

Thai Union Group (TU TB)

ปรับคำแนะนำเป็น ถือ จาก Overhang ของ Red Lobster

ปรับลดประมาณการสะท้อนต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น

เราปรับคำแนะนำจาก ถือ เป็น ถือ สะท้อนถึงความเสี่ยงจากผลประกอบการของ Red Lobster ไม่เป็นไปตามเป้าหมาย ซึ่งทำให้ TU อาจต้องตั้งสำรองและบันทึกผลขาดทุนจากการขายกิจการ เราจึงได้ปรับลดประมาณการกำไรของ TU ลงเนื่องจากต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น เราประเมินมูลค่าหุ้นโดยอิง PE 10 เท่า (-0.75 SD) ปรับลดลงจากเดิมที่ 13.5 เท่า (Average PE 5 ปี) สะท้อนความไม่แน่นอนของการลงทุนใน Red Lobster ราคาเป้าหมายลดลงเป็น 15.60 บาท จากเดิม 21.80 บาท แต่หาก Overhang เรื่อง Red Lobster จบลงจะเป็นประเด็นบวกต่อ TU หุ้นในกลุ่มเกษตรและอาหาร เราแนะนำ SNNP ราคาเป้าหมาย 27.50 บาทจากแนวโน้มกำไรเติบโตแข็งแกร่ง

จะขาย Red Lobster หากผลประกอบการไม่เป็นไปตามเป้าหมาย

TU อยู่ระหว่างติดตามผลประกอบการของ Red Lobster 6-12 เดือนภายใต้เงื่อนไขกับเจ้าหนี้ว่า Red Lobster ต้องทำ EBITDA ได้ 60 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วง 6 เดือน (เดือน ธ.ค. 2565 - พ.ค. 2566) ทั้งนี้ในไตรมาสล่าสุด Red Lobster มี EBITDA ประมาณ 30 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งใกล้เคียงกับเงื่อนไขดังกล่าว ผู้บริหารคาดว่าผลประกอบการจะฟื้นตัวดีขึ้นในปีนี้ เนื่องจากการปรับขึ้นราคา ปรับเมนู และลดค่าใช้จ่าย ทำให้ส่วนแบ่งขาดทุนลดลงเหลือ 550-650 ล้านบาท จาก 1.21 พันล้านบาทในปี 2565

ผลกระทบหากผลประกอบการไม่เป็นไปตามเป้า...

ผลกระทบคือ 1) เจ้าหนี้ของ Red Lobster อาจยึดเงินค้ำประกันซึ่ง TU ค้ำประกันไว้ที่ 65 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ส่งผลให้ TU กลายเป็นเจ้าหนี้ของ Red Lobster แทน ซึ่งเราคาดว่าไม่กระทบต่อการเงิน ยกเว้นผู้สอบบัญชีให้ตั้งเป็นหนี้สงสัยจะสูญ โดยในกรณีแย่งที่สุดคือทั้งจำนวน 65 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งคิดเป็น 31% ของกำไร TU และ 2) TU ขาย Red Lobster ซึ่งหากขายที่ราคาต่ำกว่ามูลค่ากิจการ จะทำให้ TU ต้องบันทึกขาดทุน ทั้งนี้ TU เข้าซื้อ Red Lobster มูลค่า 575 ล้านดอลลาร์ เมื่อเดือน ต.ค. 2559 ซึ่ง TU รับรู้ผลขาดทุนมาต่อเนื่องกว่า 3 พันล้านบาท แต่มีการบันทึกเงินปันผลจากหน่วยลงทุนบุริมสิทธิกว่า 5 พันล้านบาท

คาดการณ์ Red Lobster ขาดทุนลดลง

เราให้สมมติฐานว่า TU ยังไม่ต้องตั้งสำรองฯ และยังถือหน่วยลงทุนสามัญ 25% และหน่วยลงทุนบุริมสิทธิ 24% ใน Red Lobster ตามเดิม โดยรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนลดลงเป็น 900 ล้านบาทในปีนี้อย่างไรก็ตาม เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2566-2567 ลง 3-4% สะท้อนต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้น โดยคาดยอดขายปีเพิ่มขึ้น 6% จากการเติบโตโดดเด่นของกลุ่มอาหารสัตว์เลี้ยงและกลุ่มสินค้ามูลค่าเพิ่ม คาดอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 62 bps เป็น 18.1% คาดกำไรปกติที่ 7.4 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 6% YoY

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	141,048	155,586	164,781	173,960	183,273
EBITDA	15,196	13,915	15,780	16,834	17,774
Core net profit	7,431	7,005	7,448	7,985	8,587
Core EPS (THB)	1.56	1.47	1.56	1.67	1.80
Core EPS growth (%)	13.3	(5.7)	6.3	7.2	7.5
Net DPS (THB)	0.95	0.84	0.88	0.94	1.00
Core P/E (x)	12.5	11.5	9.3	8.7	8.1
P/BV (x)	1.6	1.0	0.8	0.8	0.8
Net dividend yield (%)	4.9	5.0	6.1	6.5	6.9
ROAE (%)	14.4	10.2	9.0	9.3	9.6
ROAA (%)	4.8	4.0	4.1	4.4	4.7
EV/EBITDA (x)	10.3	9.6	7.5	6.9	6.4
Net gearing (%) (incl perps)	88.3	48.9	42.7	38.1	34.2
Consensus net profit	-	-	7,299	7,954	na
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	2.0	0.4	na

Suttatip Peerasub
suttatip.p@maybank.com
(66) 2658 6300 ext 1430

HOLD

[Prior:BUY]

Share Price THB 14.50
12m Price Target THB 15.60 (+8%)
Previous Price Target THB 21.80

Company Description

TU produces & distributes a wide range of seafood products with facilities in Thailand, US and Europe.

