

BUY (Unchanged)

Transfer Of Coverage

TP: Bt 22.00

(From: Bt 17.80)

8 JUNE 2021

Upside : 22.9%

Thai Union Group Pcl (TU TB)

เห็นการทำกำไรมากขึ้น

TU ได้หันไปให้ความสำคัญกับความสามารถในการทำกำไรแทนการทำ M&As เราคาดว่าจะทำให้รูปแบบการเติบโตของกำไรมีเสถียรภาพมากขึ้น และมีความชัดเจนของกำไรที่ดีขึ้นจากมาตรการประหยัดต้นทุน หลังจากการเติบโตที่ทรงตัวในปีที่ผ่านมาจากฐานที่สูง เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 16% ในปี 2022F เรามองว่า TU นั้นถูกที่ 13 เท่า 2021F PE คงค่า แนะนำ “ซื้อ”



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ให้ความสำคัญกับความสามารถในการทำกำไร

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” TU 1) เราชอบที่ TU ให้ความสำคัญมากขึ้นกับการเพิ่มความสามารถในการทำกำไร ซึ่งจะช่วยให้ ROE เพิ่มขึ้น และมีความชัดเจนของกำไรมากขึ้น ขณะที่มีความผันผวนของกำไรลดลง 2) แม้เราคาดว่ากำไรในระยะสั้นจะอ่อนตัวลง ลดลง 7% y-y ใน 2Q-4Q21F (หลัง +36% y-y ใน 1Q21) จากฐานที่สูงในปีที่แล้ว แต่เราคาดว่าจะมีการเติบโตที่ดีและชัดเจนในระดับสูงที่ 16/10% ในปี 2022-23F 3) TU ในฐานะบริษัทอาหารระดับโลก การซื้อขายที่ 13 เท่า 2021F PE และลดลงมาอยู่ที่ 11 เท่า ในปี 2022F (เทียบกับ 13 เท่า -1 STD) จึงถือว่าไม่แพงเมื่อเทียบกับการเติบโตของ EPS ในปี 2022F ที่ 16% และ 4) เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 8/17/22% ในปี 2021-23F เพื่อสะท้อนการประหยัดต้นทุนและการขายผลิตภัณฑ์มูลค่าเพิ่มมากขึ้น และด้วยปรับมาใช้อ้างอิง 2022F ราคาเป้าหมายจึงเพิ่มขึ้นเป็น 22.0 บาท (จาก 17.8)

อัตรากำไรเพิ่มขึ้นจากการประหยัดต้นทุน...

เป้าหมาย 5 ปีของ TU คือ 1) อัตรากำไรสุทธิเพิ่มขึ้นเป็น 7.0% ในปี 2025 จาก 4.7% ในปี 2020 2) เพิ่มสัดส่วนธุรกิจอาหารสัตว์ที่มีอัตรากำไรสูง 3) ธุรกิจผลิตภัณฑ์มูลค่าเพิ่มใหม่มีสัดส่วนยอดขายเพิ่มเป็น 10% และ 4) การเติบโตแบบปกติของธุรกิจที่ 2-3% จาก 2 ธุรกิจหลัก ผลิตภัณฑ์กระป๋องและแช่แข็ง ซึ่งหมายถึงกำไร 11 พันลบ. ในปี 2025 เทียบกับคาดการณ์ของเราที่ 9.4 พันลบ. หรือเติบโตเฉลี่ย 5 ปีที่ 8% บริษัทฯ ตั้งเป้าประหยัดต้นทุน 3 พันลบ. ใน 5 ปี และรายได้จากธุรกิจผลิตภัณฑ์มูลค่าเพิ่มใหม่ช่วยเพิ่มความชัดเจนของกำไร การประหยัดต้นทุนที่สำคัญคือการลดต้นทุนสำหรับการดำเนินงานในยุโรป และ culinary project เป็นการรวมโรงงานผลิตอาหารสำเร็จรูปแช่แข็ง 3 แห่ง ในสมุทรสาคร เข้าด้วยกันให้กลายเป็นโรงงานใหม่ที่ใหญ่และทันสมัยมากขึ้นในกลางปี 2022

...และธุรกิจที่ให้อัตรากำไรสูง

นอกจากการประหยัดต้นทุนแล้ว TU คาดว่าอัตรากำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้นจากการมีสัดส่วนของธุรกิจอาหารสัตว์ที่เพิ่มขึ้น และกำไรจากธุรกิจผลิตภัณฑ์มูลค่าเพิ่มในสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2022 เป็นต้นไป อาหารสัตว์เลี้ยงเป็นธุรกิจหลักที่มีอยู่ซึ่งยังคงเติบโตแข็งแกร่ง ด้วยให้อัตรากำไรขึ้นต้น 27% เทียบกับอาหารทะเลแปรรูปที่ 21% และอาหารแช่แข็งที่ 10% เราคาดว่าสัดส่วนยอดขายอาหารสัตว์จะเพิ่มขึ้นเป็น 18% ในปี 2023F เทียบกับ 15% ในปี 2020 นอกจากนี้ TU ยังขยายธุรกิจผลิตภัณฑ์มูลค่าเพิ่ม ซึ่งได้แก่ โรงกลั่นน้ำมันปลาทูน่า โปรตีน และผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร ซึ่งบริษัทฯ คาดว่าธุรกิจใหม่จะมีสัดส่วนเป็น 10% ของฐานยอดขายปี 2020 ในอีก 5 ปีข้างหน้า อัตรากำไรสุทธิของธุรกิจเหล่านี้คาดว่าจะเกิน 10%

