

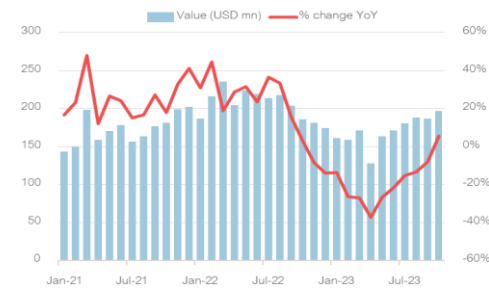
30 November 2023

# Pet Food

## ส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงฟาร์ม, ต้นทุนขุนลาด, ราคาหุ้นน่าสนใจ

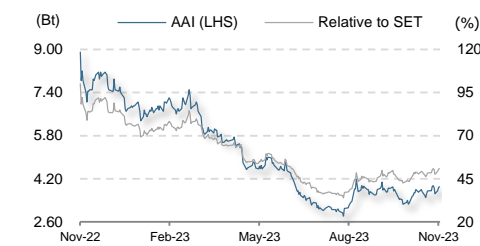
Recommendation **Overweight (upgraded)**

Dog & cat food export value



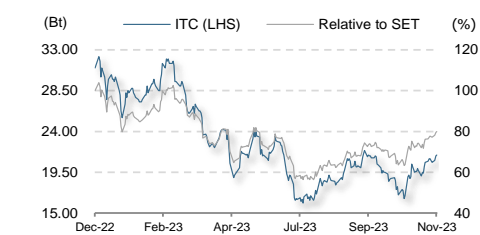
Source: Ministry of Commerce

Price performance - AAI



Source: Aspen

Price performance - ITC



Source: Aspen

Price performance - AAI	1M	3M	6M	12M
Absolute	15.8%	0.0%	-23.3%	-52.8%
Relative to SET	15.8%	11.5%	-13.3%	-38.3%

Price performance - ITC	1M	3M	6M	12M
Absolute	22.5%	-0.5%	-11.5%	n.a.
Relative to SET	22.5%	11.1%	-1.6%	n.a.

Analyst: Veeraya Mukdapitak (Reg. no. 086645)

เราปรับเพิ่มน้ำหนักการลงทุนกลุ่มอาหารสัตว์เลี้ยง (Pet Food) เป็น “มากกว่าตลาด” (จากเดิม “เท่ากับตลาด”) จาก 4 ปัจจัยหลักดังนี้ 1) ตัวเลขส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงของไทยทยอยฟื้นตัว ซึ่งล่าสุดส่งออกอาหารสุนัขและแมวเดือน ต.ค. 2023 กลับมาโต +6% YoY ในรอบ 1 ปี (10M23 = -19%) ขณะที่ตลาดหลักสหรัฐฯ ขยายตัวสูง +21% MoM เช่นกัน สะท้อนสถานการณ์ inventory destocking คลี่คลายต่อเนื่อง, 2) Gross profit margin จะดีขึ้น จากต้นทุนวัตถุดิบหลักอ่อนตัว โดยเฉพาะราคาหมู (15% ของต้นทุนรวม) ซึ่งเดือน พ.ย. 2023 เราคาดว่าจะอยู่ที่ USD1,500/ton (-12% YoY, -6% MoM) ปรับลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 และจะยังทรงตัวต่ำใน 1Q24E, 3) ประเมินกำไรปกติปี 2024E ฟื้นตัวดี +37% YoY และมีแนวโน้มดีกว่าคาด จากการขยายลูกค้าใหม่, และ 4) ราคาหุ้นปัจจุบันกลับมาน่าสนใจ โดยปรับตัวลงเฉลี่ยสูงถึง -38% YTD สะท้อน downside risks ค่อนข้างจำกัด

ราคาหุ้นกลุ่มอาหารสัตว์เลี้ยงโดยรวม underperform SET เฉลี่ย -7% ใน 6 เดือน แต่กลับมา outperform SET +11% ใน 3 เดือน จากผลการดำเนินงาน 3Q23 ดีกว่าคาด และส่งออกเดือน ต.ค. 2023 พลิกฟื้นกลับมาขยายตัว YoY ในรอบ 1 ปี สำหรับ Top pick ได้แก่ AAI (ซื้อ/เป้า 5.00 บาท) แม้จะเป็นผู้ประกอบการอาหารสัตว์เลี้ยงขนาดเล็ก แต่เรามองว่า AAI น่าสนใจจากประมาณการกำไรปกติปี 2024E โอกาสมี upside สูง จากการขยายลูกค้าใหม่ในสหรัฐฯ ซึ่งเป็นลูกค้ารายใหญ่ ขณะที่ปัจจุบันยังเทรด 2024E PER 16x ต่ำกว่า ITC ที่ 21x