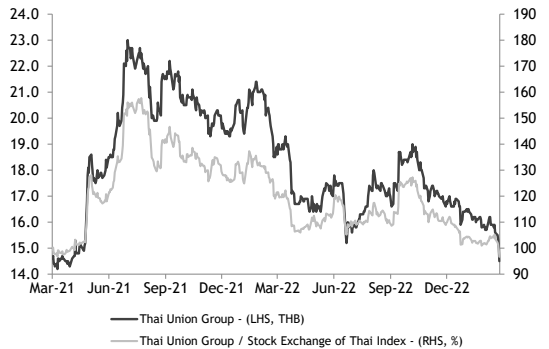
Statistics

52w high/low (THB)	19.30/14.50
3m avg turnover (USDm)	10.1
Free float (%)	65.2
Issued shares (m)	4,772
Market capitalisation	THB69.2B USD2.0B

Major shareholders:

Chansiri's Family	20.3%
Thai NVDR	10.7%
Niruttinanon's Family	6.9%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(8)	(14)	(22)
Relative to index (%)	(5)	(12)	(20)

Source: FactSet

Other companies mentioned

ITC (CP THB29.25, Not Rated)
Red Lobster (25%-owned subsidiary, not listed)

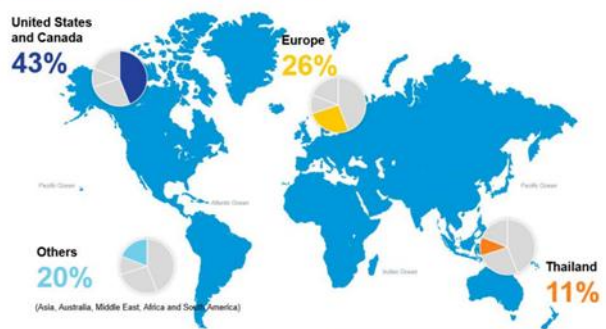
ESG@MAYBANK IBG
Tear Sheet Insert

Value Proposition

- TU aims to be a global player in the seafood business with the broadest product offering from ambient seafood (tuna, sardines and salmon) to fresh/frozen chilled; lobsters and shrimps to pet food & value-added products (VAP).
- The main springboard is tuna whereby the company accounts for 18% of the total global canned tuna production.
- Product diversification and acquisitions especially on innovative products are the ways to grow this business.
- Increasing VAP is the way to insulate margins from increasing material volatility, far better than increasing volumes in OEM/private label.

Diversified sales by geography

Sales Breakdown by Region in 2022



Source: Company

Financial Metrics

- GM, although maintained at high levels, remains volatile, partly because of wider swings in raw material costs and currency, and slow evolution of innovative and value-added products that are expected to be high margin.
- EBITDA margin improving due to better efficiency, more contribution from VAP, and stabilizing raw material costs; this should help drive capital yields.
- TU target to achieve sales growth of 5-6% in FY23E, with gross margin of 18.0-18.5% and capex of THB6.0-6.6b.

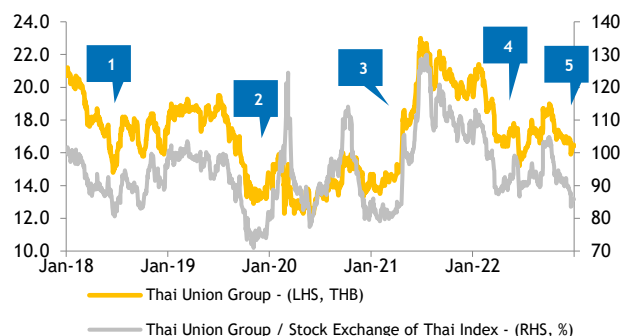
Gross margin to stay at 18.0-18.5%



Source: Company, MST

Price Drivers

Historical share price trend



Source: Company, MST

- Negative response to rising tuna prices and shrinking margins, together with the accruals for US legal settlement.
- Muted earnings outlook and accruals for the antitrust lawsuit.
- Benefits from stable to low tuna material prices and resilient demand thanks to the pandemic and weak THB.
- Rising tuna and packaging costs, coupled with civil sanctions on insider trading of TU shares.
- Appreciated THB and concern on slower earnings growth.

Swing Factors

Upside

- Bolt-on acquisitions tend to have positive effect on earnings and share prices.
- Significant leap in volume sales, especially in the fresh/frozen seafood category.
- Fall in raw material prices not accompanied by drop in volume purchases by OEM customers.

Downside

- Raw material price escalation and limited ability to pass this on to customers.
- Diseases affecting material supplies, such as the early mortality syndrome (or EMS in shrimp) and lice infestation in Chilean salmon culture.
- Adverse regulatory developments, on illegal catching, fishing bans, and labour reform could affect TU as they can potentially cause disruption in fishing activities.

ESG@MAYBANK IBG

Suttatip.p@maybank.com

Risk Rating & Score ¹	37.1 High Risk
Score Momentum ²	0.0
Last Updated	9 December 2022
Controversy Score ³ (Updated: 9 Mar 2023)	3-Significant

Business Model & Industry Issues

- Nearly 100% dependent on marine resources for its raw material and in a labour intensive seafood industry, TU faces a multitude of pitfalls in ESG.
- However, TU’s level of commitment to sustainability especially in the area of marine resources is high. It is a signatory of many global initiatives working to ensure sustainable practices involving marine resources. That said, risk of input shortage remains.
- Its diversification efforts into value-added products and alternative sources of protein by having a primary role in the global tech start up incubator & accelerator Space F is unlikely to dilute its sea protein-based business in the medium term.
- Many initiatives that TU participates in are focused on fishery. There remain a number of aspects that are ESG fault lines that need to be incorporated, such as mercury contamination, nano plastics contamination, water contamination in aquaculture (shrimp), as well as marine (salmon) culture.

Material E issues

- In production, TU has been making tangible strides in reducing greenhouse gas emission, by 18% or 88k tonnes of CO₂, nearing the 30% target LT. In water consumption and waste to landfill reduction, TU already breached the 20% target in 2019: cost saving was USD24m.
- In broader environmental issues, TU is a work in progress. Various interest groups accused TU a number of times on grounds of environmental abuses, and mislabelling tuna material. This has motivated the group to actively engage in several initiatives to advance the agenda of responsible fishery such as the UN Global Compact Network, the Marine Stewardship Council, Aquaculture Stewardship Council, International Seafood Foundation, Fishery Improvement Project (FIP, 1st investment-USD90m) and Vessel Code of Conduct, Global Ghost Gear Initiative. All the above are now encapsulated in the global initiative *SeaChange* that covers every aspect of the seafood business.
- For these engagements, TU has gained membership of the DJSI Emerging Markets, FSTE4Good Emerging Index and garnered several awards.