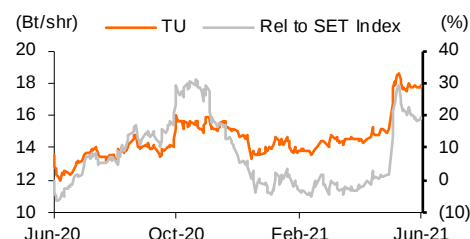
Red Lobster กลายเป็นปัจจัยบวก

Red Lobster (RL) เป็นตัวกดดันหลักของ TU ในปี 2020 โดยส่วนแบ่งขาดทุน US\$14m หรือ 419 ลบ. (สุทธิจากปันผลบริษัทรักษา และภาษี) เนื่องจากสหรัฐฯ จะกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งหลังนี้ตัวดัชนีไปจำนวนมากแล้ว เราคาดว่า RL จะกลับมาเป็นปัจจัยบวกสำหรับ TU โดยสร้างผลบวกรวม 169 ลบ. (Exhibit 15) ในปีนี้ เราคาดว่า RL จะคุ้มทุนในปี 2024F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	132,402	133,009	139,726	146,575
Net profit	6,246	6,535	7,560	8,376
Consensus NP	—	6,463	6,572	7,191
Diff frm cons (%)	—	1.1	15.0	16.5
Norm profit	6,501	6,535	7,560	8,376
Prev. Norm profit	—	6,049	6,486	6,880
Chg frm prev (%)	—	8.0	16.6	21.8
Norm EPS (Bt)	1.4	1.4	1.6	1.8
Norm EPS grw (%)	39.1	0.5	15.7	10.8
Norm PE (x)	13.1	13.1	11.3	10.2
EV/EBITDA (x)	11.4	12.3	11.3	10.7
P/BV (x)	1.8	1.7	1.6	1.5
Div yield (%)	4.0	4.5	5.2	5.9
ROE (%)	12.9	12.2	13.3	13.9
Net D/E (%)	91.4	87.8	79.0	70.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

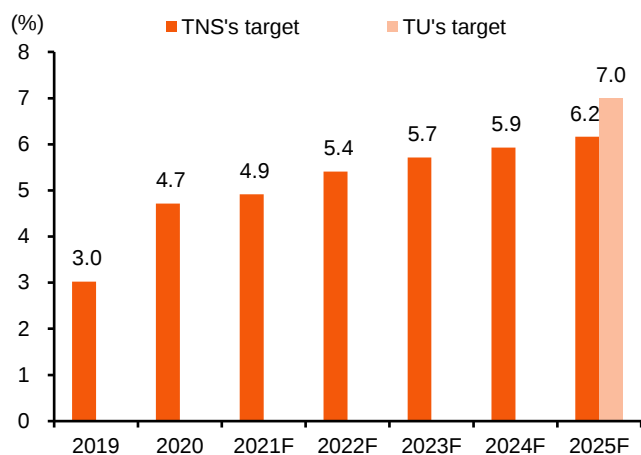
Price as of 8-Jun-21 (Bt)	17.90
Market Cap (US\$ m)	2,737.8
Listed Shares (m shares)	4,771.8
Free Float (%)	60.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	16.2
12M Price H/L (Bt)	18.60/11.90
Sector	FOOD
Major Shareholder	Chansiri family 16.9%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

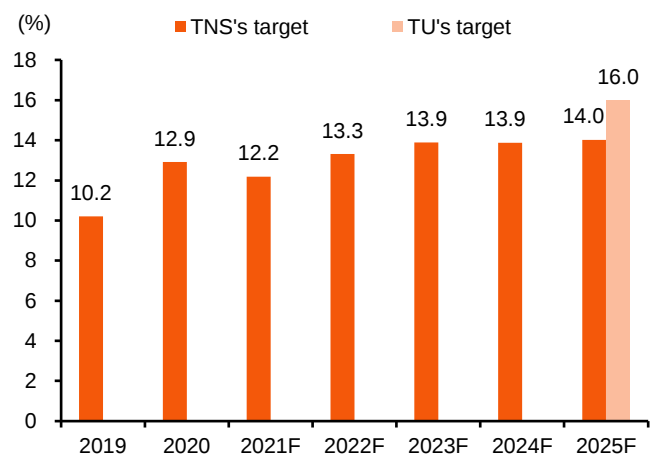
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Net Margin Target



