในระหว่างการพัฒนาสินค้าร่วมกัน บริษัทมีการขยายกำลังการผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงเพิ่มขึ้น 14% เรียบร้อยแล้วจากปี 2023 ที่ 49,000 ตัน เป็น 56,000 ตัน บริษัทวางงบลงทุน 430 ล้านบาท แบ่งเป็น 2 ปี ในสร้างคลังสินค้าเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตและเพิ่มไลน์ผลิตใหม่ เริ่มก่อสร้าง 2H24-1H25

ปรับประมาณการเพิ่มขึ้นจากแนวโน้มอาหารสัตว์เลี้ยงที่กลับมาและต้นทุนที่ลดลง

แนวโน้มผลประกอบการ 1Q24F คาดจะเพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ จากการสต็อกสินค้าเก่าของลูกค้าเก่าเริ่มหมด และคาดอัตรามาร์จิ้นเพิ่มขึ้นจากราคาปลาหน้าเริ่มลดลงจากปริมาณการจับที่ดีขึ้น เราปรับประมาณการปี 2024-25F เพิ่มขึ้นจากคาดเดิม 16% และ 20% ตามลำดับ คาดกำไรสุทธิปี 2024-25F เพิ่มขึ้น 43%YoY และ +19%YoY จากคาดการณ์ที่เพิ่มขึ้นและอัตรามาร์จิ้นที่มีแนวโน้มดีขึ้น คาดรายได้ปี 2024-25F เพิ่มขึ้น 19% และ 13% ตามลำดับ จากการเคลียร์สต็อกสินค้าเก่าที่หมดลงและมีออเดอร์ใหม่กลับมาเป็นปกติเพิ่มขึ้นได้แบ่งเป็นกลุ่มอาหารสัตว์เลี้ยงสัดส่วน 82% และ 84% ของรายได้รวม และรายได้อาหารพร้อมทานปลาหน้ากระป๋องสัดส่วน 17% และ 15% ของรายได้รวม ตามลำดับ คาดอัตรามาร์จิ้นเฉลี่ยอยู่ที่ 14.7%-1% ตามสัดส่วนรายได้และต้นทุนวัตถุดิบที่เริ่มลดลงตั้งแต่ 2H23 คาดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารใกล้เคียงเดิม

เรายกคำแนะนำ “ซื้อ” จากคาดผลประกอบการปีนี้เติบโตก้าวกระโดด ราคาเป้าหมายใหม่ตามการปรับประมาณการอยู่ที่ 5.20 บาท จาก 4.40 บาท อ้างอิง PER24F 20X เทียบเท่า PEG24F ที่ค่อนข้างต่ำอยู่ที่ 0.47X และบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลมี Dividend Yield ที่น่าสนใจที่ 4.1% ประกาศจ่าย 0.18 บาท/หุ้น (XD 2 พ.ค.24) บริษัทมีฐานะการเงินแข็งแกร่งเป็น net cash ไม่มีหนี้ ความเสี่ยง : ยอดรายได้ไม่เติบโตตามคาด, ภาพรวมเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวจากภาวะเงินเฟ้อ, ค่าแรงขั้นต่ำที่อาจปรับเพิ่มขึ้นตามภาครัฐฯ

Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2021	2022	2023	2024E	2025E
Sales (THBm)	4,985	7,124	5,439	6,458	7,308
EBITDA (THBm)	870	1,164	591	810	944
Net profit (THBm)	639	859	383	549	652
<i>Net Profit (% chg from prev)</i>	<i>nm.</i>	<i>nm.</i>	<i>nm.</i>	<i>16.0</i>	<i>20.0</i>
EPS (THB)	0.38	0.40	0.18	0.26	0.31
EPS (% YoY)	15.1	7.5	-55.4	43.4	18.7
<i>EPS vs Cons (%)</i>	<i>nm</i>	<i>nm</i>	<i>nm</i>	<i>3.4</i>	<i>2.2</i>
PER (X)	na.	18.7	26.0	17.0	14.3
Yield (%)	4.3	5.7	4.1	2.9	3.5
P/BV (X)	3.1	1.8	1.9	1.9	1.7
EV/EBITDA (X)	na.	12.7	13.9	9.8	8.4
ROE (%)	25.4	23.2	7.7	11.1	12.4

