

18 July 2023

Sector: Food & Beverage

Thai Union Group

2Q23E ชะลอจากราคาทูน่า & Red Lobster, 2H23E เริ่มฟื้นตัว

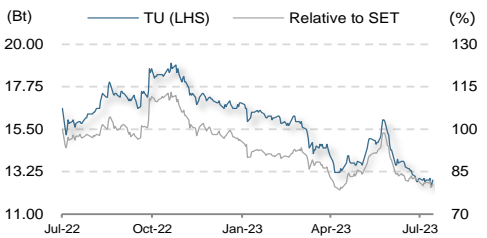
Bloomberg ticker	TU TB
Recommendation	HOLD
Current price	Bt12.90
Target price	Bt14.00
Upside/Downside	+9%
EPS revision	n.a.

Bloomberg target price	Bt16.81
Bloomberg consensus	Buy 14 / Hold 4 / Sell 1

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt19.10 / Bt12.40
Market cap. (Bt mn)	59,174
Shares outstanding (mn)	4,455
Avg. daily turnover (Bt mn)	417
Free float	70%
CG rating	Excellent
ESG rating	Very good

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue	141,048	155,586	140,592	151,342
EBITDA	13,301	12,436	10,361	12,701
Net profit	8,013	7,138	3,855	5,138
EPS (Bt)	1.66	1.47	0.86	1.15
Growth	31.4%	-11.3%	-41.7%	34.7%
Core EPS (Bt)	1.30	1.37	0.86	1.15
Growth	20.4%	5.9%	-37.6%	34.7%
DPS (Bt)	0.95	0.84	0.49	0.66
Div. yield	7.4%	6.5%	3.8%	5.1%
PER (x)	7.8	8.8	15.1	11.2
Core PER (x)	10.0	9.4	15.1	11.2
EV/EBITDA (x)	9.2	8.7	10.0	7.1
PBV (x)	1.0	0.7	0.7	0.7

Bloomberg consensus				
Net profit	8,013	6,838	6,062	7,265
EPS (Bt)	1.72	1.47	1.23	1.48



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-4.4%	-5.8%	-21.3%	-18.4%
Relative to SET	-2.5%	-1.4%	-12.3%	-18.1%

Major shareholders	Holding
1. Thai NVDR	9.77%
2. Mr. Thiraphong Chansiri	6.45%
3. Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd.	6.01%

Analyst: Veeraya Mukdapitak (Reg. no. 086645)

เราแนะนำ “ถือ” และราคาเป้าหมาย 14.00 บาทอิง SOTP แบ่งเป็นมูลค่าธุรกิจของ TU (ไม่รวม PetCare ของ ITC) ที่ 4.2 บาทอิง 2023E PER 11x (-1SD below 5-yr average PER) และมูลค่าธุรกิจ PetCare ของ ITC ที่ 9.8 บาทอิง 2023E PER 22x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงที่ 28x เราคงมุมมองระยะยาวต่อ TU จาก 1) สถานะเศรษฐกิจชะลอตัว ซึ่งส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อผู้บริโภคและปัญหา inventory destocking อาจใช้เวลาคืนคืนยาวนานกว่าคาด, 2) ต้นทุนทูน่า (50% ของต้นทุนวัตถุดิบ) มีโอกาสทรงตัวสูงใน 3Q23E จากการเข้าสู่ช่วงห้ามจับปลา (FAD ban) ทำให้จะเป็นปัจจัยกดดันต่อ GPM ของธุรกิจอาหารทะเลแปรรูป (Ambient seafood) รวมถึงธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยง (PetCare) แต่คาดถูกชดเชยบางส่วนจากต้นทุนกุ้งลดลง (30% ของต้นทุนวัตถุดิบ), และ 3) ประเมินกำไรปกติปี 2023E ปรับตัวลง -42% YoY ขณะที่คาดการณ์กำไรปกติ 2Q23E ที่ 783 ล้านบาท (-52% YoY, -2% QoQ) ลดลง YoY เป็นไปตามการชะลอตัวของอุปสงค์ในทุกรูธุรกิจ ขณะที่ลดลง QoQ เป็นผลจากผลการดำเนินงาน Red Lobster กลับมาขาดทุนหลังผ่านช่วง peak season ราคาหุ้นปรับตัวลง แต่กลับมา in line กับ SET ใน 1-3 เดือน แม้ทิศทาง 2H23E มีโอกาสปรับตัวดีขึ้น HoH แต่เราแนะนำ “ถือ” จากสถานการณ์เศรษฐกิจและต้นทุนทูน่าที่ยังเป็นปัจจัยท้าทาย ทำให้ผลการดำเนินงานอาจยังต้องใช้เวลารับมือกับระดับปกติ