Material S issues

- TU has been accused by interest groups for its indirect role in human abuses. The landmark case was in 2015 that resulted in termination of its relationship with 17 suppliers; ending contracts with employment brokers for its seafood processing plants in 2017. As part of a long term solution, TU has embarked on automation to reduce manpower by 50% from over 45,000 currently.
- TU also entered into a partnership with USAID Oceans to combat Illegal, Unreported and Unregulated (IUU) fishing, promote fair and ethical seafood supply chains in the Asia Pacific.
- Recent production disruptions: May-20: factories in Ghana and Portugal were closed due to Covid-19 cases; May-20 a fire broke out in its lobster processing plant in Canada; Jun-19 a fire broke out in its tuna oil refinery in Germany.

Key G metrics and issues

- TU has an all-male BOD with 12 members, four of which are independent, two are non-executives. Three of the independents are also in the audit committee. In 2019, the BOD’s total compensation was THB16.7m or 0.48% of core profit. Management compensation was THB150.8m in FY19, or 4.3% of core profit.
- Its operations worldwide are run by a 12-member global leadership team, with only one woman, Dr Darian McBain heading Corporate Affairs & Sustainability. There is also a 10-member management team with only one woman that runs Global Commercial Innovation. In 2019, TU re-affirmed its commitment to gender parity, achieving a 50/50 ratio across all levels of management, focusing on gender as part of its broader inclusion approach.
- In 2015, the US Department of Justice began an anti-trust investigation into the packaged seafood industry. Subsidiary Tri-U is the defendant. With full cooperation it has been granted leniency. The case is still ongoing.
- Tri-U is also the defendant in class action suits lodged by retailers, grocery stores and consumers. In 2018, TU settled with some retailers for USD42.6m. Mid-2019 TU settled with other retailers for USD59.7m. In Dec-20, TU reached a settlement agreement with the remaining plaintiffs.
- In 2018, subsidiary John West was charged by the UK Crown Prosecution Service on eight counts of doing business directly connected to IUU fishing in Ghana. In Oct-19, John West was cleared of all the charges.
- TU is issuing THB12b of sustainability-linked bonds whose average coupon rate is 2.3% and if TU achieves the set sustainability KPI criteria, it will get a rebate.
- The Office of Securities and Exchange Commission imposed civil sanctions on insider trading of TU shares in April 2022. TU conducted fact-finding investigation and found no evidence indicating any insider trading activities.

¹**Risk Rating & Score** - derived by Sustainalytics and assesses the company’s exposure to unmanaged ESG risks. Scores range between 0 - 50 in order of increasing severity with low/high scores & ratings representing negligible/significant risk to the company’s enterprise value, respectively, from ESG-driven financial impacts. ²**Score Momentum** - indicates changes to the company’s score since the last update - a **negative** integer indicates a company’s improving risk score; a **positive** integer indicates a deterioration. ³**Controversy Score** - reported periodically by Sustainalytics in the event of material ESG-related incident(s), with the impact severity scores of these events ranging from Category 0-5 (0 - no reports; 1 - negligible risks; ...; 5 - poses serious risks & indicative of potential structural deficiencies at the company).

สรุปผลประกอบการ 4Q65

กำไรสุทธิ 4Q65 ลดลง 36% QoQ และ 51% YoY เป็น 1,238 ล้านบาท ต่ำกว่า Consensus คาดการณ์ที่ 1.6 พันล้านบาท เนื่องจากขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 468 ล้านบาท

- หากไม่รวมขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน กำไรปกติจะเท่ากับ 1,706 ล้านบาท ลดลง 30% QoQ และ 15% YoY จากฐานสูงและเป็นโลว์ซีซั่นของการขาย
- ยอดขายเพิ่มขึ้น 3% YoY จากยอดขายอาหารทะเลแปรรูปและยอดขายอาหารสัตว์เลี้ยงเติบโตดี เนื่องจากการปรับขึ้นราคาขาย ความต้องการซื้อสินค้าอาหารสัตว์เลี้ยงเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และเงินบาทอ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ
- อัตรากำไรขั้นต้นลดลง 90 bps YoY เป็น 17.3% จากจากต้นทุนวัตถุดิบเพิ่มสูงขึ้นและธุรกิจอาหารแช่แข็งกลับสู่ภาวะปกติหลังจากทำอัตรากำไรสูงกว่าปกติในปีก่อน
- ค่าใช้จ่ายลดลง 13% YoY หรือคิดเป็นสัดส่วน 12.0% ของยอดขาย เทียบกับ 14.1% ใน 4Q64 เนื่องจากค่าขนส่งลดลง 320 ล้านบาท รวมทั้งค่าใช้จ่ายด้านการตลาดและโฆษณาลดลง
- ส่วนแบ่งจากบริษัทร่วมเป็นขาดทุนเพิ่มขึ้นจาก 161 ล้านบาทใน 4Q64 เป็น 313 ล้านบาท เนื่องจาก Red Lobster ขาดทุนมากขึ้นจากการที่ลูกค้าเข้าร้านลดลงและค่าใช้จ่ายด้านพนักงานสูงขึ้น
- เงินปันผล 2H65 เท่ากับ 0.44 บาท/หุ้น (XD 3 มี.ค.) คิดเป็นอัตรามลตอบแทนครั้งปี 3%

Figure 1: TU 4Q22 review; FX losses weighed on the bottom line

(THB m)	4Q21	3Q22	4Q22	YoY	QoQ	2021	2022	YoY
Sales	38,501	40,756	39,613	3%	(3%)	141,048	155,586	10%
Other income	1,076	895	(39)	(104%)	(104%)	2,756	1,541	(44%)
COG	31,478	33,357	32,744	4%	(2%)	115,321	128,380	11%
Gross profit	7,023	7,399	6,868	(2%)	(7%)	25,727	27,206	6%
SG&A	5,440	5,064	4,737	(13%)	(6%)	17,471	19,156	10%
EBITDA	3,748	4,416	3,160	(16%)	(28%)	15,196	13,915	(8%)
Interest expense	455	517	571	25%	10%	1,730	1,998	15%
Equity gains	(161)	(256)	(313)	N.A.	N.A.	(269)	(1,030)	N.A.
Tax charge	61	(136)	(170)	N.A.	N.A.	742	(840)	N.A.
Minority interest	51	63	140	172%	124%	259	265	3%
Norm profit	2,001	2,454	1,706	(15%)	(30%)	7,431	7,005	(6%)
Net profit	1,930	2,530	1,238	(36%)	(51%)	8,013	7,138	(11%)
EPS (THB)	0.40	0.53	0.25	(38%)	(53%)	1.66	1.47	(11%)
Gross margin (%)	18.2%	18.2%	17.3%			18.2%	17.5%	
SG&A/sales	14.1%	12.4%	12.0%			12.4%	12.3%	
EBITDA margin (%)	9.5%	10.6%	8.0%			10.6%	8.9%	
Net margin	4.9%	6.1%	3.1%			5.6%	4.5%	

