

06 October 2023

Company Note

Rating

BUY

(Assumption of coverage)

Company

Thai Union Group

Bloomberg

TU TB

SET

TU

Exchange

SET

Sector

Food & Beverage

คาดการณ์ 3Q23F ทรงตัว QoQ

12mth price target (THB)	17.70
Current price (06/10/2023)	13.90
Upside/Downside	27.3%
CG rating	5
ESG rating	n.a.
Thai CAC	Certified

Share summary

Issue shares :	(m shrs)	4,655
Market capitalization:	(THB bn)	65.6
	(USDbn)	1.8
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	375
	(USDm)	10
Foreign Limit/Actual	(%)	45/22
Free Float:	(%)	69
NVDR:	(%)	6

Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
TU	-0.7	9.3	-22.9
SET	-6.2	-3.7	-8.1

Major Shareholders

	%
Ruckariyapong Family	66.53
UBS AG Singapore	6.51
Thai NVDR	2.15

Source: SET

Anchalín Charoenpit
ID: 045566
(66) 2633 6478
anchalinc@tisco.co.th

คาดการณ์ 3Q23F ทรงตัว QoQ จากรายได้รวมทรงตัวและการรับรู้ขาดทุนจาก Red Lobster เพิ่มขึ้น เราแนะนำ “ซื้อ” จากราคาหุ้นที่ปรับลดลง 23% ในช่วง 1ปี สะท้อนผลประกอบการปี 2023F ที่อ่อนแอแล้ว เรามองข้ามไปปีหน้าจากสถานการณ์ 4Q23F เริ่มมีสัญญาณกลับมาฟื้นตัวทุกธุรกิจเป็นต้นไป ประกอบกับ ต้นทุนปลาทูน่าเริ่มปรับลดลง เราคาดการณ์กำไรสุทธิ 3Q23F ลดลง YoY จากปีที่ผ่านมาฐานสูงจากการสต็อกสินค้า ในช่วงการขาดแคลนเรือ แต่เราคาดการณ์เพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ จาก Ambient ลดลงจากการปรับราคาขายตามราคา ปลาทูน่าที่ลดลงชดเชยกับธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงเพิ่มขึ้น เราคาดการณ์ 2023F ลดลง 36% แต่จะกลับมาเติบโตได้ปี 2024F 32% YoY จากสถานการณ์ปัจจัยลบต่างๆเริ่มกลับมาเป็นปกติ

คาดการณ์กำไรสุทธิ 3Q23F ลดลง YoY แต่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ

ราคา TU จะมีกำไรสุทธิ 3Q23F ที่ 1,062 ล้านบาท (-58% YoY, +3% QoQ) จากรายได้รวมที่ทรงตัว QoQ จากธุรกิจอาหารทะเลแปรรูปที่ลดลงจากการปรับลดราคาตามราคาปลาทูน่าที่เริ่มลดลง ชดเชยกับธุรกิจ อาหารสัตว์เลี้ยงดีขึ้น และการรับรู้ขาดทุนจาก Red Lobster (RL) เพิ่มขึ้น ราคา 1) ธุรกิจอาหารทะเลแปรรูปลดลงจากฐานสูงใน 2Q23 ที่มีฐานรายได้สูงในรอบ 9 ปี จากการทำโปรโมชัน และใน 3Q23F บริษัทมีการปรับราคาขายลงในกลุ่มลูกค้า OEM ตามต้นทุนปลาทูน่า 3Q23 ที่ปรับลดลง 2) คาดธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็ง ลดลง YoY แต่ทรงตัว QoQ จากภาพรวมเศรษฐกิจชะลอตัว และการปรับขนาดลดธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งที่ไม่ทำกำไรในสหรัฐ และราคากุ้งที่ลดลง 3) คาดธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงเริ่มเพิ่มขึ้น QoQ สอดคล้องกับภาพรวมอุตสาหกรรมส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงที่เพิ่มขึ้น 4) คาดธุรกิจผลิตภัณฑ์เพิ่มมูลค่า QoQ เริ่มเห็นสัญญาณปรับตัวดีขึ้น ธุรกิจแพคเกจจิ้งที่ดีขึ้นจาก demand กระทบจากลูกค้า Pet food และธุรกิจ Ambient เริ่มกลับมา คาดอัตรามาร์จิ้นดีขึ้นจากการปรับราคาขายสินค้าบางกลุ่มเพิ่มขึ้นและต้นทุนวัตถุดิบราคาปลาทูน่าที่เริ่มลดลง คาดรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุน 293 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจาก 2Q23 จากธุรกิจ RL เป็นหลัก แต่ธุรกิจ Avanti ทรงตัว มองข้ามไปปีหน้าคาดการณ์กำไรสุทธิกลับมาเติบโตจากสถานการณ์ปัจจัยลบเริ่มคลี่คลาย

