

TU (TU TB)

BUY

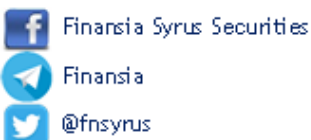
บมจ. ไทยยูเนียน กรุ๊ป

Previous	BUY
<b>2022 Target Price (Bt)</b>	<b>25.0</b>
Price (05/04/2022)	18.3
up/downside (%)	+36.6
SET Index	1,701.18
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	45.00/29.16
Free float (%)	67.76
Market cap (Bt m)	87,324.22
Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD)	550.85
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	21.50, 18.10, 19.96
IOD 2021	5
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn)	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	141,048	147,633	155,256	161,883
Normalized profit	7,431	6,241	7,463	8,223
Net profit	8,013	6,241	7,463	8,223
EPS (Bt) - report	1.50	1.25	1.56	1.72
EPS (Bt) - norm	1.66	1.25	1.56	1.72
% growth y-y	28.3	-22.1	19.6	10.2
Dividend/share (Bt)	0.95	0.72	0.89	0.95
BV/share (Bt)	12.34	12.19	12.86	13.63
EV/EBITDA (x)	13.8	13.2	12.1	11.6
PER (x) - norm	12.2	14.7	11.7	10.6
PER (x)	11.0	14.7	11.7	10.6
PBV (x)	1.5	1.5	1.4	1.3
Dividend yield (%)	5.2	4.0	4.9	5.2
ROE (%)	12.5	10.6	12.1	12.5
YE No. of shares (million)	4,772	4,772	4,772	4,772
Par (Bt)	0.25	0.25	0.25	0.25

Source: Company data, Finansia estimates

**Analyst: Sureeporn Teewasuwet**  
 Register No.: 040694  
 Tel.: +662 646 9972  
 email: sureeporn.t@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com



## แนวโน้มกำไร 1H22 จะแผ่วลงมากกว่าที่เคยคาด

ระยะสั้น คาดกำไร 1Q22 จะอ่อนลงทั้ง Q-Q, Y-Y แม้คาดรายได้จะยังเติบโตดี +12% Y-Y ดีกว่าเป้าที่ +4-5% เพราะปริมาณขายและราคาขายปรับตัวขึ้น แต่ถูกหักล้างทั้งหมดด้วยค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นมากกว่ารายได้ ทั้งค่าขนส่งที่ค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์เส้นทางไปยุโรป และสหรัฐ ยังอยู่ในระดับสูง และค่าใช้จ่ายทางการตลาดสูงขึ้นจากการออกสินค้าใหม่ในกลุ่มธุรกิจ Innovative Product ที่ต้องมีการสร้างแบรนด์ให้เป็นที่รู้จักของตลาด และแนวโน้มกำไร 2Q22 ยังไม่สดใส แม้จะทยอยปรับขึ้นราคาเพื่อสะท้อนต้นทุนขนส่งและบรรจุภัณฑ์ได้มากขึ้น แต่ด้วยผลกระทบทางอ้อมจากสงคราม กัดดันให้ราคาออลูมิเนียม และราคาปลาทูน่าเร่งขึ้นมากกว่าคาด ล่าสุดราคาปลาทูน่าเดือน มี.ค. ทำจุดสูงสุดในรอบ 4 ปี และสูงกว่ากรอบเป้าหมายของบริษัทไปมาก แต่ยังคงหวังการฟื้นตัวใน 3Q22 เพราะเป็น High Season ของธุรกิจ และหากภาวะสงครามคลี่คลายได้ จะทำให้แรงกดดันด้านต้นทุนลดลง อย่างไรก็ตาม จากแนวโน้มกำไร 1H22 แผ่วลงมากกว่าที่เคยคาด จึงปรับลดกำไรสุทธิปี 2022 ลง -18.2% เป็นกำไรที่ลดลง -22.1% Y-Y และคาดว่าจะกลับมาโตในปี 2023 รวบรวม +19.6% Y-Y นำไปสู่การปรับลดราคาเป้าหมายปี 2022 เป็น 25 บาท จากเดิม 30 บาท (อิง SOTP) ยังมี Upside 36.6% และคาดว่าจะกลับมาโตปี 2023 อีกทั้งในช่วง 2H22 จะมี Catalyst จากแผนการ Spin-Off ธุรกิจ Pet Care ที่ยังมีแนวโน้มเติบโตดี จึงคงคำแนะนำซื้อลงทุน