### Event: Sector update

□ **ส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงทยอยฟื้นตัว สะท้อน inventory destocking ผ่านจุดต่ำสุดแล้ว** ตัวเลขส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงโดยรวมของไทยทยอยฟื้นตัวนับตั้งแต่ พ.ค. 2023 โดยทิศทางการส่งออกสอดคล้องกับการฟื้นตัวของยอดขาย AAI และ ITC ซึ่งสะท้อนสถานการณ์ inventory destocking ผ่านจุดต่ำสุด ขณะที่มูลค่าส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงรวมล่าสุดเดือน ต.ค. 2023 อยู่ที่ 220 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (+1% YoY, +2% MoM) (Fig 2) และส่งออกอาหารสุนัขและแมว (89% ของส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงรวม) อยู่ที่ 196 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (+6% YoY, +5% MoM) (Fig 4) ซึ่งเป็นการกลับมาขยายตัว YoY ในรอบ 1 ปี นอกจากนี้ตัวเลขส่งออกอาหารสุนัขและแมวไปยังสหรัฐฯ ซึ่งเป็นตลาดหลัก (31% ของมูลค่าส่งออกอาหารสุนัขและแมวรวม) และยังเป็นตลาดหลักของ AAI และ ITC (55-60% ของรายได้รวม) กลับมาเติบโตสูงถึง +21% MoM (Fig 6 & 7)

□ **ได้อานิสงส์จากต้นทุนวัตถุดิบหลักอ่อนตัว** เราคาดการณ์กลุ่มอาหารสัตว์เลี้ยงจะได้ปัจจัยหนุนจากต้นทุนวัตถุดิบหลักอ่อนตัว โดยเฉพาะหมูซึ่งเป็นวัตถุดิบหลัก (ราว 15% ของต้นทุนรวม) หลังจากที่เราปรับราคาหมูปรับตัวลงต่อเนื่อง 4 เดือนติดต่อกัน ขณะที่แนวโน้มราคาหมูในเดือน พ.ย. 2023 จะอ่อนตัวลงต่อ โดยเบื้องต้นเราประเมินอยู่ที่ราว USD1,500/ton (-12% YoY, -6% MoM) (Fig 9) และคาดการณ์ราคามีโอกาสลดลงต่อเนื่องใน 1Q24E จากการจับปลาที่ทำได้ดีขึ้น นอกเหนือจากนี้ยังมีอานิสงส์จากราคาไก่เนื้อในประเทศทรงตัว (ราว 7-10% ของต้นทุนรวม) แม้ว่าราคาไก่เนื้อเดือน พ.ย. 2023 เฉลี่ยจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย +5% MoM จากการเข้าสู่ช่วงเทศกาลจับจ่าย แต่โดยรวมราคาเฉลี่ย 4Q23E ยังอ่อนตัว -15% YoY, -7% QoQ อยู่ที่ราว 36 บาท/กก. (Fig 10) เนื่องจากยังมีปัจจัยกดดันจากการบริโภคในประเทศที่ฟื้นช้าและผลกระทบทางอ้อมจากปัญหาหมูเถื่อน

□ **คงประมาณการกำไรปกติปี 2023E/24E แต่โอกาสมี upside** เราคงประมาณการกำไรปกติกลุ่มอาหารสัตว์เลี้ยงปี 2023E ที่ 2.6 พันล้านบาท (-50% YoY) และปี 2024E ที่ 3.6 พันล้านบาท (+37% YoY) โดยยังคงสมมติฐานยอดขายรวมปี 2023E ที่ 2.1 หมื่นล้านบาท (-28% YoY) และปี 2024E ที่ 2.4 หมื่นล้านบาท (+19% YoY) อย่างไรก็ตามเรามองว่าประมาณการโดยรวมปี 2024E มีแนวโน้มดีกว่าคาด โดยเฉพาะ AAI ที่โอกาสมี upside จากคำสั่งซื้อลูกค้าใหม่ 2 ราย ซึ่งเป็นลูกค้ากลุ่ม private label รายใหญ่ในสหรัฐฯ และเรายังไม่ได้รวมในประมาณการ โดยรายละเอียดจะเริ่มส่งมอบสินค้าตั้งแต่ 1Q24E