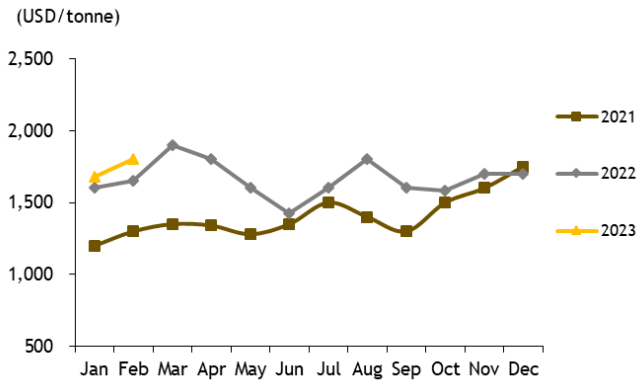
Source: Company, MST

Figure 2: Earnings revisions

(THB m)	New		Previous		% Revision	
	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
Sales	164,781	173,960	160,855	167,931	2%	4%
EBITDA	15,780	16,834	15,701	16,535	1%	2%
Net profit	7,448	7,985	7,712	8,319	-3%	-4%
EPS (THB)	1.56	1.67	1.62	1.74	-3%	-4%

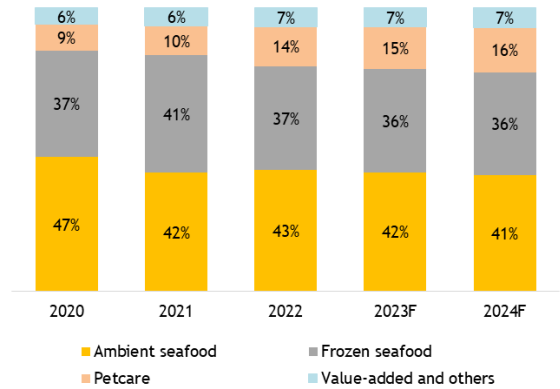
Source: Company, MST

Figure 3: Tuna prices 2M23 rose 7% YoY



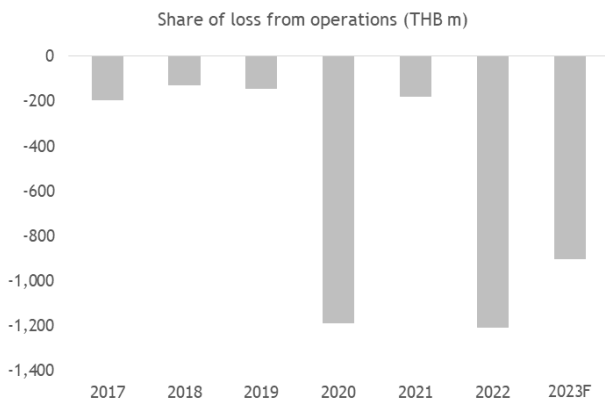
Source: Company reports, MST

Figure 4: Sales breakdown; ambient seafood contributions to remain majority while pet care growing well



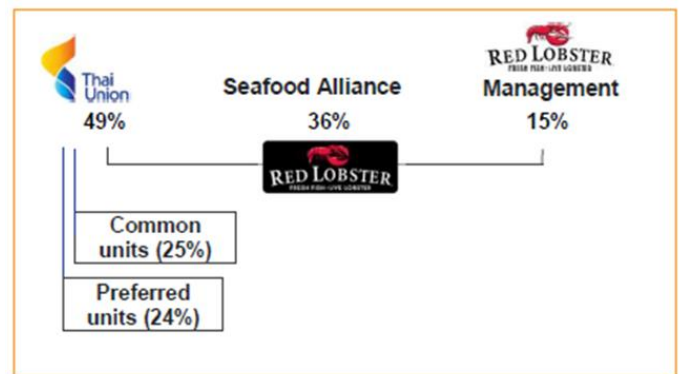
Source: Company reports, MST

Figure 5: Red Lobster's operations still in the red



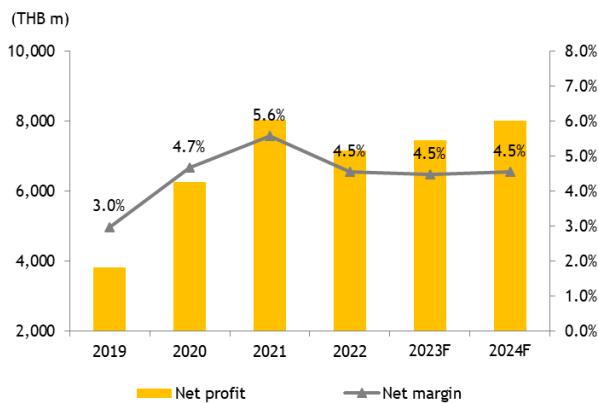
Source: Company reports, MST

Figure 6: Red Lobster's shareholding structure



Source: Company reports

Figure 7: Expect earnings to grow 6% YoY in FY23E



Source: Company reports, MST

Figure 8: TU's PE band



Source: Bloomberg

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	10.9	12.0	9.3	8.7	8.1
Core P/E (x)	12.5	11.5	9.3	8.7	8.1
P/BV (x)	1.6	1.0	0.8	0.8	0.8
P/NTA (x)	1.6	1.0	0.8	0.8	0.8
Net dividend yield (%)	4.9	5.0	6.1	6.5	6.9
FCF yield (%)	nm	nm	4.8	8.4	6.0
EV/EBITDA (x)	10.3	9.6	7.5	6.9	6.4
EV/EBIT (x)	14.2	14.0	10.5	9.5	8.8

INCOME STATEMENT (THB m)

Revenue	141,047.7	155,586.4	164,780.7	173,959.8	183,272.7
EBITDA	15,196.3	13,915.0	15,780.3	16,834.4	17,774.1
EBIT	11,012.3	9,591.3	11,355.9	12,169.3	12,922.7
Net interest income / (exp)	(1,730.0)	(1,997.9)	(2,061.1)	(2,051.9)	(2,048.3)
Associates & JV	(269.1)	(1,029.8)	(644.5)	(333.2)	(149.3)
Exceptionals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	9,013.2	6,563.6	8,650.4	9,784.2	10,725.1
Income tax	(741.5)	839.7	(929.5)	(1,517.6)	(1,848.6)
Minorities	(258.7)	(265.3)	(273.2)	(281.4)	(289.9)
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	8,013.0	7,138.0	7,447.6	7,985.1	8,586.6
Core net profit	7,431.0	7,004.8	7,447.6	7,985.1	8,586.6