### คาดการณ์ 1Q22 จะอ่อนตัวลงพอควร หลังค่าใช้จ่ายยังสูงขึ้น

คาดการณ์ไตรมาส 1Q22 อยู่ที่ 1,452 ลบ. (-24.8% Q-Q, -19.5% Y-Y) แม้คาดรายได้ +12% Y-Y (แต่ -9.5% Q-Q) จากปริมาณขายที่สูงขึ้น, ค่าเงินบาทยังอ่อนค่า และทยอยปรับขึ้นราคากับลูกค้าเพื่อสะท้อนต้นทุนที่สูงขึ้น โดยเป็นการเติบโตในทั้ง 3 กลุ่มธุรกิจ และคาดอัตรากำไรขั้นต้นยังทรงตัวได้ระดับ 18% เพิ่มขึ้น 30 bps จาก 1Q21 แต่สิ่งที่ยังหักล้างผลบวกทั้งหมดคือ ค่าใช้จ่ายที่ยังสูงขึ้น +26.5% Y-Y มากกว่าการเพิ่มขึ้นของรายได้ จึงคาด SG&A to Sale สูงสุดในรอบ 16 ไตรมาสที่ 13.2% ถือเป็นกรอบบนของเป้าบริษัท จากค่าขนส่ง 1Q22 ที่ยังสูงทั้งเส้นทางไปยุโรป (ทรงตัว Q-Q, +90% Y-Y), สหรัฐ West (-3% Q-Q, +220% Y-Y) ส่วนสหรัฐ East (+5% Q-Q, +260% Y-Y) รวมถึงค่าใช้จ่ายทางการตลาดเพราะมีการออกสินค้าใหม่กลุ่ม Innovative Product มากขึ้น ขณะที่คาดบริษัทพร้อมมีส่วนแบ่งขาดทุนโดยเฉพาะ Red Lobster ที่ขาดขาดทุนใน 1Q ทั้งที่ปกติเป็น Peak Season ของธุรกิจ (และมีกำไร) แต่ปีนี้ถูกกระทบจากการระบาดของโอมิครอน

### แนวโน้มกำไร 2Q22 ยังไม่สดใส แต่คาดหวังกลับมาฟื้นใน 3Q22

แนวโน้มกำไร 2Q22 ยังดูไม่สดใส แม้จะมีการปรับขึ้นราคา Branded Product ได้มากขึ้นตั้งแต่ มี.ค. 22 (บางประเทศเป็น Yearly Agreement) เพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนค่าขนส่ง และบรรจุภัณฑ์ (อลูมิเนียมและเหล็ก) แต่ล่าสุดราคาปลาทูน่าเดือน มี.ค. เร่งขึ้นทำจุดสูงสุดในรอบ 4 ปี แต่ละระดับ US\$1,900 ต่อตัน (+18.8% M-M, +40.7% Y-Y) เป็นราคาที่สูงกว่ากรอบมุมมองปีนี้ของบริษัทที่มองไว้ US\$1,400-1,500 ต่อตัน ส่วนหนึ่งจากราคาน้ำมันดิบที่เร่งขึ้นเพราะสงคราม ซึ่งทำให้ต้นทุนของชาวประมงสูงขึ้น หากราคาปลาสามารถปรับลงในอีก 1-2 เดือนข้างหน้า เชื่อว่าผลกระทบต่อบริษัทจะจำกัด เพราะมีสต็อกยาวไปใน 2Q22 อย่างไรก็ตาม เรายังคาดหวังการฟื้นตัวในช่วง 3Q22-4Q22 เมื่อเข้าสู่ช่วง High season และภาวะสงครามน่าจะคลี่คลายได้มากขึ้น ทำให้แรงกดดันด้านต้นทุนอาจลดลงได้

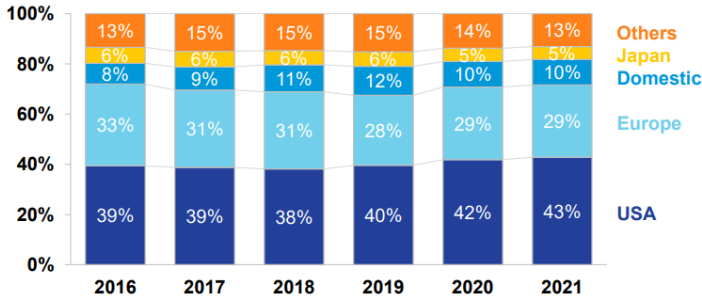
### ปรับลดประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