Source: Company data, TISCO estimates

รูปที่ 1. ปรับประมาณการเพิ่มขึ้นจากภาพรวมอุตสาหกรรมเริ่มฟื้นตัว

Bt,m	2021	2022	2023	2024F			2025F		
				new	old	% change	new	old	% change
Total Revenue	4,985	7,124	5,439	6,458	6,109	6%	7,308	6,748	8%
% growth	-43%	43%	-24%	19%	12%		13%	10%	
<i>Pet food</i>	<i>4,146</i>	<i>6,061</i>	<i>4,300</i>	<i>5,273</i>	<i>4,982</i>	<i>6%</i>	<i>6,121</i>	<i>5,613</i>	<i>9%</i>
% growth	-44%	46%	-29%	23%	16%		16%	13%	
<i>Human food</i>	<i>851</i>	<i>1,023</i>	<i>1,150</i>	<i>1,093</i>	<i>1,036</i>	<i>5%</i>	<i>1,095</i>	<i>1,043</i>	<i>5%</i>
% growth	-29%	20%	12%	-5%	-10%		0%	1%	
<i>Revenue Contribution</i>									
<i>Pet food</i>	<i>83%</i>	<i>85%</i>	<i>79%</i>	<i>82%</i>	<i>82%</i>		<i>84%</i>	<i>83%</i>	
<i>Human food</i>	<i>17%</i>	<i>14%</i>	<i>21%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>		<i>15%</i>	<i>15%</i>	
Cost of sales and services	3,916	5,709	4,720	5,508	5,143	7%	6,209	5,666	10%
S&A Expenses	354	424	336	394	475	-17%	429	512	-16%
EBIT	716	990	383	556	490	13%	670	570	18%
Net Profit before Tax	759	1,030	451	631	569	11%	749	652	15%
Net Profit before M.I.	681	904	438	549	473	16%	652	542	20%
Net Profit	639	859	383	549	473	16%	652	542	20%
% growth	15%	34%	-55%	43%	24%		19%	15%	
<i>Gross margin</i>	<i>21.5%</i>	<i>19.9%</i>	<i>13.2%</i>	<i>14.7%</i>	<i>15.8%</i>		<i>15.0%</i>	<i>16.0%</i>	
<i>SG&A to sale</i>	<i>7.1%</i>	<i>6.0%</i>	<i>6.2%</i>	<i>6.1%</i>	<i>7.8%</i>		<i>5.9%</i>	<i>7.6%</i>	
<i>EBITDA margin</i>	<i>17.4%</i>	<i>16.3%</i>	<i>10.9%</i>	<i>12.5%</i>	<i>11.4%</i>		<i>12.9%</i>	<i>11.8%</i>	
<i>Net margin</i>	<i>12.8%</i>	<i>12.1%</i>	<i>7.0%</i>	<i>8.5%</i>	<i>7.7%</i>		<i>8.9%</i>	<i>8.0%</i>	