BALANCE SHEET (THB m)

Cash & Short Term Investments	9,722.9	13,029.0	10,632.2	11,436.8	11,034.5
Accounts receivable	16,307.8	17,525.0	17,688.4	18,533.4	18,623.2
Inventory	46,636.2	52,622.1	51,074.8	51,430.1	52,524.7
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	27,112.9	28,557.6	30,433.3	31,768.2	32,916.8
Intangible assets	30,389.8	29,262.5	29,262.5	29,262.5	29,262.5
Investment in Associates & JVs	28,529.2	28,342.5	27,698.0	27,364.8	27,215.5
Other assets	7,905.3	13,230.6	13,493.5	13,756.0	14,022.3
Total assets	166,604.0	182,569.5	180,282.7	183,551.8	185,599.6
ST interest bearing debt	24,258.6	11,762.7	10,439.3	10,006.1	9,432.0
Accounts payable	21,350.8	22,017.7	22,321.7	23,654.8	23,958.1
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	45,622.1	47,262.6	41,945.2	40,204.4	37,897.7
Other liabilities	13,159.0	13,395.0	13,721.0	13,810.0	14,031.0
Total Liabilities	104,390.6	94,438.0	88,427.7	87,675.4	85,318.4
Shareholders Equity	59,319.1	80,642.3	84,092.6	87,832.6	91,947.5
Minority Interest	2,894.3	7,489.1	7,762.4	8,043.8	8,333.7
Total shareholder equity	62,213.4	88,131.4	91,855.0	95,876.4	100,281.2
Perpetual securities	5,949.7	5,949.7	5,949.7	5,949.7	5,949.7
Total liabilities and equity	166,604.0	182,569.5	180,282.7	183,551.8	185,599.6

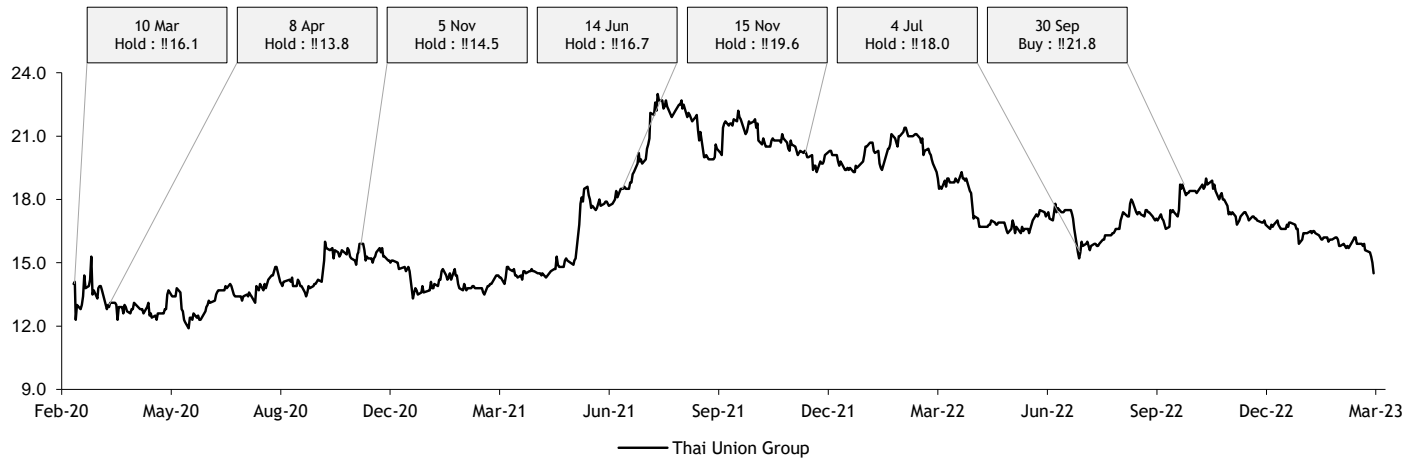
CASH FLOW (THB m)

Pretax profit	9,013.2	6,563.6	8,650.4	9,784.2	10,725.1
Depreciation & amortisation	4,183.9	4,323.7	4,424.3	4,665.1	4,851.4
Adj net interest (income)/exp	1,730.0	1,997.9	2,061.1	2,051.9	2,048.3
Change in working capital	(10,012.3)	(8,217.4)	1,583.6	42.9	(969.0)
Cash taxes paid	(741.5)	839.7	(929.5)	(1,517.6)	(1,848.6)
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	4,160.2	5,582.4	9,642.1	11,779.1	10,167.6
Capex	(5,038.3)	(7,713.7)	(6,300.0)	(6,000.0)	(6,000.0)
Free cash flow	(878.1)	(2,131.3)	3,342.1	5,779.1	4,167.6
Dividends paid	(3,956.9)	(4,189.6)	(3,997.3)	(4,245.2)	(4,471.7)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	12,666.8	(10,855.3)	(6,640.8)	(2,174.1)	(2,880.7)
Other invest/financing cash flow	(4,395.3)	20,482.4	4,899.1	1,444.7	2,782.5
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	3,436.5	3,306.1	(2,396.8)	804.6	(402.3)

