

# Thai Union Group PCL

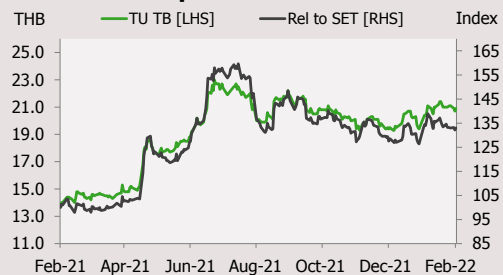
TU TB Outperform

Target Price	Bt	23.50
Price (24/02/2022)	Bt	20.10
Upside	%	16.92
Valuation	PER	
Sector	Food & Beverage	
Market Cap	Btm	95,913
30-day avg turnover	Btm	524.49
No. of shares on issue	m	4,772
CG Sharing	Excellent	
Anti-Corruption Indicator	Certified	

## Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	141,048	147,918	152,090	156,291
Core profit (Btmn)	6,067	7,524	8,313	8,656
Net profit (Btmn)	8,013	7,524	8,313	8,656
Net EPS (Bt)	1.62	1.51	1.68	1.75
DPS (Bt)	1.00	0.87	0.96	0.45
BVPS (Bt)	12.43	13.11	13.94	14.78
Net EPS growth (%)	29.72	-6.34	10.92	4.29
ROA (%)	5.32	4.65	4.93	4.98
ROE (%)	14.37	12.35	12.88	12.63
Net D/E (x)	0.99	0.85	0.76	0.69
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	12.93	13.81	12.45	11.93
P/BV (x)	1.68	1.59	1.50	1.41
EV/EBITDA (%)	12.37	11.50	10.77	10.34
Dividend yield (%)	4.80	4.15	4.58	2.17

## TU 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

25 February 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

## แนวทางที่มั่นใจสำหรับปี 2565

- ▶ TU เชื่อว่ายอดขายจะเติบโตที่ 4-5% รวมถึง GPM และ SG&A ต่อรายได้ที่ทรงตัว YoY ขณะที่เรามิ่มุมมองอนุรักษ์นิยมมากกว่าต่อ GPM จากแรงกดดันด้านต้นทุน
- ▶ ต้นทุนที่ปรับเพิ่มขึ้นเป็นความท้าทายสำคัญต่อการดำเนินงานในปี 2565 อย่างไรก็ตาม การปรับราคาและการพัฒนาประสิทธิภาพการดำเนินงานจะช่วยลดผลกระทบ
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" TU และเรายังคงชอบหุ้นตัวนี้ เนื่องจากราคาไม่แพง ซึ่งขณะนี้ซื้อขายอิงตาม EPS ปี 2565 ที่ 13.8 เท่า ซึ่งยังคงต่ำกว่าอัตราเฉลี่ยในอดีต