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

### Valuation/Catalyst/Risk

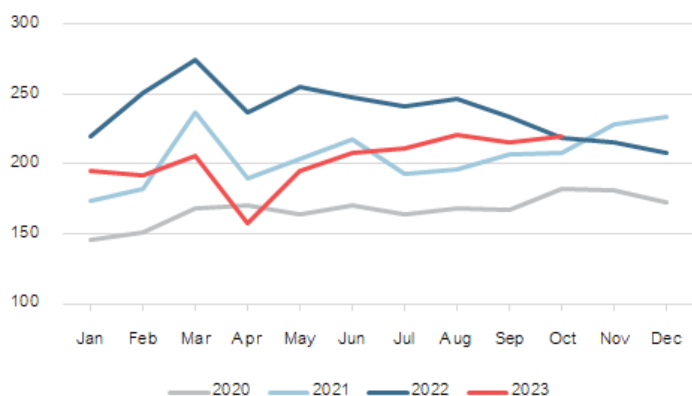
เราปรับเพิ่มน้ำหนักการลงทุนเป็น “มากกว่าตลาด” (จากเดิม “เท่ากับตลาด”) โดยเรามุ่งมองเป็นบวกมากขึ้นต่อกลุ่มอาหารสัตว์เลี้ยงจากผลการดำเนินงานนับจากนี้จะอยู่ในทิศทางฟื้นตัวต่อเนื่อง ตามสถานการณ์ inventory destocking ผ่านจุดต่ำสุด และต้นทุนวัตถุดิบอ่อนตัว ขณะที่ราคาหุ้นปรับตัวลงเฉลี่ยถึง -38% YTD สะท้อนปัจจัยลบแล้ว สำหรับ Top pick ได้แก่ AAI (ซื้อ/เป้า 5.00 บาท) จาก 1) ประมาณการกำไรปี 2024E โอกาสมี upside สูงจากการขยายลูกค้าใหม่ ซึ่งเป็นลูกค้ารายใหญ่ และ 2) ปัจจุบันเทรดที่ 2024E PER 16x ยังต่ำกว่า ITC ที่ 21x

Fig 1: Peer comparison

Stock	Rec	Price 29-Nov-23	Target price	Upside (%)	Net profit (Bt mn)			Net profit gwth (%)		Core profit gwth (%)		PER (x)		PBV (x)		Div. yield (%)	
					22A	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
AAI	BUY	3.82	5.00	30.9	859	357	523	-58.5	46.7	-53.3	24.1	22.8	15.5	1.7	1.6	3.1	3.9
ITC	BUY	20.70	23.00	11.1	4,402	2,181	3,028	-50.5	38.9	-48.8	39.8	28.5	20.5	2.4	2.3	2.4	3.1
Sector					5,261	2,537	3,551	-51.8	40.0	-49.6	37.3	25.6	18.0	2.0	1.9	2.7	3.5

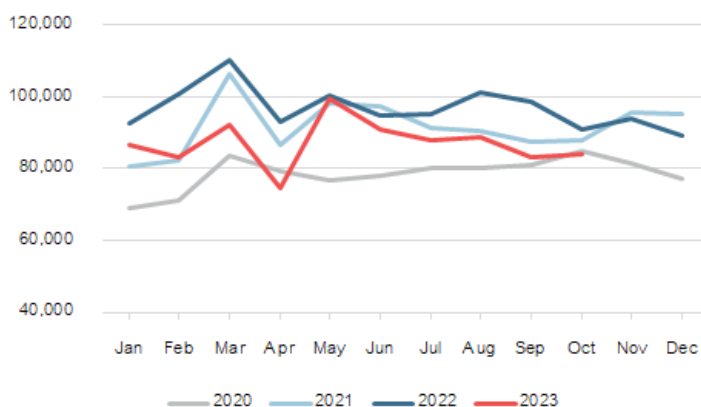
Source: DAOL

Fig 2: Total pet food export value (USD mn)



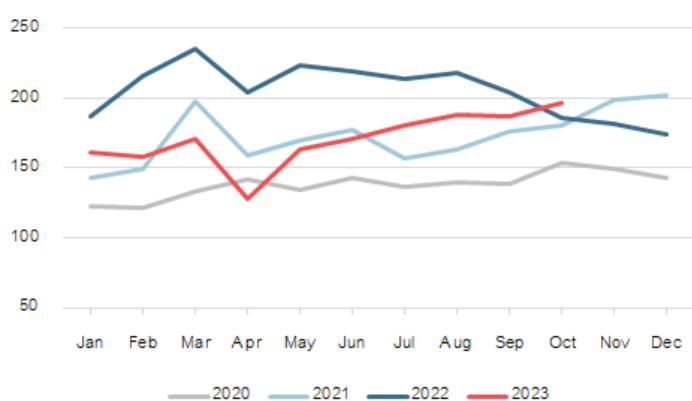
Source: Ministry of Commerce

Fig 3: Total pet food export volume (ton)