จากผลกระทบทางอ้อมของสงครามที่ทำให้ต้นทุนปรับสูงขึ้น ขณะที่การปรับขึ้นราคาทำได้ช้ากว่า ทำให้แนวโน้มกำไร 1H22 แผ่วลงมากกว่าที่เคยคาด เราจึงปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2022-23 ลง -18.2% และ -8.1% เป็น 6.2 พันลบ. (-22.1% Y-Y) และ 7.46 พันลบ. (+19.6% Y-Y) ตามลำดับ (โดยปรับเพิ่มรายได้สะท้อนการปรับขึ้นราคา แต่ปรับเพิ่มค่าใช้จ่ายที่ลดลงช้ากว่าคาด) นำไปสู่การปรับลดราคาเป้าหมายปี 2022 เป็น 25 บาท จาก 30 บาท (อิง SOTP, Implied PE 20 เท่า)

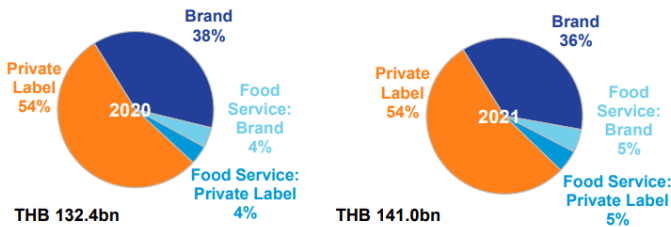
**Company Overview**

TU ประกอบธุรกิจผลิตและส่งออกอาหารทะเลแช่แข็ง ถือเป็นผู้ผลิตอาหารทะเลแช่แข็งและบรรจุกระป๋องรายใหญ่ อาทิ ปลาทูน่า กุ้ง ปลาซาร์ดีนและแมคเคอเรล และอาหารสัตว์เลี้ยง โดยมีแบรนด์หลักในไทย ได้แก่ Sealect และ Fisho เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีบริษัทย่อยในต่างประเทศได้แก่ Tri-union Seafood เจ้าของแบรนด์ Chicken of the Sea เป็นแบรนด์อาหารทะเลกระป๋องอันดับ 3 ในสหรัฐ และ TUE Group (เดิมชื่อ MW Brands) ดำเนินธุรกิจอาหารทะเลกระป๋องในยุโรป หลากหลายแบรนด์ เช่น John West, Petit Navire, Paramentier, King Oscar, Mareblu, Rugenfisch เป็นต้น ทำให้บริษัทกลายเป็นผู้ผลิตปลาทูน่าบรรจุกระป๋องอันดับ 1 ของโลก และเป็นผู้นำในตลาดอาหารทะเลแช่แข็งและบรรจุกระป๋องทั่วโลก

**Sales Breakdown by Geographic**



**Sales Breakdown by Business**



Remark: Others represent Asia, Australia, Middle East, Canada, Africa and South America

นอกจากนี้ยังมีการลงทุนในบริษัทย่อยอื่นกว่า 80 แห่ง ทั้งในและต่างประเทศ ครอบคลุมธุรกิจอาหารสำเร็จรูป อาหารว่าง อาหารแปรรูป โดยเน้นอาหารทะเลเป็นหลัก รวมถึงขยายเข้าสู่ธุรกิจอาหารสัตว์ พัฒนาสายพันธุ์กุ้งเพื่อจำหน่าย ธุรกิจโรงเพาะฟัก และอนุบาลลูกกุ้ง และฟาร์มเลี้ยงกุ้ง เป็นต้น

ปัจจุบันกลุ่มบริษัทมีโรงงานทั้งสิ้น 29 แห่ง ตั้งอยู่ที่ไทย 13 แห่ง (สมุทรสาคร 6, สงขลา 4, กทม. 2, นครศรีธรรมราช 1) และประเทศอื่นทั่วโลกทั้งในสหรัฐ ยุโรป และเอเชียอีก 16 แห่ง

**Valuation Methodology**

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TU โดยอิง Target PE ที่ 20 เท่า มาจาก SOTP Valuation แยกประเมินมูลค่า 3 ธุรกิจหลัก Ambient & Frozen Business (อิง PE 17 เท่า), Feed Business (อิง PE 15 เท่า) และ Pet Care Business (อิง PE 25 เท่า)

