



Asian Sea Corporation PCL

ASIAN TB Neutral

Target Price	Bt	14.70
Price (27/01/2023)	Bt	13.70
Upside	%	7.30
Valuation		SOTP
Sector		Food & Beverage
Market Cap	Btm	11,153
30-day avg turnover	Btm	25.11
No. of shares on issue	m	814
CG Scoring		Very Good
Anti-Corruption Indicator		Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	9,488	11,336	12,592	14,190
Core profit (Btmn)	1,097	867	964	1,144
Net profit (Btmn)	1,044	767	964	1,144
Net EPS (Bt)	1.28	0.94	1.18	1.41
DPS (Bt)	0.65	0.53	0.59	0.70
BVPS (Bt)	4.97	5.38	5.97	6.67
Net EPS growth (%)	-14.89	-26.54	25.63	18.68
ROA (%)	15.37	10.23	13.90	17.43
ROE (%)	27.69	18.22	20.87	22.23
Net D/E (x)	0.53	0.39	-0.07	-0.01
Valuation				
P/E (x)	13.95	14.54	11.57	9.75
P/BV (x)	3.60	2.55	2.30	2.05
EV/EBITDA (x)	11.32	8.06	5.93	5.85
Dividend yield (%)	3.63	3.89	4.32	5.13

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

30 January 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

คาดกำไรไตรมาส 4/2565 มีแนวโน้มอ่อนแอ

- ▶ คาด ASIAN จะรายงานกำไรไตรมาส 4/2565 ที่ 28 ลบ. (-89% YoY และ -88% QoQ) จากผลการดำเนินงานอาหารทะเลแช่แข็งที่ลดลงและกำไรที่ลดลงจาก AAI
- ▶ เรามีความกังวลต่อยอดขายอาหารทะเลแช่แข็งที่ลดลงจากการชะลอตัวของ ศก.ในสหรัฐฯ และสหภาพยุโรป รวมถึงการฟื้นตัวของธุรกิจอาหารสัตว์น้ำที่ใช้เวลานาน
- ▶ ลดกำไรปี 2565-67 ลง 11-24% เพื่อสะท้อนยอดขายอาหารทะเลแช่แข็งและสมมติฐาน GPM ที่ลดลง ลดคำแนะนำเป็น "ถือ" ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 14.7 บาท

Investment Highlights

- ▶ **คาดกำไรไตรมาส 4/2565 จะอ่อนแอ** เราคาดว่า ASIAN จะรายงานกำไรไตรมาส 4/2565 ที่ 28 ลบ. (-89% YoY และ -88% QoQ) กำไรที่ลดลงเชิง YoY คาดว่าจะมาจากส่วนแบ่งกำไรที่ลดลงจากสัดส่วนการถือหุ้นที่น้อยลงใน AAI (ถือหุ้น 70%) ยอดขายลดลง 10% YoY ส่วนใหญ่มาจากผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์และปลาทูน่า ขณะที่กำไรที่ลดลง QoQ น่าจะมาจากยอดขายที่ลดลงในทุกกลุ่มผลิตภัณฑ์ ยกเว้นยอดขายอาหารสัตว์น้ำและการหดตัวของอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) หากไม่รวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX) ที่คาดว่าจะอยู่ที่ประมาณ 40 ลบ. กำไรปกติไตรมาส 4/2565 คาดว่าจะเป็นผลขาดทุนที่ 12 ลบ. พลิกจากกำไรปกติที่ 228 ลบ. ในไตรมาส 4/64 และ 331 ลบ. ในไตรมาส 3/2565 ทำให้ประมาณการกำไรปี 2565 ของเรายู่ที่ 767 ลบ. ลดลง 26.5% YoY
- ▶ **คาดการณ์เติบโตของยอดขายลดลง และ GPM ลดลง QoQ** เราคาดว่ายอดขายไตรมาส 4/2565 ของ ASIAN จะอยู่ที่ 2.7 พันลบ. เพิ่มขึ้น 9.3% YoY แต่ลดลง 10% QoQ ยอดขายที่เติบโตเชิง YoY น่าจะมาจากอุปสงค์อาหารสัตว์เลี้ยง (+46% YoY) ขณะที่ยอดขายที่ลดลงเชิง QoQ น่าจะมาจากยอดขายอาหารทะเลแช่แข็งที่ลดลงเป็นหลัก (-32.6% QoQ) อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ไตรมาส 4/2565 คาดว่าจะอยู่ที่ 18.6% ทรงตัว YoY แต่จะลดลง 110bps QoQ จากการหดตัวของ GPM ในทุกกลุ่มผลิตภัณฑ์ในไตรมาส 4/2565 เราคาดว่าสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ต่อรายได้จะลดลงเหลือ 7.1% จาก 8.2% ในไตรมาส 4/2564 และ 9.5% ในไตรมาส 3/2565 จากกำไรที่คาดว่าจะมาจาก FX ในไตรมาส 4/2565 ขณะที่บริษัทฯ บันทึกผลขาดทุนจาก FX จำนวน 69 ลบ. ในไตรมาส 3/2565 ทั้งนี้ กำไร/ผลขาดทุนจาก FX ของ ASIAN ถูกบันทึกในค่าใช้จ่าย SG&A
- ▶ **แนวโน้มปานกลางในปี 2566** เรามีมุมมองเชิงอนุรักษ์นิยมมากขึ้นเกี่ยวกับแนวโน้มความต้องการอาหารทะเลแช่แข็งและปลาทูน่ากระป๋อง เนื่องจากผลกระทบของการชะลอตัวของเศรษฐกิจในสหรัฐฯ และสหภาพยุโรป อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าจะเห็นอัตรากำไรที่ดีขึ้นในปี 2566 จากการส่งผ่านต้นทุนไปยังลูกค้าและส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจากผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูง เช่น ผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าเพิ่ม (VAP) และอาหารสัตว์เลี้ยง เราปรับประมาณการกำไรปี 2565-67 ลง 24%/11%/11% เพื่อสะท้อนปริมาณการขายอาหารทะเลแช่แข็งและสมมติฐาน GPM ที่ลดลง หลังจากปรับประมาณการกำไรปี 2565-67 เลี่ยง เราคาดว่ากำไรปี 2565-2567 จะเติบโตขึ้นด้วยอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ในช่วง 3 ปีที่ 3.1%