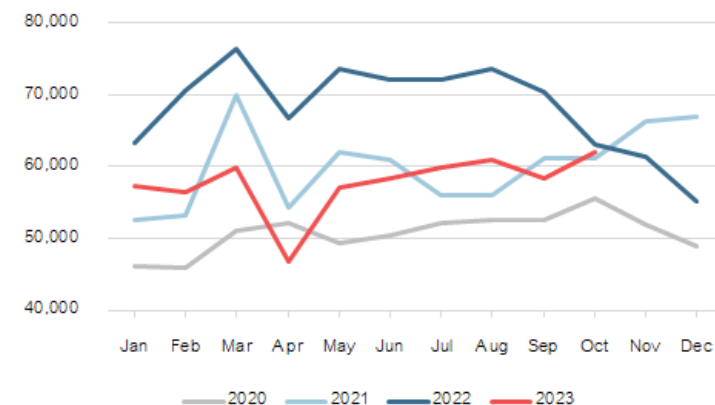
Source: Ministry of Commerce

Fig 4: Dog & cat food export value (USD mn)



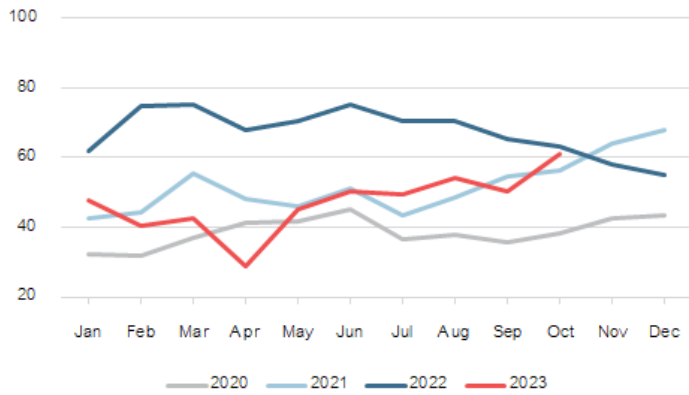
Source: Ministry of Commerce

Fig 5: Dog & cat food export volume (ton)



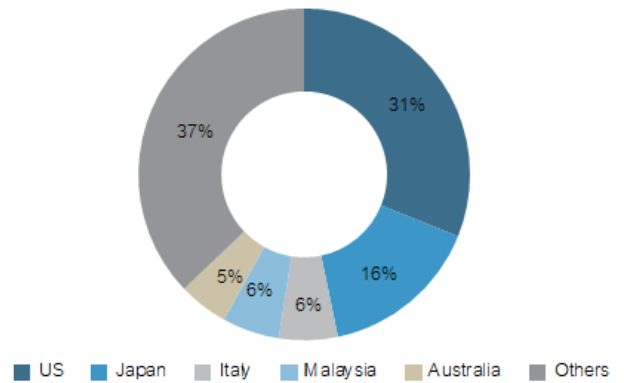
Source: Ministry of Commerce

Fig 6: Dog & cat food export value – US (USD mn)