Event: Company update

□ **กำไรปกติ 2Q23E ชะลอตัว YoY, QoQ** เราประเมินกำไรปกติ 2Q23E ที่ 783 ล้านบาท ปรับตัวลง -52% YoY, -2% QoQ กำไรปรับตัวลง YoY เป็นไปตามการชะลอตัวในทุกรูธุรกิจ จากปัญหา inventory destocking หลังสถานการณ์ logistics กลับสู่ปกติ และกำลังซื้อผู้บริโภคลดลง ขณะที่ต้นทุนทูน่าปรับตัวขึ้น +24% YoY, +10% QoQ ด้านกำไรลดลง QoQ สาเหตุหลักจากการรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทรวมที่ -55 ล้านบาท พลิกจากส่วนแบ่งกำไร 1Q23 ที่ 231 ล้านบาท เป็นไปตามธุรกิจ Red Lobster ผ่านช่วง high season แต่ offset บางส่วนโดย GPM ที่ขึ้นเล็กน้อยเป็น 15.6% จาก 1Q23 ที่ 15% จากธุรกิจอาหารทะเลแปรรูป (Ambient seafood) เริ่มเข้าสู่ช่วง high season การปรับราคาขายขึ้น และต้นทุนกุ้งลดลง

□ **ต้นทุนทูน่าทรงตัวสูง แต่เริ่มมีสัญญาณดีจากต้นทุนกุ้งลดลง** ราคาทูน่าล่าสุดเดือน มิ.ย. 2023 ทรงตัวสูงที่ USD2,000/ton (+40% YoY, ทรงตัว MoM) โดยเรามองว่าแนวโน้มจะยังอยู่ในระดับสูงใน 3Q23E จากการเข้าสู่ช่วงห้ามจับปลาโดยใช้ Fish aggregating device (FAD ban) อย่างไรก็ตามเริ่มมีสัญญาณดีขึ้นจากฝั่งต้นทุนกุ้ง หลังราคาทูน่าล่าสุดเดือน มิ.ย. 2023 อยู่ที่เพียง 120 บาท/กก. (-25% YoY, -6% MoM) ต่ำสุดนับตั้งแต่ พ.ค. 2018 และคาดการณ์จะยังทรงตัวต่ำใน 3Q23E จากปัญหา oversupply ในตลาด

□ **กำไรปกติปี 2023E หดตัว -42% YoY, แนวโน้ม 2H23E ฟื้นตัว HoH** เราประเมินกำไรปกติปี 2023E ที่ 3.9 พันล้านบาท (-42% YoY) ตามการชะลอตัวในทุกรูธุรกิจ อย่างไรก็ตามเบื้องต้นคาดการณ์ 2H23E จะปรับตัวดีขึ้น HoH หนุนโดย 1) สถานการณ์ inventory destocking คลี่คลายขึ้น โดยเฉพาะธุรกิจ PetCare หลังเริ่มเห็นสัญญาณลูกค้า global brands กลับมาสั่งซื้อ, 2) GPM ปรับตัวดีขึ้นเป็นไปตามยอดขาย อานิสงส์จากราคากุ้งทรงตัวต่ำ และกลยุทธ์การปรับ product mix เน้นสินค้า value-added มากขึ้น, และ 3) การเริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ของโรงงานผลิตอาหารพร้อมรับประทาน โรงงานผลิตโปรตีนไฮโดรไลเซตและคอลลาเจนเปปไทด์ และโรงงานใหม่ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงแบบเปียกและขนมสำหรับสัตว์เลี้ยง

Valuation/Catalyst/Risk

แนะนำ “ถือ” และประเมินราคาเป้าหมายที่ 14.00 บาทอิง SOTP แบ่งเป็นมูลค่าธุรกิจของ TU (ไม่รวม PetCare ของ ITC) ที่ 4.2 บาทอิง 2023E PER 11x (-1SD below 5-yr average PER) และมูลค่าธุรกิจ PetCare ของ ITC ที่ 9.8 บาทอิง 2023E PER 22x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงที่ 28x เราคงมุมมองระยะยาวต่อ TU จากแนวโน้มกำลังซื้อผู้บริโภคที่ชะลอตัว ต้นทุนทูน่าทรงตัวสูง และธุรกิจ Red Lobster ที่อาจมีความเสี่ยงมากขึ้นจากสถานะเศรษฐกิจ

KEY INVESTMENT HIGHLIGHTS

□ กำไรปกติ 2Q23E ชะลอตัว YoY, QoQ

เราประเมินกำไรปกติ 2Q23E ที่ 783 ล้านบาท ชะลอตัว -52% YoY, -2% QoQ ผลการดำเนินงานลดลง YoY เป็นไปตามการชะลอตัวของรายได้ในทุกธุรกิจ โดยเฉพาะธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยง (PetCare) ปรับตัวลงถึง -37% YoY จากปัญหา inventory destocking หลัง logistics กลับสู่ปกติ และกำลังซื้อผู้บริโภคที่ได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจ ขณะที่ GPM รวมลดลงอยู่ที่ 15.6% จาก 2Q22 ที่ 17.3% ตามทิศทางรายได้และต้นทุนที่น่าทึ่งตัวสูงที่ USD2,000/ton (+24% YoY, +10% QoQ) สำหรับผลการดำเนินงานลดลง QoQ เป็นผลจากการรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วมที่ -55 ล้านบาท เทียบกับส่วนแบ่งกำไร 1Q23 ที่ 231 ล้านบาท โดยหลักจากธุรกิจ Red Lobster ผ่านช่วง peak season แต่คาดถูกชดเชยบางส่วนโดย 1) รายได้ดีขึ้น +4% QoQ จากธุรกิจอาหารทะเลแปรรูป (Ambient seafood) ซึ่งคิดเป็น 47% ของรายได้รวม เริ่มเข้าสู่ช่วง high season และ 2) GPM ดีขึ้นเล็กน้อยจาก 1Q23 ที่ 15% หนุนโดยการปรับราคาขายขึ้น และต้นทุนกุ้งเฉลี่ยลดลงอยู่ที่ 127 บาท/กก. (-17% YoY, -24% QoQ) ซึ่งช่วยหนุน GPM ธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งและแช่เย็น (Frozen and chilled seafood)