Valuation and Recommendation

- ▶ **ลดคำแนะนำเป็น "ถือ"** หลังปรับลดประมาณการกำไร เราจึงลดคำแนะนำจาก "ซื้อ" เป็น "ถือ" พร้อมปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 14.7 บาท จาก 18.2 บาท มูลค่าหุ้นของเรายังด้วยวิธี SOTP ที่ 2.8 บาท/หุ้น คิดเป็น 7.4 เท่าของกำไรต่อหุ้น (EPS) ในปี 2567 ของธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งและอาหารสัตว์ หรือเท่ากับ 1.5SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PER ส่องหน้าในอดีต และมูลค่าการถือครองหุ้น AAI อยู่ที่ 11.9 บาท/หุ้น ขณะที่ ASIAN มีกำหนดที่จะรายงานผลประกอบการไตรมาส 4/2565 ในวันที่ 22 ก.พ.



Fig 1 4Q22 earnings preview

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	%YoY	%QoQ	2021A	2022E	% change
Financials										
Sales (Btmn)	2,463	2,837	2,810	2,996	2,693	9.3	-10.1	9,488	11,336	19.5
EBITDA (Btmn)	387	383	402	409	406	5.0	-0.7	1,475	1,596	8.2
Operating profit (Btmn)	316	315	331	334	338	6.9	1.1	1,216	1,317	8.3
Core profit (Btmn)	228	235	347	331	-12	-105.1	-103.5	1,097	867	-21.0
Net profit (Btmn)	264	248	263	243	28	-89.3	-88.3	1,044	767	-26.5
Net EPS (Bt)	0.32	0.31	0.32	0.30	0.03	-89.3	-88.3	1.28	0.94	-26.5
Performance Drivers										
Frozen business	957	1,067	839	952	642	-32.9	-32.6	3,520	3,500	-0.6
Tuna business	257	258	212	309	261	1.6	-15.5	837	1,040	24.3
Pet food business	1,105	1,418	1,614	1,656	1,612	45.9	-2.7	4,179	6,300	50.8
Feed business	251	218	246	211	275	9.6	30.3	1,275	950	-25.5
GPM of frozen and canned food (%)	15.1	12.8	15.6	15.8	15.1	0.0	-4.4	15.4	14.7	-4.1
GPM of feed business (%)	21.2	19.7	21.7	21.8	19.8	-6.8	-9.2	23.2	20.8	-10.3
Ratios										
						Change		2021A	2022E	Change
Gross margin (%)	18.6	16.8	19.7	19.7	18.6	0.0	-1.1	19.8	18.7	-1.1
EBITDA margin (%)	15.7	13.5	14.3	13.6	15.1	-0.6	1.4	15.5	14.1	-1.5
Optg. margin (%)	12.8	11.1	11.8	11.2	12.5	-0.3	1.4	12.8	11.6	-1.2
ROE (%)	6.8	6.0	6.2	5.7	0.7	-6.1	-5.0	27.7	18.2	-9.5

