

THAI UNION GROUP TU TB

THAILAND / FOOD & BEVERAGE

BUY

UNCHANGED

เข้าสู่การเติบโตรอบใหม่ หลังถอน RL

- เรามองบวกต่อการถอนการลงทุน Red Lobster จะหยุดรับรู้ขาดทุนตั้งแต่ 1Q24
- ค่าระวางเรือที่สูงขึ้นจากสงคราม Red Sea น่าจะกินระยะเวลาสั้นกว่าตอนโควิด คาดกระทบค่าขนส่งใน 1H24 เชื่อว่าผลบวกของ RL น่าจะหักล้างได้หมด
- ปรับเพิ่มกำไรและราคาเป้าหมายเป็น 19 บาท คงคำแนะนำ ชื้อ

TARGET PRICE	THB19.00
CLOSE	THB15.40
UP/DOWNSIDE	+23.4%
PRIOR TP	THB18.00
CHANGE IN TP	+5.6%
TP vs CONSENSUS	+4.3%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	155,586	136,047	138,143	143,669
Net profit	6,885	(13,797)	5,511	5,998
EPS (THB)	1.44	(2.96)	1.18	1.29
vs Consensus (%)	-	nm	(8.7)	(9.6)
EBITDA	13,348	12,361	12,786	13,500
Recurring net profit	6,571	4,956	5,511	5,998
Core EPS (THB)	1.38	1.06	1.18	1.29
Chg. In EPS est. (%)	-	24.0	8.1	4.7
EPS growth (%)	8.3	(22.7)	11.2	8.8
Core P/E (x)	11.2	14.5	13.0	12.0
Dividend yield (%)	5.5	3.8	4.2	4.6
EV/EBITDA (x)	9.7	9.8	9.3	8.8
Price/book (x)	0.9	1.2	1.2	1.1
Net debt/Equity (%)	54.6	63.5	58.7	56.0
ROE (%)	9.4	7.1	9.1	9.5

จะหยุดรับรู้ขาดทุน Red Lobster ตั้งแต่ 1Q24 เป็นต้นไป

เรามองบวกต่อการถอนการลงทุนใน Red Lobster (RL) แม้ 4Q23 จะต้องรับรู้ตัดยค่าสูงถึง 1.85 หมื่นลบ. แต่เป็นรายการ One time และ Non Cash แม้ส่วนทุนจะลดลงจากการตัดยค่าครั้งนี้ และทำให้ Net D/E ratio ขยับขึ้นเป็น 0.84x จาก 0.65x จากสิ้น 3Q23 แต่ยังคงต่ำกว่า Debt covenant ที่กำหนดห้ามเกิน 2x อยู่มาก ขณะที่อัตราส่วนทางการเงินอื่นๆ อาจปรับลงเป็นการชั่วคราว และจะกลับมาดีขึ้นในปี 2024 ขณะที่บริษัทจะหยุดรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจาก RL ตั้งแต่ 1Q24 เป็นต้นไป ส่งผลบวกต่อกำไรปี 2024 ของ TU คาดเพิ่มขึ้นราว 450-500 ลบ.

มองแนวโน้มค่าระวางเรือที่สูงขึ้น เป็นเหตุการณ์ชั่วคราว

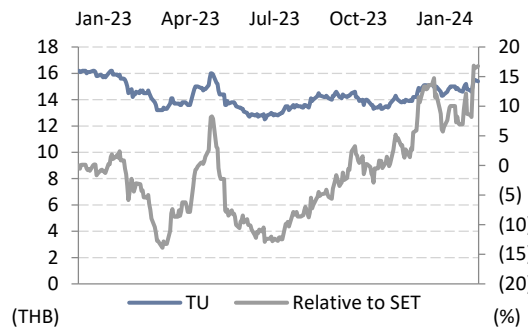
ปัญหาสงครามที่กระทบต่อเส้นทางขนส่ง Red Sea ตั้งแต่ 15 ธ.ค. เริ่มกระทบต่อรายได้ส่งออกยุโรปเล็กน้อยใน 4Q23 และอาจต่อเนื่องมาใน 1Q24 จากระยะเวลาขนส่งที่นานขึ้นราว 10-15 วัน กอปรกับค่าระวางเรือต่อไทย-ยุโรปปรับขึ้นแรงกว่า 200% m-m สูงสุดในรอบ 16 เดือน ส่วนค่าระวางไทย-สหรัฐ และไทย-จีนปรับขึ้นเช่นกัน +40-50% และ +78% ตามลำดับ เรามองว่าอาจกระทบต่อ TU ชั่วสั้น เพราะมีบางส่วนขายแบบ CIF ตอนโควิดปี 2022 ที่ค่าระวางทำกำไรและสูงกว่าปัจจุบันเกือบ 3x ค่า Freight Cost สูงขึ้นเป็น 32.4% จากปกติอยู่ที่ 21-22% ทั้งนี้มีความเป็นไปได้ที่ปัญหาสงครามอาจกินเวลาสั้นกว่าตอนเกิดโควิดที่ค่าระวางเรือสูงนานถึง 23 เดือน

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร มองผลบวก RL หักล้างค่าระวางเรือที่สูงขึ้นได้หมด

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2024-25 ขึ้น 5.5% และ 2.1% เป็น 5.5 พันลบ. (+11.2% y-y) และ 6 พันลบ. การเติบโต +11.2% y-y และ +8.8% y-y ตามลำดับ แม้ปรับลดรายได้ลง และปรับเพิ่ม Freight cost ขึ้น ทำให้ SG&A to sales เพิ่มขึ้น 20bps เพื่อสะท้อนมุมมองค่าระวางเรือที่สูงขึ้นใน 1H24 และคาดการณ์การฉีกขึ้นใน 2H24 แต่ผลลบของค่าระวางเรือที่สูงขึ้นจะถูกหักล้างทั้งหมดด้วยส่วนแบ่งขาดทุน RL ที่หายไป

ปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย และคงคำแนะนำ ชื้อ

ด้วยผลของการปรับเพิ่มกำไร เราจึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมายสิ้นปี 2024 ขึ้นเป็น 19 บาท จากเดิม 18 บาท (อิง SoTP) คิดเป็น 2024 PE ที่ 17x แม้อัตราส่วนทางการเงินจะสะดุดลงใน 4Q23 แต่เป็นสถานการณ์ชั่วคราว และคาดแนวโน้มผลการดำเนินงานและอัตราส่วนทางการเงินจะกลับสู่ระดับปกติอีกครั้งในปี 2024 และหากสามารถขอฟ่อนผันผู้ถือหุ้นและผู้ธนาคารได้สำเร็จ คาดอัตราจ่ายปันผลงวด 2H23 หุ่นละ 0.3 บาท คิดเป็น Dividend yield ครั้งที่ 2% ยังคงคำแนะนำ ชื้อ



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	6.9	14.9	(6.1)
Relative to country (%)	9.7	17.4	15.0
Mkt cap (USD m)	1,982		
3m avg. daily turnover (USD m)	7.9		
Free float (%)	65		
Major shareholder	Chansiri Family (12%)		
12m high/low (THB)	16.50/12.40		
Issued shares (m)	4,655.13		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates


Sureeporn Teewasuwet

 Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 040694
 sureeporn.t@fssia.com, +66 2646 9972

Investment thesis

TU คือผู้ผลิตและแปรรูปอาหารทะเลรายใหญ่ของโลก โดยเป็นผู้ผู้นำในการผลิตและส่งออกอาหารทะเลแช่แข็งและบรรจุกระป๋อง เช่น ทูน่า กุ้ง ชาร์ดีน และแมคเคอเรล เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีบริษัทในเครืออย่าง ITC ซึ่งเป็นผู้ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงรายใหญ่ของไทย และยังมีบริษัทย่อยในต่างประเทศ ที่เป็นเจ้าของแบรนด์ Chicken of the Sea เป็นแบรนด์อาหารทะเลกระป๋องอันดับ 3 ในตลาดสหรัฐ และ TUE Group (เดิมชื่อ MWB) ซึ่งเป็นเจ้าของแบรนด์อาหารทะเลกระป๋องอยู่ใน Top 3 ของตลาดยุโรป อาทิ John West, Petit Navire, Paramentier, King Oscar และ Mareblu เป็นต้น

ในปี 2020 TU ได้เริ่มขยายสู่ธุรกิจผลิตภัณฑ์นวัตกรรม โดยมีเป้าหมายเพิ่มสัดส่วนรายได้ขึ้นเป็น 10% ของรายได้รวมในปี 2025 จากสินปี 2022 ที่ 6.7% และมีเป้าเพิ่ม EBITDA สู่ระดับ USD450-550 ล้าน

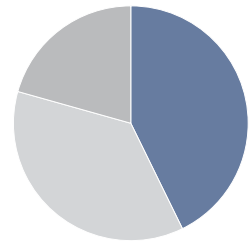
Company profile

TU ก่อตั้งขึ้นในปี 1977 ในฐานะผู้แปรรูปและส่งออกปลาทูน่ากระป๋อง ปัจจุบันได้ขยายธุรกิจเป็นผู้รับจ้างผลิตให้กับลูกค้าระดับโลกด้วย โดยสินปี 2022 TU มีแบรนด์เป็นของตนเองทั้งสิ้น 18 แบรนด์ มีพันธมิตรร่วมทุน 5 ราย และมีสำนักงานขายในต่างประเทศ 8 แห่ง ปัจจุบันมีโรงงานผลิตทั้งหมด 13 แห่งใน 12 ประเทศทั่วโลก รวมถึงมีศูนย์ R&D 2 แห่ง และในปี 2022 มีสัดส่วนรายได้จากสหรัฐราว 43% รองมาคือ ยุโรป 26%, ไทย 11% และญี่ปุ่น 6% ของรายได้รวม ตามลำดับ

www.thaiunion.com

Principal activities (revenue, 2022)