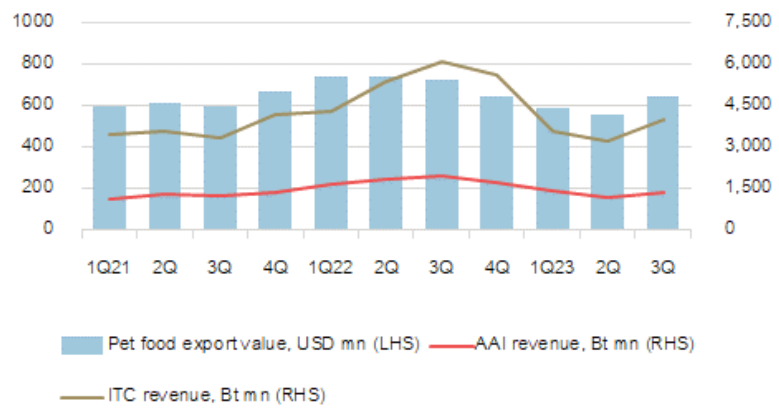
Source: Ministry of Commerce

Fig 7: Dog & cat food export by destination



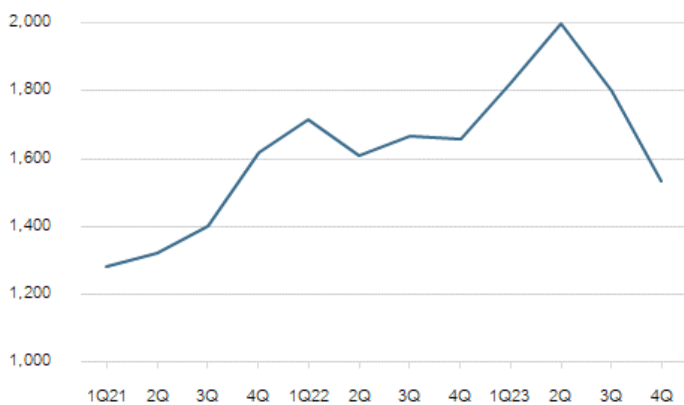
Source: Ministry of Commerce

Fig 8: Total pet food export value vs AAI & ITC revenue



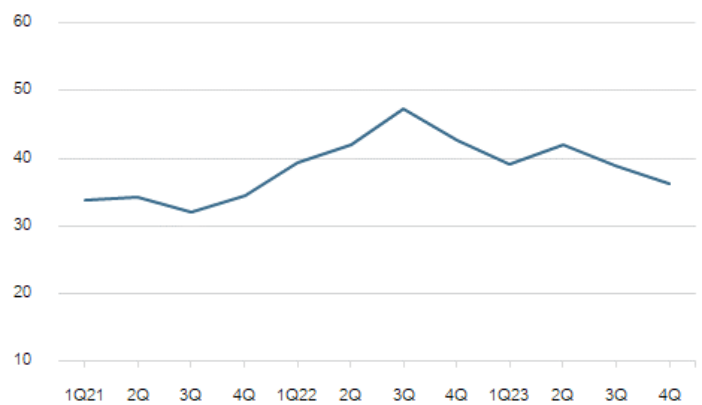
Source: Ministry of Commerce, AAI, ITC, DAOL

Fig 9: Tuna price (USD per ton)



Source: TU

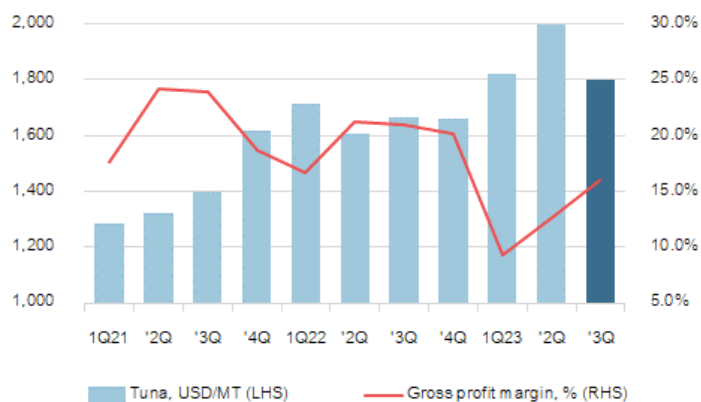
Fig 10: Broiler price (Bt per kg)



Source: Department of International Trade

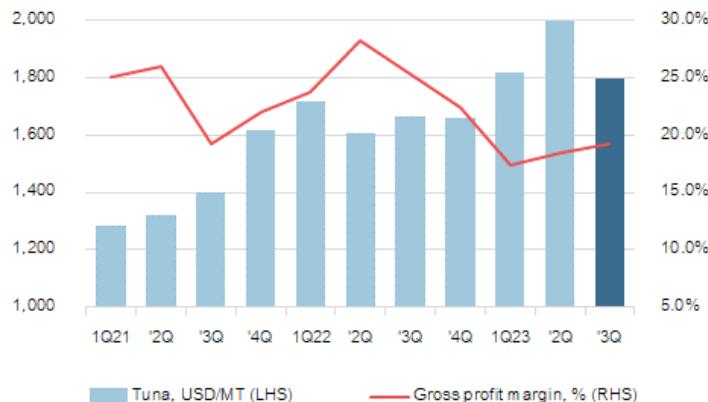
Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. **3**