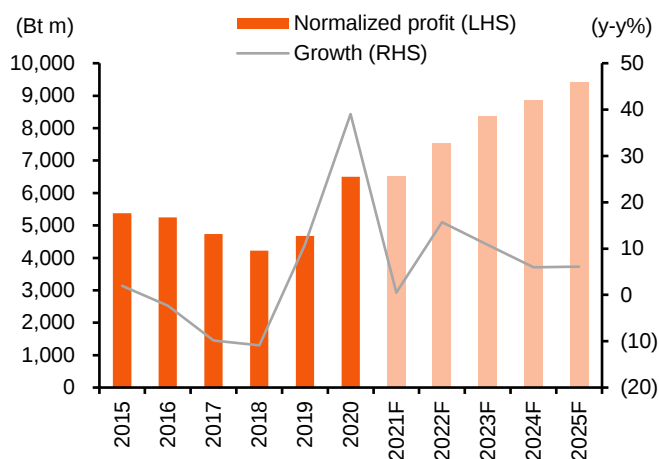
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Implied ROE At Target



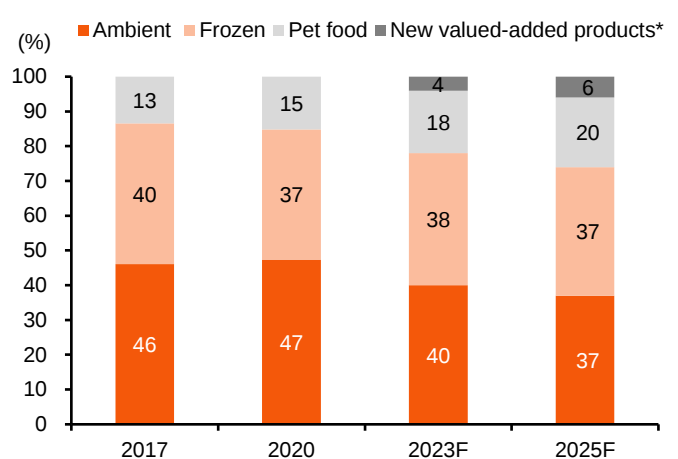
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: We Expect Earnings To Fluctuate Less...



Sources: Company data, Thanachart estimates

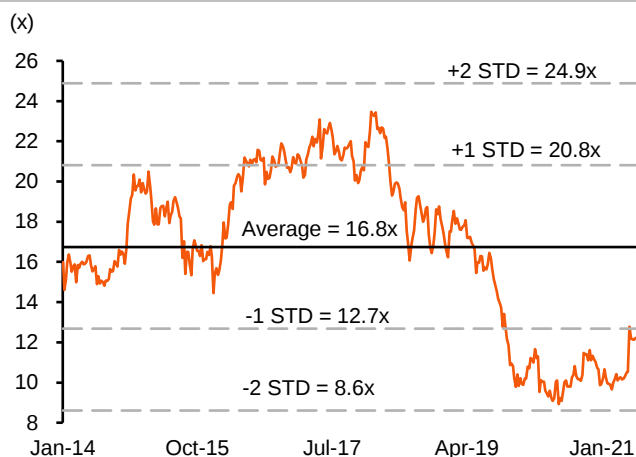
Ex 4: ...From A Higher Mix Of Less Volatile Products



Sources: Company data, Thanachart estimates

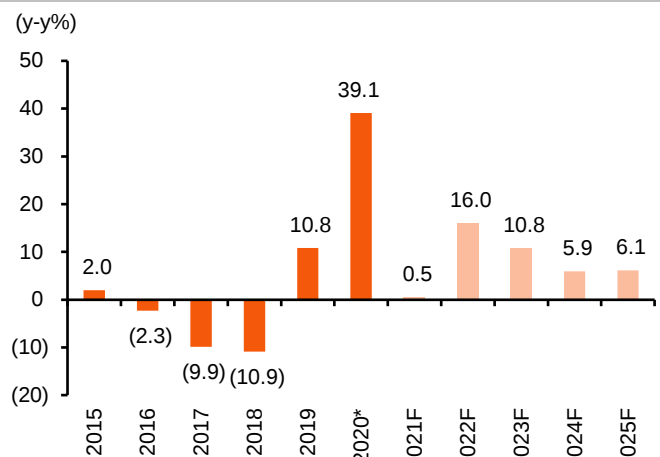
Note: *Ingredient-related products

Ex 5: PE STD



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: Normalized EPS Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *Abnormally strong growth of high-margin ambient business

Ex 7: Earnings Revisions

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Sales (Bt m)					
New	126,275	132,402	133,009	139,726	146,575
Old			132,607	135,205	140,853
Change (%)			0.3	3.3	4.1
Product mix (%)					
New					
- Ambient	44	47	42	41	40
- Frozen	42	37	42	40	38
- Pet food	15	15	16	17	18
- New business	0	0	0	2	4
Old					
- Ambient			43	43	42
- Frozen			43	42	42
- Pet food			14	15	16
- New business			0	0	0
Gross margin (%)					
New	15.9	17.7	17.3	17.4	17.6
Old			16.3	16.2	16.1
Change (pp)			1.0	1.3	1.5
SG&A to sales (%)					
New	11.8	11.6	11.5	11.4	11.6
Old			11.8	11.6	11.5
Change (pp)			(0.3)	(0.2)	0.1
Normalized profits (Bt m)					
New	4,675	6,501	6,535	7,560	8,376
Old			6,049	6,486	6,880
Change (%)			8.0	16.6	21.8