Source: ASIAN and KS Research

Fig 2 2022–24E earnings revision

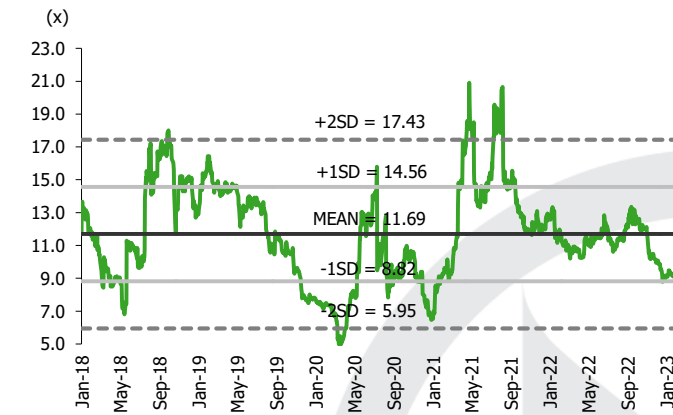
Unit: Btmn.									
Profit and loss statements									
	New	2022E Previous	%Change	New	2023E Previous	%Change	New	2024E Previous	%Change
Total revenue	11,336	11,464	-1.1	12,592	13,118	-4.0	14,190	15,112	-6.1
Cost of goods sold	9,216	9,271	-0.6	10,215	10,563	-3.3	11,499	12,143	-5.3
Gross profit	2,120	2,193	-3.3	2,377	2,555	-7.0	2,691	2,969	-9.4
SG&A	918	942	-2.5	953	1,028	-7.2	1,033	1,123	-8.1
Operating profit	1,317	1,367	-3.7	1,555	1,658	-6.2	1,798	1,986	-9.5
EBITDA	1,596	1,646	-3.0	1,826	1,865	-2.1	1,896	2,219	-14.6
EBIT	1,317	1,367	-3.7	1,551	1,655	-6.2	1,794	1,982	-9.5
Core profit	867	1,143	-24.1	964	1,079	-10.7	1,144	1,291	-11.4
Net profit	767	1,003	-23.5	964	1,079	-10.7	1,144	1,291	-11.4
Key assumptions									
Frozen business	3,500	3,643	-3.9	3,530	4,189	-15.7	3,883	4,608	-15.7
Tuna business	1,040	1,010	2.9	1,144	1,111	2.9	1,258	1,222	2.9
Pet food business	6,300	6,401	-1.6	6,991	7,101	-1.6	8,039	8,522	-5.7
Feed business	950	888	6.9	1,283	1,199	6.9	1,411	1,319	6.9
GPM of frozen and canned food (%)*	14.7	14.9	-0.2	14.2	14.2	0.0	14.2	14.2	-0.0
GPM of feed business (%)*	20.8	21.3	-0.5	21.0	22.0	-1.0	21.0	22.0	-1.0
GPM for total revenue*	18.7	19.1	-0.4	18.9	19.5	-0.6	19.0	19.6	-0.7
FX (Bt/USD)	34.8	35.2	-1.2	35.0	35.0	0.0	35.0	35.0	0.0