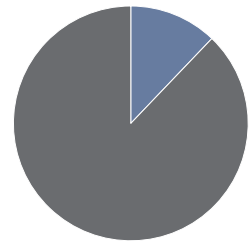
- Ambient seafood - 42.7 %
- Frozen & chilled seafood - 36.6 %
- Pet food & others - 20.6 %



Source: Thai Union Group

Major shareholders

- Chansiri Family - 12.1 %
- Others - 87.9 %



Source: Thai Union Group

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโตในปี 2024 คือ 1) การเติบโตของรายได้ทั้ง 3 กลุ่มธุรกิจ 2) การขยายกำลังการผลิต Pet Food และ Ready to eat 3) แนวโน้มราคาวัตถุดิบปลาทูน่าที่ปรับลง และ 4) หยุตรัฐส่วนแบ่งขาดทุนจาก Red Lobster หลังถอนการลงทุนใน 4Q23

Risks to our call

ความเสี่ยงต่อกำไรและราคาเป้าหมายปี 2024 คือ 1) รายได้ฟื้นตัวช้ากว่าคาด 2) เส้นทางการขนส่งหยุดชะงัก และต้นทุนค่าระวางเรือปรับตัวสูงขึ้นกว่าคาด 3) ต้นทุนวัตถุดิบปรับลงช้ากว่าคาด และ 4) ต้นทุนแรงงานสูงกว่าคาด และปัญหาขาดแคลนแรงงาน และ 5) ค่าเงินบาทแข็งค่ากว่าคาด

Event calendar

Date	Event
19 February 2024	4Q23 results announcement
20 February 2024	4Q23 analyst meeting

Key assumptions

	2023E	2024E	2025E
Total revenue (USD m)	3,905	4,186	4,354
USD/THB	34.8	33.0	33.0
Ambient sales growth (%)	(3.0)	(1.1)	2.7
Frozen, Chilled sales growth (%)	(15.1)	2.0	3.0
PetCare, Value added sales growth (%)	(22.8)	7.4	9.0
Tuna price (USD/ton)	1,784	1,600	1,500
Gross margin (%)	17.1	17.3	17.4

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every THB1/USD increase, we estimate 2024 net profit to fall by 7%, and vice versa, all else being equal.
- For every 1% increase in the tuna price, we estimate 2024 net profit to fall by 5.8%, and vice versa, all else being equal.
- For every 5% increase in the minimum wage, we estimate 2024 net profit to fall by 4.3%, and vice versa, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

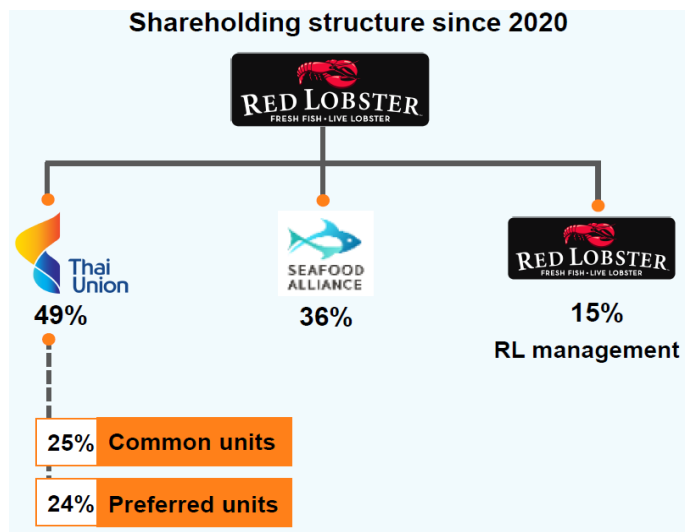
ถึงเวลาออกจาก Red Lobster

TU ประกาศถอนการลงทุนใน Red Lobster (RL) ทั้งหมดในสัดส่วน 49% โดยจะรับรู้ด้อยค่าเงินลงทุนตามมูลค่าทางบัญชีที่เหลืออยู่ทั้งจำนวนในงบการเงินงวด 4Q23 ราว USD530m หรือ 1.85 หมื่นลบ. ประกอบด้วย Preferred shares USD446m และ Common shares USD84m ซึ่งจะทำให้ผลประกอบการงวดปี 2023 พลิกเป็นขาดทุนราว 1.38 หมื่นลบ. อย่างไรก็ตาม รายการด้อยค่าดังกล่าวเป็น One time และ Non cash และบริษัทจะหยุดรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจาก RL นับตั้งแต่ 1Q24 เป็นต้นไป

นอกจากนี้บริษัทยังประกาศซื้อหุ้นคืนไม่เกิน 200 ล้านหุ้น (คิดเป็น 4.3% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด) ด้วยวงเงินไม่เกิน 3.6 พันลบ. โดยมีระยะเวลาซื้อหุ้นคืนตั้งแต่ 20 ก.พ. 24 - 30 มิ.ย. 24

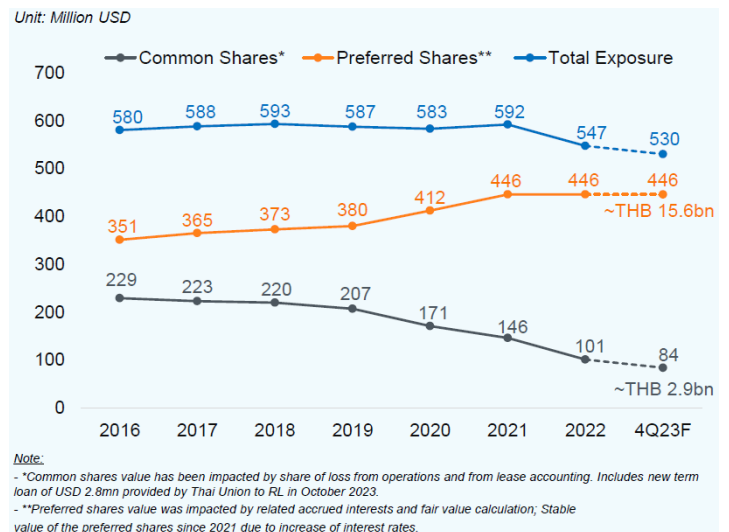
สาเหตุของการถอนการลงทุนครั้งนี้ เนื่องจากประสบผลขาดทุนหลายปี กอปรกับภาพ Macroeconomic ยังไม่สดใส นักบริษัทประเมินแล้วพบว่ายากที่จะฟื้นฟู RL ให้ฟื้นตัวกลับมาได้เร็ว ขณะที่หากเลือกที่จะฟื้นฟูต่อไป ท้ายที่สุดอาจนำไปสู่การเพิ่มทุน หรือต้องให้เงินกู้กับ RL เพื่อเสริมสภาพคล่องต่อไป

Exhibit 1: Red Lobster's shareholding structure



Source: Thai Union's presentation

Exhibit 2: Book value of common and preferred shares



Source: Thai Union's presentation

ผลที่เกิดขึ้นคือ

- 1) ระยะสั้น 4Q23 จะประสบผลขาดทุนหนัก จากการตั้งด้อยค่าเงินลงทุนก้อนใหญ่ และคาดผลประกอบการทั้งปี 2023 จะพลิกเป็นขาดทุนราว 1.38 หมื่นลบ. แต่เป็นรายการ One time และเป็น Non cash ซึ่งจะจบลงในปี 2023 และบริษัทจะหยุดรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจาก RL นับตั้งแต่ปี 1Q24 เป็นต้นไป
- 2) แม้ส่วนทุนจะลดลงจากการตั้งด้อยค่าครั้งนี้ และทำให้ Net D/E ratio ชยับขึ้นเป็น 0.84x จาก 0.65x จากสิ้น 3Q23 แต่ยังคงต่ำกว่า Debt covenant ที่กำหนดห้ามเกิน 2x อยู่มาก ขณะที่อัตราส่วนทางการเงินอื่นๆ อาจปรับลงเป็นการชั่วคราว และจะกลับมาดีขึ้นในปี 2024
- 3) แต่มีผิด 2 เงื่อนไข (Breach covenant) สำหรับหุ้นกู้จำนวน 7 รุ่นคือ 3.1) จะไม่สามารถดำรง ICR (ความสามารถในการชำระดอกเบี้ย) ได้เกิน 3x และ 2) มีเงื่อนไขกำหนดห้ามจ่ายปันผลเกิน 60% ของกำไร แต่การตั้งด้อยค่าทำให้บริษัทจะประสบผลขาดทุนในปี 2023 ขณะที่บริษัทต้องการจ่ายปันผลสำหรับงวด 2H23 ดังนั้นจึงอยู่ระหว่างขอผ่อนผันเงื่อนไขทั้ง 2 ข้อจากธนาคารและผู้ถือหุ้นกู้ ทั้งนี้บริษัทจะขอผ่อนผันให้ทันก่อนประกาศงบเดือน ก.พ. 2024

Exhibit 3: RL's financial contribute to TU

Million THB	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	9M23
Share of loss from operations	-118	-196	-128	-142	-1,187	-178	-1,207	-368
Share of loss from lease accounting adj.	0	0	0	0	0	-638	-422	-298
Other income (mostly preferred interest)	239	1,015	1,008	992	992	1,216	18	0
Finance costs	-180	-528	-532	-562	-498	-420	-453	-413
Income tax	32	469	107	132	239	328	735	747
Net income	-27	760	455	420	-454	308	-1,329	-332

Source: Thai Union's presentation

Exhibit 4: TU's balance sheet after impairment

Billion Baht	3Q23 YTD Act.	RL Impairment	BS after impairment
Cash equivalent & ST investment	11.8		11.8
RL investment	18.5	-18.5	0.0
Other assets	153.4		153.4
Total Assets	183.7	-18.5	165.2
Debt	65.8		65.8
Other liabilities	35.3		35.3
Total Liabilities	101.1		101.1
Total Equity	82.6	-18.5	64.1
Total Liabilities and total equities	183.7	-18.5	165.2
Net Debt	54.0		54.0
Net Debt / Equity (%)	0.65		0.84