Fig 11: Tuna price vs AAI quarterly GPM



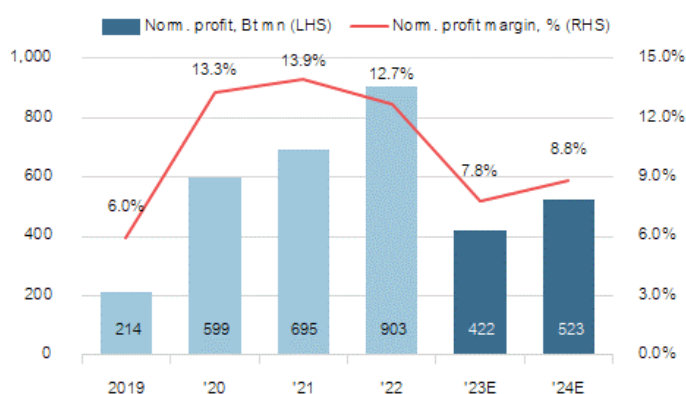
Source: AAI, DAOL

Fig 12: Tuna price vs ITC quarterly GPM



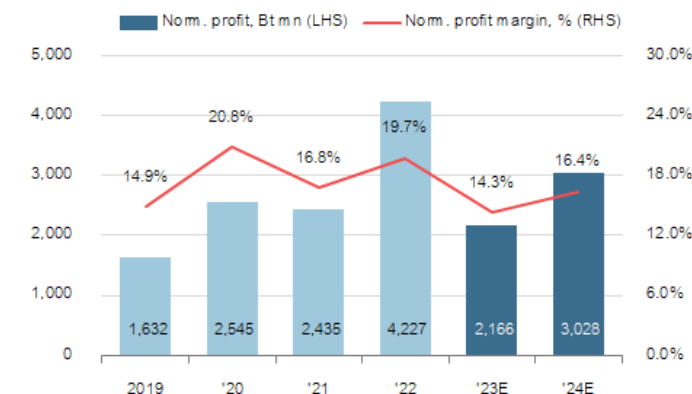
Source: ITC, DAOL

Fig 13: AAI's 2019-24E normalized profit



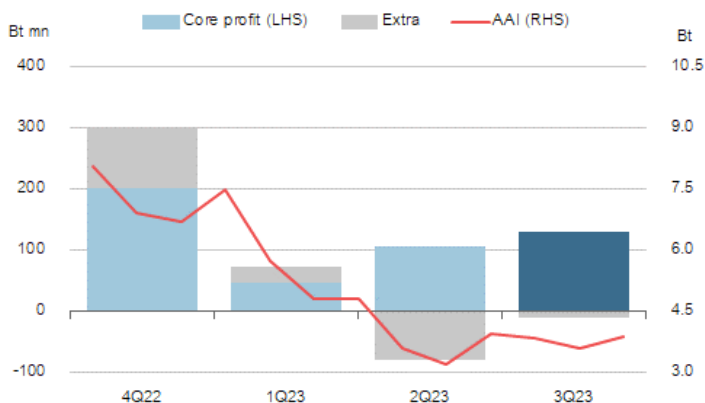
Source: AAI, DAOL

Fig 14: ITC's 2019-24E normalized profit



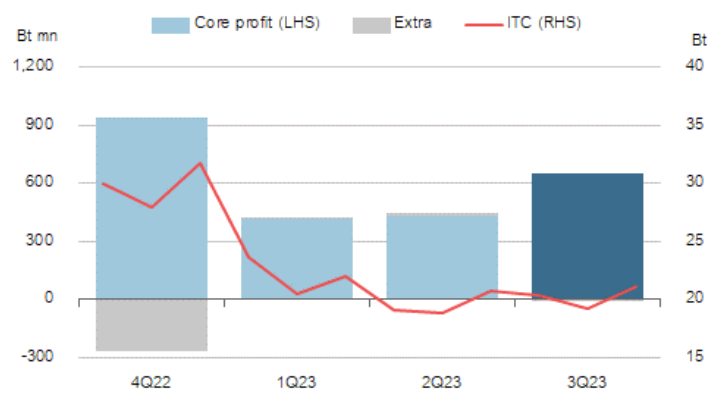
Source: ITC, DAOL

Fig 15: AAI share prices vs profits



Source: Setsmart, DAOL

Fig 16: ITC share prices vs profits



Source: Setsmart, DAOL

Fig 17: AAI PER band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 18: ITC PER band



Source: Setsmart, DAOL

Corporate governance report of Thai listed companies 2022

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

**หมายเหตุ** ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- ❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.
- ❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.
- ❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 7