*Changes of GPM are shown in percentage points

Source: ASIAN and KS Research

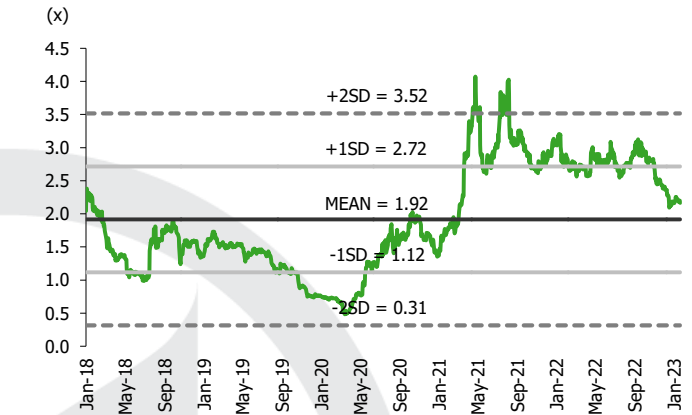


Fig 3 12M forward PER



Source: Bloomberg and KS Research

Fig 4 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	11,336	12,592	14,190
Cost of sales and services	-7,252	-7,605	-9,216	-10,215	-11,499
Gross Profit	1,393	1,883	2,120	2,377	2,691
SG&A	-643	-766	-918	-953	-1,033
Other income	182	99	116	131	140
EBIT	929	1,214	1,317	1,551	1,794
EBITDA	1,180	1,475	1,596	1,826	1,896
Interest expense	-77	-62	-90	-42	-8
Equity earnings	-3	-2	0	-3	-3
EBT	852	1,153	1,227	1,509	1,786
Income tax	-34	-108	-410	-242	-286
NPAT	818	1,044	818	1,268	1,500
Minority Interest	0	0	-51	-304	-356
Core Profit	715	1,097	867	964	1,144
Extraordinary items	0	0	0	0	0
FX gain (loss)	103	-53	-100	0	0
Reported net profit	818	1,044	767	964	1,144
Balance Sheet (Btmn)					
Cash & equivalents	207	89	482	530	269
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	986	1,167	1,553	1,725	1,944
Inventories	1,916	2,691	2,272	2,519	2,835
Other current assets	69	113	116	118	120
Total current assets	3,178	4,060	4,423	4,892	5,169
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	7,645	6,222	6,906
Short-term debt	1,243	1,425	1,516	200	200
Accounts payable	670	784	757	840	945
Other current liabilities	12	107	109	112	114
Total current liabilities	1,925	2,316	2,383	1,151	1,259
Long-term debt	605	791	676	0	0
Other liabilities	204	203	207	211	216
Total liabilities	2,734	3,311	3,267	1,363	1,475
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	2,449	2,930	3,502
Minority interests	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	3,498	4,044	4,378	4,860	5,431
Total equity & liabilities	6,232	7,355	7,645	6,222	6,906
Key Assumptions					
Frozen business	3,023	3,520	3,500	3,530	3,883
Tuna business	1,088	837	1,040	1,144	1,258
Pet food business	3,452	4,179	6,300	6,991	8,039
Feed business	1,360	1,275	950	1,283	1,411
GPM of frozen and canned food (%)	9.5	15.4	14.7	14.2	14.2
GPM of feed business (%)	22.6	23.2	20.8	21.0	21.0
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	767	964	1,144
Depreciation & amortization	248	259	279	272	98
Change in working capital	-281	-841	6	-336	-430
Others	-11	20	0	0	0
CF from operation activities	837	495	1,052	899	812
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	-434	-482	-572
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	-457	-2,475	-572
Net change in cash	101	-122	394	48	-261
Key Statistics & Ratios					
Per share (Bt)					
Reported EPS	1.51	1.28	0.94	1.18	1.41
Core EPS	1.32	1.35	1.07	1.18	1.41
DPS	0.75	0.65	0.53	0.59	0.70
BV	6.45	4.97	5.38	5.97	6.67
EV	12.82	20.51	15.80	13.29	13.61
Free Cash Flow	1.19	0.03	1.05	3.10	0.38
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	6.50	13.95	14.54	11.57	9.75
Core P/E (x)	7.44	13.28	12.86	11.57	9.75
P/BV (x)	1.52	3.60	2.55	2.30	2.05
EV/EBITDA (x)	5.90	11.32	8.06	5.93	5.85
Price/Cash flow (x)	6.35	29.44	10.60	12.41	13.73
Dividend yield (%)	7.65	3.63	3.89	4.32	5.13
Profitability ratios					
Gross margin (%)	16.11	19.85	18.70	18.88	18.96
EBITDA margin (%)	13.65	15.55	14.08	14.50	13.36
EBIT margin (%)	10.75	12.80	11.62	12.32	12.64
Net profit margin (%)	9.46	11.01	6.77	7.65	8.06
ROA (%)	13.57	15.37	10.23	13.90	17.43
ROE (%)	25.94	27.69	18.22	20.87	22.23
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	1.65	1.75	1.86	4.25	4.11
Quick ratio (x)	0.62	0.54	0.85	1.96	1.76
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	0.78	0.82	0.75	0.28	0.27
Net debt/EBITDA (x)	1.39	1.44	1.07	-0.18	-0.04
Net debt/equity (x)	0.47	0.53	0.39	-0.07	-0.01
Int. coverage ratio (x)	12.11	19.67	14.64	37.05	224.27
Growth					
Revenue (%)	5.51	9.75	19.48	11.08	12.68
EBITDA (%)	158.52	25.03	8.19	14.42	3.79
Reported net profit (%)	516.49	27.66	-26.54	25.63	18.68
Reported EPS (%)	516.49	-14.89	-26.54	25.63	18.68
Core profit (%)	972.10	53.46	-20.97	11.15	18.68
Core EPS (%)	972.10	2.31	-20.97	11.15	18.68

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, TIDLO, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.