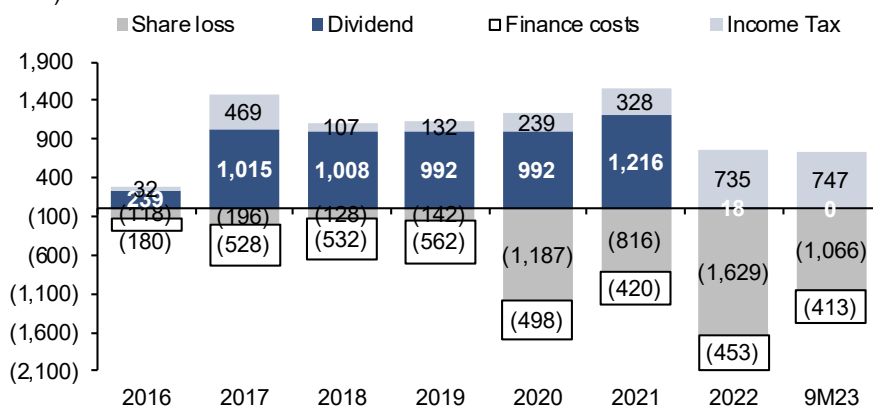
Source: Thai Union's presentation

เรามองบวกต่อกำไรปี 2024 เป็นต้นไป เพราะ

- 1) จะไม่มีผลขาดทุนของ RL ถ่วงอีกต่อไป โดยตลอด 7-8 ปีที่ผ่านมา นับตั้งแต่มีการเข้าลงทุนในปี 2016 จนถึง 9M23 TU ได้รับรู้ส่วนแบ่งขาดทุน (จากการถือหุ้นสามัญ RL 25%) มาโดยตลอด และในปี 2022-9M23 รับรู้ขาดทุนมากถึง 1.6 พันลบ. และ 1.1 พันลบ. (รวมขาดทุนจากสัญญาเช่า) คิดเป็น 27% และ 33% ของกำไรสุทธิ TU ตามลำดับ
- 2) ขณะที่การถือบุริมสิทธิ์ใน RL อีก 24% ได้รับเงินปันผลในอัตรา 8% ตั้งแต่ปี 2016-21 เฉลี่ยปีละ 1 พันลบ. แต่โควิดกระทบสภาพคล่องของ RL และในปี 2022 มีการปรับปรุงมูลค่าหุ้นบุริมสิทธิ์จากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ส่งผลให้ TU ไม่ได้รับรู้เงินปันผลตั้งแต่ปี 2022 เป็นต้นมา
- 3) นับตั้งแต่ 1Q24 ที่ TU จะหยุดรับรู้ทุกรายการจาก RL นั้น ได้รวมถึง Tax credit (เป็นรายการบวก) ราวปีละ 700-750 ลบ.จาก RL ด้วย ยกเว้นภาระดอกเบี้ยจ่าย (จากการกู้ยืมเพื่อซื้อ RL) คาดว่ายังรับรู้ต่อไปตกปีละ 400 ลบ. สุทธิแล้วคาดว่าจะกำไรปี 2024 ของ TU จะเพิ่มขึ้นจากการหยุดรับรู้ขาดทุน RL ราว 450-500 ลบ.
- 4) ปลดล็อกความกังวลเรื่องเพิ่มทุน หรือความช่วยเหลือให้เงินกู้กับ RL ในอนาคต และหากสามารถขาย RL ได้ในช่วงถัด TU อาจรับรู้การกลับรายการดังกล่าวในอนาคต อย่างไรก็ตาม ระบุว่าไม่ได้คำนึงถึงเรื่องนี้ ในการพิจารณาถอนการลงทุนครั้งนี้ และระหว่างนี้ที่ RL ยัง Operate อยู่ จะไม่กระทบต่อธุรกิจ Frozen food ของ TU เพราะยังคงความสัมพันธ์และค้าขายกันต่อไป โดยปัจจุบันมีการขายวัตถุดิบให้ RL ราวปีละ USD70-80m

Exhibit 5: RL contribution to TU's P&L statement

(THB m)



Sources: TU, FSSIA compilation

ธุรกิจหลัก 4Q23 ไม่ฟื้นตัว

เรคาด 4Q23 พลิกขาดทุนสุทธิ -1.7 หมื่นลบ. หากไม่รวมตั้งต้อยค่า RL 1.85 หมื่นลบ. และคาด FX gain 50 ลบ. จะมีกำไรปกติราว 1.4 พันลบ. (-5% q-q, -18% y-y) แม้คาด Pet food และ Frozen food จะกลับมาฟื้นตัวตามการ Restocking ของลูกค้า ขณะที่ราคาปลาหูปราบลดลงเฉลี่ย 4Q23 เท่ากับ USD1,517 ต่อดัน (-15.7% q-q, -8.6% y-y) แต่ยังไม่กระทบต่อราคาขาย OEM อย่างไรก็ตาม แนวโน้มรายได้ Ambient ฟื้นตัวช้ากว่าคาด เพราะการขนส่งที่ล่าช้าจากปัญหาสงครามเส้นทาง Red Sea ซึ่งกระทบต่อการขนส่งไปยุโรป ทำให้ระยะเวลาขนส่งนานขึ้น 10-15 วัน

Exhibit 6: 4Q23 earnings preview

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	Change		2022	2023E	Change
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q%)	(y-y%)	(THB m)	(THB m)	(y-y%)
Sales in THB m	39,613	32,652	34,057	33,915	35,422	4.4	(10.6)	155,586	136,047	(12.6)
Cost of sales	32,744	27,735	28,310	27,682	29,046	4.9	(11.3)	128,380	112,773	(12.2)
Gross profit	6,868	4,917	5,748	6,233	6,376	2.3	(7.2)	27,206	23,273	(14.5)
SG&A	4,484	4,121	3,975	4,044	4,251	5.1	(5.2)	19,156	16,391	(14.4)
Operating profit	2,668	993	2,011	2,447	2,385	(2.5)	(10.6)	9,024	7,836	(13.2)
Profit sharing	(313)	231	(137)	(234)	(300)	nm	nm	(1,030)	(440)	nm
Sharing from Red Lobster	(344)	121	(94)	(395)	(350)	nm	nm	(1,207)	(718)	nm
Interest expense	571	532	550	589	590	0.1	3.4	1,998	2,262	13.2
Tax expense	(170)	(242)	(198)	(140)	(100)	(29.1)	3.0	(840)	(680)	(19.0)
FX gain (loss)	(468)	215	(250)	(268)	50	nm	nm	752	(253)	nm
Other gain (loss)	0	0	0	0	18,500	nm	nm	(542)	18,500	(3,513.3)
Reported net profit	985	1,022	1,029	1,206	(17,055)	nm	nm	6,885	(13,799)	(300.4)
Core profit	1,706	807	1,279	1,474	1,395	(5.3)	(18.2)	6,571	4,956	(24.6)
Key ratios (%)						(ppt)	(ppt)			
Gross margin	17.3	15.1	16.9	18.4	18.0	(0.4)	0.7	17.5	17.1	(0.4)
SG&A / sales	11.3	12.6	11.7	11.9	12.0	0.1	0.7	12.3	12.0	(0.3)
Operating margin	6.7	3.0	5.9	7.2	6.7	(0.5)	(0.0)	5.8	5.8	(0.0)
Net margin	2.5	3.1	3.0	3.6	(48.1)	(51.7)	(50.6)	4.4	(10.1)	(14.6)
Core margin	4.3	2.5	3.8	4.3	3.9	(0.4)	(0.4)	4.2	3.6	(0.6)
Operating statistics (THB m)										
Ambient sales	17,086	15,225	17,136	15,851	16,327	3.0	(4.4)	66,510	64,539	(3.0)
Frozen, chilled seafood sales	14,453	11,684	11,493	11,593	11,941	3.0	(17.4)	56,963	46,711	(18.0)
Pet care sales	5,568	3,495	3,169	3,773	4,600	21.9	(17.4)	21,692	15,037	(30.7)
Value added, others sale	2,505	2,248	2,260	2,698	2,555	(5.3)	2.0	10,420	9,761	(6.3)
USD/THB	36.4	33.9	34.5	35.2	35.8	1.8	(1.6)	34.9	34.8	(0.0)
Tuna price (USD/tonne)	1,660	1,820	2,000	1,800	1,517	(15.7)	(8.6)	1,664	1,873	12.6
Salmon (NOK/kg)	73	104	109	83	84	1.2	15.1	80	95	18.4