## Investment Highlights

- ▶ **คาดการณ์สำหรับปี 2565** ผู้บริหาร TU มีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มธุรกิจในปี 2565 และคาดว่ารายได้จะเติบโต 4-5% โดยได้รับแรงหนุนจากทั้งปริมาณการขายและการปรับราคาเพื่อสะท้อนต้นทุนที่ปรับเพิ่มขึ้น TU ตั้งเป้าที่จะรักษาอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ให้อยู่ที่ 18-18.5% (เทียบกับ 18.2% ในปี 2564) ขณะที่ประมาณการค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ต่อรายได้ อยู่ที่ 12-13% (เทียบกับ 12.4% ในปี 2564) โดยคาดว่าจะต้นทุนการขนส่งจะยังคงสูงและค่าใช้จ่ายทางการตลาดที่สูงขึ้นเพื่อสนับสนุนธุรกิจปัจจุบันและธุรกิจใหม่
- ▶ **ต้นทุนที่สูงขึ้นเป็นความท้าทายหลักในปี 2565** ในช่วงปีที่ผ่านมา ราคาวัตถุดิบหลักหลายรายการได้เพิ่มขึ้นอย่างมาก เช่น น้ำมันพืชและบรรจุภัณฑ์ ซึ่งมีแนวโน้มว่าจะยังคงสูงต่อเนื่องในปี 2565 ผู้บริหารมองว่าหนึ่งในต้นทุนวัตถุดิบหลักคือต้นทุนปลาทูน่าในปี 2565 เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากปี 2564 เป็น 1,400-1,450 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ตัน จากค่าเฉลี่ยที่ 1,400 ดอลลาร์/ตัน ในปี 2564 ซึ่งยังคงสามารถบริหารจัดการได้ อีกทั้งเชื่อว่าจะสามารถผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังราคาขายได้ พร้อมกับเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานเพื่อลดผลกระทบต่าง ๆ
- ▶ **ปีที่ท้าทายของ Red Lobster** ธุรกิจ Red Lobster ในปี 2565 มีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบจากแรงกดดันด้านต้นทุนที่สูงขึ้นและการระบาดของโควิด-19 สายพันธุ์โอมิครอนในทวีปอเมริกาเหนือ ดังนั้น TU ประมาณการว่ากำไรน่าจะทรงตัว YoY ขณะเดียวกัน คาดว่าผลการดำเนินงานของ Avanti Feed จะดีขึ้น เนื่องจากมาตรการล็อกดาวน์ถูกผ่อนคลายนลงเพื่อหนุนการบริโภคและความต้องการอาหารสัตว์ของอินเดียนในปีนี้
- ▶ **การขยายธุรกิจและแผนการแยกตัวในปี 2565** TU ตั้งงบลงทุน (CAPEX) จำนวน 6.0 พันลบ. สำหรับการขยายธุรกิจใหม่ โครงการดังกล่าวรวมถึงการลงทุนอย่างต่อเนื่องในธุรกิจสตาร์ทอัพด้านเทคโนโลยีอาหาร โรงงานผลิตอาหารสำเร็จรูป โรงงานผลิตโปรตีนไฮโดรไลเสตและโรงงานผลิตคอลลาเจน รวมถึงโรงงานบรรจุภัณฑ์แบบยืดหยุ่น ฯลฯ TU ยังคงแผนที่จะจดทะเบียนบริษัทในเครืออย่าง บริษัท ไอ-เทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นผู้ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ภายในไตรมาส 3/2565
- ▶ **คาดการณ์เติบโตของกำไรจะอ่อนตัวลงในปี 2565** ท่ามกลางการปรับเพิ่มขึ้นของต้นทุน เราคงประมาณการกำไรปี 2565 ไว้ที่ 7.5 พันลบ. (-6% YoY) ขณะที่เรามิ่มุมมองอนุรักษ์นิยมมากขึ้นต่ออัตรากำไร เนื่องจากเรามิ่มุมมองที่อนุรักษ์นิยมมากกว่า ว่าการปรับราคาขายขึ้นอาจไม่สามารถชดเชยต้นทุนที่เพิ่มขึ้นได้ทั้งหมด อย่างไรก็ตาม เรายังคงชอบ TU จากประเมินมูลค่าที่ไม่แพง ซึ่งขณะนี้ซื้อขายอิงตามกำไรต่อหุ้น (EPS) ปี 2565 ที่ 13.8 เท่า ซึ่งยังคงต่ำกว่าระดับเฉลี่ยในอดีต

## Valuation and Recommendation

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ"** เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปี 2565 ที่ 23.50 บาท อิงตาม EPS ปี 2566 ที่ 14 เท่า ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ย PER ล่วงหน้าในอดีตของ TU