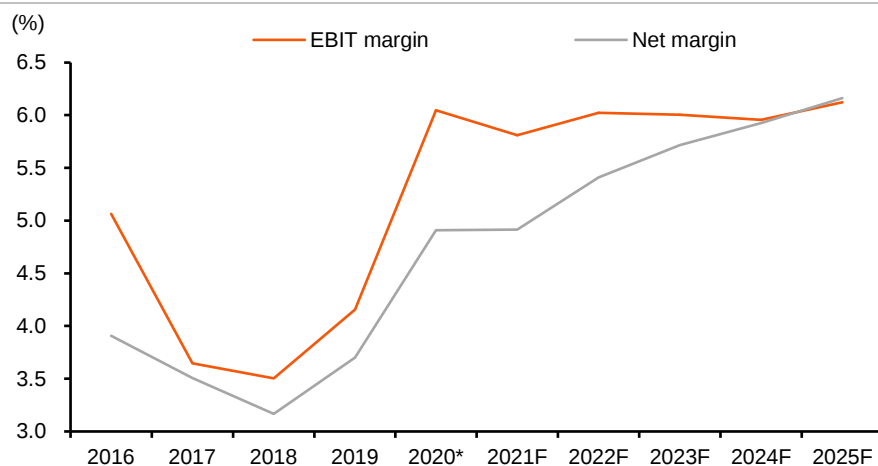
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Our 12-month DCF-based TP, Using a Base Year of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal value
EBITDA	11,801	12,222	12,414	12,920	13,170	13,406	13,526	13,701	13,765	14,453	14,767	—
Free cash flow	5,373	6,716	8,133	8,567	8,770	9,051	9,215	9,369	9,423	10,103	10,411	205,320
PV of free cash flow	5,929	5,929	6,744	6,673	6,310	6,097	5,810	5,531	5,208	5,228	4,858	95,800
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.7											
WACC (%)	6.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	159,546											
Net debt (2020)	50,927											
Minority interest	3,551											
Equity value	105,067											
# of shares (m)	4,772											
Target price/share (Bt)	22.0											

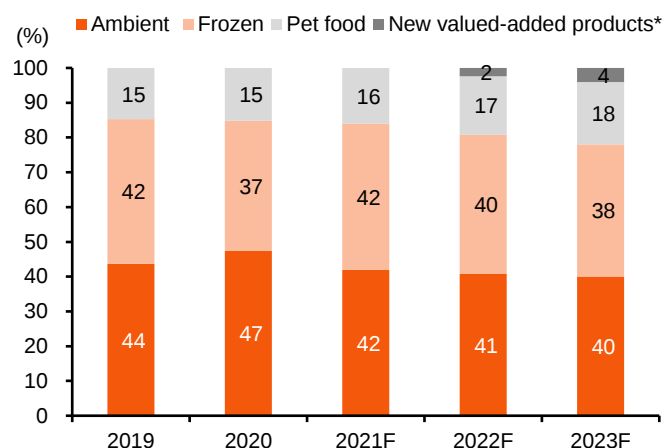
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: EBIT And Net Margin



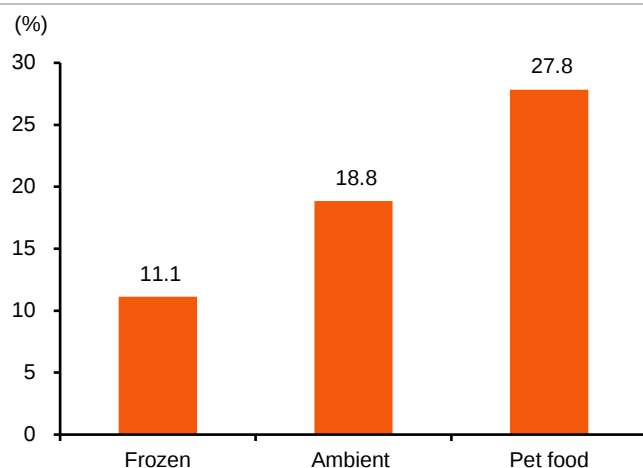
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Revenue Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Estimated Gross Margin in 2021F



Source: Thanachart estimates

Ex 12: Pet Food Vs. Ambient And Frozen Seafood Sales Growth

(% growth)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Pet food	3	1	2	8	10	7	7
Ambient	2	0	(11)	14*	(11)	2	2
Frozen food	(2)	(3)	(1)	(5)	11	2	2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *People consumed canned food at an abnormally high rate during the COVID-19 crisis

Ex 13: Higher Gross Margin

(%)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Pet food	19	20	24	27	28	28	29
Ambient	15	17	19	21	19	19	19
Frozen food	9	9	10	10	11	11	11
TU avg. gross margin	14	14	16	18*	17	17	18

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *High margin due to the abnormally high volume of canned fold sold