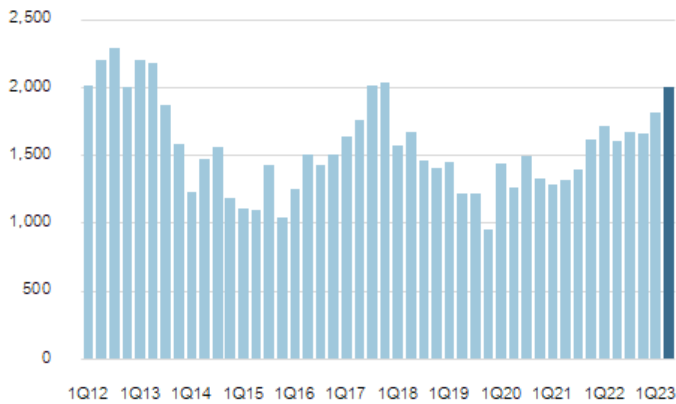
Fig 1: 2Q23E earnings preview

FY: Dec (Bt mn)	2Q23E	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	1H23E	1H22	YoY
Revenues	33,982	38,946	-12.7%	32,652	4.1%	66,634	75,217	-11.4%
CoGS	(28,681)	(32,224)	-11.0%	(27,735)	3.4%	(56,416)	(62,141)	-9.2%
Gross profit	5,301	6,721	-21.1%	4,917	7.8%	10,218	13,076	-21.9%
SG&A	(4,248)	(4,862)	-12.6%	(4,121)	3.1%	(8,369)	(9,550)	-12.4%
EBITDA	2,258	2,852	-20.8%	2,273	-0.6%	4,531	5,562	-18.5%
Other inc./exps	155	(56)	n.m.	429	-63.9%	584	(35)	n.m.
Interest expenses	(535)	(465)	15.1%	(532)	0.5%	(1,067)	(910)	17.3%
Income tax	168	346	-51.3%	242	-30.4%	410	534	-23.1%
Core profit	783	1,636	-52.2%	796	-1.6%	1,579	3,053	-48.3%
Net profit	783	1,624	-51.8%	1,022	-23.4%	1,804	3,369	-46.4%
EPS (Bt)	0.16	0.33	-52.2%	0.20	-21.9%	0.36	0.69	-47.5%
Gross margin	15.6%	17.3%		15.1%		15.3%	17.4%	
Net margin	2.3%	4.2%		3.1%		2.7%	4.5%	

□ ต้นทุนที่น่าทึ่งตัวสูง แต่เริ่มมีสัญญาณดีจากต้นทุนกุ้งลดลง

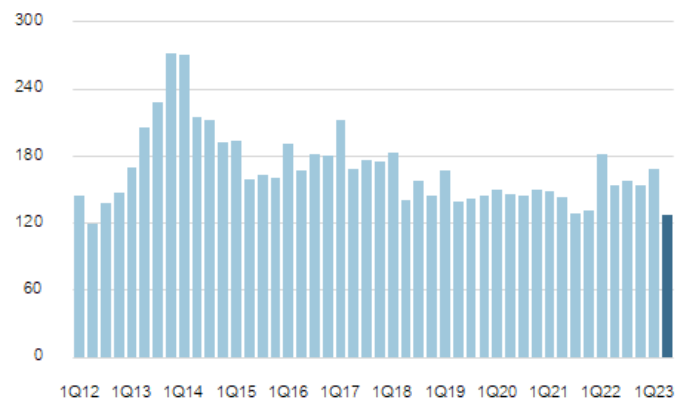
ราคาพูล่าล่าสุดเดือน มิ.ย. 2023 อยู่ที่ USD2,000/ton เพิ่มขึ้น +40% YoY และทรงตัว MoM ขณะที่แนวโน้มมีโอกาสทรงตัวสูงใน 3Q23E จากการเข้าสู่ช่วงห้ามจับปลาโดยใช้ Fish aggregating device (FAD ban) ในเดือน ก.ค.-ก.ย. ทำให้ปัจจัยดังกล่าวมีโอกาสกดดัน GPM ธุรกิจ Ambient seafood และธุรกิจ PetCare ต่อเนื่องใน 2H23E อย่างไรก็ตามเริ่มมีสัญญาณดีขึ้นจากต้นทุนกุ้งที่ลดลง โดยราคากุ้งขาว (แวนนาไม) ขนาด 60 ตัว/กก. ล่าสุดเดือน มิ.ย. 2023 อยู่ที่เพียง 120 บาท/กก. ลดลง -25% YoY, -6% MoM ซึ่งเป็นราคาต่ำสุดนับตั้งแต่ พ.ค. 2018 ที่ราคากุ้งเคยลงไปถึง 119 บาท/กก. และมีโอกาสจะทรงตัวต่ำใน 3Q23E จากปัญหา oversupply ในตลาด ซึ่งปัจจัยนี้จะช่วยหนุน GPM ธุรกิจ Frozen and chilled seafood (36% ของรายได้รวม)