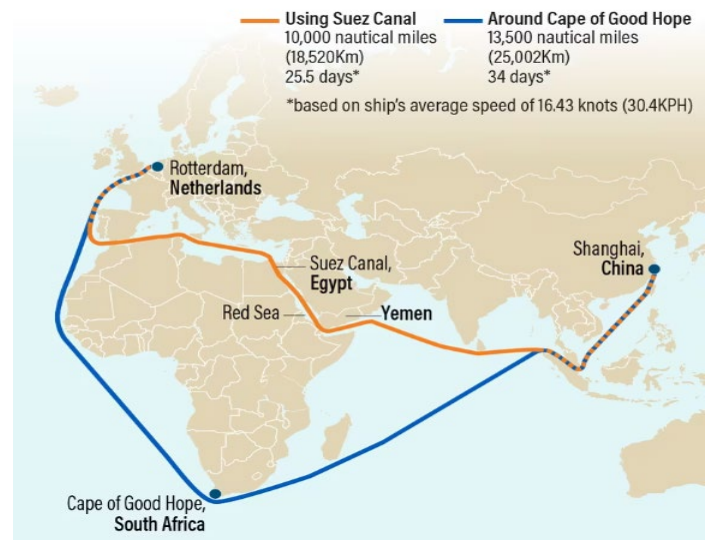
Sources: TU, FSSIA estimates

สงครามในเส้นทางขนส่ง Red Sea อาจกระทบช่วงสั้น

จากปัญหาสงครามนำไปสู่การโจมตีเรือบรรทุกสินค้าในทะเลแดง (Red Sea) นับตั้งแต่วันที่ 15 ธ.ค. 23 ซึ่งเป็นทางเชื่อมทะเลของมหาสมุทรอินเดีย และเป็นเส้นทางการขนส่งที่สำคัญ ทางใต้มีช่องแคบ بابเอลมันเดบ (Bab-el-Mandeb) ซึ่งเป็นเส้นทางเดินเรือน้ำมันดิบของโลก 10% ส่วนทางเหนือติดกับคาบสมุทรไซนาย และอ่าวสุเอซ (The Gulf of Suez) ทำให้การค้าทั่วโลกเริ่มสะดุด เนื่องจากเส้นทางคลองสุเอซมีปริมาณการขนส่งในปี 2022 อยู่ที่ 23,851 ลำ หรือคิดเป็นมูลค่าราว USD8 พันล้าน ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนราว 10% ของปริมาณการขนส่งสินค้าทั่วโลก โดยเป็นเส้นทางหลักที่ใช้ขนส่งระหว่างเอเชีย-ยุโรป และแอฟริกาฝั่งตะวันออก

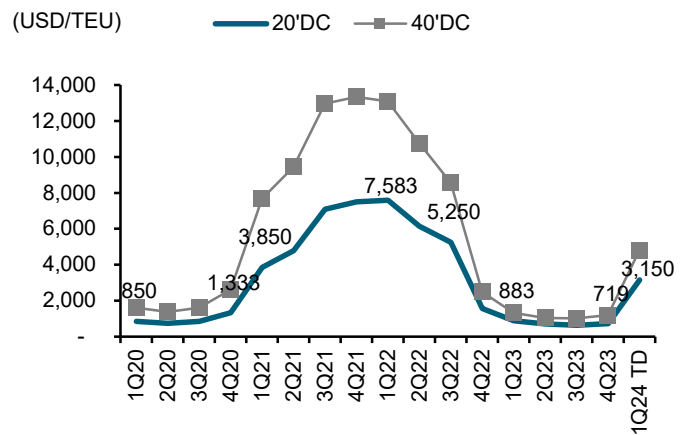
ส่งผลให้ค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์ไทย-ยุโรป ในเดือนม.ค. 24 กระโดดเพิ่มขึ้นแรงกว่า 200% m-m สูงสุดในรอบ 16 เดือน (ขนาด 20'DC ค่าระวางเพิ่มขึ้นเป็น USD3,150 ต่อตู้ จาก USD908 ต่อตู้ ในเดือน ธ.ค. ส่วนขนาด 40'DC ค่าระวางเพิ่มขึ้นเป็น USD4,800 ต่อตู้ จาก USD1,518 ต่อตู้ ในเดือน ธ.ค.) และได้ส่งผลให้ค่าขนส่งเส้นทางอื่นๆปรับขึ้นด้วย อาทิ เส้นทางไทย-สหรัฐปรับขึ้น 40%-50% m-m และดัชนีค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์เซี่ยงไฮ้ล่าสุดขยับขึ้นสูงสุดในรอบ 1 ปีอยู่ที่ 2,239.61 จุด (+78% m-m, 118% y-y)

Exhibit 7: Red Sea route



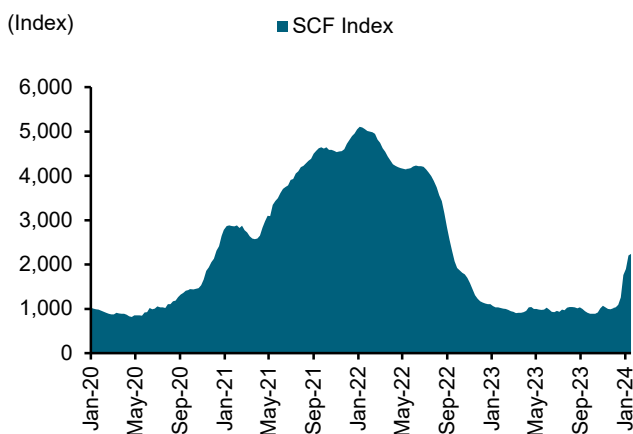
Source: The National News

Exhibit 8: Quarterly container freight rates (Thai-EU)



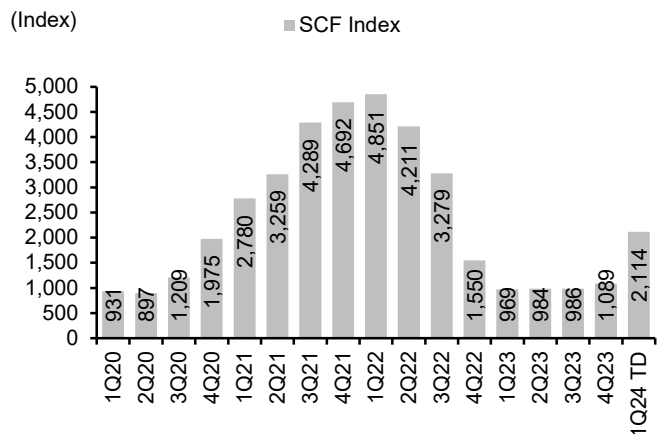
Sources: TNSC, FSSIA's compilation

Exhibit 9: Weekly Shanghai Containerized Freight Index



Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

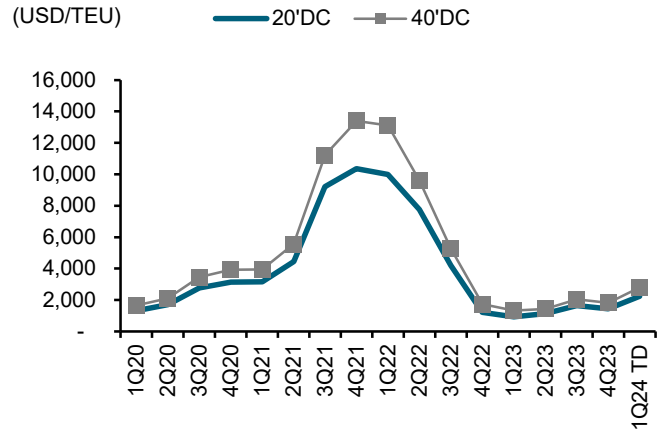
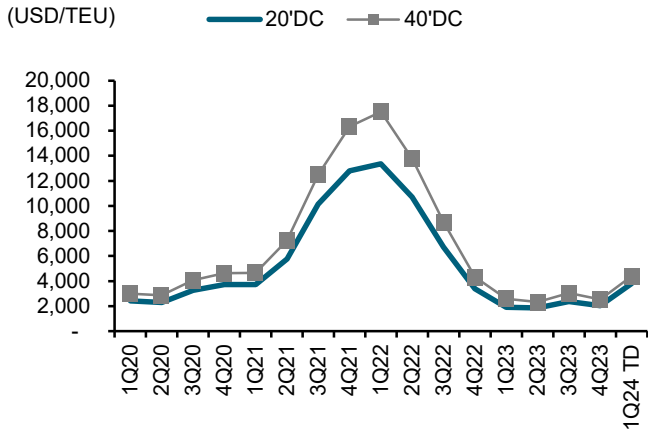
Exhibit 10: Quarterly Shanghai Containerized Freight Index



Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

Exhibit 11: Quarterly container freight rates (Thai-East US)

Exhibit 12: Quarterly container freight rates (Thai-West US)



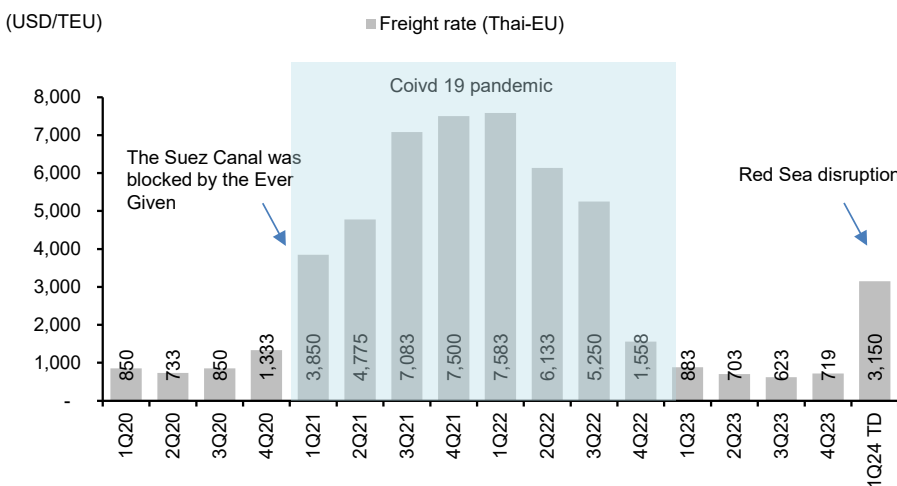
Sources: TNSC, FSSIA's compilation

Sources: TNSC, FSSIA's compilation

ปัจจุบันเริ่มมีการเปลี่ยนเส้นทางอ้อมผ่านแหลมกู๊ดโฮป (Cape of Good hope) ซึ่งทำให้ใช้เวลาการขนส่งนานขึ้นราว 10-15 วัน และมีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น ตามระยะทางในการเดินเรือที่ไกลขึ้น ทั้งนี้ TU เริ่มได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ดังกล่าวตั้งแต่ 4Q23 และหากสถานการณ์ยืดเยื้อ มีความเป็นไปได้ที่จะกระทบต่อเนื่องมาใน 1H24 ซึ่งปกติ TU มีการขายแบบ CIF (ราคาขายรวมค่าขนส่ง) ราว 55% ของรายได้เฉพาะบริษัท และ 36% ของรายได้รวมทั้งกลุ่ม (ITC ส่วนใหญ่เป็นการขายแบบ FOB - ไม่รวมค่าขนส่งในราคาขาย ลูกค้าเป็นผู้รับผิดชอบค่าสายเรือเอง)

เราอ้างอิงเหตุการณ์ขนส่งทางเรือหยุดชะงักและค่าระวางเรือปรับตัวสูงขึ้นที่ใกล้เคียงสุดคือ ช่วงปี 2021-22 ที่มีปัญหาการแพร่ระบาดของโควิด ทำให้แรงงานที่ทำเรือ และสายเรือลดลง รวมถึงมีปัญหาการกักเรือ (ก่อนขนสินค้าเข้าประเทศ) เพื่อเฝ้าระวังเชื้อโควิด โดยเฉพาะประเทศจีนที่มีความเข้มงวดมาก และระหว่างนั้นในเดือน มี.ค. 21 เกิดเหตุการณ์เรือ Ever Given ขวางเส้นทางคลองสุเอซแต่กินระยะเวลาเพียง 6 วัน ซึ่งจากเหตุการณ์นี้เรามองกระทบจำกัด แต่ได้เกิดขึ้นในช่วงเวลาเดียวกับโควิด และเป็นจุดเริ่มต้นของค่าระวางเรือขาขึ้นซึ่งกินระยะเวลานานถึง 23 เดือน (ธ.ค.20 - ต.ค.22)

Exhibit 13: Freight rate (Thai-EU)



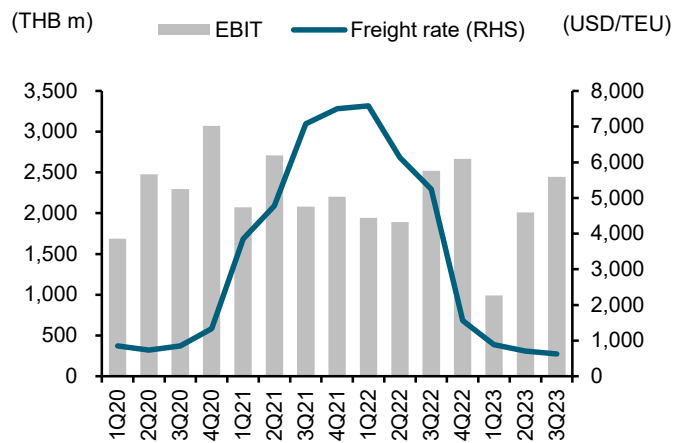
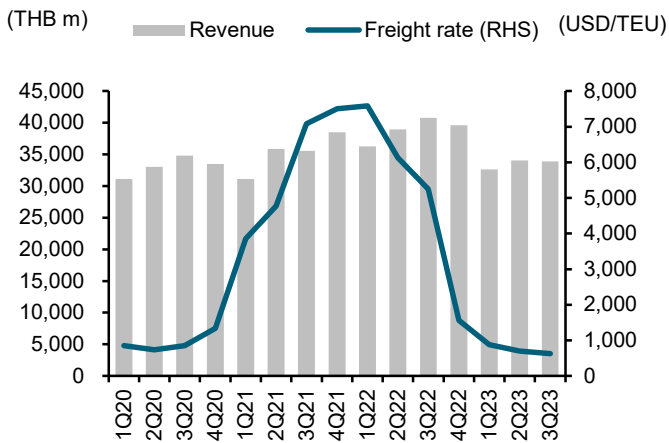
Sources: TNSC, FSSIA's compilation

โดยในปี 2021-22 TU เผชิญค่าขนส่งปรับขึ้น 44% y-y และ 30% y-y ทำให้ค่าขนส่งต่อค่าใช้จ่ายรวม ขยับขึ้นเป็น 27.3% และ 32.4% จาก 21.3% ในปี 2020 (สัดส่วนในช่วงเวลาปกติจะอยู่ที่ราว 21-22%) อย่างไรก็ตาม เราตั้งข้อสังเกตว่ารายได้ในช่วงเวลาดังกล่าวปรับขึ้น 6.5% y-y และ 10.3% y-y ส่วนหนึ่ง มีการปรับขึ้นราคาเพื่อสะท้อนต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้น และได้รับผลบวกจากแรงกดดันของลูกค้านั้น ในสหรัฐและยุโรป เนื่องจากโควิดและปัญหาขาดแคลนสายเรือ เรียกได้ว่าในช่วงปี 2021-22 เราได้เห็น สถานการณ์เร่งซื้อ จนนำไปสู่ Overbooking ของลูกค้า แต่ด้วยค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้น ทำให้ EBIT ในปี 2021-22 ปรับลงเล็กน้อย -4.9% y-y และ -0.5% y-y ตามลำดับ เรามองว่า TU บริหารจัดการได้ดี ทำให้ได้รับ ผลกระทบน้อยกว่าค่าระวางเรือที่เร่งตัวขึ้น

สำหรับปัญหาของสงครามในปัจจุบัน เราประเมินว่ามีความเป็นไปได้ที่จะกินเวลาช่วงสั้นกว่าผลกระทบ จากโควิดในปี 2021-22 ขณะที่ Supply ของเรือ ไม่ได้หายไป (ไม่ได้ถูกกักเหมือนตอนโควิด) และลูกค้า ยังสามารถเลือกใช้เส้นทางอื่นแทนคลองสุเอซได้ เบื้องต้นจึงมองเป็นปัญหาชั่วคราวมากกว่า นั้น หมายถึง อาจไม่เห็นการเร่งกดดัน หรือ Overbooking จากลูกค้าฝั่งสหรัฐและยุโรป จนนำไปสู่การ Destocking ในอนาคตก็เป็นได้ เบื้องต้นเรามิ่มุมมองระมัดระวังต่อค่าใช้จ่ายในการขนส่งที่อาจปรับขึ้น ใน 1H24 ตามการปรับขึ้นของค่าระวางเรือ และคาดอาจกระทบต่อรายได้เล็กน้อย เพราะยังไม่ใช่ช่วง High season ของการขาย ดังนั้นเราจึงปรับลดประมาณการรายได้ปี 2024 ลง 5.2% เป็นรายได้ที่โต เล็กน้อย +1.5% y-y และปรับเพิ่ม SG&A to sale ขึ้น 20 bps เพื่อสะท้อนต้นทุนค่าขนส่งที่สูงขึ้น

Exhibit 14: Quarterly revenue and freight rate

Exhibit 15: Quarterly EBIT and freight rate

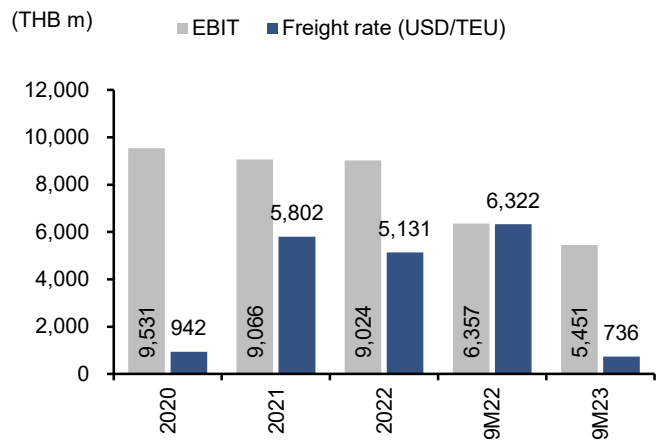
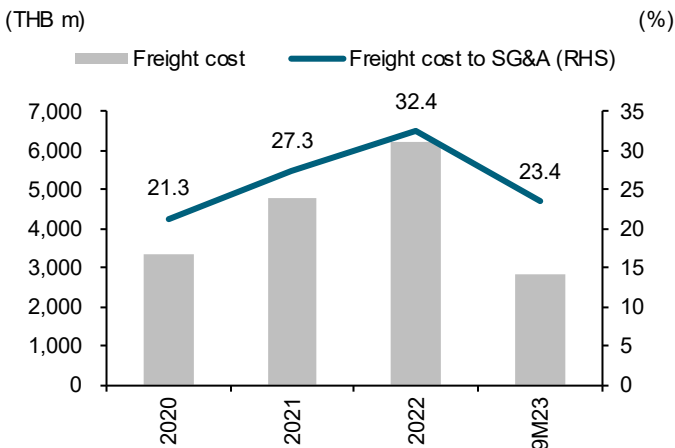


Sources: TU, Bloomberg, FSSIA's compilation

Sources: TU, Bloomberg, FSSIA's compilation

Exhibit 16: TU's freight cost

Exhibit 17: TU's EBIT and freight cost



Sources: TU, FSSIA's compilation

Sources: TU, TNSC, FSSIA's compilation

ส่วนแบ่งขาดทุน RL ที่หายไป ช่วยหนุนการปรับประมาณการขึ้น

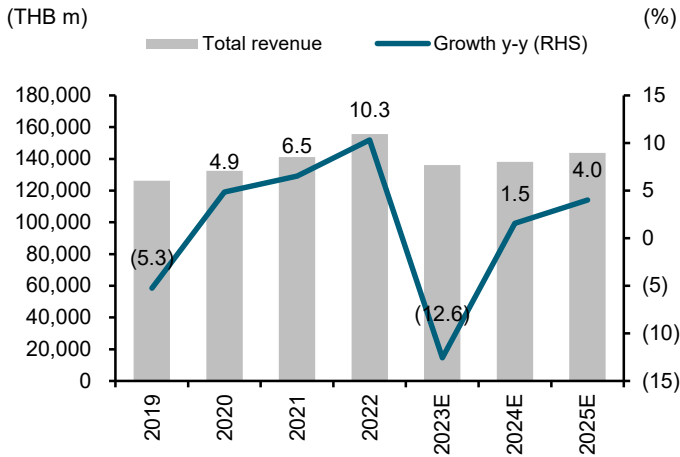
เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2024-25 ขึ้น 5.5% และ 2.1% เป็น 5.5 พันลบ. (+11.2% y-y) และ 6 พันลบ. (+8.8% y-y) แม้เราจะปรับลดรายได้ปี 2024 ลง 5.2% และปรับเพิ่ม SG&A to sale ขึ้น 20 bps เป็น 12.2% (สูงกว่าเป้าของบริษัทที่ให้ไว้ 11-12%) เพื่อสะท้อนมุมมองว่าค่าระวางเรือจะสูงขึ้นในช่วง 1H24 แต่ด้วยผลขาดทุนของ RL ที่หายไป โดยเราปรับเพิ่มส่วนแบ่งกำไรขึ้น 460 ลบ. ในปี 2024 หลังหยุดรับรู้ขาดทุน RL ตั้งแต่ 1Q24 เป็นต้นไป สุทธิแล้วผลบวกของ RL ที่หายไป สามารถหักล้างผลลบจากค่าระวางเรือที่สูงขึ้นได้ทั้งหมด

Exhibit 18: Change of key assumptions for TU

	Current			Previous			Change		
	2023E (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2023E (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2023E (%)	2024E (%)	2025E (%)
Total revenue (USD m)	3,905	4,186	4,354	4,167	4,416	4,637	(6.3)	(5.2)	(6.1)
Fx rate (THB/USD)	34.8	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	5.6	0.0	0.0
Total sale value (THB m)	136,047	138,143	143,669	137,495	145,744	153,032	(1.1)	(5.2)	(6.1)
Costs	112,773	114,244	118,671	114,808	120,968	126,710	(1.8)	(5.6)	(6.3)
Gross profit	23,274	23,899	24,998	22,687	24,777	26,321	2.6	(3.5)	(5.0)
SG&A expenses	16,391	16,853	17,528	16,499	17,489	18,364	(0.7)	(3.6)	(4.6)
Interest expense	2,262	2,247	2,186	1,972	1,849	1,815	14.7	21.5	20.4
Profit sharing	(440)	638	677	141	178	237	nm	258.4	185.7
Reported net profit	(13,797)	5,511	5,998	4,097	5,224	5,874	nm	5.5	2.1
Core profit	4,956	5,511	5,998	4,097	5,224	5,874	21.0	5.5	2.1
Key ratios (%)									
Total revenue growth	(12.6)	1.5	4.0	(11.6)	6.0	5.0	(0.9)	(4.5)	(1.0)
Net profit growth	nm	nm	8.8	(42.6)	27.5	12.4	nm	nm	(3.6)
Core profit growth	(24.6)	11.2	8.8	(37.6)	27.5	12.4	13.1	(16.3)	(3.6)
Gross margin	17.1	17.3	17.4	16.5	17.0	17.2	0.6	0.3	0.2
SG&A to sales	12.0	12.2	12.2	12.0	12.0	12.0	0.0	0.2	0.2
Net margin	(10.1)	4.0	4.2	3.0	3.6	3.8	(13.1)	0.4	0.3
Norm margin	3.6	4.0	4.2	3.0	3.6	3.8	0.7	0.4	0.3
Operating statistics (THB m)									
Ambient sales	64,539	63,855	65,562	63,823	65,309	67,300	1.1	(2.2)	(2.6)
Frozen, chilled sales	46,711	47,645	49,074	48,362	51,167	53,470	(3.4)	(6.9)	(8.2)
Pet care sales	15,037	16,541	18,526	15,619	18,899	21,167	(3.7)	(12.5)	(12.5)
Value added, others sales	9,761	10,103	10,507	9,691	10,369	11,095	0.7	(2.6)	(5.3)
Tuna price (USD per ton)	1,784	1,600	1,500	1,700	1,600	1,500	4.9	0.0	0.0

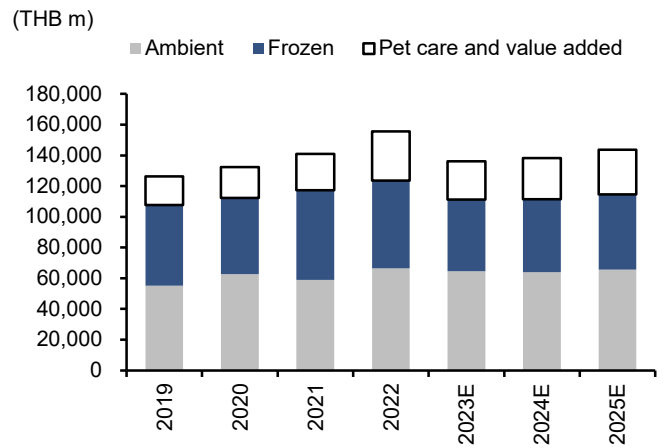
Source: FSSIA estimates

Exhibit 19: Yearly total revenue and growth



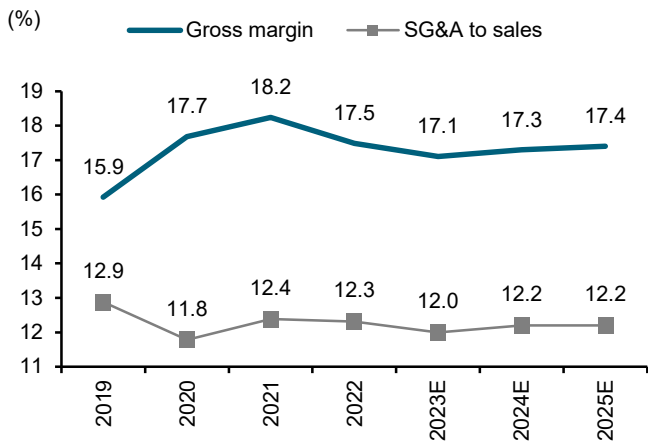
Sources: TU; FSSIA estimates

Exhibit 20: Revenue breakdown by product



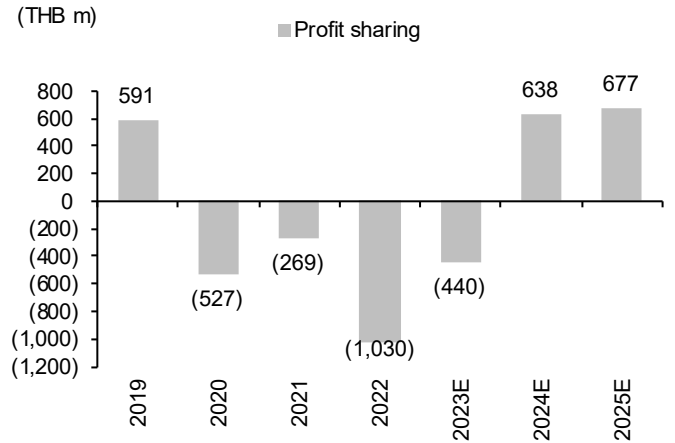
Sources: TU; FSSIA estimates

Exhibit 21: Gross margin and SG&A to sales



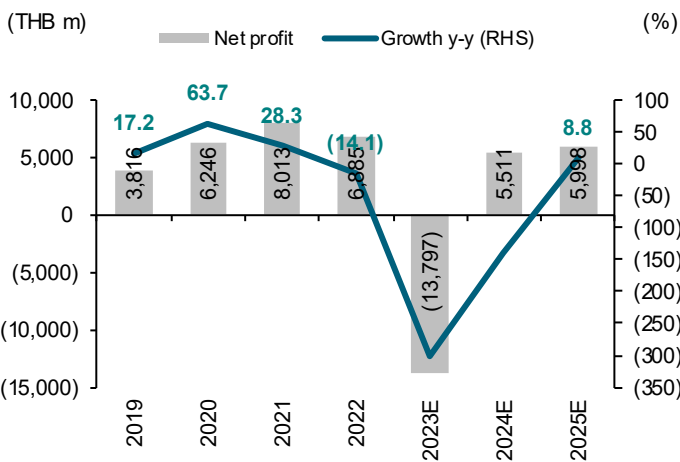
Sources: TU; FSSIA estimates

Exhibit 22: Yearly profit sharing



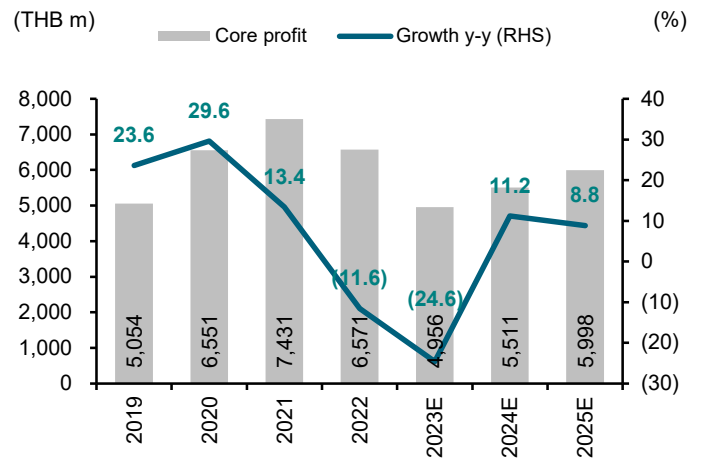
Sources: TU; FSSIA estimates

Exhibit 23: Yearly net profit



Sources: TU; FSSIA estimates

Exhibit 24: Yearly core profit



Sources: TU; FSSIA estimates

ปรับเพิ่มราคาเหมาะสมขึ้นเป็น 19 บาท

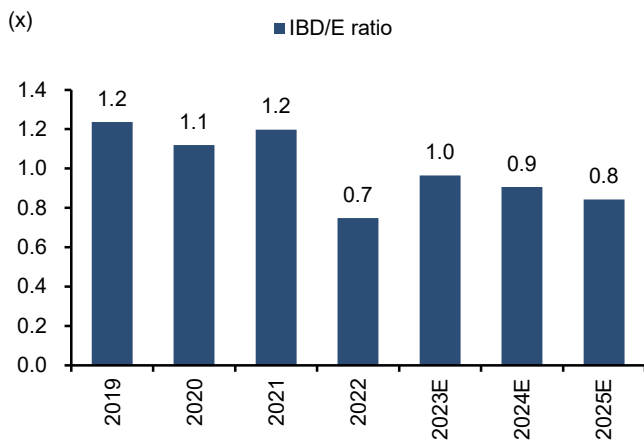
ด้วยผลของปรับเพิ่มประมาณการกำไร เราจึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมายสิ้นปี 2024 ขึ้นเป็น 19 บาท จากเดิม 18 บาท อิงวิธี SoTP ตามเดิม โดยที่ราคาเป้าหมายของเราคิดเป็น 2024 PE ที่ 17x ขณะที่อัตราส่วนทางการเงินจะลดลงชั่วคราวใน 4Q23 และหากบริษัทสามารถผ่อนผันผู้ถือหุ้นกู้และธนาคารได้สำเร็จ และสามารถจ่ายปันผลงวด 2H23 ได้ เราคาดว่าจะจ่ายในอัตรา 0.3 บาท/หุ้น คิดเป็น Dividend yield ครึ่งปีราว 2% และคาดแนวโน้มผลการดำเนินงาน และอัตราส่วนทางการเงินจะกลับสู่ระดับปกติอีกครั้งในปี 2024 ยังคงคำแนะนำ ชื้อ