Ex 14: TU's New Products

Tuna oil refineries



Food supplement



Alternative protein



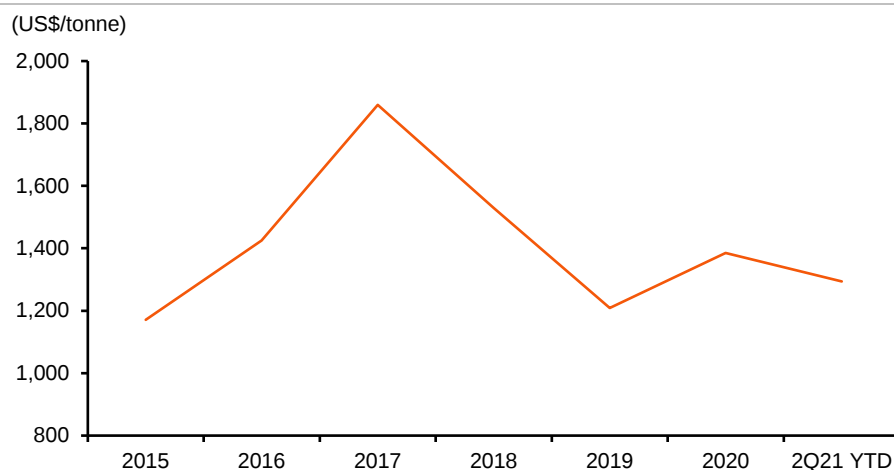
Source: Company data

Ex 15: Red Lobster Looks Set To The Upswing Factor

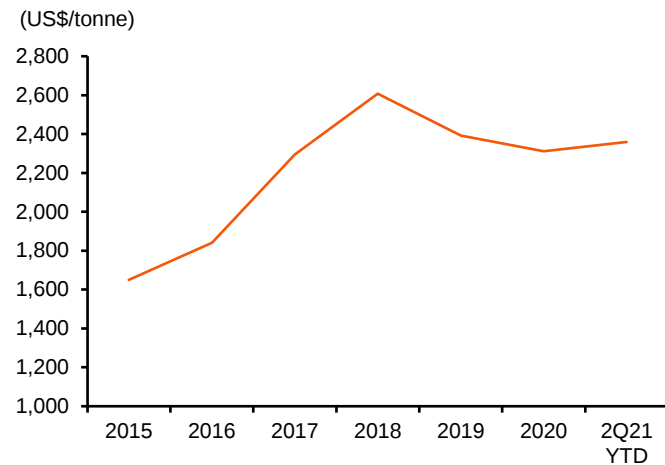
(Bt m)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Equity Income	(196)	(128)	(142)	(1,188)	(600)	(400)	(100)	50
Preferred Dividend	1,015	1,008	992	991	991	991	991	991
Income tax	(469)	(106)	(132)	(222)	(222)	(222)	(222)	(230)
Total Profits (loss)	350	774	718	(419)	169	369	669	811

Sources: Company data, Thanachart estimates

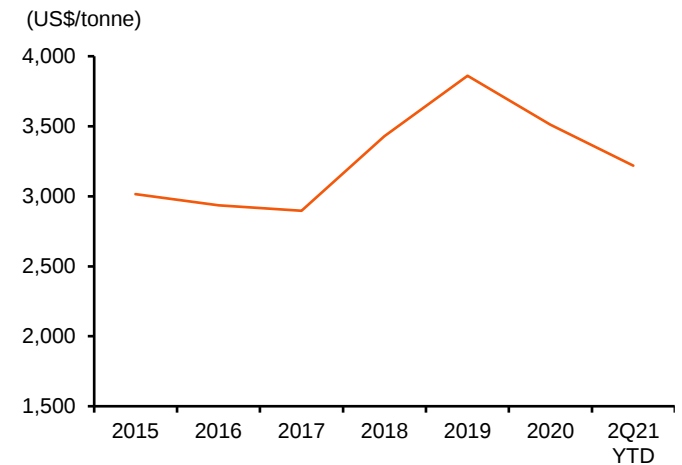
Ex 16: Skipjack Tuna Price



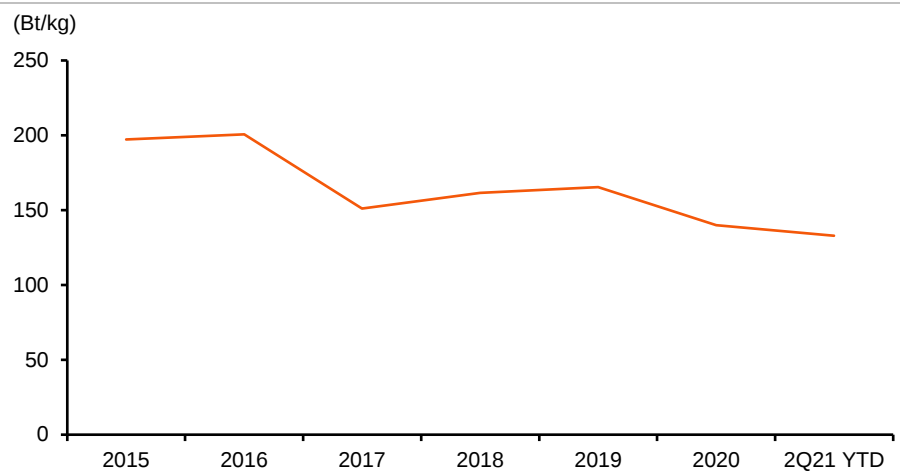
Source: Company data

Ex 17: Yellowfin Tuna Price

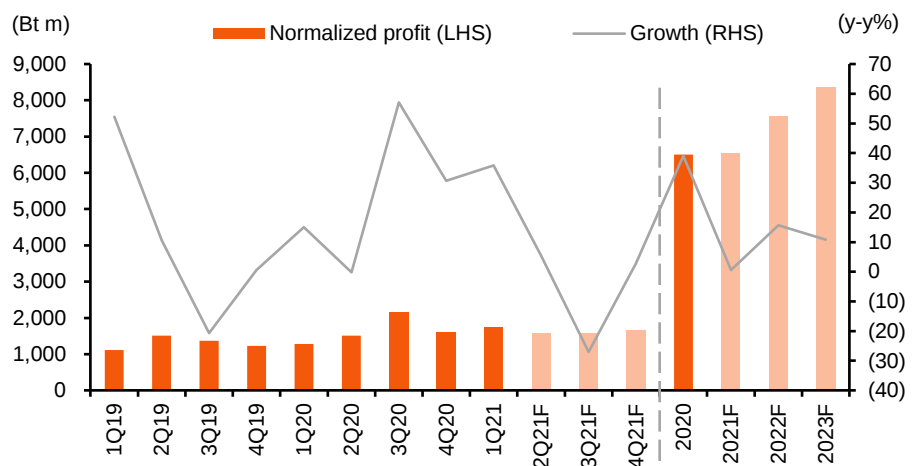
Source: Company data

Ex 18: Albacore Tuna Price

Source: Company data

Ex 19: White Shrimp price

Source: Company data

Ex 20: Earnings Momentum

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 21: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Austevoll Seafood	AUSS NO	Norway	46.6	24.8	13.2	10.6	1.8	1.5	7.7	6.5	3.1	3.7
Leroy Seafood Group	LSG NO	Norway	44.4	36.6	20.4	14.9	2.6	2.4	12.1	9.6	2.9	3.6
Mowi	MOWI NO	Norway	107.9	36.9	26.0	19.0	3.8	3.6	14.5	12.0	2.1	3.9
ConAgra Foods	CAG US	USA	15.4	0.3	14.7	14.7	2.2	2.0	11.7	12.0	2.6	2.8
Danone	DANOY US	USA	na	10.0	18.2	16.5	2.3	2.2	12.1	11.4	3.3	3.6
Nestle	NSRGY US	USA	na	7.2	25.3	23.7	7.1	7.3	19.0	18.2	2.5	2.6
Tyson Foods	TSN US	USA	6.4	7.5	13.1	12.1	1.7	1.6	8.5	8.2	2.3	2.5
Average			44.1	17.6	18.7	15.9	3.1	2.9	12.2	11.1	2.7	3.2
Feed Mills												
Japfa Comfeed	JPFA IJ	Indonesia	118.2	9.0	12.0	11.0	1.9	1.7	6.4	5.9	1.5	3.4
Charoen Pok Indo	CPIN IJ	Indonesia	4.4	17.6	29.4	25.0	4.6	4.0	18.4	16.1	1.2	1.6
Universal Robina	URC PM	Philippines	na	10.7	25.0	22.6	3.1	2.9	14.1	13.1	2.3	2.6
Average			61.3	12.4	22.1	19.5	3.2	2.9	13.0	11.7	1.7	2.5
Thailand												
CP Food*	CPF TB	Thailand	40.2	10.9	7.9	7.1	1.1	1.0	8.1	7.4	4.5	4.9
GFPT Pcl*	GFPT TB	Thailand	5.5	0.7	11.7	11.6	0.9	0.8	6.6	6.1	1.7	2.6
Thai Union Group*	TU TB	Thailand	0.5	15.7	13.1	11.3	1.7	1.6	12.3	11.3	4.5	5.2
Average			15.4	9.1	10.9	10.0	1.2	1.1	9.0	8.3	3.6	4.2
Average – All			39.9	15.5	18.4	16.0	2.8	2.7	12.2	11.0	2.7	3.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 8-Jun-2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งเมื่อปี 1988 ปัจจุบันเป็นผู้นำอาหารทะเลแปรรูปและผู้ส่งออกรายใหญ่ที่สุดของโลก โดยมีแรงงานราว 26,000 คน ผลิตภัณท์หลักของบริษัทฯ ได้แก่ ทูน่ากระป๋อง เนื้อปลาทูน่าสุกแช่แข็ง กุ้งแช่แข็ง อาหารทะเลแช่แข็งและกระป๋อง แซลมอนแช่แข็ง ชาร์ดิน และปลาทูน่าแช่แข็ง ปลาหมึกแช่แข็ง อาหารสัตว์ อาหารปลา และอาหารกุ้ง และ TU มีสัดส่วนเป็นเจ้าของ Red Lobster ที่ 25%

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

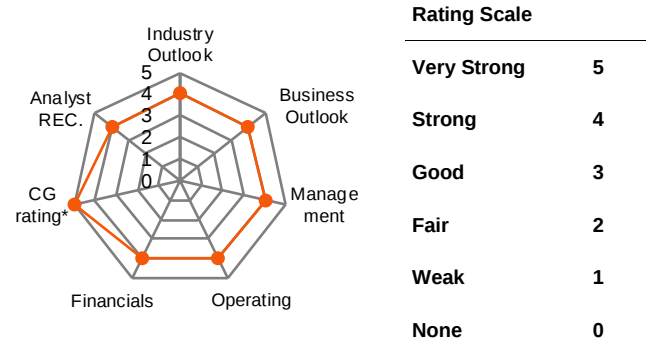
S — Strength

- ธุรกิจที่ครบวงจร
- มีการประหยัดจากขนาด
- ทำธุรกิจในหลายตลาด
- มีการบริหารจัดการที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- ขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศและการเข้าซื้อกิจการ
- ขยายสายการผลิตใหม่ไปยังผลิตภัณฑ์ประเภทอื่นๆ
- เจาะเข้าไปยังกลุ่ม Food Service

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG rating

W — Weakness

- มีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนสูง
- ความผันผวนของราคาวัตถุดิบ
- ธุรกิจใช้แรงงานคนสูง

T — Threat

- เงินบาทที่แข็งค่า
- การเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของราคาน้ำมันและทูน่า
- เปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์ต่างๆ
- การเกิดโรคระบาดอย่างรุนแรง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	18.94	22.00	16%
Net profit 21F (Bt m)	6,463	6,535	1%
Net profit 22F (Bt m)	6,572	7,560	15%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021F ของเราสูงกว่าตลาด 1% เนื่องจากเรารวมธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งที่ดีขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 16% เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นในระยะยาว เนื่องจากการประหยัดต้นทุน และธุรกิจใหม่ให้อัตรากำไรสูง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวยสามารถส่งผลกระทบต่อแหล่งวัตถุดิบและราคาวัตถุดิบ
- หากเงินบาทแข็งค่ามากกว่าที่เราคาด จะทำให้เกิด downside risk ต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- หาก TU ไม่สามารถปรับกลยุทธ์ตามการเปลี่ยนแปลงของหลักเกณฑ์การค้าของโลก จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- หากผลกระทบจากการระบาดของโรครุนแรงกว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	126,275	132,402	133,009	139,726	146,575
Cost of sales	106,165	108,985	110,024	115,355	120,847
Gross profit	20,110	23,418	22,985	24,371	25,728
% gross margin	15.9%	17.7%	17.3%	17.4%	17.6%
Selling & administration expenses	14,864	15,413	15,259	15,957	16,930
Operating profit	5,247	8,004	7,727	8,414	8,798
% operating margin	4.2%	6.0%	5.8%	6.0%	6.0%
Depreciation & amortization	3,691	3,955	3,416	3,490	3,529
EBITDA	8,937	11,960	11,142	11,904	12,327
% EBITDA margin	7.1%	9.0%	8.4%	8.5%	8.4%
Non-operating income	1,777	1,766	1,744	1,788	1,875
Non-operating expenses	(374)	(46)	(46)	(46)	(46)
Interest expense	(2,056)	(1,724)	(1,764)	(1,688)	(1,581)
Pre-tax profit	4,593	7,999	7,660	8,468	9,046
Income tax	158	708	728	804	859
After-tax profit	4,435	7,292	6,932	7,664	8,187
% net margin	3.5%	5.5%	5.2%	5.5%	5.6%
Shares in affiliates' Earnings	591	(527)	(133)	174	481
Minority interests	(352)	(263)	(264)	(277)	(291)
Extraordinary items	(859)	(255)	0	0	0
NET PROFIT	3,816	6,246	6,535	7,560	8,376
Normalized profit	4,675	6,501	6,535	7,560	8,376
EPS (Bt)	0.8	1.3	1.4	1.6	1.8
Normalized EPS (Bt)	1.0	1.4	1.4	1.6	1.8

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	59,547	60,465	55,617	58,295	61,046
Cash & cash equivalent	4,689	6,286	1,000	1,000	1,000
Account receivables	14,869	13,320	13,381	14,056	14,745
Inventories	36,873	38,546	38,914	40,799	42,742
Others	3,115	2,312	2,323	2,440	2,559
Investments & loans	21,785	21,747	21,747	21,747	21,747
Net fixed assets	25,910	26,691	29,471	30,184	29,860
Other assets	34,667	35,672	35,776	35,724	35,669
Total assets	141,909	144,575	142,611	145,950	148,321
LIABILITIES:					
Current liabilities:	35,808	44,013	41,089	41,853	41,656
Account payables	19,323	19,068	19,249	20,182	21,143
Bank overdraft & ST loans	11,277	13,465	12,403	11,862	11,222
Current LT debt	3,616	7,674	7,068	6,760	6,396
Others current liabilities	1,591	3,806	2,369	3,049	2,895
Total LT debt	43,662	36,075	33,228	31,779	30,065
Others LT liabilities	10,644	8,751	9,414	9,767	10,125
Total liabilities	90,114	88,838	83,731	83,400	81,847
Minority interest	3,372	3,551	3,816	4,093	4,384
Preferreds shares	5,950	5,950	5,950	5,950	5,950
Paid-up capital	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193
Share premium	19,948	19,948	19,948	19,948	19,948
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(10,175)	(8,290)	(8,290)	(8,290)	(8,290)
Retained earnings	31,507	33,384	36,264	39,656	43,290
Shareholders' equity	48,423	52,185	55,065	58,457	62,090
Liabilities & equity	141,909	144,575	142,611	145,950	148,321

Sources: Company data, Thanachart estimates

Contributions from less-fluctuating businesses stabilize TU's growth

Strong balance sheet, based on our estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	4,593	7,999	7,660	8,468	9,046
Tax paid	(48)	(863)	(635)	(828)	(812)
Depreciation & amortization	3,691	3,955	3,416	3,490	3,529
Chg In working capital	2,244	(379)	(247)	(1,629)	(1,670)
Chg In other CA & CL / minorities	749	2,475	(1,674)	761	160
Cash flow from operations	11,229	13,187	8,521	10,263	10,253
Capex	(2,374)	(3,874)	(6,000)	(4,000)	(3,000)
Right of use	(1,969)	(295)	(200)	(50)	(50)
ST loans & investments	38	124	0	0	0
LT loans & investments	(10,652)	39	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	10,858	(3,848)	563	253	258
Cash flow from investments	(4,098)	(7,855)	(5,637)	(3,797)	(2,792)
Debt financing	(5,401)	(1,251)	(4,515)	(2,297)	(2,718)
Capital increase	5,950	0	(0)	0	0
Dividends paid	(1,909)	(2,539)	(3,656)	(4,168)	(4,743)
Warrants & other surplus	(2,667)	55	0	0	0
Cash flow from financing	(4,027)	(3,735)	(8,171)	(6,465)	(7,461)
Free cash flow	8,855	9,314	2,521	6,263	7,253

Annual capex for
maintenance purposes

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	18.3	13.1	13.1	11.3	10.2
Normalized PE - at target price (x)	22.5	16.1	16.1	13.9	12.5
PE (x)	22.4	13.7	13.1	11.3	10.2
PE - at target price (x)	27.5	16.8	16.1	13.9	12.5
EV/EBITDA (x)	15.6	11.4	12.3	11.3	10.7
EV/EBITDA - at target price (x)	17.8	13.0	14.1	13.0	12.3
P/BV (x)	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
P/BV - at target price (x)	2.5	2.3	2.1	2.0	1.9
P/CFO (x)	7.6	6.5	10.0	8.3	8.3
Price/sales (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
Dividend yield (%)	2.6	4.0	4.5	5.2	5.9
FCF Yield (%)	10.4	10.9	3.0	7.3	8.5
(Bt)					
Normalized EPS	1.0	1.4	1.4	1.6	1.8
EPS	0.8	1.3	1.4	1.6	1.8
DPS	0.5	0.7	0.8	0.9	1.1
BV/share	8.9	9.7	10.3	11.0	11.8
CFO/share	2.4	2.8	1.8	2.2	2.1
FCF/share	1.9	2.0	0.5	1.3	1.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation not excessive at
13x in 2021F for a global-
scale food firm, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(5.3)	4.9	0.5	5.1	4.9
Net profit (%)	17.2	63.7	4.6	15.7	10.8
EPS (%)	17.2	63.7	4.6	15.7	10.8
Normalized profit (%)	10.8	39.1	0.5	15.7	10.8
Normalized EPS (%)	10.8	39.1	0.5	15.7	10.8
Dividend payout ratio (%)	58.8	55.0	59.3	59.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	15.9	17.7	17.3	17.4	17.6
Operating margin (%)	4.2	6.0	5.8	6.0	6.0
EBITDA margin (%)	7.1	9.0	8.4	8.5	8.4
Net margin (%)	3.5	5.5	5.2	5.5	5.6
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	2.6	4.6	4.4	5.0	5.6
Interest coverage - EBITDA (x)	4.3	6.9	6.3	7.1	7.8
ROA - using norm profit (%)	3.3	4.5	4.6	5.2	5.7
ROE - using norm profit (%)	10.2	12.9	12.2	13.3	13.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.7	14.5	12.9	13.5	13.6
- asset turnover (x)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
- operating margin (%)	5.3	7.3	7.1	7.3	7.3
- leverage (x)	3.1	2.8	2.7	2.5	2.4
- interest burden (%)	69.1	82.3	81.3	83.4	85.1
- tax burden (%)	96.6	91.2	90.5	90.5	90.5
WACC (%)	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
ROIC (%)	4.8	7.1	6.8	7.1	7.4
NOPAT (Bt m)	5,066	7,296	6,993	7,614	7,962
invested capital (Bt m)	102,289	103,113	106,764	107,859	108,774

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัท ก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 71 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, AOT16C2106A, BAM16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2109A, BDMS16C2107A, BH16C2109A, BPP16C2106A, CBG16C2109B, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2109A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, IVL16C2109A, KCE16C2106A, KTC16C2106A, MINT16C2109A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2109A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2108A, RS16C2109A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2109A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2109A, TASC16C2107A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BH, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EPG, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASCO, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่องดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิลล์ แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการร่วมกันได้แก่ นางอศรินทร์ ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีฉวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีฉวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อเล็กทอรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน
พัทธดนย์ บุญนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรีทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินัญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม
ลาภินี ทิพย์มณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัตร
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th