Fig 2: Quarterly skipjack tuna price (USD/ton)



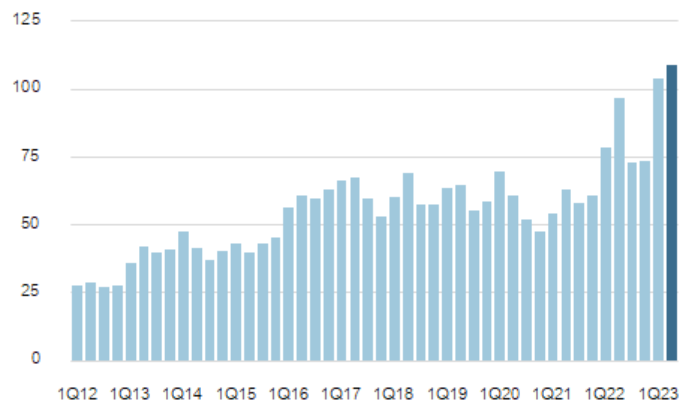
Source: Company

Fig 3: Quarterly white shrimp (Vannamei) wholesale price (60 pieces/kg) (Bt/kg)



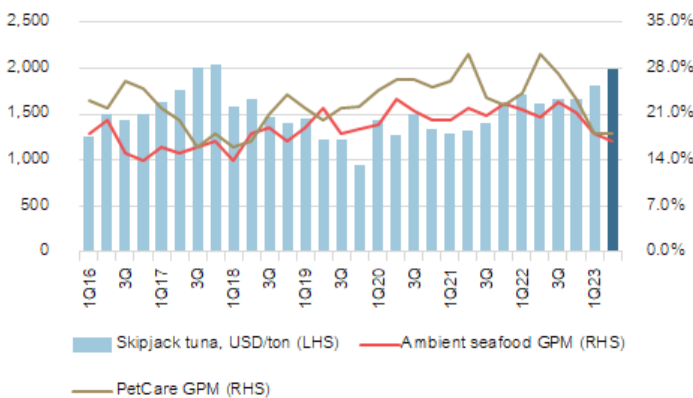
Source: Company, Department of International Trade of Thailand

Fig 4: Quarterly salmon price (NOK/kg)



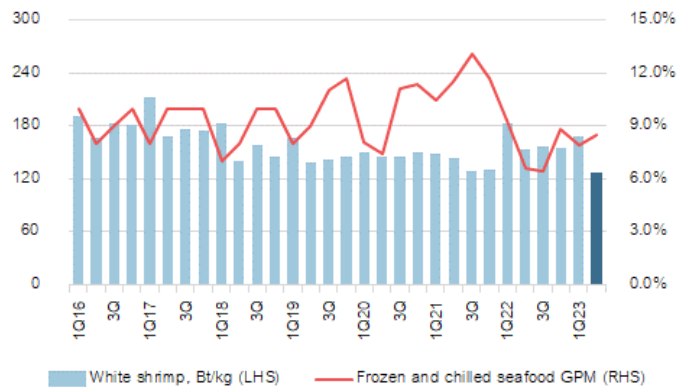
Source: Bloomberg

Fig 5: Skipjack tuna price vs Ambient seafood & PetCare GPM



Source: Company, DAOL

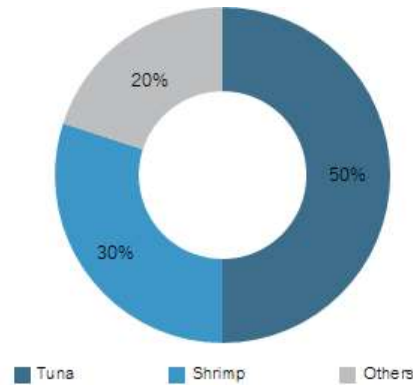
Fig 6: White shrimp (Vannamei) price vs Frozen and chilled seafood GPM