Exhibit 25: SoTP-based valuation

	2024E core profit (THB m)	TU's stake (%)	2024E TU's core profit (THB m)	EPS (THB)	Target P/E (x)	2024 TP (THB)
Ambient & Frozen Business	2,675	100.0	2,675	0.5	13	6.7
Pet Food Business (ITC)	3,562	77.8	2,753	0.5	25	12.3
Feed Business (TFM)	163	51.0	83	0.0	10	0.2
Total			5,511	1.12	17.1	19.1

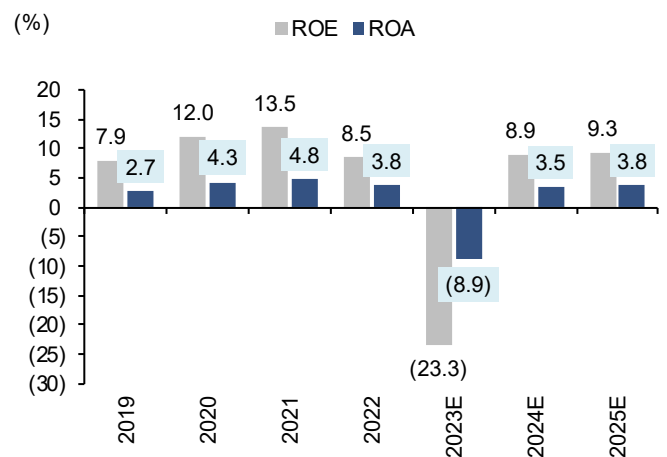
Source: FSSIA estimates

Exhibit 26: Interest bearing debt to equity (x)



Sources: TU; FSSIA estimates

Exhibit 27: ROE and ROA (%)



Sources: TU; FSSIA estimates

Exhibit 28: Historical P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 29: Historical P/BV band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Financial Statements

Thai Union Group

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	141,048	155,586	136,047	138,143	143,669
Cost of goods sold	(115,321)	(128,380)	(112,773)	(114,244)	(118,671)
Gross profit	25,727	27,206	23,274	23,899	24,998
Other operating income	811	974	954	967	1,006
Operating costs	(17,471)	(19,156)	(16,391)	(16,853)	(17,528)
Operating EBITDA	13,250	13,348	12,361	12,786	13,500
Depreciation	(4,184)	(4,324)	(4,524)	(4,774)	(5,024)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	9,066	9,024	7,837	8,012	8,476
Net financing costs	(1,730)	(1,998)	(2,262)	(2,247)	(2,186)
Associates	(269)	(1,030)	(440)	638	677
Recurring non-operating income	(269)	(1,030)	(611)	638	677
Non-recurring items	1,946	314	(18,753)	0	0
Profit before tax	9,013	6,311	(13,788)	6,404	6,968
Tax	(742)	840	680	(202)	(252)
Profit after tax	8,272	7,150	(13,108)	6,202	6,716
Minority interests	(259)	(265)	(689)	(691)	(718)
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	8,013	6,885	(13,797)	5,511	5,998
Non-recurring items & goodwill (net)	(1,946)	(314)	18,753	0	0
Recurring net profit	6,067	6,571	4,956	5,511	5,998
Per share (THB)					
Recurring EPS *	1.27	1.38	1.06	1.18	1.29
Reported EPS	1.68	1.44	(2.96)	1.18	1.29
DPS	0.95	0.85	0.58	0.65	0.71
Diluted shares (used to calculate per share data)	4,772	4,772	4,655	4,655	4,655
Growth					
Revenue (%)	6.5	10.3	(12.6)	1.5	4.0
Operating EBITDA (%)	(1.8)	0.7	(7.4)	3.4	5.6
Operating EBIT (%)	(4.9)	(0.5)	(13.2)	2.2	5.8
Recurring EPS (%)	(3.6)	8.3	(22.7)	11.2	8.8
Reported EPS (%)	28.3	(14.1)	nm	nm	8.8
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	18.2	17.5	17.1	17.3	17.4
Gross margin exc. depreciation (%)	21.2	20.3	20.4	20.8	20.9
Operating EBITDA margin (%)	9.4	8.6	9.1	9.3	9.4
Operating EBIT margin (%)	6.4	5.8	5.8	5.8	5.9
Net margin (%)	4.3	4.2	3.6	4.0	4.2
Effective tax rate (%)	8.2	(13.3)	4.9	3.2	3.6
Dividend payout on recurring profit (%)	74.7	62.0	54.8	55.0	55.0
Interest cover (X)	5.1	4.0	3.2	3.9	4.2
Inventory days	139.9	146.0	166.9	155.5	153.7
Debtor days	38.3	39.7	43.4	39.5	39.0
Creditor days	66.4	63.8	71.0	67.4	66.6
Operating ROIC (%)	11.2	9.5	8.0	8.4	8.8
ROIC (%)	5.6	4.6	4.4	5.9	6.1
ROE (%)	10.9	9.4	7.1	9.1	9.5
ROA (%)	5.0	4.8	4.4	5.2	5.4
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Ambient seafood	58,955	66,510	64,539	63,855	65,562
Frozen & chilled seafood	58,417	56,964	46,711	47,645	49,074
Pet food & others	23,675	32,113	24,798	26,643	29,032

Sources: Thai Union Group; FSSIA estimates

Financial Statements

Thai Union Group

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	6,067	6,571	4,956	5,511	5,998
Depreciation	4,184	4,324	4,524	4,774	5,024
Associates & minorities	(269)	(1,030)	(440)	638	677
Other non-cash items	3,892	1,134	(18,671)	0	0
Change in working capital	(9,944)	(8,270)	7,331	(594)	(1,694)
Cash flow from operations	3,929	2,729	(2,301)	10,329	10,005
Capex - maintenance	(5,850)	(5,986)	(4,000)	(5,000)	(5,000)
Capex - new investment	-	-	-	-	-
Net acquisitions & disposals	(6,243)	23,560	11,439	(529)	(678)
Other investments (net)	830	(1,731)	5,209	(482)	(1,271)
Cash flow from investing	(11,263)	15,843	12,647	(6,011)	(6,949)
Dividends paid	(4,470)	(4,028)	(2,773)	(2,877)	(3,145)
Equity finance	0	0	(29)	0	1
Debt finance	12,626	(10,937)	(3,337)	(1,106)	(1,527)
Other financing cash flows	1,915	(389)	(1,326)	126	332
Cash flow from financing	10,070	(15,354)	(7,466)	(3,858)	(4,340)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	2,737	3,218	2,881	460	(1,284)
Free cash flow to firm (FCFF)	(5,603.61)	20,570.44	12,608.63	6,564.22	5,241.24
Free cash flow to equity (FCFE)	7,206.59	7,246.62	5,683.45	3,337.28	1,860.18

Per share (THB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
FCFF per share	(1.20)	4.42	2.71	1.41	1.13
FCFE per share	1.55	1.56	1.22	0.72	0.40
Recurring cash flow per share	2.91	2.30	(2.07)	2.35	2.51

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	57,314	60,730	64,930	70,180	75,430
Less: Accumulated depreciation	(28,957)	(30,711)	(35,435)	(40,458)	(45,732)
Tangible fixed assets (net)	28,357	30,020	29,496	29,722	29,698
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	28,615	28,425	9,925	9,925	9,925
Cash & equivalents	9,023	12,241	15,123	15,582	14,298
A/C receivable	16,308	17,525	14,835	15,063	15,666
Inventories	46,636	52,622	46,345	46,950	48,769
Other current assets	2,896	5,236	7,217	7,276	7,432
Current assets	74,863	87,625	83,520	84,871	86,165
Other assets	34,769	36,500	31,291	31,773	33,044
Total assets	166,604	182,569	154,232	156,292	158,832
Common equity	59,319	80,642	59,326	61,959	64,813
Minorities etc.	2,894	7,489	7,074	7,183	7,183
Total shareholders' equity	62,213	88,131	66,400	69,143	71,996
Long term debt	46,431	48,125	44,054	42,954	41,701
Other long-term liabilities	9,878	9,489	8,163	8,289	8,620
Long-term liabilities	56,309	57,614	52,217	51,243	50,321
A/C payable	21,351	22,018	20,083	20,345	21,133
Short term debt	24,610	12,232	13,219	13,213	12,939
Other current liabilities	2,121	2,574	2,313	2,348	2,442
Current liabilities	48,081	36,824	35,615	35,906	36,515
Total liabilities and shareholders' equity	166,604	182,569	154,232	156,292	158,832
Net working capital	42,368	50,792	46,002	46,596	48,291
Invested capital	134,110	145,736	116,714	118,016	120,958

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Book value per share	12.43	16.90	12.74	13.31	13.92
Tangible book value per share	12.43	16.90	12.74	13.31	13.92

Financial strength	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Net debt/equity (%)	99.7	54.6	63.5	58.7	56.0
Net debt/total assets (%)	37.2	26.4	27.3	26.0	25.4
Current ratio (x)	1.6	2.4	2.3	2.4	2.4
CF interest cover (x)	5.2	4.6	3.5	2.5	1.9

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring P/E (x) *	12.1	11.2	14.5	13.0	12.0
Recurring P/E @ target price (x) *	14.9	13.8	17.8	16.0	14.7
Reported P/E (x)	9.2	10.7	(5.2)	13.0	12.0
Dividend yield (%)	6.2	5.5	3.8	4.2	4.6
Price/book (x)	1.2	0.9	1.2	1.2	1.1
Price/tangible book (x)	1.2	0.9	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (x) **	10.4	9.7	9.8	9.3	8.8
EV/EBITDA @ target price (x) **	11.7	11.0	11.1	10.7	10.1
EV/invested capital (x)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: Thai Union Group; FSSIA estimates

Thai Union Group PCL (TU TB)

FSSIA ESG rating

★★★★

68.12 /100

Exhibit 30: FSSIA ESG score implication

Rating	Score	Implication
★★★★★	>79-100	Leading its industry peers in managing the most significant ESG risks which not only better cost efficiency but also lead to higher profitability.
★★★★	>59-79	A mixed track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers.
★★★	>39-59	Relevant ESG materiality matrix has been constructively addressed, well-managed and incorporated into day-to-day operations, in which targets and achievements are evaluated annually.
★★	>19-39	Relevant ESG materiality matrix has been identified with key management in charge for progress to be followed up on and to provide intensive disclosure. Most targets are conventional and achievable.
★	1-19	The company has adopted the United Nations Sustainable Development Goals (UN SDGs), established sustainability management guidelines and fully complies with regulations or ESG suggested guidance from related organizations such as the SET and SEC.

Sources: FSSIA estimates

Exhibit 31: ESG – peer comparison

	FSSIA ESG score	Domestic ratings					Global ratings						Bloomberg		
		DJSI	SET THSI	THSI	CG score	AGM level	Thai CAC	Morningstar ESG risk	ESG Book	MSCI	Moody's	Refinitiv	S&P Global	ESG score	Disclosure score
SET100	69.20	5.34	4.40	4.40	4.76	4.65	3.84	Medium	51.76	BBB	20.87	58.72	63.91	3.72	28.17
Coverage	67.12	5.11	4.15	4.17	4.83	4.71	3.53	Medium	52.04	BB	16.97	56.85	62.09	3.40	31.94
BTG	8.00	--	--	--	--	--	Declared	--	--	--	--	--	--	--	--
CPF	78.94	Y	Y	Y	5.00	5.00	Certified	High	50.25	BBB	43.00	70.21	85.00	4.08	62.09
GFPT	53.67	--	Y	Y	5.00	5.00	Certified	High	56.79	--	--	61.87	19.00	--	55.41
TU	68.12	Y	--	--	5.00	5.00	Certified	High	44.49	A	35.00	66.15	87.00	2.99	--
TFG	33.01	--	--	Y	4.00	5.00	Certified	High	--	--	--	42.11	--	--	--
RBF	34.45	--	--	--	5.00	4.00	Declared	High	51.04	--	--	30.50	--	2.34	--

Sources: SETTRADE.com; FSSIA's compilation

Exhibit 32: ESG score by Bloomberg

FY ending Dec 31	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
ESG financial materiality scores - ESG score	2.37	2.62	2.56	2.86	2.84	3.00	3.01	2.99
BESG environmental pillar score	2.52	2.49	2.51	3.33	3.36	3.58	3.54	—
BESG social pillar score	0.95	1.32	1.28	1.41	1.36	1.53	1.53	—
BESG governance pillar score	3.94	4.42	4.21	3.95	3.89	3.93	4.02	—
ESG disclosure score	50.93	56.98	56.98	60.30	60.75	63.74	64.21	—
Environmental disclosure score	38.75	44.64	44.64	48.32	48.66	48.66	50.08	—
Social disclosure score	35.34	42.59	42.59	42.59	43.62	52.60	52.60	—
Governance disclosure score	78.60	83.59	83.59	89.86	89.86	89.86	89.86	—
Environmental								
Emissions reduction initiatives	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
Climate change policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Climate change opportunities discussed	No	No	No	No	No	No	No	No
Risks of climate change discussed	No	No	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes
GHG scope 1	385	423	367	370	337	311	323	—
GHG scope 2 location-based	161	176	179	170	173	183	188	—
GHG Scope 3	—	—	—	—	—	—	3,786	—
Carbon per unit of production	1	1	1	1	1	1	1	—
Biodiversity policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Energy efficiency policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
Total energy consumption	1,129	1,328	1,251	1,196	1,097	1,181	1,209	—
Renewable energy use	25	54	48	40	53	75	122	—
Electricity used	310	360	369	350	354	379	384	—
Fuel used - natural gas	4,142	8,254	7,918	7,030	3,052	7,182	8,309	—

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

Exhibit 33: ESG score by Bloomberg (cont.)

FY ending Dec 31	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
Fuel used - crude oil/diesel	No	No	No	No	No	No	No	No
Waste reduction policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Hazardous waste	—	0	0	1	1	1	3	—
Total waste	—	41	27	57	45	84	66	—
Waste recycled	—	—	—	27	26	51	32	—
Waste sent to landfills	—	41	27	22	14	14	14	—
Environmental supply chain management	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Water policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Water consumption	—	—	—	—	—	—	—	—
Social								
Human rights policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Policy against child labor	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Quality assurance and recall policy	No	No	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes
Consumer data protection policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Equal opportunity policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Gender pay gap breakout	No	No	No	No	No	Yes	Yes	No
Pct women in workforce	—	—	—	—	—	—	—	65
Pct disabled in workforce	—	—	—	—	—	—	—	—
Business ethics policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Anti-bribery ethics policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Health and safety policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Lost time incident rate - employees	1	1	1	1	0	0	0	—
Total recordable incident rate - employees	—	—	—	—	—	1	1	—
Training policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Fair remuneration policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of employees – CSR	39,864	49,177	51,143	47,314	44,551	44,101	44,705	44,705
Employee turnover pct	15	14	15	13	16	17	13	—
Total hours spent by firm - employee training	305,452	885,186	767,145	264,958	209,390	260,196	299,524	168,216
Social supply chain management	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Governance								
Board size	12	12	12	12	12	12	12	11
No. of independent directors (ID)	4	4	4	4	4	4	5	5
No. of women on board	0	0	0	0	0	0	2	2
No. of non-executive directors on board	6	6	6	6	6	6	6	6
Company conducts board evaluations	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of board meetings for the year	8	8	6	5	6	7	5	8
Board meeting attendance pct	90	94	89	85	90	92	95	92
Board duration (years)	3	3	3	3	3	3	3	3
Director share ownership guidelines	No	No	No	No	No	No	No	No
Age of the youngest director	41	42	42	43	44	45	46	47
Age of the oldest director	81	82	83	84	85	86	87	80
No. of executives / company managers	10	10	12	11	12	12	11	11
No. of female executives	1	1	1	1	1	1	0	0
Executive share ownership guidelines	No	No	No	No	No	No	No	No
Size of audit committee	3	3	3	3	3	3	3	3
No. of ID on audit committee	3	3	3	3	3	3	3	3
Audit committee meetings	23	23	21	14	21	12	5	13
Audit meeting attendance %	—	97	89	93	97	94	100	97
Size of compensation committee	2	2	2	2	2	2	2	2
No. of ID on compensation committee	2	2	2	2	2	2	2	2
No. of compensation committee meetings	4	3	2	2	2	2	4	3
Compensation meeting attendance %	100	100	100	100	100	100	100	100
Size of nomination committee	2	2	2	2	2	2	2	2
No. of nomination committee meetings	4	3	2	2	2	2	4	3
Nomination meeting attendance %	100	100	100	100	100	100	100	100
Sustainability governance								
Verification type	No	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																			
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																			
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																			
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																			
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																			
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																			
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+									
NEGL	Low	Medium	High	Severe																	
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																			
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="3">Leader:</td> <td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td rowspan="3">Average:</td> <td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> <td>Laggard:</td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																		
AA	7.143-8.570																				
A	5.714-7.142																				
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																		
BB	2.857-4.285																				
B	1.429-2.856																				
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																		
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																				
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																				
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																				
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																			
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																			

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "**CG Score**"; 2) "**AGM Level**"; 3) "**Thai CAC**"; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Sureeporn Teewasuwet FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA 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 investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

History of change in investment rating and/or target price

Thai Union Group (TU TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
23-Jan-2023	BUY	24.00	09-May-2023	BUY	20.00	10-Jul-2023	BUY	18.00

Sureeporn Teewasuwet started covering this stock from 23-Jan-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Thai Union Group	TU TB	THB 15.40	BUY	ความเสี่ยงต่อกำไรและราคาเป้าหมายปี 2024 คือ 1) รายได้ฟื้นตัวช้ากว่าคาด 2) เส้นทางกรชนสงหยุดชะงัก และ ต้นทุนค่าระวางเรือปรับตัวสูงขึ้นกว่าคาด 3) ต้นทุนวัตถุดิบปรับลดลงช้ากว่าคาด และ 4) ต้นทุนแรงงานสูงกว่าคาด และปัญหาขาดแคลนแรงงาน และ 5) ค่าเงินบาทแข็งค่ากว่าคาด

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 22-Jan-2024 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

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 market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.