**ESG**

**Environment**

- TU ตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมในทุกการดำเนินงานและในห่วงโซ่อุปทานด้วย Sea Change ซึ่งเป็นกลยุทธ์ความยั่งยืนของบริษัท ครอบคลุมตั้งแต่วิธีการดูแลท้องทะเลไปจนถึงการจัดการของเสีย ต้องสามารถตรวจสอบย้อนกลับถึงแหล่งที่มาของผลิตภัณฑ์อาหารทะเลของบริษัทได้อย่างเต็มรูปแบบ
- กิจกรรมที่บริษัทดำเนินการภายใต้กลยุทธ์ Sea Change เช่น โครงการพัฒนาประมงอวนล้อมปลาทูน่าในมหาสมุทรอินเดียร่วมกับองค์กรกองทุนสัตว์ป่าสากลโลก WWF, ร่วมกับองค์กรระหว่างประเทศเพื่อการอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติ IUCN กรมทรัพยากรทางทะเลและชายฝั่ง, เปิดตัวโครงการนำร่องเพื่อทดสอบรูปแบบการวัดข้อมูลการจับปลาแบบอิเล็กทรอนิกส์และระบบการตรวจสอบย้อนกลับ โดยมีการเชื่อมจาก Application บนมือถือและสัญญาณดาวเทียมในการแก้ปัญหาประมงผิดกฎหมาย
- บริษัทประกาศเป้าหมายการจับปลาทูน่าอย่างยั่งยืนให้ได้ 100% สำหรับสินค้าภายใต้แบรนด์ของ TU หลังทำได้ 75% แล้วในปี 2020 รวมถึงตั้งเป้าลด Carbon Intensity ให้ได้ปีละ 4% ต่อเนื่องจากที่ลดไปได้แล้ว 28% ในช่วงปี 2016-2020

**Social**

- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาอย่างยั่งยืน ด้วยการสร้างมาตรฐานความรับผิดชอบต่อเศรษฐกิจ สังคมและสิ่งแวดล้อม โดยมีกลยุทธ์ประกอบด้วย 4 หัวข้อหลักคือ 1. แรงงานปลอดภัยและถูกกฎหมาย 2. จัดหาวัตถุดิบด้วยความรับผิดชอบต่อสังคม 3. ดำเนินงานด้วยความรับผิดชอบต่อชุมชนและสังคม
- กิจกรรมที่บริษัทดำเนินการเพื่อพัฒนาและส่งเสริมชุมชนและสังคม เช่น จัดตั้งศูนย์เตรียมความพร้อมเด็กก่อนวัยเรียน เพื่อลูกหลานแรงงานข้ามชาติและแรงงานท้องถิ่นใน จ. สมุทรสาคร, จัดตั้งศูนย์พัฒนาศักยภาพด้านภาษา AEC, โครงการประชารัฐ ส่งเสริมด้านการศึกษาครอบคลุมจังหวัดสมุทรสาคร สมุทรสงคราม เพชรบุรี และประจวบคีรีขันธ์ รวมถึงให้ข้อมูลด้านโภชนาการแก่ชุมชนท้องถิ่น

**Governance**

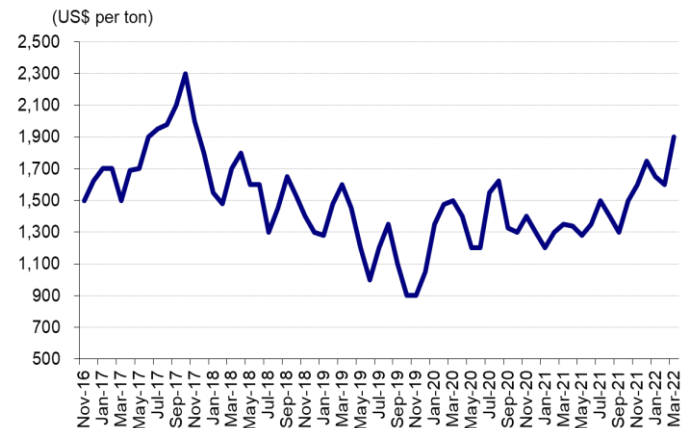
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 12 คน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 4 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อสร้างการเติบโตอย่างยั่งยืน และได้รับการยอมรับจากภายในและต่างประเทศ ทำให้บริษัทได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในระดับ ดีเลิศ ต่อเนื่องเป็นปีที่ 6 ติดต่อกัน โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย และได้รับคัดเลือกเข้าเป็นสมาชิก DJSI ในกลุ่ม Emerging Market 8 ปีติดต่อกัน ตั้งแต่ปี 2014-2021
- บริษัทห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานที่รั่วข้อมูลภายในของบริษัท ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วงระยะเวลา 1 เดือนก่อนการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน

**ค่าเงินบาทเทียบกับ USD**



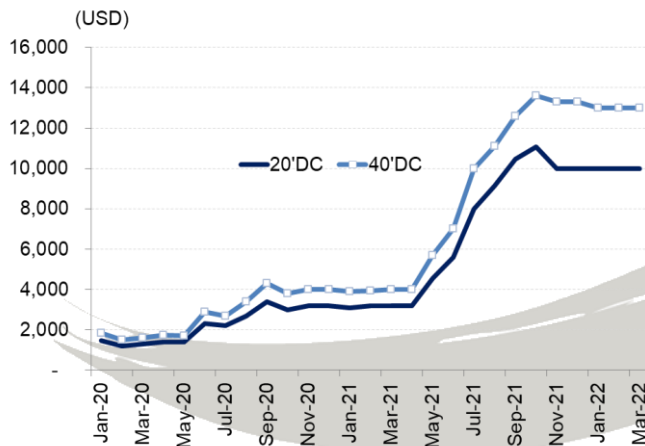
Source: Bloomberg

**ราคาปลาทูน่า Skipjack รายเดือน**



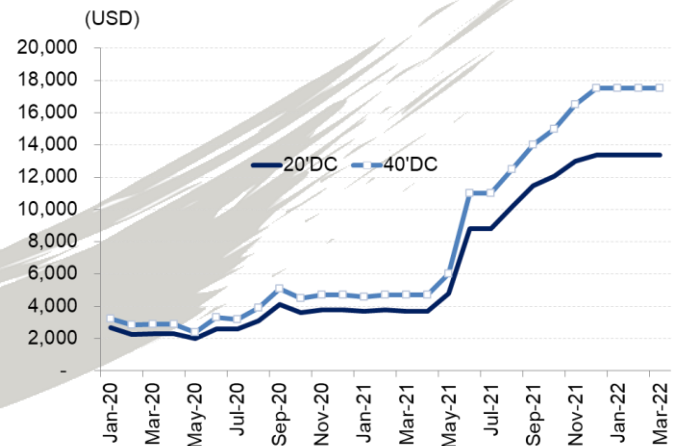
Source: TU

**ค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์ ไทย-สหรัฐ (West Coast)**



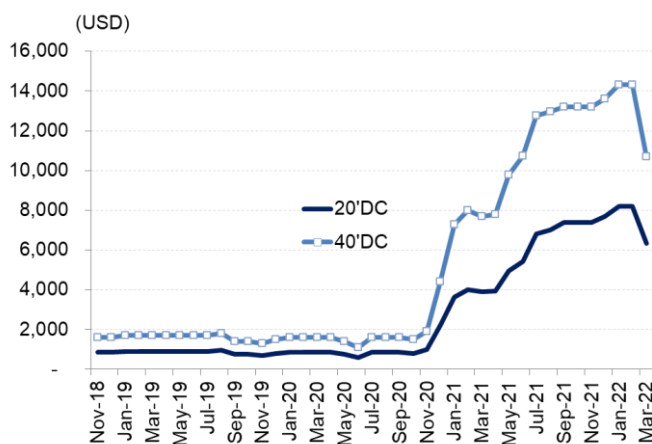
Source: TNSC.Com

**ค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์ ไทย-สหรัฐ (East Coast)**



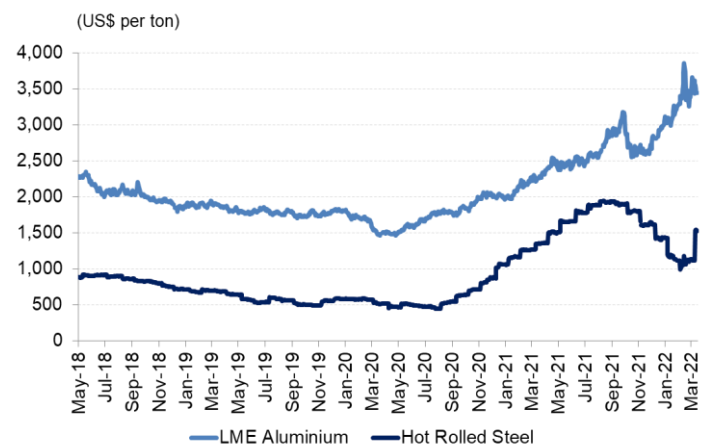
Source: TNSC.Com

**ค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์ ไทย-ยุโรป**



Source: TNSC.Com

**ราคาอลูมิเนียมและราคาเหล็กตลาดโลก**



Source: Bloomberg

**1Q22E Earnings Preview**

(Bt=mn)	1Q22E	4Q21	%Q-Q	1Q21	%Y-Y
Sales revenue	34,860	38,501	-9.5	31,125	12.0
Cost	28,585	31,478	-9.2	25,617	11.6
Gross profit	6,275	7,023	-10.7	5,507	13.9
SG&A costs	4,602	5,047	-8.8	3,637	26.5
Interest Expense	440	455	-3.3	397	10.9
Norm profit	1,452	1,865	-22.2	1,786	-18.7
Net profit	1,452	1,930	-24.8	1,803	-19.5
Gross Margin %	18.0	18.2	-0.2	17.7	0.3
SG&A as % of Sales	13.2	13.1	0.1	11.7	1.5
Net margin %	4.2	5.0	-0.8	5.8	-1.6

Source: FSS Estimates

**การเปลี่ยนแปลงสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน TU**

Assumptions	New			Old			% Change		
	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
Total Sales in USD (mn)	4,614	4,852	5,059	4,462	4,685	4,887	3.4	3.6	3.5
FX Rate (Bt/USD)	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0	0.0	0.0	0.0
Ambient Business - Sales (mb)	61,018	62,849	64,734	59,741	61,533	63,358	2.1	2.1	2.2
Frozen Business - Sales (mb)	61,045	64,281	66,210	57,649	60,710	62,528	5.9	5.9	5.9
Pet Care & Vale Added - Sales (mb)	25,569	28,126	30,938	25,393	27,679	30,444	0.7	1.6	1.6
Total Sales in Baht (mn)	147,633	155,256	161,883	142,783	149,922	156,369	3.4	3.6	3.5
% Growth	4.7	5.2	4.3	1.2	5.0	4.3	1.2	0.2	0.0
% Gross Margin	17.8	17.9	17.9	17.8	17.9	18.0	0.0	0.0	-0.1