Source: Company, Department of International Trade of Thailand, DAOL

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 3

Fig 7: Raw material breakdown

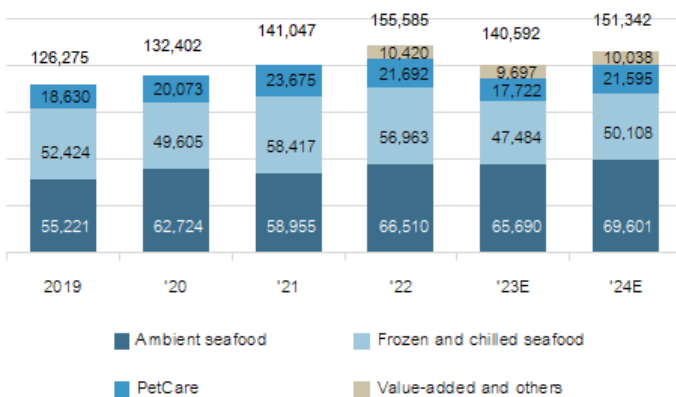


Source: Company

□ ประเมินกำไรปกติปี 2023E หดตัว -42% YoY, แนวโน้ม 2H23E พุ่งตัว HoH

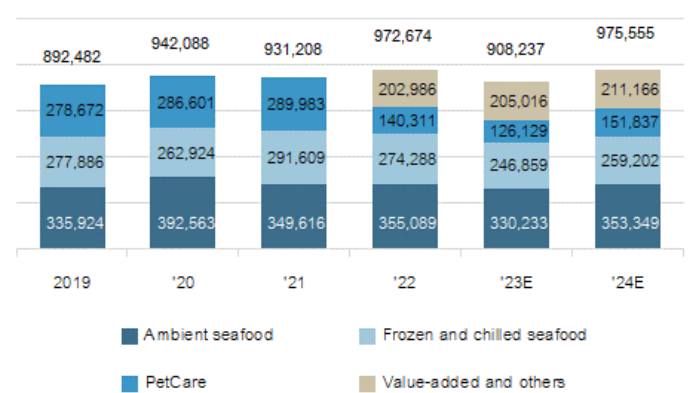
เราประเมินกำไรปกติปี 2023E ที่ 3.9 พันล้านบาท (-42% YoY) จากการชะลอตัวในทุกธุรกิจ หลังอุปสงค์โดยรวมลดลงจากผลกระทบทางเศรษฐกิจและสต็อกลูกค้าที่ยังอยู่ในระดับสูง ขณะที่ต้นทุนพุ่งสูงขึ้น อย่างไรก็ตามเบื้องต้นมองว่าทิศทางผลการดำเนินงาน 2H23E จะพุ่งตัว HoH จาก 1) สถานการณ์ inventory destocking ททยอยคลี่คลายขึ้น โดยเฉพาะธุรกิจ PetCare หลังเริ่มเห็นสัญญาณลูกค้า global brands ในสหรัฐฯ กลับมาสั่งซื้อซ้ำ, 2) GPM ปรับตัวดีขึ้น จากการส่งผ่านต้นทุนได้ดีขึ้น อันสืบเนื่องจากราคากุ้งทรงตัวต่ำช่วยหนุนกลุ่ม Frozen and chilled seafood และกลยุทธ์ปรับ product mix เน้นสินค้า value-added มากขึ้น, 3) การเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ของโรงงานผลิตอาหารพร้อมรับประทาน (Culinary plant) และโรงงานผลิตโปรตีนไฮโดรไลเซตและคอลลาเจนเปปไทด์ใน 2H23E ซึ่งจะช่วยหนุนรายได้ธุรกิจผลิตภัณฑ์เพิ่มมูลค่าและอื่นๆ (Value-added and others) รวมถึงโรงงานใหม่ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงแบบเปียกและขนมสำหรับสัตว์เลี้ยง ซึ่งจะเริ่มดำเนินการผลิตใน 2H23E เช่นกัน, และ 4) ได้อานิสงส์จาก high season บางส่วนของธุรกิจ Ambient seafood แต่คาดการณ์ปัจจัยเหล่านี้ถูก offset บางส่วนโดยผลการดำเนินงาน Red Lobster ที่กลับมาขาดทุนมากขึ้น HoH ตามปัจจัยฤดูกาล

Fig 8: 2019-24E total revenue breakdown by business (Bt mn)



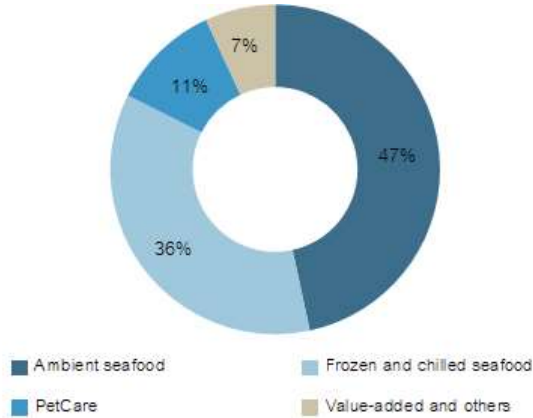
Source: Company, DAOL

Fig 9: 2019-24E sales volume (tons)