เราคาดผลประกอบการ 9M23F คิดเป็น 70% ของกำไรทั้งปี คาดแนวโน้มกำไรสุทธิ 4Q23F เพิ่มขึ้น QoQ จากการเติบโตของทุกกลุ่มธุรกิจจากช่วง high season และคาดการณ์มาร์จิ้นเริ่มดีขึ้นตามรายได้ที่เพิ่มขึ้นและต้นทุน โดยเฉพาะปลาทูน่าที่ปรับตัวลดลง เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023F ลดลง -37%YoY จากหลายปัจจัยที่กระทบทุกกลุ่มจากการเคลียร์สต็อกสินค้าจากสถานการณ์การเดินทางเริ่มกลับมาปกติ ราคาปลาทูน่าที่เพิ่มขึ้นจากสถานการณ์เอเลี่ยนไ้ส่งผลให้การจับปลาได้น้อยลงจากการอยู่น้ำลึกมากขึ้น ประกอบกับธุรกิจร้านอาหารชะลอตัวจากภาวะเศรษฐกิจฝืดเคืองในอเมริกาส่งผลกระทบต่อธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งยอดขายตก เราคาดว่าปี 2024-25F กำไรสุทธิจะกลับมาเพิ่มขึ้น +32%YoY และ +7%YoY ตามลำดับ จากคาดการณ์ปัจจัยลบต่างๆ เริ่มกลับมาปกติและราคาปลาทูน่าเริ่มปรับตัวลดลงส่งผลให้คาดการณ์มาร์จิ้นดีขึ้น คาดรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจากธุรกิจ Red Lobster (RL) ค่อยๆ ลดลงจากการปรับโครงสร้างธุรกิจลดค่าใช้จ่าย เราแนะนำ “ซื้อ” จากคาดการณ์ผลประกอบการปีหน้าเติบโตผ่านต่ำสุดในปี 2023F แล้ว จากสถานการณ์ปัจจัยลบต่างๆ เริ่มคลี่คลาย คาดรายได้กลับมาเติบโตและต้นทุนที่เริ่มปรับลดลง การรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนลดลง เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสม TU ปี 2024 ที่ 17.7 บาท อย่างอิง historical PE forward ย้อนหลัง 7 ปี ที่ 14X โดยราคาหุ้นปัจจุบันมี PER24F ที่ 11 X และมี PBV24F ที่ต่ำกว่า -1STDEV อยู่ที่เพียง 0.8X

Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Sales (THBm)	141,048	155,586	136,262	143,112	150,357
EBITDA (THBm)	12,981	12,318	11,049	12,858	13,571
Net profit (THBm)	8,013	7,138	4,465	5,885	6,277
Net Profit (% chg from prev)	nm.	nm.	0	0	0
EPS (THB)	1.68	1.50	0.96	1.26	1.35
EPS (% YoY)	28.3	-10.9	-35.9	31.8	6.7
EPS vs Cons (%)	nm	nm	-9.7	-4.2	-9.1
PER (X)	10.9	12.0	14.7	11.2	10.5
Yield (%)	6.7	6.0	3.8	5.0	5.4
P/BV (X)	1.1	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (X)	6.6	6.8	5.7	4.9	4.6

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. 3Q23F Earnings Forecast

Bt,m	3Q23F	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	9M23F	9M22	YoY	2023F	2022	YoY
Sale revenue	33,985	40,756	-17%	34,058	0%	100,695	115,973	-13%	136,262	155,586	-12%
- Ambient seafood	16,451	16,985	-3%	17,136	-4%	48,812	49,424	-1%	65,192	66,510	-2%
- Frozen, chilled seafood and related	11,608	14,820	-22%	11,493	1%	34,785	42,510	-18%	47,651	56,964	-16%
- PetCare	3,486	6,210	-44%	3,169	10%	10,150	16,124	-37%	14,012	21,693	-35%
- Value added and others	2,441	2,741	-11%	2,260	8%	6,949	7,915	-12%	9,543	10,420	-8%
Revenue Contribution											
- Ambient seafood	48%	42%		50%		48%	43%		48%	43%	
- Frozen, chilled seafood	34%	36%		34%		35%	37%		35%	37%	
- PetCare	10%	15%		9%		10%	14%		10%	14%	
- Value added and others	7%	7%		7%		7%	7%		7%	7%	
Cost of sales and services	28,072	33,357	-16%	28,310	-1%	84,117	95,636	-12%	113,453	128,380	-12%
S&A Expenses	4,078	5,064	-19%	3,975	3%	12,174	14,672	-17%	16,507	19,156	-14%
Share of profits of associate	-293	-256	14%	-137	114%	-199	-716	-72%	-525	-1,030	-49%
EBITDA	2,790	3,452	-19%	2,923	-5%	7,984	8,896	-10%	11,049	12,318	-10%
EBT	1,182	1,749	-32%	1,324	-11%	3,198	4,213	-24%	4,540	5,997	-24%
Interest expense	560	517	n.a.	550	2%	1,643	1,427	15%	2,078	1,998	4%
Net Profit Bef Extra	1,232	1,823	-32%	1,367	-10%	3,395	4,757	-29%	4,747	6,571	-28%
Net Profit	1,062	2,531	-58%	1,029	3%	3,113	5,899	-47%	4,465	7,138	-37%
EPS (Bt)	0.22	0.53	-58%	0.22	3%	0.65	1.24	-47%	0.96	1.50	-36%
Gross margin	17.4%	18.2%		16.9%		16.5%	17.5%		16.7%	17.5%	
SG&A to sale	12.0%	12.4%		11.7%		12.1%	12.7%		12.1%	12.3%	
EBITDA margin	8.2%	8.5%		8.6%		7.9%	7.7%		8.1%	7.9%	
Net margin	3.1%	6.2%		3.0%		3.1%	5.1%		3.3%	4.6%	