SG&A (mb)	18,454	18,631	19,426	16,920	17,841	18,764	9.1	4.4	3.5
% SG&A to Sales	12.5	12.0	12.0	11.9	11.9	12.0	0.6	0.1	0.0
Net Profit (mb)	6,241	7,463	8,223	7,630	8,122	8,846	-18.2	-8.1	-7.0
% Growth	-22.1	19.6	10.2	-4.8	6.4	8.9	--	--	--
Norm Profit (mb)	6,241	7,463	8,223	7,630	8,122	8,846	-18.2	-8.1	-7.0
% Growth	-16.0	19.6	10.2	2.7	6.4	8.9	--	--	--

Source: FSS Research

**SOTP Valuation**

	2022 Target Price (bt/share)	Target PE (x)	2022E EPS (bt/share)	TU's Holding (%)	2022E Profit from each business (mb)
Ambient & Frozen Business	12	17	0.72	100	3,702
Pet Care Business	12	25	0.49	100	2,357
Feed Business (TFM)	0.5	15	0.035	51	355
<b>Total Value of TU</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>1.25</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

Source: FSS Research

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงด้านข้อกำหนดและกฎระเบียบในต่างประเทศ

เนื่องจากมีฐานการผลิตและฐานลูกค้ากระจายอยู่ทั่วโลก จึงต้องมีการเกี่ยวข้องกับกฎหมายและกฎระเบียบในหลายประเทศที่มีการดำเนินงานอยู่ ทั้งกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สินทางปัญญา ความรับผิดชอบต่อสินค้า การป้องกัน การผูกขาดทางการค้า การแข่งขันทางการค้า สิ่งแวดล้อม การจ้างงาน เป็นต้น ซึ่งหากบริษัทไม่ตระหนักถึงการเปลี่ยนแปลง และปรับตัวให้สอดคล้องกับกฎระเบียบต่างๆ ได้ทันถ่วงที อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญได้

### ความเสี่ยงจากอุปสรรคทางการค้าด้านภาษีและไม่ใช่ภาษี

อุปสรรคทางการค้าด้านภาษี เช่น สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่ปรับขึ้นอัตราภาษีนำเข้าผลิตภัณฑ์อาหารทะเล 25%, การถอนตัวออกจากสหภาพยุโรปของอังกฤษ อาจทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงภาษีนำเข้าและส่งออก ระหว่างอังกฤษและประเทศอื่น ส่วนอุปสรรคทางการค้าที่ไม่ใช่ภาษี ส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม อาจส่งผลกระทบต่อเงื่อนไขทางการค้า หรือความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนของบริษัทได้

### ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรง

อุตสาหกรรมปลาและอาหารทะเลเป็นอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันสูงและพัฒนาการอย่างต่อเนื่อง ทั้งจากพฤติกรรม การบริโภคทั่วโลกที่เปลี่ยนแปลงไป ส่งผลให้ผลิตภัณฑ์อาหารทะเลบรรจุกระป๋องดั้งเดิมมีการเติบโตในอัตราชะลอตัว รวมถึงกำลังเปลี่ยนไปสู่การใส่ใจสุขภาพ ไลฟ์สไตล์ที่สะดวกสบาย และความต้องการผลิตภัณฑ์ที่จัดหามาด้วยวิธีการที่ยั่งยืน นอกจากนี้ยังต้องเผชิญกับการแข่งขันรุนแรงในผลิตภัณฑ์หลักอย่าง ทูน่า กุ้ง และแซลมอน ล้วนแล้วแต่เป็น ความเสี่ยงที่บริษัทต้องหาวิธีการจัดการ และปรับตัวให้ทันกับการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น

### ความเสี่ยงจากในการจัดหาและราคาวัตถุดิบ

ราคาวัตถุดิบที่สำคัญของบริษัทคือ ปลาทูน่า และกุ้ง ซึ่งถือเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ชนิดหนึ่ง ที่ไม่มีเครื่องมือบริหาร ความเสี่ยงโดยตรง และมีการเปลี่ยนแปลงราคาเพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งหากบริษัทไม่มีวิธีการบริหารจัดการที่ดี อาจกระทบต่อความสามารถในการกำไรของบริษัทได้

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากการส่งออกและธุรกิจในประเทศสัดส่วนราว 90% ของรายได้รวม โดยมีรายได้เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศ USD EUR และ GBP ในขณะที่มีการนำเข้าวัตถุดิบในรูปสกุลเงิน USD ทำให้สามารถป้องกันความเสี่ยงโดยธรรมชาติได้ระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ยังมีรายได้ในส่วนที่ไม่ถูกป้องกันโดย Natural Hedge ที่ถือเป็นความเสี่ยง และอาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น

### ความเสี่ยงจากการขาดแคลนแรงงานหรือค่าแรงขั้นต่ำปรับตัวสูงขึ้น

เนื่องจากอุตสาหกรรมอาหาร โดยเฉพาะอาหารทะเล ถือเป็นธุรกิจที่พึ่งพิงแรงงานเข้มข้น เพราะในสายการผลิตบางสาย เช่น การถอดก้างปลา ที่ไม่สามารถใช้เครื่องจักรแทนคนได้ ทำให้ยังต้องอาศัยแรงงานจำนวนมาก ปัจจุบันแรงงานของบริษัทพึ่งพิงแรงงานต่างด้าวราวครึ่งหนึ่งของแรงงานทั้งหมด จึงอาจมีความเสี่ยงที่บริษัทอาจประสบปัญหาขาดแคลนแรงงาน หรือในกรณีที่มีการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำอาจกระทบต่อต้นทุนของบริษัทได้



**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	132,402	141,048	147,633	155,256	161,883
Cost of sales	108,985	115,321	121,355	127,465	132,906
Gross profit	23,418	25,727	26,279	27,791	28,977
SG&A	15,596	17,471	18,454	18,631	19,426
Operating profit	9,531	9,066	9,006	10,138	10,522
Other income	1,710	811	1,181	978	971
EBIT	9,531	9,066	9,006	10,138	10,522
EBITDA	13,486	13,250	13,490	14,872	15,506
Interest charge	1,724	1,730	1,755	1,742	1,750
Tax on income	724	742	725	840	921
Earnings after tax	7,083	6,595	6,526	7,557	7,851
Minority interest	-263	-259	-443	-466	-486
Normalized earnings	6,551	7,431	6,241	7,463	8,223
Extraordinary items	-305	582	0	0	0
Net profit	6,246	8,013	6,241	7,463	8,223

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net profit	6,246	8,013	6,241	7,463	8,223
Deprec. & amortization	3,955	4,184	4,484	4,734	4,984
Change in working capital	2,487	-9,944	5,646	-1,888	-1,671
Other adjustments	-574	1,677	158	372	416
Cash flow from operations	12,114	3,929	16,529	10,681	11,952
Capital expenditure	-4,737	-5,850	-6,000	-5,000	-5,000
Others	1,796	-5,413	-3,199	-1,995	-2,127
Cash flow from investing	-2,941	-11,263	-9,199	-6,995	-7,127
Free cash flow	9,173	-7,334	7,329	3,686	4,825
Net borrowings	-5,539	5,836	-7,152	-60	-60
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-4,369	-4,470	-3,454	-4,254	-4,523
Others	2,331	8,705	552	587	510
Cash flow from financing	-7,577	10,070	-10,053	-3,727	-4,073
Net change in cash	1,597	2,737	-2,724	-41	752