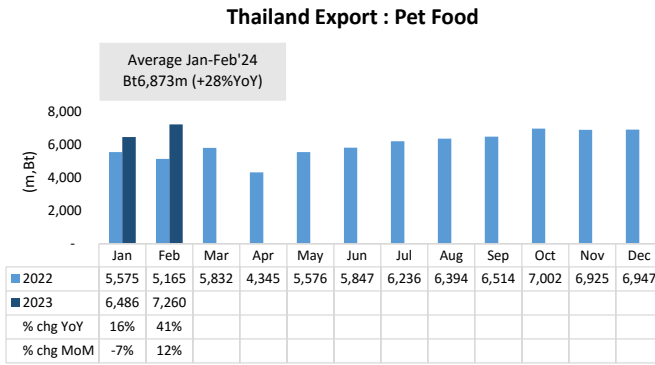
ที่มา : TISCO Research

ปรับประมาณการเพิ่มขึ้น จากอัตราเงินที่มีแนวโน้มดีกว่าที่คาดไว้

แนวโน้มยอดขายใน 1Q24F คาดเพิ่มขึ้น YoY และทรงตัว QoQ จากการสต็อกสินค้าเก่าของลูกค้าเก่าเริ่มหมดและมีการสั่งสินค้าใหม่เพิ่มขึ้น และแนวโน้มอัตราเงินเริ่มดีขึ้นจากราคาปลาหูน้ำเริ่มลดลงจากปริมาณการจับที่ดีขึ้น เราปรับประมาณการปี 2024-25F เพิ่มขึ้นจากคาดเดิม 16% และ 20% ตามลำดับ คาดกำไรสุทธิปี 2024F อยู่ที่ 549 ล้านบาท (+43%YoY) และ 652 ล้านบาท (+20%YoY) จากคาดการณ์อาหารสัตว์เลี้ยงเพิ่มขึ้นตามภาพรวมอุตสาหกรรม คาดรายได้ปี 2023-2024F เพิ่มขึ้น 19% และ 13% ตามลำดับ จากฐานต่ำของปี 2023 จากปัญหาการเคลียร์สต็อกสินค้าเก่าเริ่มหมดลง โดยแบ่งเป็นกลุ่มอาหารสัตว์เลี้ยงสัดส่วน 82%-84% ตามลำดับ และรายได้อาหารพร้อมทานในภาชนะปิดผนึกสัดส่วน 17% และ 15% ของรายได้รวม คาดอัตราเงินเฉลี่ยอยู่ที่ 14.7%-15.0% ตามลำดับ เพิ่มขึ้นจากปี 2023 อยู่ที่ 13.2% ตามสัดส่วนรายได้และต้นทุนวัตถุดิบที่เริ่มลดลงตั้งแต่กลางปีที่ผ่านมา โดยราคาปลาหูน้ำเดือน ก.พ..24 ลดลงต่ำสุดอยู่ที่เฉลี่ย 1,300\$/ตัน เราคาดว่าค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารอยู่ที่ปีละ 6.1% และ 5.9% ตามลำดับ ลดลงจากปี 2023 อยู่ที่ 6.2% จากสัดส่วนรายได้ที่มีอัตราเพิ่มขึ้นมากกว่าค่าใช้จ่าย ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิอยู่ที่ปีละ 8.5% และ 8.9% ตามลำดับ จากปีที่ผ่านมาอยู่ที่ 7.0%

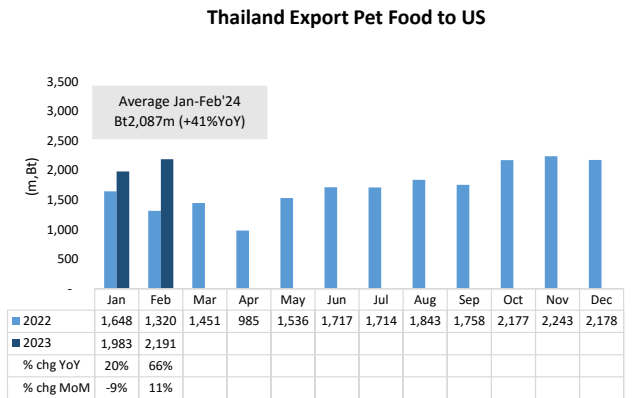
แนวโน้มรายได้ของ AAI ในกลุ่มอาหารสัตว์เลี้ยงสอดคล้องกับภาพรวมอุตสาหกรรมการส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงไทยส่งออกไปสหรัฐอเมริกา จากโครงสร้างรายได้ของ AAI สัดส่วนใหญ่ส่งออกไป USA & Canada 65% โดยภาพรวมอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงไทยส่งออกรวมเดือน ก.พ.24 กลับมาเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบปีที่ผ่านมาถึงปัจจุบันอยู่ที่ 7,260 ตัน และการส่งออกไปสหรัฐอเมริกาเดือน ก.พ.24 อยู่ที่ 2,191 ตัน (สัดส่วนการส่งออก 30% สูงสุดของอุตสาหกรรม) กลับมาเพิ่มขึ้นเช่นกัน

Figure 2. ภาพรวมมูลค่าการส่งออกของอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงสุนัขและแมวของประเทศไทย เดือนส.ค. 23 เริ่มเพิ่มขึ้น



Source: MOC.go.th, TISCO Research

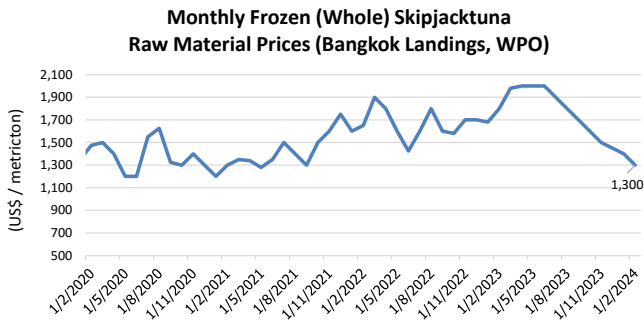
Figure 3. ภาพรวมมูลค่าการส่งออกอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงสุนัขและแมวของประเทศไทยไปประเทศสหรัฐอเมริกา