Source: TISCO Research

คาดการณ์กำไรสุทธิ 3Q23F ลดลง YoY แต่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ

เราคาดว่า TU จะมีกำไรสุทธิ 3Q23F ที่ 1,062 ล้านบาท (-58% YoY, +3% QoQ) โดยคาดการณ์กำไรจากธุรกิจหลักไม่รวมขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน -32% YoY และ -10% QoQ จากรายได้รวมที่ทรงตัวแม้ธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงสัตว์ และการรับซื้อขาดทุนจาก Red Lobster (RL) ที่เพิ่มขึ้น คาดอัตรามาร์จิ้นดีขึ้นจากการปรับราคาขายสินค้าบางกลุ่มเพิ่มขึ้นและต้นทุนวัตถุดิบราคาปลาที่เริ่มลดลง เราคาดว่ารายได้รวม -16% YoY และทรงตัว QoQ จาก

- 1) คาดธุรกิจอาหารทะเลแปรรูปลดลง YoY และ QoQ จาก 2Q23 ที่มีฐานรายได้สูงในรอบ 9 ปี จากการทำโปรโมชั่น และใน 3Q23F บริษัทมีการปรับราคาขายลงในกลุ่มลูกค้า OEM ตามต้นทุนปลาที่ 3Q23 ที่ปรับลดลงเฉลี่ย -10%QoQ ในขณะที่ปริมาณการขายทรงตัว
- 2) คาดธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งลดลง YoY แต่ทรงตัว QoQ จากการภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวและการปรับขนาดลดธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งที่ไม่ทำกำไรในสหรัฐฯ แต่ GPM เพิ่มขึ้นจากการปรับลดขนาดธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็ง rightsizing และราคากุ้งที่ปรับลดลง
- 3) คาดธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงลดลง YoY แต่เพิ่มขึ้น QoQ จากการเคลียร์สต็อกสินค้าเก่าเริ่มคลี่คลายลง ทำให้มีการส่งออกเดอริกกลับมาเพิ่มขึ้น มีการปรับราคาขาย 3-5% สอดคล้องกับภาพรวมอุตสาหกรรมส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงที่เพิ่มขึ้น
- 4) คาดธุรกิจผลิตภัณฑ์เพิ่มมูลค่าลดลง YoY จากความต้องการซื้อชะลอตัวทุกกลุ่ม แต่เพิ่มขึ้น QoQ เริ่มเห็นสัญญาณปรับตัวดีขึ้นของธุรกิจ Ready-to-Eat, Ready-to-Cook และธุรกิจแพคเกจจิ้งที่ดีขึ้นจากราคาลูมิเนียมกระป๋องลดลงส่งผลให้ GPM เพิ่มขึ้น และ demand กระป๋องจากลูกค้า Pet food และธุรกิจ Ambient เริ่มกลับมา

คาดการณ์กำไรสุทธิลดลง YoY จากต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้น แต่เพิ่มขึ้น QoQ จากต้นทุนปลาที่เริ่มปรับลดลง ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารทรงตัว QoQ คาดรับส่วนแบ่งขาดทุน 293 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจาก 2Q23 ที่รับซื้อขาดทุน 137 QoQ จากธุรกิจ RL เป็นหลัก แต่ธุรกิจ Avanti คาดทรงตัว และคาดบริษัทรับซื้อขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนประมาณ 150 ล้านบาท ลดลงจาก 2Q23 ที่รับซื้อขาดทุน 250 ล้านบาท