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	6.5	10.3	5.9	5.6	5.4
EBITDA growth	12.7	(8.4)	13.4	6.7	5.6
EBIT growth	15.5	(12.9)	18.4	7.2	6.2
Pretax growth	23.8	(27.2)	31.8	13.1	9.6
Reported net profit growth	28.3	(10.9)	4.3	7.2	7.5
Core net profit growth	13.3	(5.7)	6.3	7.2	7.5
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	10.8	8.9	9.6	9.7	9.7
EBIT margin	7.8	6.2	6.9	7.0	7.1
Pretax profit margin	6.4	4.2	5.2	5.6	5.9
Payout ratio	56.6	56.2	56.4	56.2	55.6
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	5.7	4.6	4.5	4.6	4.7
Revenue/Assets (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0
Assets/Equity (x)	2.8	2.3	2.1	2.1	2.0
ROAE (%)	14.4	10.2	9.0	9.3	9.6
ROAA (%)	4.8	4.0	4.1	4.4	4.7
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	107.7	117.5	117.6	109.0	104.3
Days receivable outstanding	37.8	39.1	38.5	37.5	36.5
Days inventory outstanding	133.0	139.2	138.3	129.7	125.0
Days payables outstanding	63.1	60.8	59.1	58.2	57.3
Dividend cover (x)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Current ratio (x)	1.6	2.4	2.3	2.3	2.4
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	1.6	1.9	2.0	2.1	2.2
Net gearing (%) (incl perps)	88.3	48.9	42.7	38.1	34.2
Net gearing (%) (excl. perps)	96.7	52.2	45.5	40.4	36.2
Net interest cover (x)	6.4	4.8	5.5	5.9	6.3
Debt/EBITDA (x)	4.6	4.2	3.3	3.0	2.7
Capex/revenue (%)	3.6	5.0	3.8	3.4	3.3
Net debt/ (net cash)	60,157.7	45,996.3	41,752.4	38,773.7	36,295.3

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: Thai Union Group (TU TB)



APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ในฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับยอมรับว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของการความแม่นยำ หรือเรียบเรียงสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้ถูกรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกระดับ นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบต่อจำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (MST Retail Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (MST Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย MST Retail Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ MST Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น ทั้งนี้ MST Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MST ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MST Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Retail Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อน อาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด (“MSUK”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นลูกค้ารายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดอกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities (“PTMSI”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด (“MIBSI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861 **อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

Disclosure of Interest

มาเลเซีย: Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชยกรรม, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 13 มีนาคม 2566, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ไทย: MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้อง หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

ฮ่องกง: ณ วันที่ 13 มีนาคม 2566, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือ ให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับคำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
HOLD	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
SELL	Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2023