Year-end 31 Dec : TU

Income Statement (Btmn)						Cashflow (Btmn)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	132,402	141,048	147,918	152,090	156,291	Net profit	6,509	8,272	7,950	8,758	9,121
Cost of sales and services	-108,985	-115,321	-122,765	-125,955	-129,462	Depreciation & amortization	3,955	4,184	3,150	3,150	3,150
<b>Gross Profit</b>	23,418	25,727	25,152	26,135	26,829	Change in working capital	423	-164	2,335	-932	-1,003
SG&A	-15,596	-17,471	-17,092	-17,348	-17,681	Others	2,545	-9,689	145	-349	-390
Other income	745	811	2,635	2,666	2,718	<b>CF from operation activities</b>	13,432	2,603	13,579	10,628	10,878
<b>EBIT</b>	8,957	10,743	10,551	11,801	12,256	Capital expenditure	-3,693	-4,436	-4,414	-4,500	-4,500
<b>EBITDA</b>	12,521	13,250	13,846	14,602	15,016	Investment in subs and affiliates	-134	-3,207	369	303	289
Interest expense	-1,724	-1,730	-1,761	-1,760	-1,797	Others	91	-462	555	349	390
Equity earnings	-527	-269	-145	349	390	<b>CF from investing activities</b>	-3,736	-8,104	-3,489	-3,848	-3,820
<b>EBT</b>	7,233	9,013	8,791	10,041	10,459	Cash dividend	-2,671	-4,214	-4,285	-4,336	-4,658
Income tax	-724	-742	-841	-1,283	-1,338	Net proceeds from debt	-4,066	9,298	2,527	0	0
<b>NPAT</b>	6,509	8,272	7,950	8,758	9,121	Capital raising	52	-201	0	0	0
Minority Interest	-263	-259	-425	-445	-465	Others	-1,519	-300	0	0	0
<b>Core Profit</b>	6,359	6,067	7,524	8,313	8,656	<b>CF from financing activities</b>	-8,203	4,583	-1,758	-4,336	-4,658
Extraordinary items	-113	0	0	0	0	<b>Net change in cash</b>	1,494	-918	8,332	2,444	2,399
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	<b>Key Statistics &amp; Ratios</b>					
<b>Reported net profit</b>	6,246	8,013	7,524	8,313	8,656	<b>Per share (Bt)</b>					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	1.25	1.62	1.51	1.68	1.75
Cash & equivalents	6,286	9,023	17,355	19,799	22,198	Core EPS	1.27	1.21	1.51	1.68	1.75
ST investments	0	700	0	0	0	DPS	0.72	1.00	0.87	0.96	0.45
Accounts receivable	13,320	16,308	14,880	15,300	15,723	BV	10.94	12.43	13.11	13.94	14.78
Inventories	38,546	46,636	49,647	50,937	52,355	EV	32.57	34.36	33.38	32.96	32.55
Other current assets	2,312	2,196	1,456	1,497	1,537	Free Cash Flow	2.04	-0.38	1.92	1.28	1.34
<b>Total current assets</b>	60,465	74,863	83,338	87,532	91,813	<b>Valuation analysis</b>					
Investment in subs & others	21,752	28,524	28,155	27,852	27,563	Reported P/E (x)	16.77	12.93	13.81	12.45	11.93
Fixed assets-net	43,294	44,007	45,271	46,621	47,971	Core P/E (x)	16.46	17.29	13.81	12.45	11.93
Other assets	19,064	19,210	18,206	18,339	18,473	P/BV (x)	1.91	1.68	1.59	1.50	1.41
<b>Total assets</b>	144,575	166,604	174,970	180,344	185,820	EV/EBITDA (x)	12.41	12.37	11.50	10.77	10.34
Short-term debt	21,553	24,610	27,137	27,137	27,137	Price/Cash flow (x)	7.42	38.32	7.34	9.38	9.17
Accounts payable	19,068	21,351	22,729	23,320	23,969	Dividend yield (%)	3.44	4.80	4.15	4.58	2.17
Other current assets	3,392	2,121	1,479	1,521	1,563	<b>Profitability ratios</b>					
<b>Total current liabilities</b>	44,013	48,081	51,345	51,978	52,669	Gross margin (%)	17.69	18.24	17.00	17.18	17.17
Long-term debt	36,862	46,431	46,431	46,431	46,431	EBITDA margin (%)	9.46	9.39	9.36	9.60	9.61
Other liabilities	7,964	9,878	11,316	11,635	11,956	EBIT margin (%)	6.77	7.62	7.13	7.76	7.84
<b>Total liabilities</b>	88,838	104,391	109,092	110,044	111,056	Net profit margin (%)	4.92	5.86	5.37	5.76	5.84
Paid-up capital	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193	ROA (%)	4.54	5.32	4.65	4.93	4.98
Share premium	19,948	19,948	19,948	19,948	19,948	ROE (%)	12.42	14.37	12.35	12.88	12.63
Reserves & others, net	-8,141	-4,550	-4,550	-4,550	-4,550	<b>Liquidity ratios</b>					
Perpetual debentures	5,950	5,950	5,950	5,950	5,950	Current ratio (x)	1.37	1.56	1.62	1.68	1.74
Retained earnings	33,235	36,778	40,017	43,995	47,993	Quick ratio (x)	0.45	0.54	0.63	0.68	0.72
Minority interests	3,551	2,894	3,320	3,765	4,230	<b>Leverage Ratios</b>					
<b>Total shareholders' equity</b>	55,737	62,213	65,878	70,301	74,764	Liabilities/Equity ratio (x)	1.59	1.68	1.66	1.57	1.49
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	144,575	166,604	174,970	180,344	185,820	Net debt/EBITDA (x)	4.16	4.63	4.06	3.68	3.42
Key Assumptions						Net debt/equity (x)	0.94	0.99	0.85	0.76	0.69
Sales in USD	4,231	4,410	4,480	4,680	4,809	Int. coverage ratio (x)	5.2	6.2	6.0	6.7	6.8
Average FX (THB/USD)	31.3	32.0	33.0	32.5	32.5	<b>Growth</b>					
SG&A to sales (%)	11.8	12.4	11.6	11.4	11.3	Revenue (%)	4.85	6.53	4.87	2.82	2.76
<b>Sales by segment (Btmn)</b>						EBITDA (%)	48.05	5.82	4.49	5.46	2.83
Ambient	62,724	58,955	59,108	58,595	58,935	Reported net profit (%)	63.69	28.29	-6.10	10.48	4.13
Frozen, chill	49,606	58,417	63,996	66,645	69,147	Reported EPS (%)	55.82	29.72	-6.34	10.92	4.29
Petfood and others	20,073	23,675	24,814	26,851	28,210	Core profit (%)	23.93	-4.59	24.02	10.48	4.13
Skipjack tuna (USD/ton)	1,385	1,406	1,524	1,450	1,450	Core EPS (%)	18.08	-4.81	25.27	10.92	4.29

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.