Figure 2. 2023-25F Earnings Forecast

(Bt,m)	2021	2022	9M23F	2023F	2024F	2025F
Sale revenue	141,048	155,586	100,695	136,262	143,112	150,357
% growth		10%	-13%	-12%	5%	5%
- Ambient seafood	58,955	66,510	48,812	65,192	68,314	71,729
% growth		13%	-1%	-2%	5%	5%
- Frozen, chilled seafood and related	58,417	56,964	34,785	47,651	49,247	50,901
% growth		-2%	-18%	-16%	3%	3%
- PetCare	14,658	21,693	10,150	14,012	15,413	16,955
% growth		48%	-37%	-35%	10%	10%
- Value added and others	9,017	10,420	6,949	9,543	10,139	10,772
% growth		16%	-12%	-8%	6%	6%
Revenue Contribution						
- Ambient seafood	42%	43%	48%	48%	48%	48%
- Frozen, chilled seafood and related	41%	37%	35%	35%	34%	34%
- PetCare	10%	14%	10%	10%	11%	11%
- Value added and others	6%	7%	7%	7%	7%	7%
Cost of sales and services	115,321	128,380	84,117	113,453	118,001	123,958
S&A Expenses	17,471	19,156	12,174	16,507	17,621	18,508
Share of profits of associate	-269	-1,030	-199	-525	-428	-330
EBITDA	12,981	12,318	7,984	11,049	12,858	13,571
EBT	7,067	5,997	3,198	4,540	6,213	6,753
Interest expense	1,730	1,998	1,643	2,078	1,774	1,774
Net Profit Bef Extra	6,067	6,571	3,395	4,747	5,885	6,277
Net Profit	8,013	7,138	3,113	4,465	5,885	6,277
eps (Bt)	1.68	1.50	0.65	0.96	1.26	1.35
% growth		-11%	-47%	-36%	32%	7%
<i>Gross margin</i>	<i>18.2%</i>	<i>17.5%</i>	<i>16.5%</i>	<i>16.7%</i>	<i>17.5%</i>	<i>17.6%</i>
<i>SG&A to sale</i>	<i>12.4%</i>	<i>12.3%</i>	<i>12.1%</i>	<i>12.1%</i>	<i>12.3%</i>	<i>12.3%</i>
<i>EBITDA margin</i>	<i>9.2%</i>	<i>7.9%</i>	<i>7.9%</i>	<i>8.1%</i>	<i>9.0%</i>	<i>9.0%</i>
<i>Net margin</i>	<i>5.7%</i>	<i>4.6%</i>	<i>3.1%</i>	<i>3.3%</i>	<i>4.1%</i>	<i>4.2%</i>

Source: TISCO Research

คาดการณ์กำไรสุทธิ 2023F ลดลงจากหลายปัจจัยที่กระทบ แต่คาดว่าปีหน้าจะกลับมาเติบโตจากสถานการณ์เริ่มกลับมาดีขึ้น

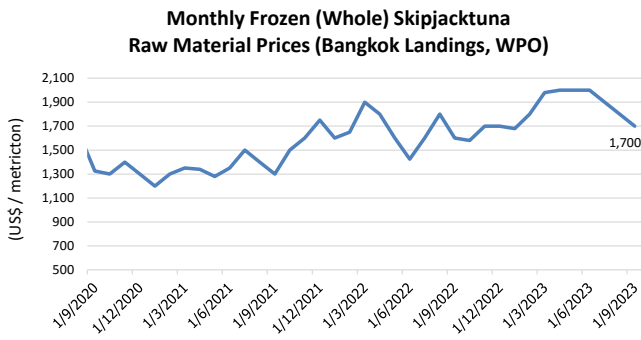
เราคาดผลประกอบการ 9M23F คิดเป็น 70% ของกำไรทั้งปี คาดแนวโน้มกำไรสุทธิ 4Q23F เพิ่มขึ้น QoQ จากการเติบโตของทุกกลุ่มธุรกิจจากช่วง high season และคาดว่าจะไตรมาสแรกเริ่มดีขึ้นตามรายได้ที่เพิ่มขึ้นและต้นทุนโดยเฉพาะปลาหูช้างที่ปรับตัวลดลง เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2023F ลดลง -37%YoY จากหลายปัจจัยที่กระทบทุกกลุ่มจากการเคลียร์สต็อกสินค้าเก่าของกลุ่มลูกค้า หลังจากสถานการณ์การเดินเรือเริ่มกลับมาปกติ ส่งผลให้ออเดอร์สินค้าชะลอตัวและรายได้การขนส่งทางเรือลดลง ราคาปลาหูช้างที่เพิ่มขึ้นจากสถานการณ์เอลนีโญส่งผลให้การจับปลาได้น้อยลงจากการอยู่น้ำลึกมากขึ้น ประกอบกับธุรกิจร้านอาหารชะลอตัวจากภาวะเศรษฐกิจฝืดเคืองในอเมริกาส่งผลกระทบต่อธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งยอดขายตก

เราคาดว่าปี 2024-25F กำไรสุทธิจะกลับมาเพิ่มขึ้น +32%YoY และ +7%YoY ตามลำดับ จากคาดสถานการณ์ปัจจัยลบต่างๆ เริ่มกลับมาปกติและราคาปลาหูช้างเริ่มปรับตัวลดลง โดยคาดว่าจะได้รวมเติบโตปีละ 5% เติบโตทุกกลุ่มธุรกิจ โดยแบ่งเป็น

1) **คาดธุรกิจอาหารทะเลแปรรูปเพิ่มขึ้น** โดยในกลุ่มลูกค้ายุโรปส่วนใหญ่เป็นลูกค้า brand ของบริษัท ได้อานิสงส์จากการปรับราคาขึ้นแต่ปริมาณการขายลดลง แต่ลูกค้า OEM ที่มาจากเอเชียและ middle east เริ่มกลับมาเข้ามาในเดือนก.ย. ตามราคาปลาหูช้างที่ปรับตัวลดลง โดยราคาปลาหูช้างที่ลดลงเดือน ก.ย. 1700 \$/tons คาดจะลดลง 1600 \$/tons ใน 4Q23F และต่อเนื่องในปีหน้า จากช่วงการห้ามจับปลาโดยใช้เครื่องล่อ (FADs BAN : Fish Aggregation Devices) สิ้นสุดลงในเดือน ก.ย.23 ส่งผลให้ supply ปลาหูช้างเพิ่มขึ้น และส่งผลให้ลูกค้า OEM สามารถขายทำกำไรได้มากขึ้นทำให้เริ่มกลับมาออเดอร์สินค้าเพิ่มขึ้นหลังจากที่ชะลอตัวตั้งแต่ต้นปีจากราคาปลาหูช้างที่สูง

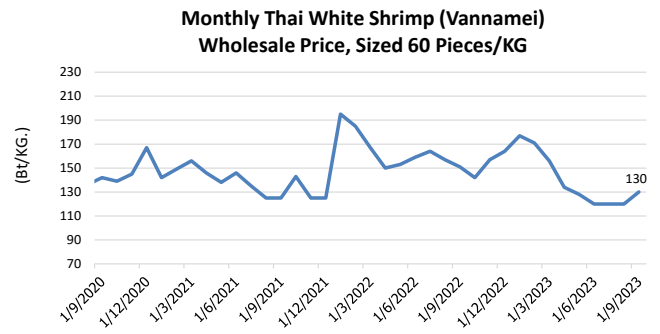
2) **คาดธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งจะดีขึ้น** โดยลูกค้าธุรกิจ frozen เป็นกลุ่ม Asia และ US โดยบริษัทมีการโครงสร้างธุรกิจบางส่วนที่ไม่ทำกำไรหรือขาดทุนลดลง ส่งผลให้รายได้ลดลงแต่อัตราทำกำไรจะดีขึ้น คาดรายได้ใน 4Q23F สูงสุดจากช่วง high season จากราคากุ้งเพิ่งเริ่มขึ้นมาจาก demand ที่กลับมา โดยเฉพาะกุ้งขนาด hot size ราคา 130 บาท/กก. จาก 2Q23 120 บาท/กก. และกลุ่มลูกค้าอเมริกาเริ่มกลับมาเช่นกัน

Figure 3. Monthly Frozen (Whole) Skipjacktuna



Source: TU, TISCO Research

Figure 4. Monthly Thai White Shrimp (Vannamei)

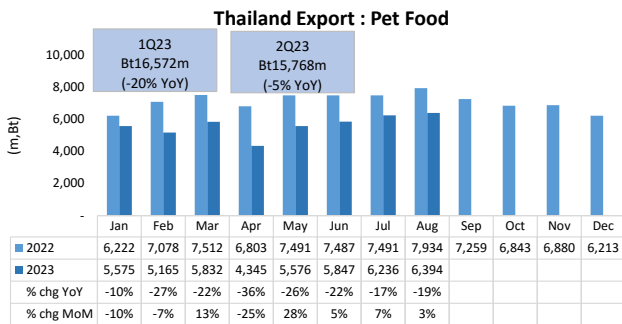


Source: TU, TISCO Research

3) **คาดการณ์ราคาอาหารสัตว์เลี้ยงกลับมาเพิ่มขึ้น** จากสถานการณ์กลับมาปกติ การเคลียร์สต็อกสินค้าเก่าหมดลงและการปรับราคาขายเพิ่มขึ้น 3-5% ภาพรวมธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงเริ่มฟื้นตัว แนวโน้มรายได้ของ TU ในกลุ่มอาหารสัตว์เลี้ยงปี 2023F สอดคล้องกับภาพรวมอุตสาหกรรมการส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงไทยส่งออกไปสหรัฐอเมริกาลดลงจากการ destocking สินค้าคงคลังของลูกค้าในช่วงปี 2022 ที่มีการตุนสินค้ามากกว่าปกติจากช่วงการขาดแคลนเรือในสถานการณ์ปกติ แต่ราคาตั้งแต่ 3 Q23F เป็นต้นไปสถานการณ์การส่งออกเริ่มกลับมาเป็นปกติและคาดจะเริ่มเพิ่มขึ้นได้ในปี 2024-25F

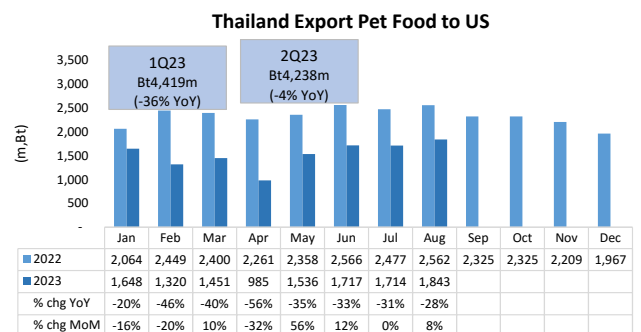
โดยโครงสร้างรายได้ของ TU สัดส่วนธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงคิดเป็น 10% ของรายได้รวม โดยส่วนใหญ่ส่งออกไปทวีปอเมริกา 50% โดยภาพรวมอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงไทยส่งออกรวมและการส่งออกไปสหรัฐฯ เดือน ส.ค.23 กลับมาเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบปีนี้ อยู่ที่ 6,394 ตัน และ 1,843 ตัน ผ่านจุดต่ำสุดในเดือน เม.ย.23 อยู่ที่ 4,345 ตัน และ 985 ตัน หรือเพิ่มขึ้น +4.7% และ 87% เทียบกับเดือนเม.ย.23 ตามลำดับ

Figure 5. Overview of Export Value of Thailand's Pet Dog and Cat Food Industry August 23 began to rise.



Source: MOC.go.th, TISCO Research

Figure 6. Overview of the value of exports of Thailand's pet dog and cat food industry to the United States



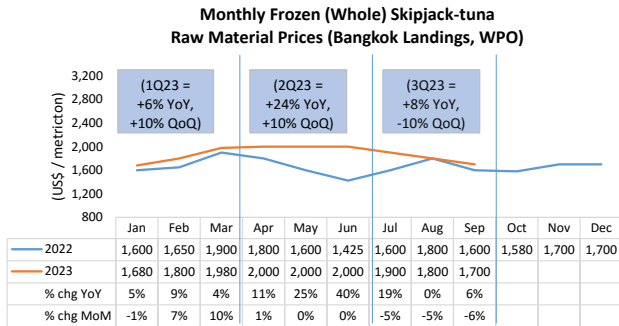
Source: MOC.go.th, TISCO Research

4) **คาดการณ์ผลิตภัณ์ที่เพิ่มมูลค่าเพิ่มขึ้น** จากสัญญาปรับตัวดีขึ้นของธุรกิจ Ready-to-Eat, Ready-to-Cook สอดคล้องกับธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งที่เริ่มดีขึ้น และธุรกิจแพคเกจจิ้งที่คาดดีขึ้นจากราคาอูมิเนียมปกป้องลดลงส่งผลให้ GPM เพิ่มขึ้น และ demand กระบองจากลูกค้า Pet food และธุรกิจ Ambient เริ่มกลับมา คาด 4Q23F จะเริ่มกลับมาเติบโตเป็นต้นไป

คาดการณ์กำไรขั้นต้นปี 2024-25F เพิ่มขึ้น คาดอัตรามาร์จิ้นปี 2023F ลดลงมาอยู่ที่ 16.7% จากปี 2022 อยู่ที่ 17.5% ตามรายได้ทุกกลุ่มธุรกิจลดลงและต้นทุนปลาทูน่าที่ปรับเพิ่มขึ้น และคาดปี 2024-25F อัตรามาร์จิ้นเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 17.5%-17.6% ตามรายได้ที่เพิ่มขึ้น กำลังการผลิตที่กลับมาเพิ่มขึ้นจากการเคลียร์สต็อกสินค้าเก่าที่หมดลงและต้นทุนปลาทูน่าเริ่มปรับลดลง คาดรับส่วนแบ่งขาดทุนจากธุรกิจ Red Lobster (RL) ค่อยๆลดลงจากการปรับโครงสร้างธุรกิจปรับราคาขายตามต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมาและการควบคุมต้นทุนค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ลดลง อย่างไรก็ตาม ราคายังรับขาดทุนแม้ว่าบริษัทมีการปรับราคาขายเพิ่มขึ้น จากภาพรวมเศรษฐกิจยังชะลอตัวจากภาวะเงินฝืดในสหรัฐฯ

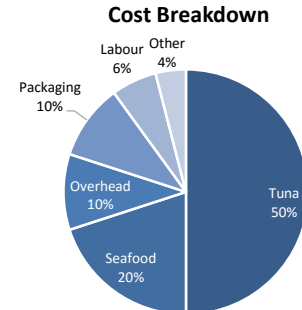
ราคาวัตถุดิบปลาทูน่า 3Q23 เพิ่มขึ้น +8%YoY แต่เริ่มลดลง -10%QoQ และเดือน ก.ย.23 อยู่ที่ 1,700 \$/ตัน ส่งผลต่ออัตรามาร์จิ้นของ TU จะเริ่มดีขึ้นตั้งแต่ 3Q23F เป็นต้นไป จากโครงสร้างต้นทุนของ TU ที่มีวัตถุดิบปลาทูน่า 50% ของต้นทุนรวม เราทำ sensitivity การอ่อนไหวของต้นทุนปลาทูน่าที่เพิ่มขึ้นทุกๆ +/- 1% มีกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้น +/- 0.3%

Figure 7. ราคาวัตถุดิบปลาทูน่ารายเดือนเริ่มลดลง (Skipjack-tuna)



Source: TU company, TISCO Research

Figure 8. โครงสร้างต้นทุนของ TU



Source: TU, TISCO Research

โครงการลงทุน CAPEX ปี 2023 ที่อยู่ระหว่างดำเนินการ

- โรงงานผลิตอาหารพร้อมรับประทาน (Culinary plant) ที่จะรองรับการผลิตสินค้าพร้อมทาน (ready-to-eat) ซึ่งจะช่วยให้เพิ่มกำลังผลิตกว่า 38% และเน้นระบบการผลิตแบบอัตโนมัติ ซึ่งคาดว่าจะสามารถเริ่มการผลิตในส่วน non-halal ได้ภายใน 3Q23 (1.2 พันล้านบาท)
- โรงงานผลิตโปรตีนไฮโดรไลเซตและคอลลาเจนเปปไทด์ซึ่ง คาดว่าจะเริ่มการผลิตบางส่วนได้ 3Q23 โดยจะช่วยสนับสนุนการเติบโตของธุรกิจคอลลาเจนและโปรตีนในตลาด เอเชีย เช่น ญี่ปุ่น และจีน (1.1 พันล้านบาท)
- โรงงานผลิตอาหารแบบเปียกและขนมกินเล่นสำหรับสัตว์เลี้ยง ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงของบริษัทฯ โดยโรงงาน ใหม่จะช่วยเพิ่มกำลังการผลิตกว่า 18.7% และเพิ่มกระบวนการ บรรจุสินค้าอัตโนมัติ ซึ่งคาดว่าจะสามารถเริ่มการผลิตบางส่วนได้ ภายใน 3Q23 และผลิตได้ทุกส่วนในต้นปี 2024 (2.1 พันล้านบาท)
- ห้องเย็นเพื่อจัดเก็บผลิตภัณฑ์อาหารทะเลแปรรูป ซึ่งจะ ช่วยเพิ่มพื้นที่ในการจัดเก็บสินค้าในประเทศกาน่าและมีระบบบำบัดน้ำเสีย คาดว่าจะแล้วเสร็จใน 3Q23 (0.6 พันล้านบาท)

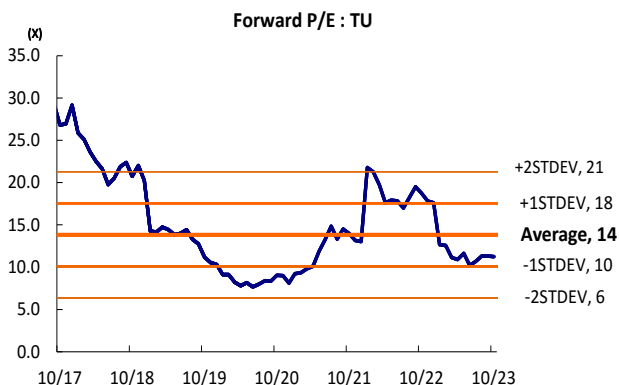
Fig. 9. 2023 CAPEX Projects

Four major CAPEX projects will be completed in 2023 onward

	Culinary business	Ingredients business	PetCare business	Ambient tuna business
Key Products	Ready-to-eat, dimsum and bakery	Protein hydrolysate and collagen peptide	Wet pet food and treat	Ambient tuna cold storage
Total Capacity	~9,300 sq.m: Increased by 38%	~5,700 sq.m	Increased by 18.7% with new automated packing line	~11,500 sq.m (including waste-water treatment plant: WWTP)
CAPEX	~THB 1.2bn	~THB 1.1bn	~THB 2.1bn	~THB 550mn
Timeline	Commercialize non-halal side in 3Q23	Commercialize some lines in 3Q23 SET Opportunity Day for 2Q23 Results	Plan to fully commercialize in early 2024	Complete in 3Q23

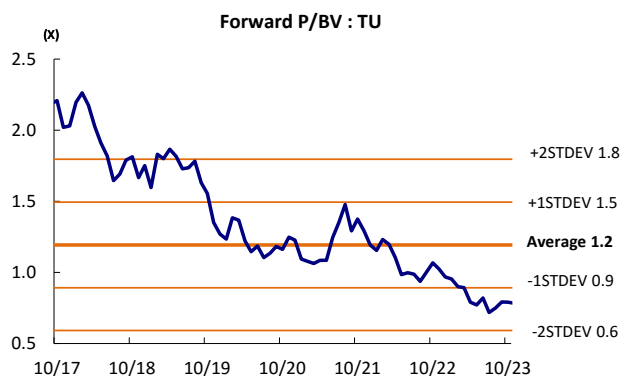
Source: TU

Figure 10. TU : Forward PER



Source: TISCO Research

Figure 11. TU Forward PBV



Source: TISCO Research

เราแนะนำ “ซื้อ” จากคาดการณ์ประกอบการปีหน้าเติบโตผ่านต่ำสุดในปี 2023F แล้ว จากสถานการณ์ปัจจัยลบต่างๆ เริ่มคลี่คลาย คาดรายได้กลับมาเติบโตและต้นทุนที่เริ่มปรับลดลง การปรับรัฐส่วนแบ่งขาดทุนลดลง เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสม TU ปี 2024 ที่ 17.7 บาท อ้างอิง historical PE forward ย้อนหลัง 7 ปี ที่ 14X โดยราคาหุ้นปัจจุบันมี PER24F ที่ 11 X และมี PBV24F ที่ต่ำกว่า -1STDEV อยู่ที่เพียง 0.8X

รูปที่ 12. เปรียบเทียบผลประกอบการของหุ้นในธุรกิจใกล้เคียงกันของกลุ่มอุตสาหกรรมปลาหมึกและอาหารสัตว์เลี้ยง

	Market Cap. (m, US\$)	EPS gwt (%)		PE (X)		PEG 24F (X)	PBV (X)		ROA (%)		ROE (%)		EV/EBITDA		Div.Yield (%)	
		23F	24F	23F	24F		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
		(6 Oct 23)														
TU	64,706	(35.9)	31.8	14.7	11.2	0.4	0.8	0.8	2.9	3.1	6.3	7.0	10.1	8.3	3.8	5.0
AAI	8,160	(47.5)	19.8	23.4	16.9	0.9	1.6	1.6	6.1	8.3	6.9	9.4	14.2	9.8	2.1	3.0
* Asian Sea Corp Plc.	164	89.7	20.3	10.1	8.4	0.4	0.9	0.9	5.8	6.9	9.1	10.5	n.a.	n.a.	5.1	6.2
* Nestle SA	293,624	7.6	7.6	18.9	17.5	n.a.	6.3	5.8	9.5	10.5	33.8	34.9	15.1	14.2	3.3	3.4
* General Mills Inc (U.S.)	36,249	5.1	6.6	13.2	12.4	1.9	3.1	2.9	8.5	8.7	24.0	23.6	10.8	10.4	3.9	4.1
* Unicharm Corp	22,087	16.0	10.0	32.2	29.3	2.9	4.4	4.0	8.5	8.8	14.5	14.6	15.6	14.3	0.8	0.9
* J M Smucker Co/The	11,904	6.1	4.8	11.3	10.8	2.3	1.6	1.4	6.8	7.0	16.0	14.3	9.8	8.6	3.8	3.9
* Yantai China Pet Foods Co Ltd	945	28.9	33.8	30.1	22.5	0.7	2.8	2.4	5.4	6.0	9.3	11.0	15.0	12.2	0.3	0.4
* Petpal Pet Nutrition Technology	447	76.5	25.9	21.1	16.8	0.6	1.5	1.4	4.5	5.0	7.2	8.5	11.0	9.2	0.8	1.2
Average				19.4	16.2	1.3	2.6	2.3	6.5	7.2	14.1	14.9	12.7	10.9	2.7	3.1

ที่มา : * Bloomberg, TISCO Research