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Cash	6,286	9,723	6,999	6,958	8,011
Accounts receivable	13,320	16,308	16,098	16,929	17,652
Inventory	38,546	46,636	39,897	41,906	43,695
Other current assets	2,312	2,196	2,961	3,113	3,246
Total current assets	60,465	74,863	65,955	68,907	72,603
Investments	21,820	28,615	28,615	28,615	28,615
Plant, property & equipment	26,691	28,357	29,873	30,139	30,155
Other assets	35,599	34,769	35,432	37,261	38,852
Total assets	144,575	166,604	159,876	164,923	170,225
Short-term loans	13,406	9,673	11,744	12,356	12,968
Accounts payable	19,068	21,351	21,611	22,699	23,668
Current maturities	8,147	14,937	14,000	14,000	14,000
Other current liabilities	3,392	2,121	1,329	1,346	1,349
Total current liabilities	44,013	48,081	48,684	50,401	51,985
Long-term debt	36,862	46,431	37,208	36,536	35,864
Other non-current liab.	7,964	9,878	11,368	11,955	12,465
Total non-current liab.	44,825	56,309	48,576	48,491	48,329
Total liabilities	88,838	104,391	97,260	98,892	100,314
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
Legal reserve	149	149	149	149	149
Retained earnings	30,895	38,028	37,340	40,549	44,250
Minority Interests	3,551	2,894	3,986	4,192	4,371
Shareholders' equity	55,737	62,213	62,616	66,031	69,911

**Key Ratios**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	4.9	6.5	4.7	5.2	4.3
EBITDA	47.0	-1.8	1.8	10.2	4.3
Net profit	63.7	28.3	-22.1	19.6	10.2
Normalized earnings	29.6	13.4	-16.0	19.6	10.2
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	17.7	18.2	17.8	17.9	17.9
EBITDA margin	10.2	9.4	9.1	9.6	9.6
EBIT margin	7.2	6.4	6.1	6.5	6.5
Normalized profit margin	4.9	5.3	4.2	4.8	5.1
Net profit margin	4.7	5.7	4.2	4.8	5.1
Normalized ROA	4.5	4.5	3.9	4.5	4.8
Normalized ROE	12.6	12.5	10.6	12.1	12.5
Normalized ROCE	9.5	7.6	8.1	8.9	8.9
<b>Risk (x)</b>					
D/E	1.7	1.8	1.7	1.6	1.5
Net D/E	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
Net debt/EBITDA	6.1	7.2	6.7	6.2	6.0
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	1.26	1.66	1.25	1.56	1.72
Normalized EPS	1.31	1.50	1.25	1.56	1.72
EBITDA	2.83	2.78	2.83	3.12	3.25
Book value	10.85	12.34	12.19	12.86	13.63
Dividend	0.72	0.95	0.72	0.89	0.95
Par	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	14.5	11.0	14.7	11.7	10.6
Norm P/E	13.9	12.2	14.7	11.7	10.6
P/BV	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.6	13.8	13.2	12.1	11.6
Dividend yield (%)	3.9	5.2	4.0	4.9	5.2

Source: Company data, Finansia research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	<b>สำนักงานอัลมาลิ่งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	<b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พินเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999	<b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545	<b>สาขา ประชาชีวะ</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
<b>สาขา บางนา</b> 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100	<b>สาขา มินท์ ทาวเวอร์</b> ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700	<b>สาขา สีลม 1</b> 130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	<b>สาขา เคียนหวน (สีลม 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	<b>สาขา สาทร</b> เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859
<b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180	<b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300	<b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193		
<b>สาขา ขอนแก่น</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	<b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	<b>สาขา เชียงใหม่</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711	<b>สาขา เชียงราย</b> 758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120	<b>สาขา สมุทรสาคร</b> เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
<b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599	<b>สาขา นครราชสีมา</b> 198/1 ต.ระกวมอรรถ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	<b>สาขา อนุสาวรีย์</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499	<b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777	<b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
<b>สาขา ดรง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	<b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4			

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

## Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2021

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

### IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

### โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2564 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 6 มกราคม 2565) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC