

# Fundamental Story

**Thai Union Group Pcl (TU TB) - BUY, Price Bt16.60, TP Bt24.00**

**Results Comment**

Pattadol Bunnak | Email: pattadol.bun@thanachartsec.co.th

## กำไรปกติแข็งแกร่งกว่าคาด

- TU รายงานกำไรสุทธิ 1.6 พันลบ. หากไม่รวมรายการพิเศษ 3 รายการ ได้แก่ 1) กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 475 ลบ. 2) การปรับโครงสร้างโรงงานในสหภาพยุโรปมูลค่า 195 ลบ. และ 3) ขาดทุนจากการต่อयाค่า และการเปลี่ยนแปลงมูลค่าทรัพย์สินของหุ้นบริมสิทธิใน Red Lobster จำนวน 424 ลบ. ซึ่งปกติจะเกิดขึ้นทุกไตรมาส กำไรปกติอยู่ที่ 1.8 พันลบ. ลดลง 16 % y-y แต่เพิ่มขึ้น 3% q-q
- แม้ว่าธุรกิจหลักจะดีกว่าคาด แต่เราไม่เห็น upside ต่อประมาณการของเรา การเปลี่ยนแปลงมูลค่าทรัพย์สินของหุ้นบริมสิทธิใน Red Lobster คาดว่าจะมีต่อเนื่อง
- ธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารทะเลแปรรูปเติบโต 11% y-y จากทั้งปริมาณที่เพิ่มขึ้นและราคาขายที่สูงขึ้น ชดเชยผลกระทบจากเงินเฟ้อ
- อาหารแช่แข็งลดลง 7% y-y แม้ว่าราคาขายจะสูงขึ้นก็ตาม การลดลงมาจากฐานที่สูงใน 2Q21 เมื่อสหรัฐฯ เพิ่งกลับมาเปิดใหม่
- กลุ่มธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงเพิ่มขึ้น 42% TU ได้รับส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น และผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีราคาแพงกว่า
- อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเหลือ 16.9% จาก 19.0% ใน 2Q21 จากราคาวัตถุดิบที่สูงขึ้นท่ามกลางอัตราเงินเฟ้อ
- อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายเพิ่มขึ้นเป็น 12.6% จาก 11.9% ใน 2Q21 สาเหตุหลักมาจากค่าขนส่งที่สูงขึ้น

| Income Statement (consolidated) |              |              |              |              |              | Income Statement 6M as   |             |             |           |               |               |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------|-------------|-------------|-----------|---------------|---------------|
| Yr-end Dec (Bt m)               | 2Q21         | 3Q21         | 4Q21         | 1Q22         | 2Q22         | (Bt m)                   | q-q%        | y-y%        | % 2022F   | 2022F         | 2023F         |
| Revenue                         | 35,883       | 35,539       | 38,501       | 36,272       | 38,946       | Revenue                  | 7           | 9           | 47        | 161,253       | 168,545       |
| <b>Gross profit</b>             | <b>6,805</b> | <b>6,391</b> | <b>7,023</b> | <b>6,355</b> | <b>6,584</b> | <b>Gross profit</b>      | <b>4</b>    | <b>(3)</b>  | <b>46</b> | <b>28,405</b> | <b>29,635</b> |
| SG&A                            | 4,281        | 4,506        | 5,047        | 4,688        | 4,920        | SG&A                     | 5           | 15          | 46        | 20,664        | 21,183        |
| Operating profit                | 2,524        | 1,885        | 1,976        | 1,667        | 1,664        | Operating profit         | (0)         | (34)        | 43        | 7,741         | 8,452         |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>3,558</b> | <b>2,954</b> | <b>2,584</b> | <b>2,688</b> | <b>2,713</b> | <b>EBITDA</b>            | <b>1</b>    | <b>(24)</b> | <b>47</b> | <b>11,447</b> | <b>12,234</b> |
| Other income                    | 436          | 452          | 764          | 524          | 378          | Other income             | (28)        | (13)        | 38        | 2,368         | 2,445         |
| Other expense                   | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | Other expense            |             |             |           | 0             | 0             |
| Interest expense                | 434          | 444          | 455          | 445          | 465          | Interest expense         | 4           | 7           | 42        | 2,148         | 2,085         |
| <b>Profit before tax</b>        | <b>2,526</b> | <b>1,893</b> | <b>2,286</b> | <b>1,745</b> | <b>1,577</b> | <b>Profit before tax</b> | <b>(10)</b> | <b>(38)</b> | <b>42</b> | <b>7,961</b>  | <b>8,812</b>  |
| Income tax                      | 231          | 251          | 8            | (188)        | (346)        | Income tax               | na          | na          | (78)      | 685           | 758           |
| Equity & invest. income         | (74)         | (3)          | (368)        | (177)        | (283)        | Equity & invest. income  | na          | na          | (224)     | 206           | 461           |
| Minority interests              | (93)         | (78)         | (51)         | (15)         | (48)         | Minority interests       | na          | na          | 21        | (296)         | (309)         |
| Extraordinary items             | 215          | 376          | 65           | 4            | 32           | Extraordinary items      | na          | (85)        | na        | 0             | 0             |
| <b>Net profit</b>               | <b>2,343</b> | <b>1,937</b> | <b>1,923</b> | <b>1,746</b> | <b>1,624</b> | <b>Net profit</b>        | <b>(7)</b>  | <b>(31)</b> | <b>47</b> | <b>7,186</b>  | <b>8,206</b>  |
| <b>Normalized profit</b>        | <b>2,128</b> | <b>1,561</b> | <b>1,858</b> | <b>1,741</b> | <b>1,592</b> | <b>Normalized profit</b> | <b>(9)</b>  | <b>(25)</b> | <b>46</b> | <b>7,186</b>  | <b>8,206</b>  |
| EPS (Bt)                        | 0.48         | 0.39         | 0.39         | 0.35         | 0.32         | EPS (Bt)                 | (7)         | (32)        | 45        | 1.51          | 1.72          |
| Normalized EPS (Bt)             | 0.43         | 0.31         | 0.37         | 0.35         | 0.32         | Normalized EPS (Bt)      | (9)         | (26)        | 44        | 1.51          | 1.72          |

  

| Balance Sheet (consolidated) |                |                |                |                |                | Financial Ratios         |      |        |      |        |        |
|------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------------------|------|--------|------|--------|--------|
| Yr-end Dec (Bt m)            | 2Q21           | 3Q21           | 4Q21           | 1Q22           | 2Q22           | (%)                      | 2Q21 | 3Q21   | 4Q21 | 1Q22   | 2Q22   |
| Cash & ST investment         | 6,472          | 4,365          | 9,023          | 1,352          | 2,102          | Sales grow th            | 8.6  | 2.2    | 15.1 | 16.5   | 8.5    |
| A/C receivable               | 16,468         | 17,644         | 16,308         | 19,074         | 20,025         | Operating profit grow th | 7.1  | (13.6) | 1.9  | (10.9) | (34.1) |
| Inventory                    | 42,566         | 45,409         | 46,636         | 48,649         | 52,528         | EBITDA grow th           | 6.7  | (7.0)  | 4.6  | (6.1)  | (23.7) |
| Other current assets         | 1,218          | 1,177          | 2,896          | 3,166          | 3,285          | Norm profit grow th      | 41.9 | (27.6) | 14.9 | (0.1)  | (25.2) |
| Investment                   | 23,965         | 28,637         | 28,523         | 28,458         | 29,109         | Norm EPS grow th         | 44.0 | (28.7) | 15.6 | (0.1)  | (26.1) |
| Fixed assets                 | 27,318         | 27,123         | 27,027         | 26,877         | 27,364         | Gross margin             | 19.0 | 18.0   | 18.2 | 17.5   | 16.9   |
| Other assets                 | 35,863         | 37,332         | 36,191         | 36,095         | 37,001         | Operating margin         | 7.0  | 5.3    | 5.1  | 4.6    | 4.3    |
| <b>Total assets</b>          | <b>153,870</b> | <b>161,687</b> | <b>166,604</b> | <b>163,672</b> | <b>171,415</b> | EBITDA margin            | 9.9  | 8.3    | 6.7  | 7.4    | 7.0    |
| S-T debt                     | 28,019         | 26,803         | 24,259         | 16,467         | 19,751         | Norm net margin          | 5.9  | 4.4    | 4.8  | 4.8    | 4.1    |
| A/C payable                  | 20,924         | 21,974         | 21,351         | 20,760         | 23,011         | D/E (x)                  | 1.1  | 1.1    | 1.1  | 1.0    | 1.1    |
| Other current liabilities    | 2,925          | 3,525          | 2,472          | 2,279          | 4,565          | Net D/E (x)              | 1.0  | 1.1    | 1.0  | 1.0    | 1.1    |
| L-T debt                     | 34,185         | 39,850         | 45,622         | 49,351         | 49,675         | Interest coverage (x)    | 8.2  | 6.6    | 5.7  | 6.0    | 5.8    |
| Other liabilities            | 9,591          | 11,021         | 10,687         | 10,260         | 11,545         | Interest rate            | 2.9  | 2.8    | 2.7  | 2.6    | 2.8    |
| Minority interest            | 1,699          | 1,589          | 2,894          | 2,889          | 2,846          | Effective tax rate       | 9.1  | 13.3   | 0.3  | (10.8) | (21.9) |
| <b>Shareholders' equity</b>  | <b>56,527</b>  | <b>56,924</b>  | <b>59,319</b>  | <b>61,666</b>  | <b>60,022</b>  | ROA                      | 5.7  | 4.0    | 4.5  | 4.2    | 3.8    |
| Working capital              | 38,109         | 41,078         | 41,593         | 46,963         | 49,542         | ROE                      | 15.5 | 11.0   | 12.8 | 11.5   | 10.5   |
| Total debt                   | 62,204         | 66,653         | 69,881         | 65,817         | 69,426         |                          |      |        |      |        |        |
| <b>Net debt</b>              | <b>55,732</b>  | <b>62,288</b>  | <b>60,858</b>  | <b>64,465</b>  | <b>67,323</b>  |                          |      |        |      |        |        |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 65 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMAT16C2209A, AOT16C2212A, AOT16C2209A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BGR16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GUNK16C2209A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SAWAD16C2211A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2211A, SCB16C2208A, SET5016C2209B, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BCH, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, PTG, PTTEP, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TIDLOR, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล 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 มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นาง อัคริณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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