



Asian Sea Corporation PCL

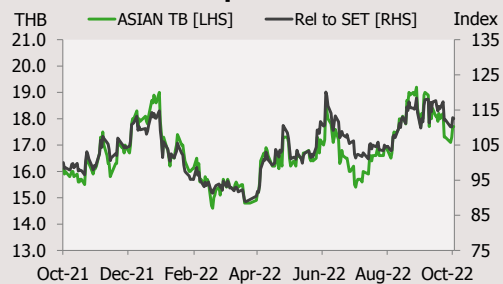
ASIAN TB Outperform

Target Price	Bt	21.80
Price (20/10/2022)	Bt	17.70
Upside	%	23.16
Valuation	PER	
Sector	Food & Beverage	
Market Cap	Btm	14,409
30-day avg turnover	Btm	74.20
No. of shares on issue	m	814
CG Rating	Very Good	
Anti-Corruption Indicator	Certified	

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	9,488	11,301	12,974	14,964
Core profit (Btmn)	1,097	1,175	1,057	1,310
Net profit (Btmn)	1,044	1,014	1,057	1,310
Net EPS (Bt)	1.28	1.25	1.30	1.61
DPS (Bt)	0.65	0.72	0.65	0.80
BVPS (Bt)	4.97	5.49	6.14	6.95
Net EPS growth (%)	-14.89	-2.90	4.25	23.94
ROA (%)	15.37	13.44	14.98	19.33
ROE (%)	27.69	23.82	22.33	24.60
Net D/E (x)	0.53	0.36	-0.08	-0.02
Valuation				
P/E (x)	13.95	14.21	13.63	11.00
P/BV (x)	3.60	3.22	2.88	2.55
EV/EBITDA (x)	11.32	9.73	7.28	6.88
Dividend yield (%)	3.63	4.08	3.67	4.55

ASIAN TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Tareetip Wongsangpaiboon
Tareetip.w@kasikornsecurities.com

21 October 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

คาดการณ์ไตรมาส 3/2565 เติบโตต่อเนื่อง

- ▶ คาดกำไรไตรมาส 3/65 ของ ASIAN ที่ 276 ลบ. (+1.4% YoY/+4.8% QoQ) จากยอดขายอาหารสัตว์เลี้ยงและขุนที่เติบโตแข็งแกร่งแต่ของอาหารแช่แข็งลดลง
- ▶ การเพิ่มขึ้น YoY น่าจะเกิดจากการเติบโตของยอดขายที่แข็งแกร่ง การปรับตัวดีขึ้น QoQ หนุนจาก GPM ที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยและค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้ที่ลดลง
- ▶ เราคาดว่ายอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2566 จะชดเชย dilution จากการจดทะเบียนของ AAI และนำ "ซื้อ" ด้วย TP ที่ 21.8 บาท

Investment Highlights

- ▶ **คาดการณ์ไตรมาส 3/2565 เติบโตต่อเนื่อง** เราคาดว่ากำไรไตรมาส 3/2565 ของ ASIAN จะอยู่ที่ 276 ลบ. (+1.4% YoY และ +4.8% QoQ) การเพิ่มขึ้น YoY น่าจะได้แรงหนุนจากยอดขายที่เติบโตขึ้น 15.7% YoY ส่วนใหญ่มาจากผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์เลี้ยงและขุน การปรับตัวดีขึ้น QoQ คาดได้รับแรงหนุนจากอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้ที่ลดลงผลจากการกลับรายการค่าใช้จ่ายหนี้สงสัยจะสูญที่คาดว่าจะเกิดขึ้น หากไม่รวมผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่คาดอยู่ที่ 85-90 ลบ. เราคาดว่ากำไรปกติไตรมาส 3/2565 จะอยู่ที่ 366 ลบ. (+3.9% YoY และ +5.3% QoQ) คาดการณ์กำไร 9 เดือนแรกปีนี้ของเราอยู่ที่ 787 ลบ. เพิ่มขึ้น 0.9% YoY และคิดเป็น 75.5% ของประมาณการกำไรทั้งปี 2565 ของเรา
- ▶ **คาดยอดขายโตขึ้นเล็กน้อย และ GPM ปรับตัวดีขึ้น QoQ** เราคาดว่ายอดขายไตรมาส 3/2565 ของ ASIAN จะอยู่ที่ 2.8 พันลบ. เพิ่มขึ้น 15.7% YoY และ 0.1% QoQ การเติบโตของยอดขาย YoY คาดมีปัจจัยหนุนจากอุปสงค์อาหารสัตว์เลี้ยงและปลาขุนที่ปกป้องยอดขายที่ลดลง QoQ คาดมีสาเหตุหลักจากการยอดขายอาหารทะเลแช่แข็งที่ลดลงและการปรับโครงสร้างธุรกิจอาหารสัตว์น้ำซึ่งคาดว่าจะแล้วเสร็จในไตรมาส 4/2565 อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ไตรมาส 3/2565 คาดว่าจะอยู่ที่ 19.9% ลดลง 280bps YoY จากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นหลายรายการรวมถึงค่าแรงและค่าสาธารณูปโภค ขณะที่คาดว่าจะขยายตัวขึ้น 20bps QoQ จากปริมาณการขายอาหารสัตว์เลี้ยงที่เพิ่มขึ้นซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูง ในไตรมาส 3/2565 เราคาดว่าอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้จะลดลงเหลือ 8.3% จาก 10.5% ในไตรมาส 3/2564 และ 8.7% ในไตรมาส 2/2565 จากการกลับรายการค่าใช้จ่ายหนี้สงสัยจะสูญที่คาดว่าจะเกิดขึ้น
- ▶ **แนวโน้มไตรมาส 4/2565** เราคาดว่ากำลังการผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงใหม่จะสนับสนุนรายได้ของ ASIAN ในไตรมาส 4/2565 ซึ่งน่าจะชดเชยรายได้ที่ลดลงของผลิตภัณฑ์อาหารแช่แข็งจากอุปสงค์ที่อ่อนตัวลงจากทั้งตลาดสหภาพยุโรปและสหรัฐฯ ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง เรายังคงมุมมองบวกต่อความสามารถในการทำกำไรจากสัดส่วนยอดขายที่ดีขึ้น อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรสุทธิที่ลดลง QoQ มีสาเหตุจากผลกระทบจาก dilution จากการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ AAI ในเดือน พ.ย.
- ▶ **แนวโน้มปี 2566** พัฒนาการที่สำคัญเพื่อรองรับการเติบโตในปี 2566 คือผลงานทั้งปีจากการขยายกำลังการผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงในปี 2565 และแผนของ ASIAN ในการขยายกำลังการผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงเพิ่มขึ้นเป็น 48,500 ตัน/ปี (+15.5%) และการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งของธุรกิจอาหารสัตว์น้ำจากการเลี้ยงกุ้งที่เพิ่มขึ้น ขณะเดียวกัน ผู้บริหารมีมุมมองเชิงอนุรักษ์นิยมต่อแนวโน้มการฟื้นตัวของธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งและความต้องการปลาขุนที่ปกป้องจากผลกระทบของอัตราเงินเฟ้อที่สูงในสหรัฐฯ และสหภาพยุโรป และเชื่อว่ายอดขายจะมีการเปลี่ยนแปลงเล็กน้อยจากปี 2565 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าอัตรากำไรจะดีขึ้นในปี 2566 จากการส่งต่อต้นทุนไปยังลูกค้าและผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นจากผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูง เช่น ผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าเพิ่ม (VAP) และอาหารสัตว์เลี้ยง เราคาดว่ากำไรปี 2565-2567 จะเติบโตขึ้นด้วยอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ในช่วง 3 ปีที่ 7.9%

Valuation and Recommendation

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ"** เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ASIAN ด้วยราคาเป้าหมายที่ 21.8 บาท การมูลค่าหุ้นของเราอิงจากกำไรต่อหุ้นเฉลี่ยปี 2566-2567 ที่ 14.9 เท่า หรือ 1.0SD สูงกว่าค่าเฉลี่ย PER ล่วงหน้าในอดีตของหุ้น
- ▶ ASIAN มีกำหนดรายงานผลประกอบการไตรมาส 3/2565 ในวันที่ 10 พ.ย.

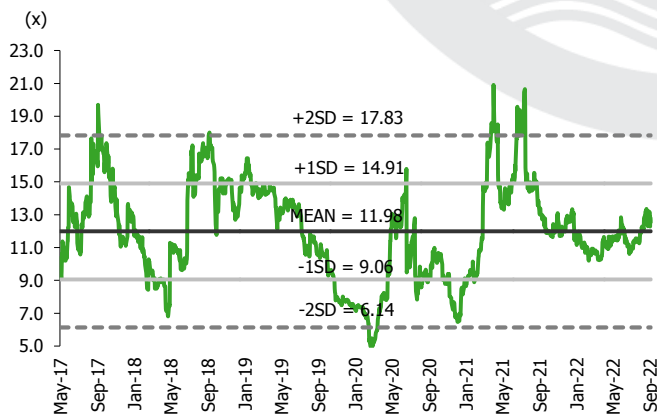


Fig 1 3Q22 earnings preview

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	%YoY	%QoQ	%YTD2022E	2022E
Financials									
Sales (Btmn)	2,429	2,463	2,837	2,810	2,811	15.7	0.1	74.8	11,301
EBITDA (Btmn)	377	387	383	402	417	10.6	3.9	73.0	1,646
Operating profit (Btmn)	311	316	315	331	349	12.4	5.6	72.7	1,367
Core profit (Btmn)	352	228	235	347	366	3.9	5.3	80.7	1,175
Net profit (Btmn)	272	264	248	263	276	1.4	4.8	77.6	1,014
Net EPS (Bt)	0.33	0.32	0.31	0.32	0.34	1.4	4.8	77.6	1.25
Performance Drivers									
Frozen business	952	957	1,067	839	790	-17.0	-5.8	77.5	3,481
Tuna business	143	257	258	212	222	55.0	4.6	74.9	923
Pet food business	1,098	1,105	1,418	1,614	1,702	55.0	5.4	73.4	6,447
Feed business	302	251	218	246	196	-35.0	-20.2	75.6	874
GPM of frozen and canned food (%)	24.3	15.1	12.8	15.6	15.5	-36.2	-0.7	14.6	14.7
GPM of feed business (%)	21.2	21.2	19.7	21.7	21.5	1.3	-1.0	21.0	21.1
Ratios									
Gross margin (%)	22.7	18.6	16.8	19.7	19.9	-2.8	0.2	18.8	19.1
EBITDA margin (%)	15.5	15.7	13.5	14.3	14.8	-0.7	0.5	14.2	14.6
Optg. margin (%)	12.8	12.8	11.1	11.8	12.4	-0.4	0.6	11.8	12.1
ROE (%)	7.3	6.8	6.0	6.2	6.5	-0.7	0.3	6.2	23.8

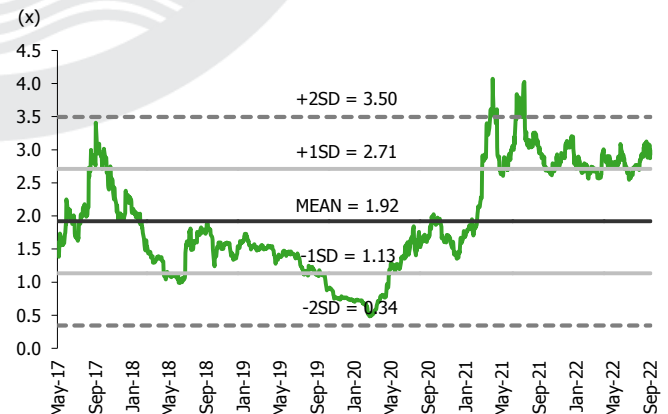
Source: ASIAN and KS Research

Fig 2 12M forward PER



Source: Bloomberg and KS Research

Fig 3 12M forward PBV



Source: Bloomberg and KS Research



ASIAN: Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	8,645	9,488	11,301	12,974	14,964
Cost of sales and services	-7,252	-7,605	-9,147	-10,452	-12,030
Gross Profit	1,393	1,883	2,154	2,521	2,933
SG&A	-643	-766	-891	-997	-1,091
Other income	182	99	104	131	140
EBIT	929	1,214	1,369	1,656	1,983
EBITDA	1,180	1,475	1,646	1,927	2,081
Interest expense	-77	-62	-90	-42	-8
Equity earnings	-3	-2	2	0	0
EBT	852	1,153	1,279	1,614	1,975
Income tax	-34	-108	-215	-258	-316
NPAT	818	1,044	1,064	1,356	1,659
Minority Interest	0	0	-50	-299	-349
Core Profit	715	1,097	1,175	1,057	1,310
Extraordinary items	0	0	0	0	0
FX gain (loss)	103	-53	-161	0	0
Reported net profit	818	1,044	1,014	1,057	1,310

Balance Sheet (Btmn)

Cash & equivalents	207	89	591	579	299
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	986	1,167	1,548	1,777	2,050
Inventories	1,916	2,691	2,255	2,577	2,966
Other current assets	69	113	116	118	120
Total current assets	3,178	4,060	4,511	5,051	5,435
Investment in subs & others	61	59	60	61	62
Fixed assets-net	2,830	3,045	2,966	1,069	1,471
Other assets	162	192	195	199	203
Total assets	6,232	7,355	7,732	6,381	7,172
Short-term debt	1,243	1,425	1,516	200	200
Accounts payable	670	784	752	859	989
Other current liabilities	12	107	109	112	114
Total current liabilities	1,925	2,316	2,378	1,171	1,303
Long-term debt	605	791	676	0	0
Other liabilities	204	203	207	211	216
Total liabilities	2,734	3,311	3,261	1,382	1,518
Paid-up capital	543	814	814	814	814
Share premium	553	553	553	553	553
Reserves & others, net	523	630	562	562	562
Retained earnings	1,879	2,047	2,541	3,070	3,725
Minority interests	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	3,498	4,044	4,470	4,999	5,654
Total equity & liabilities	6,232	7,355	7,732	6,381	7,172

Key Assumptions

Frozen business	3,023	3,520	3,481	4,003	4,403
Tuna business	1,088	837	923	1,015	1,117
Pet food business	3,452	4,179	6,447	7,152	8,582
Feed business	1,360	1,275	874	1,179	1,297
GPM of frozen and canned food (%)	9.5	15.4	14.7	14.2	14.2
GPM of feed business (%)	22.6	23.2	21.1	22.0	22.0
FX (Bt/USD)	31.35	32.08	34.78	35.00	35.00

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	818	1,044	1,014	1,057	1,310
Depreciation & amortization	248	259	279	272	98
Change in working capital	-281	-841	22	-444	-532
Others	-11	20	0	0	0
CF from operation activities	837	495	1,315	885	876
Capital expenditure	-193	-473	-200	1,625	-500
Investment in subs and affiliates	1	2	-1	-1	-1
Others	-42	-10	0	0	0
CF from investing activities	-234	-481	-201	1,624	-501
Cash dividend	-108	-502	-587	-529	-655
Net proceeds from debt	-347	368	-23	-1,993	0
Capital raising	0	0	0	0	0
Others	-47	-2	0	0	0
CF from financing activities	-502	-136	-611	-2,521	-655
Net change in cash	101	-122	503	-13	-280

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)

Reported EPS	1.51	1.28	1.25	1.30	1.61
Core EPS	1.32	1.35	1.44	1.30	1.61
DPS	0.75	0.65	0.72	0.65	0.80
BV	6.45	4.97	5.49	6.14	6.95
EV	12.82	20.51	19.67	17.23	17.58
Free Cash Flow	1.19	0.03	1.37	3.08	0.46

Valuation analysis

Reported P/E (x)	6.50	13.95	14.21	13.63	11.00
Core P/E (x)	7.44	13.28	12.26	13.63	11.00
P/BV (x)	1.52	3.60	3.22	2.88	2.55
EV/EBITDA (x)	5.90	11.32	9.73	7.28	6.88
Price/Cash flow (x)	6.35	29.44	10.96	16.28	16.45
Dividend yield (%)	7.65	3.63	4.08	3.67	4.55

Profitability ratios

Gross margin (%)	16.11	19.85	19.06	19.44	19.60
EBITDA margin (%)	13.65	15.55	14.57	14.86	13.90
EBIT margin (%)	10.75	12.80	12.12	12.76	13.25
Net profit margin (%)	9.46	11.01	8.97	8.15	8.76
ROA (%)	13.57	15.37	13.44	14.98	19.33
ROE (%)	25.94	27.69	23.82	22.33	24.60

Liquidity ratios

Current ratio (x)	1.65	1.75	1.90	4.31	4.17
Quick ratio (x)	0.62	0.54	0.90	2.01	1.80

Leverage Ratios

Liabilities/Equity ratio (x)	0.78	0.82	0.73	0.28	0.27
Net debt/EBITDA (x)	1.39	1.44	0.97	-0.20	-0.05
Net debt/equity (x)	0.47	0.53	0.36	-0.08	-0.02
Int. coverage ratio (x)	12.11	19.67	15.21	39.54	247.84

Growth

Revenue (%)	5.51	9.75	19.11	14.80	15.34
EBITDA (%)	158.52	25.03	11.58	17.09	7.95
Reported net profit (%)	516.49	27.66	-2.90	4.25	23.94
Reported EPS (%)	516.49	-14.89	-2.90	4.25	23.94
Core profit (%)	972.10	53.46	7.08	-10.04	23.94
Core EPS (%)	972.10	2.31	7.08	-10.04	23.94

Source: Company, KS estimates

Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.