Source: MOC.go.th, TISCO Research

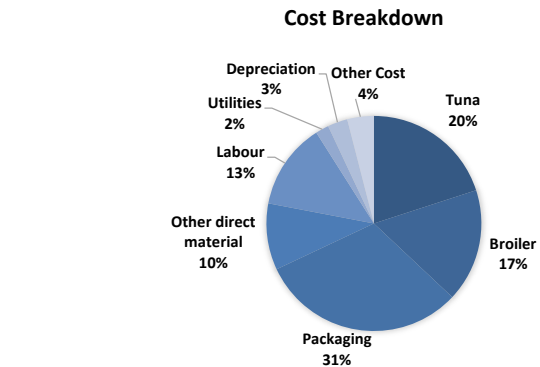
ราคาวัตถุดิบปลาทูน่า ม.ค.-ก.พ.24 อยู่ที่เฉลี่ย 1350 \$/ตัน ลดลง -22% YoY ส่งผลต่ออัตรามาร์จิ้นของ AAI คาดเพิ่มขึ้น จากโครงสร้างต้นทุนของ AAI ที่มีวัตถุดิบปลาทูน่า 20% ของต้นทุนรวม เราทำ sensitivity การอ่อนไหวของต้นทุนปลาทูน่าที่เพิ่มขึ้น ทุกๆ +/- 1% กระทบต่อกำไรสุทธิ +/- 1.5%

Figure 4. ราคาวัตถุดิบปลาทูน่ารายเดือนเริ่มลดลง (Skipjack-tuna)



Source: TU company, TISCO Research

Figure 5. โครงสร้างต้นทุนของ AAI



Source: AAI, TISCO Research

รูปที่ 6. เปรียบเทียบผลประกอบการของหุ้นในธุรกิจใกล้เคียงกันของกลุ่มอุตสาหกรรมปาล์มน้ำมันและอาหารสัตว์เลี้ยง

	Rating	Price	Target	Upside	Market	EPS gwt (%)		PE (X)		PEG 24F	PBV (X)		ROA (%)		ROE (%)		EV/EBITDA		Div.Yield (%)	
		(Bt)	Price	(%)	Cap.	24F	25F	24F	25F	(X)	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
		28 Mar 24	(Bt)		(m,Local)															
Thailand																				
AAI	BUY	4.40	5.20	18.2	9,350	43.4	18.7	14.9	12.5	0.3	1.7	1.6	9.6	10.8	11.1	12.4	16.8	14.4	3.4	4.0
TU	BUY	14.40	17.50	21.5	67,034	n.a.	12.5	11.5	10.2	0.8	1.1	1.0	3.6	4.1	9.6	10.3	7.8	7.3	4.8	5.4
* ITC	n.a.	20.10	23.92	19.0	60,300	25.0	13.7	21.2	18.6	0.8	2.4	2.2	10.8	11.5	11.9	12.8	14.2	12.6	2.8	3.4
* ASIAN	n.a.	6.65	7.90	18.8	5,414	70.3	19.0	10.6	8.9	0.2	0.8	0.8	5.5	6.3	8.0	9.2	n.a.	n.a.	5.0	5.9
Average								14.9	13.1	0.6	1.5	1.4	7.4	8.1	10.3	11.1	10.6	9.7	4.0	4.5
Regional					(m,US\$)															
* NESTLE SA-REG					283,491	4.8	8.0	19.0	17.6	4.0	6.9	5.6	9.3	10.4	36.0	36.9	15.5	14.5	3.3	3.5
* DOLLAR GENERAL CORP					34,282	(3.7)	12.8	21.5	19.0	(5.8)	4.3	3.5	4.9	5.3	20.9	21.0	12.0	11.0	1.6	1.6
* GENERAL MILLS INC					39,501	4.7	4.2	15.5	14.9	3.3	4.1	3.5	8.2	8.5	25.8	26.8	12.4	12.0	3.4	3.5
* UNICHARM CORP					19,816	8.3	9.2	30.7	28.0	3.7	3.9	3.2	9.0	9.4	13.1	13.4	15.2	13.6	0.9	1.0
* JM SMUCKER CO/THE					13,364	6.7	6.6	13.2	12.4	2.0	1.7	1.5	5.6	5.7	13.5	13.6	12.1	10.1	3.4	3.5
* YANTAI CHINA PET FOODS CO-A					936	118.3	21.6	29.3	24.1	0.2	3.0	2.4	5.7	6.4	10.3	11.2	15.8	13.6	0.4	0.5
* PETPAL PET NUTRITION TECHN-A					386	-68.0	234.4	67.6	20.2	(1.0)	1.5	1.3	1.0	4.6	2.0	6.5	20.2	10.1	0.0	0.5
Average								28.1	19.5	0.9	3.6	3.0	6.2	7.2	17.4	18.5	14.7	12.1	1.9	2.0

Source: * Bloomberg, TISCO Research