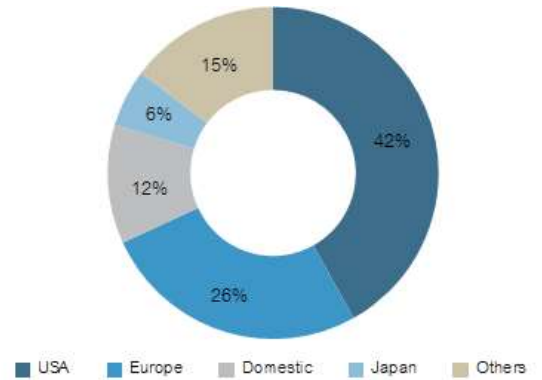
Source: Company, DAOL

Fig 10: 1Q23 revenue breakdown by business



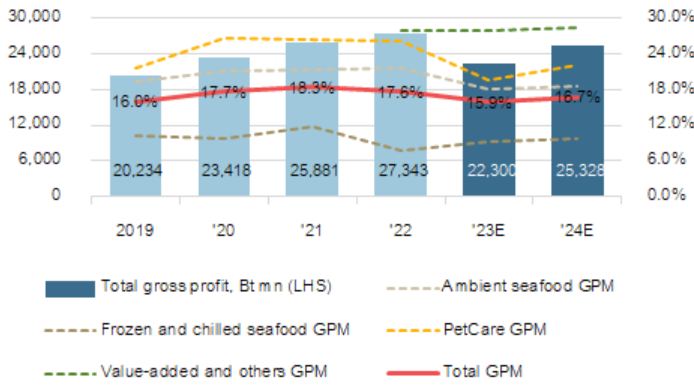
Source: Company

Fig 11: 1Q23 revenue breakdown by geographic



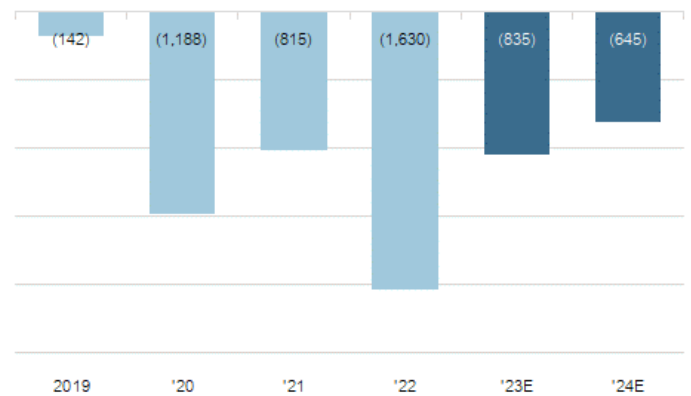
Source: Company

Fig 12: 2019-24E gross profit



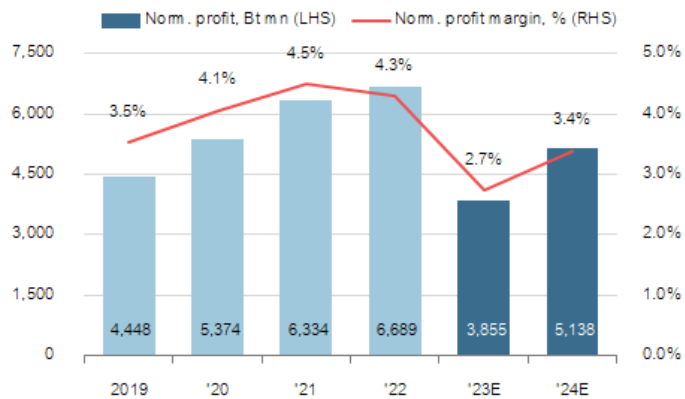
Source: Company, DAOL

Fig 13: Red Lobster's total share of income



Source: Company, DAOL

Fig 14: 2019-24E normalized profit



Source: Company, DAOL

Fig 15: Current investment plan



VALUATION

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 14.00 บาท

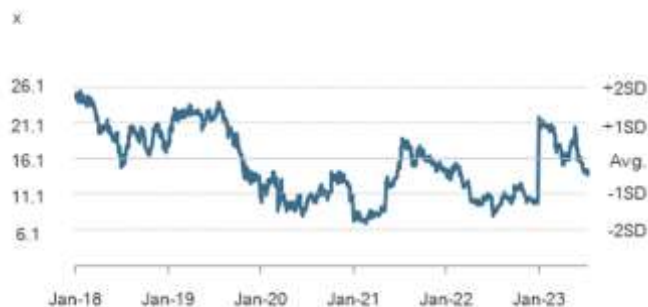
เราแนะนำ "ถือ" TU และประเมินราคาเป้าหมาย 14.00 บาท ซึ่ง SOTP แบ่งเป็นมูลค่าธุรกิจ Ambient seafood, Frozen and chilled seafood, และ Value-added and others (ไม่รวม PetCare ของ ITC) รวมที่ 4.2 บาท ซึ่ง 2023E PER 11x (-1SD below 5-yr average PER) และมูลค่าธุรกิจ PetCare ของ ITC ที่ 9.8 บาท ซึ่ง 2023E PER 22x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงที่ 28x แม้ผลการดำเนินงาน 2H23E จะฟื้นตัว HoH แต่เราคงมุมมองระมัดระวังจาก 1) สถานการณ์เศรษฐกิจและกำลังซื้อผู้บริโภคที่ชะลอตัว ทำให้กระทบอุปสงค์และปัญหา inventory destocking อาจใช้เวลาดำเนินการนานกว่าคาด, 2) ต้นทุนหน่วยทางตัวสูง, และ 3) ธุรกิจ Red Lobster ยังมีความเสี่ยงจากเศรษฐกิจและกำลังซื้อลดลง ทำให้อาจส่งผลกระทบต่อ EBITDA covenant ที่ราว USD120 ล้านปี (1H23 ยังเป็นไปตาม covenant) ขณะที่แผน M&A คาดระยะสั้นยังไม่มีความชัดเจน

Fig 16: SOTP valuation

	2023E				
	Core profit (Bt mn)	Core EPS (Bt)	PER	Value per share (Bt)	Remark
TU's businesses (exc. ITC)	1,807	0.40	11	4.2	-1SD below 5-yr average PER
ITC @ 77.82% shareholding	2,048	0.45	22	9.8	below industry average PER @ 28x
2023E target price				14.0	

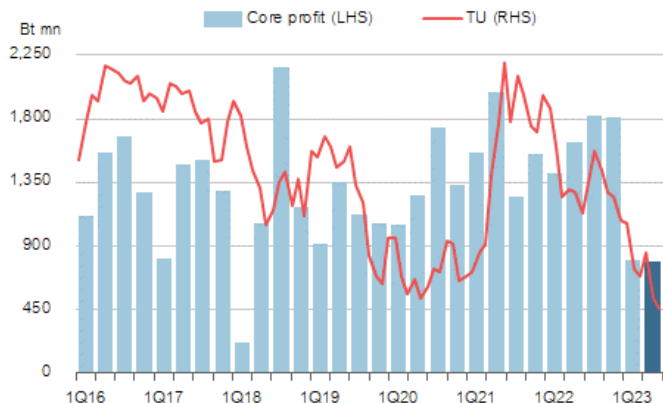
Source: DAOL

Fig 17: TU's forward PER band



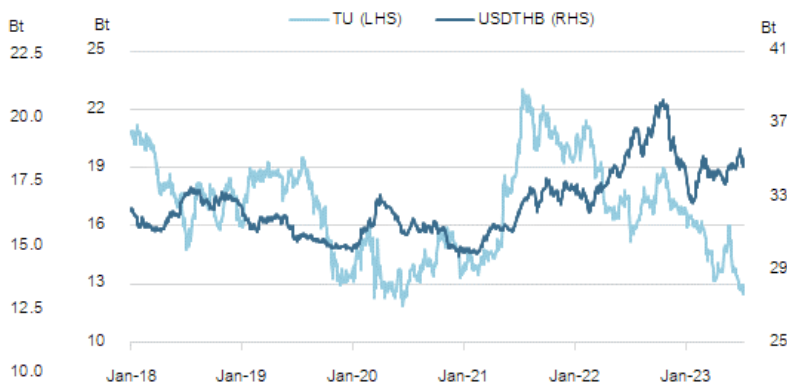
Source: Setsmart, DAOL

Fig 18: TU share prices vs profits



Source: Setsmart, DAOL

Fig 19: TU share prices vs USDTHB (Correlation = 0.2x)



Source: Setsmart, Bloomberg

Quarterly income statement

(Bt mn)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
Sales	36,272	38,946	40,756	39,613	32,652
Cost of sales	(29,917)	(32,224)	(33,357)	(32,744)	(27,735)
Gross profit	6,355	6,721	7,399	6,868	4,917
SG&A	(4,688)	(4,862)	(5,064)	(4,484)	(4,121)
EBITDA	2,710	2,852	3,452	3,422	2,273
Finance costs	(445)	(465)	(517)	(571)	(532)
Core profit	1,416	1,636	1,823	1,813	796
Net profit	1,746	1,624	2,530	1,238	1,022
EPS	0.36	0.33	0.53	0.25	0.20
Gross margin	17.5%	17.3%	18.2%	17.3%	15.1%
EBITDA margin	7.5%	7.3%	8.5%	8.6%	7.0%
Net profit margin	4.8%	4.2%	6.2%	3.1%	3.1%

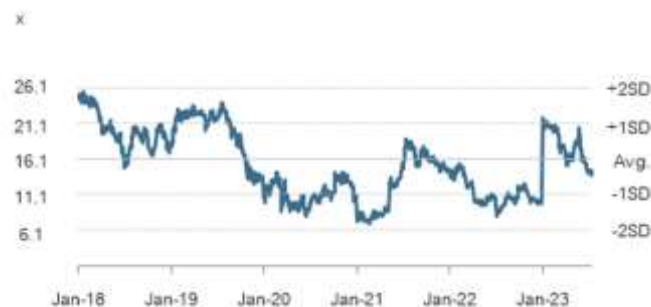
Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Cash & deposits	6,286	9,023	12,241	12,535	13,434
Accounts receivable	13,320	16,308	17,525	16,540	16,816
Inventories	38,546	46,636	52,622	49,288	42,004
Other current assets	2,312	2,896	5,236	5,346	5,456
Total cur. assets	60,465	74,863	87,625	83,710	77,711
Investments	9,269	12,766	12,183	11,973	11,973
Fixed assets	26,691	27,027	28,475	28,267	26,511
Other assets	48,150	51,948	54,287	54,787	55,287
Total assets	144,575	166,604	182,569	178,737	171,487
Short-term loans	13,406	9,567	9,613	8,651	8,695
Accounts payable	19,068	21,351	22,018	19,715	21,002
Current maturities	8,088	14,937	2,521	13,574	4,698
Other current liabilities	3,451	2,226	2,673	2,673	2,673
Total cur. liabilities	44,013	48,081	36,824	44,613	37,067
Long-term debt	36,862	46,431	48,125	35,851	32,453
Other LT liabilities	7,964	9,878	9,489	9,640	9,799
Total LT liabilities	44,825	56,309	57,614	45,491	42,252
Total liabilities	88,838	104,391	94,438	90,104	79,319
Registered capital	1,493	1,493	1,493	1,493	1,493
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
Retained earnings	33,384	36,927	39,784	39,857	42,821
Others	(2,340)	1,251	19,717	19,717	19,717
Minority interests	3,551	2,894	7,489	7,918	8,488
Shares' equity	55,737	62,213	88,131	88,633	92,167

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Net profit	6,246	8,013	7,138	3,855	5,138
Depreciation	3,955	4,184	4,324	4,425	4,480
Chg in working capital	572	(7,208)	(7,363)	2,016	8,295
Others	2,659	1,303	1,772	151	159
CF from operations	13,432	6,292	5,871	10,448	18,072
Capital expenditure	(3,721)	436	(3,416)	(4,218)	(2,724)
Others	(14)	(8,540)	(1,998)	(400)	(615)
CF from investing	(3,736)	(8,104)	(5,415)	(4,618)	(3,340)
Free cash flow	9,697	(1,812)	456	5,830	14,733
Net borrowings	(1,490)	12,626	(10,684)	(2,182)	(12,231)
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,545)	(3,957)	(4,190)	(3,783)	(2,174)
Others	(4,168)	(4,086)	17,615	428	571
CF from financing	(8,203)	4,583	2,742	(5,537)	(13,834)
Net change in cash	1,494	2,771	3,198	294	899

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales	132,402	141,048	155,586	140,592	151,342
Cost of sales	(108,985)	(115,167)	(128,243)	(118,292)	(126,013)
Gross profit	23,418	25,881	27,343	22,300	25,328
SG&A	(15,596)	(17,366)	(19,098)	(17,012)	(18,010)
EBITDA	12,040	13,301	12,436	10,361	12,701
Depre. & amortization	(3,955)	(4,184)	(4,324)	(4,425)	(4,480)
Equity income	(527)	(145)	(1,030)	(210)	5
Other income	791	748	897	857	897
EBIT	8,085	9,117	8,113	5,936	8,221
Finance costs	(1,724)	(1,730)	(1,998)	(2,134)	(2,082)
Income taxes	(724)	(795)	840	481	(429)
Net profit before MI	5,636	6,593	6,954	4,284	5,709
Minority interest	(263)	(259)	(265)	(428)	(571)
Core profit	5,374	6,334	6,689	3,855	5,138
Extraordinary items	873	1,679	449	0	0
Net profit	6,246	8,013	7,138	3,855	5,138

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Growth YoY					
Revenue	4.9%	6.5%	10.3%	-9.6%	7.6%
EBITDA	12.5%	10.5%	-6.5%	-16.7%	22.6%
Net profit	63.7%	28.3%	-10.9%	-46.0%	33.3%
Core profit	20.8%	17.9%	5.6%	-42.4%	33.3%
Profitability ratio					
Gross profit margin	17.7%	18.3%	17.6%	15.9%	16.7%
EBITDA margin	9.1%	9.4%	8.0%	7.4%	8.4%
Core profit margin	4.1%	4.5%	4.3%	2.7%	3.4%
Net profit margin	4.7%	5.7%	4.6%	2.7%	3.4%
ROA	4.4%	5.2%	4.1%	2.1%	2.9%
ROE	12.4%	14.4%	10.2%	4.8%	6.3%
Stability					
D/E (x)	1.05	1.14	0.68	0.66	0.50
Net D/E (x)	0.94	1.00	0.55	0.51	0.35
Interest coverage ratio	4.7	5.3	4.1	2.8	3.9
Current ratio (x)	1.37	1.56	2.38	1.88	2.10
Quick ratio (x)	0.50	0.59	0.95	0.77	0.96
Per share (Bt)					
Reported EPS	1.26	1.66	1.47	0.86	1.15
Core EPS	1.08	1.30	1.37	0.86	1.15
Book value	11.07	12.74	17.32	17.92	18.78
Dividend	0.72	0.95	0.84	0.49	0.66
Valuation (x)					
PER	10.23	7.79	8.78	15.07	11.19
Core PER	11.99	9.95	9.40	15.07	11.19
P/BV	1.17	1.01	0.74	0.72	0.69
EV/EBITDA	9.38	9.18	8.70	10.01	7.08
Dividend yield	5.6%	7.4%	6.5%	3.8%	5.1%

Corporate governance report of Thai listed companies 2022

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยแพร่สาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC’s stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- ❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกันบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชั่น ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.
- ❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.
- ❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 10