▲▲▲▲▲						Score Range	Number of Logo	Description
AAV	BGRIM	EA	INTUCH	MOONG	PTT	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
ADVANC	BIZ	EASTW	IP	MSC	PTTEP	80-89	▲▲▲▲	Very Good
AF	BKI	ECF	IRC	MST	PTTGC	70-79	▲▲▲	Good
AH	BOL	ECL	IRPC	MTC	PYLON	60-69	▲▲	Satisfactory
AIRA	BPP	EE	ITEL	MVP	Q-CON	50-59	▲	Pass
AJ	BRR	EGCO	NVL	NCL	QH	Lower than 50	No logo given	N/A
AKP	BTS	EPG	JTS	NEP	QTC			
AKR	BTW	ETC	JWD	NER	RATCH			
ALLA	BWG	ETE	K	NKI	RBF			
ALT	CENDEL	FN	KBANK	NOBLE	RS	SIS	TFMAMA	TSTH
AMA	CFRESH	FNS	KCE	NSI	S	SITHAI	THANA	TTA
AMARIN	CGH	FPI	KEX	NVD	S&J	SMPC	THANI	TTB
AMATA	CHEWA	FPT	KGI	NYT	SAAM	SNC	THCOM	TTCL
AMATAV	CHO	FSMART	KKP	OISHI	SABINA	SONIC	THG	TTW
ANAN	CIMBT	FVC	KSL	OR	SAMART	SORKON	THIP	TU
AOT	CK	GC	KTB	ORI	SAMTEL	SPALI	THRE	TVDH
AP	CKP	GEL	KTC	OSP	SAT	SPI	THREL	TVI
APURE	CM	GFPT	LALIN	OTO	SC	SPRC	TIPCO	TVO
ARIP	CNT	GGC	LANNA	PAP	SCB	SPVI	TISCO	TWPC
ASP	COLOR	GLAND	LHFG	PCSGH	SCC	SSC	TK	U
ASW	COM7	GLOBAL	LIT	PDG	SCCC	SSSC	TKN	UAC
AUCT	COMAN	GPI	LOXLEY	PDJ	SCG	SST	TKS	UBIS
AWC	COTTO	GPSC	LPN	PG	SCGP	STA	TKT	UPOIC
AYUD	CPALL	GRAMMY	LRH	PHOL	SCM	STEC	TMILL	UV
BAFS	CPF	GULF	LST	PLANB	SCN	STGT	TMT	VCOM
BAM	CPI	GUNKUL	MACO	PLANET	SDC	STI	TNDT	VGI
BANPU	CPN	HANA	MAJOR	PLAT	SEAFCO	SUN	TNITY	VIH
BAY	CRC	HARN	MAKRO	PORT	SEAOL	SUSCO	TOA	WACOAL
BRK	CSS	HENG	MALEE	PPS	SE-ED	SUTHA	TOP	WAVE
BBL	DDD	HMPRO	MBK	PR9	SELIC	SVI	TPBI	WHA
BCP	DELTA	ICC	MC	PREB	SENA	SYMC	TQM	WHAUP
BCPG	DEMCO	ICHI	MCOT	PRG	SENAJ	SYNTEC	TRC	WICE
BDMS	DOHOME	III	METCO	PRM	SGF	TACC	TRUE	WINNER
BEM	DRT	ILINK	MFEC	PSH	SHR	TASCO	TSC	XPG
BEYOND	DTAC	ILM	MINT	PSL	SICT	TCAP	TSR	ZEN
BGC	DUSIT	IND	MONO	PTG	SIRI	TEAMG	TSTE	
▲▲▲▲▲								
2S	BCH	DCC	INGRS	MFC	PL	SAPPE	STC	TPS
7UP	BE8	DHOUSE	INSET	MGT	PLE	SAWAD	STPI	TQR
ABICO	BEC	DITTO	INSURE	MICRO	PM	SCI	SUC	TRITN
ABM	BH	DMT	IRCP	MILL	PMTA	SCAP	SVOA	TRT
ACE	BIG	DOD	IT	MITSIB	PPP	SCP	SVT	TRU
ACG	BJC	DPAINT	ITD	MK	PPPM	SE	SWC	TRV
ADB	BJCHI	DV8	J	MODERN	PRAPAT	SECURE	SYNEX	TSE
ADD	BLA	EASON	JAS	MTI	PRECHA	SFLEX	TAE	TVT
AEONTS	BR	EFORL	JCK	NBC	PRIME	SFP	TAKUNI	TWP
AGE	BRI	ERW	JCKH	NCAP	PRIN	SFT	TCC	UBE
AHC	BROOK	ESSO	JMT	NCH	PRINC	SGP	TCMC	UEC
AIE	BSM	ESTAR	JR	NETBAY	PROEN	SIAM	TFG	UKEM
AIT	BYD	FE	KBS	NEX	PROS	SINGER	TFI	UMI
ALUCON	CBG	FLOYD	KCAR	NINE	PROUD	SKE	TFM	UOBKH
AMANAH	CEN	FORTH	KIAT	NATION	PSG	SKN	TGH	UP
AMR	CHARAN	FSS	KISS	NDR	PSTC	SKR	TIDLOR	UPF
APCO	CHAYO	FTE	KK	NNCL	PT	SKY	TIGER	UTP
APCS	CHG	GBX	KOOL	NOVA	PTC	SLP	TIPH	VIBHA
AQUA	CHOTI	GCAP	KTIS	NPK	QLT	SMART	TITLE	VL
ARIN	CHOW	GENCO	KUMWEL	NRF	RCL	SMD	TM	VPO
ARROW	CI	GJS	KUN	NTV	RICHY	SMIT	TMC	VRANDA
AS	CIG	GTB	KWC	NUSA	RJH	SMT	TMD	WGE
ASAP	CITY	GYT	KWM	NWR	ROJNA	SNNP	TMI	WIJK
ASEFA	CIVIL	HEMP	L&E	OCC	RPC	SNP	TNL	WIN
ASIA	CMC	HPT	LDC	OGC	RT	SO	TNP	WINMED
ASIAN	CPL	HTC	LEO	ONEE	RWI	SPA	TNR	WORK
ASIMAR	CPW	HUMAN	LH	PACO	S11	SPC	TOG	WP
ASK	CRANE	HYDRO	LHK	PATO	SA	SPCG	TPA	XO
ASN	CRD	ICN	M	PB	SABUY	SR	TPAC	YUASA
ATP30	CSC	IFS	MATCH	PICO	SAK	SRICHA	TPCS	ZIGA
B	CSP	IIG	MBAX	PIMO	SALEE	SSF	TIPL	
BA	CV	IMH	MEGA	PIN	SAMCO	SSP	TPIPP	
BC	CWT	INET	META	PJW	SANKO	STANLY	TPLAS	
▲▲▲▲▲								
A	BSBM	EMC	JMART	MORE	RAM	SVH	TTI	
A5	BTNC	EP	JSP	MPIC	ROCK	PTECH	TYCN	
AI	CAZ	EVER	JUBILE	MUD	RP	TC	UMS	
ALL	CCP	F&D	KASET	NC	RPH	TCCC	UNIQ	
ALPHAX	CGD	FMT	KCM	NEWS	RSP	TCJ	UPA	
AMC	CMAN	GIFT	KWI	NFC	SIMAT	TEAM	UREKA	
APP	CMO	GLOCON	KYE	NSL	SISB	THE	VARO	
AQ	CMR	GLORY	LEE	NV	SK	THMUI	W	
AU	CPANEL	GREEN	LPH	PAF	SOLAR	TKC	WFX	
B52	CPT	GSC	MATI	PEACE	SPACK	TNH	WPH	
BEAUTY	CSR	HL	M-CHAI	PF	SPG	TNPC	YGG	
BGT	CTW	HTECH	MCS	PK	SQ	TOPP		
BLAND	D	IHL	MDX	PPM	STARK	TPCH		
BM	DCON	INOX	MENA	PRAKIT	STECH	TPOLY		
BROCK	EKH	JAK	MJD	PTL	SUPER	TRUBB		

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2565 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

Anti-Corruption Progress Indicator 2023

ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC									
ABICO	CPW	J	NCL	STAR	VCOM				
ALT	DDD	JMART	NOVA	STECH	VIBHA				
APCO	DHOUSE	JMT	NUSA	STGT	WIN				
BKD	DOHOME	KEX	PIMO	SUPER	ZIGA				
CHG	EKH	KUMWEL	SCM	TQM					
CPR	EVER	LDC	SIS	TSI					
ได้รับการรับรอง CAC									
2S	BPP	DTC	HANA	KTC	NMG	PSTC	SGP	TEST	TSTH
7UP	BROOK	EA	HARN	KWG	NOBLE	PT	SINGER	TFG	TTB
ADVANC	BRR	EASTW	HEMP	L&E	NOK	PTECH	SIRI	TFI	TTCL
AF	BSBM	ECF	HENG	LANNA	NRF	PTG	SITHAI	TFMAMA	TU
AI	BTS	ECL	HMPRO	LH	OCC	PTT	SKR	TGH	TVDH
AIE	BWG	EGCO	HTC	LHFG	OGC	PTTEP	SMIT	THANI	TVI
AIRA	CACTEST	EP	ICC	LHK	ORI	PTTGC	SMK	THCOM	TVO
AJ	CEN	EPG	ICHI	LPN	PAP	PYLON	SMPC	THIP	TWPC
AKP	CENTEL	ERW	IFS	LRH	PATO	Q-CON	SNC	THRE	U
AMA	CFRESH	ESTAR	III	M	PB	QH	SNP	THREL	UBIS
AMANAHA	CGH	ETC	ILINK	MAJOR	PDG	QLT	SORKON	TIDLOR	UEC
AMATA	CHEWA	ETE	ILM	MAKRO	PDJ	QTC	SPACK	TIP	UKEM
AMATAV	CHOTI	Financials	INET	MALEE	PE	RATCH	SPALI	TIPCO	UOBKH
AP	CHOW	Financials	INOX	MATCH	PG	RML	SPC	TISCO	UV
AS	CIG	FNS	INSURE	MBAX	PHOL	RS	SPI	TKS	VGI
ASIAN	CIMBT	FPI	INTUCH	MBK	PIMO	RWI	SPRC	TKT	VIH
ASK	CM	FSMART	IRC	MC	PK	S&J	SRICHA	TMILL	VNT
ASP	CMC	FSS	IRPC	MCOT	PL	SAAM	SSF	TMT	WACOAL
AWC	CNS	FTE	ITEL	META	PLANB	SABINA	SSI	TNITY	WHA
AYUD	COM7	GBX	IVL	MFEC	PLANET	SAK	SSP	TNL	WHAUP
B	CPALL	GC	JKN	MILL	PLAT	SAT	SSSC	TNP	WICE
BAFS	CPF	GCAP	JR	MINT	PM	SC	SST	TNR	WIK
BANPU	CPI	GEL	K	MONO	PPP	SCB	STA	TOG	XO
BAY	CPL	GFPT	KASET	MOONG	PPPM	SCC	STGT	TOP	YUASA
BBL	CPN	GGC	KBANK	MSC	PPS	SCCC	STOWER	TOPP	
BCH	CRC	GJS	KBS	MST	PR9	SCG	SUSCO	TPA	
BCP	CSC	GLOW	KCAR	MTC	PREB	SCGP	SVI	TPCS	
BE8	DCC	GOLD	KCC	MTI	PRG	SCM	SYMC	TPP	
BEC	DELTA	GPI	KCE	NBC	PRINC	SCN	SYNTEC	TRT	
BEYOND	DEMCO	GPSC	KGI	NCAP	PRM	SEAOIL	TAE	TRU	
BGC	DIMET	GSTEL	KKP	NEP	PROS	SE-ED	TAKUNI	TRUE	
BKI	DRT	GULF	KSL	NINE	PSH	SELIC	TASCO	TSC	
BLA	DTAC	KUNKUL	KTB	NKI	PSL	SENA	TCAP	TSTE	
N/A									
3K-BAT	BEM	CRC	HFT	MAX	LUXF	OISHI	SA	STECH	TPOLY
A	BH	CSP	HPF	M-CHAI	MACO	ONEE	SABUY	STGT	TPRIME
AAI	BIG	CSR	HTECH	MCS	MAJOR	OR	SAFARI	STHAI	TOM
AAV	BIOTEC	CSS	HUMAN	MDX	MANRIN	OSP	SAK	STI	TR
ACC	BIZ	CTARAF	HYDROGEN	MEGA	MATI	PACE	SAM	STPI	TRC
ACE	BJC	CTW	IFEC	MENA	MAX	PAF	SAMART	SUC	TRITN
ACG	BJCHI	CV	IHL	METCO	M-CHAI	PCC	SAMCO	SUN	TRUBB
AEONTS	BKD	CWT	III	MGT	MCS	PEACE	SAMTEL	SUPER	TSE
AFC	BKKCP	DCON	ILM	MICRO	MDX	PERM	SAUCE	SUPEREIF	TSI
AGE	BLAND	DDD	IMPACT	MIDA	MEGA	PF	SAWAD	SUTHA	TSR
AH	BLISS	DIF	INETREIT	MITSIB	MENA	PIN	SAWANG	SVOA	TTI
AHC	BOFFICE	DMT	INGRS	MJD	METCO	PLE	SCAP	SVT	TTLPF
AIMCG	BR	DOHOME	INOX	MK	MICRO	PLUS	SCI	SYNEX	TTT
AIMIRT	BRI	DREIT	INSET	ML	MIDA	PMTA	SCP	TC	TTW
AIT	BROCK	DTCENT	IT	MODERN	M-II	POLAR	SDC	TCC	TU-PF
AJ	BRRGIF	DTCI	ITC	MORE	MIFP	POLY	SEAFECO	TCCC	TWP
AJA	BTG	EASON	ITD	MPIC	MIT	POMPUI	SFLEX	TCJ	TWZ
AKR	BTNC	EE	J	MUD	MJD	POPF	SFP	TCOAT	TYCN
ALLA	BTSGIF	EGATIF	JAS	MVP	MJLF	PORT	SGC	TEAM	UAC
ALLY	BUI	EKH	JASIF	NC	MK	POST	SHANG	TEAMG	UMI
ALT	B-WORK	EMC	JCK	NCAP	ML	PPF	SHR	TEGH	UNIQ
ALUCON	BYD	ERWPF	JCT	NCH	MNIT	PRAKIT	SHREIT	TEKA	UP
AMARIN	CBG	ESSO	JDF	NDR	MNIT2	PRECHA	SIAM	TFEIF	UPOIC
AMATAR	CCET	ETC	JMART	NER	MNRF	PRIME	SIRIP	TFM	URBNPF
AMC	CCP	EVER	JMT	NETBAY	MODERN	PRIN	SIS	TGE	UTP
AMR	CGD	F&D	JTS	NEW	MOSHI	PRO	SISB	TGPRO	UVAN
ANAN	CH	FANCY	JWD	NEWS	M-PAT	PROSPECT	SKE	TH	VARO
AOT	CHARAN	FMT	KAMART	NEX	MPIC	PTL	SKN	THAI	VIBHA
APCO	CHAYO	FN	KBSPIF	NFC	M-STOR	QHHR	SKY	THE	VNG
APEX	CHG	FORTH	KC	NPK	NC	QHOP	SLP	THG	VPO
APURE	CI	FTI	KDH	NSL	NCAP	QHPF	SM	THL	VRANDA
AQ	CITY	FTREIT	KEX	KKC	NCH	RAM	SMT	TIF1	W
ASAP	CIVIL	FUTUREPF	KIAT	KPNPF	NER	RBF	SNNP	TIPH	WAVE
ASEFA	CK	GAHREIT	KISS	KTBSTMR	NEW	RCL	SO	TK	WFX
ASIA	CKP	GENCO	KWM	KTIS	NEX	RICHY	SOLAR	TKC	WGE
ASIMAR	CMAN	GIFT	KYE	KWC	NFC	RJH	SPCG	TKN	WHABT
ASW	CMR	GL	LALIN	KYE	NNCL	ROCK	SPG	TLHPF	WHAIR
AURA	CNT	GLAND	LEE	LALIN	NOVA	ROH	SPRIME	TLI	WHART
B52	CPH	GLOBAL	LEO	LEE	NRF	ROJNA	SQ	TMD	WIN
BA	CPL	GLOCON	LIT	LHHOTEL	NSL	RPC	SRIPANWA	TNCP	WORK
BAREIT	CPNCG	GRAMMY	LHPF	LHXP	NTV	RPH	SSC	TNPF	WORLD
BBGI	CPNREIT	GRAND	LPH	LHSC	NUSA	RS	SSPF	TOA	WP
BCT	CPT	GREEN	LST	LOXLEY	NV	RSP	SSTRT	TPAC	WPH
BDMS	CPTGF	GROREIT	MACO	LPF	NVD	RT	STANLY	TPBI	XPG
BEAUTY	CPW	GVREIT	MANRIN	LPH	NYT	S	STARK	TPIPL	
BEC	CRANE	GYT	MATI	LST	OHTL	S-11	STEC	TPIPP	

Source : Thai Institute of Directors

คำชี้แจง ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 24 ตุลาคม 2565 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC