

## เติบโตปานกลางในระยะสั้น

เราปรับประมาณการกำไรปกติของ TU ลดลง 7% ในปี 2567 และ 12% ในปี 2568 เพื่อสะท้อน: 1) สมมติฐานเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นเป็น 35.3 บาท/USD ในปี 2567 และ 35.6 บาท/USD ในปี 2568 (จาก 36 บาท/USD); 2) transformation costs ในค่าใช้จ่าย SG&A ใน 4Q67 และ ปี 2568 ทั้งนี้ เราคาดว่ากำไรปกติ 4Q67 จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาลและเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น แต่จะเพิ่มขึ้น YoY จากยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้น และส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน (ไม่รวม Red Lobster) ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะหักล้าง transformation costs ที่สูง ในขณะที่เรามีมุมมองเชิงบวกต่อกลยุทธ์เพื่อมุ่งสู่ปี 2573 ของ TU ที่ตั้งเป้าการเพิ่มยอดขายและมาร์จิ้นของธุรกิจในปัจจุบัน รวมถึงแผนการควบรวมกิจการ แต่โมเมนตัมการเติบโตของกำไรปกติในระยะ 2-3 ไตรมาสข้างหน้าอาจจะไม่น่าตื่นเต้นนัก โดยอิงจากมุมมองระยะวัฏจักรของการเพิ่มยอดขายและการเพิ่มขึ้นของ transformation costs (เริ่มใน 3Q67) ท่ามกลางผลประโยชน์ที่เพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปจาก transformation programs ตั้งแต่ปี 2568 ถึงปี 2570-71 เราปรับลดคำแนะนำระยะ 3 เดือนสำหรับ TU ลงจาก OUTPERFORM สู่ NEUTRAL โดยปรับราคาเป้าหมายกลางปี 2568 ใหม่เป็น 16 บาท (จาก 18 บาท) อ้างอิง PE 14 เท่า (-0.5SD. จาก PE เดิม 10 ปี) หลังจากปรับประมาณการกำไรปกติ

**กำไรสุทธิ 3Q67 อยู่ที่ 1.4 พันลบ. +16% YoY และ +15% QoQ** สูงกว่าคาดเล็กน้อย จากค่าใช้จ่ายพิเศษจำนวน 80 ลบ. (ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนและรายการด้อยค่าของสินทรัพย์) ที่น้อยกว่าคาด กำไรปกติ 3Q67 เป็นไปตามคาดที่ 1.5 พันลบ. -2% YoY แต่ +3% QoQ การปรับตัวลดลงเล็กน้อย YoY เกิดจากอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A/ยอดขายที่สูงขึ้น (ส่วนหนึ่งเกิดจาก transformation costs) และดอกเบี้ยจ่าย และค่าใช้จ่ายภาษีที่สูงขึ้น ซึ่งไปหักล้างยอดขาย อัตรากำไรขั้นต้น และส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนที่ดีขึ้น

**เป้าหมายใหม่สำหรับปี 2567 และมุมมองต่อ 4Q67 ของ TU** สำหรับปี 2567 TU ปรับเป้าการเติบโตของยอดขายลดลงมาอยู่ที่ 3-4% (เทียบกับเป้าเดิมที่ 4-5%) นอกจากนี้ยังปรับเป้าอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็น 18.5-19.0% (เทียบกับเป้าเดิมที่ 18-18.5%) และปรับเป้าอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A/ยอดขายเพิ่มขึ้นเป็น 12.5-13% (เทียบกับเป้าเดิมที่ 12-12.5%) สำหรับ 4Q67 TU คาดว่ายอดขายจะเติบโตในธุรกิจอาหารทะเลแปรรูป โดยการบริโภคจะได้แรงหนุนจากราคาปลาที่กลับคืนสู่ระดับปกติและแคมเปญการตลาดที่บริษัทออกมาเมื่อไม่นานนี้ และธุรกิจอาหารสัตว์เสี่ยง อัตรากำไรขั้นต้นใน 4Q67 คาดว่าจะแข็งแกร่งใกล้เคียงกับเป้าหมายปี 2567 แต่ค่าใช้จ่าย SG&A มีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในระดับสูง โดยคาดว่า transformation costs ใน 4Q67 จะอยู่ในระดับใกล้เคียงกับ 3Q67 ที่ 234 ลบ.

**เปิดตัวกลยุทธ์เพื่อมุ่งสู่ปี 2573** TU เปิดตัวกลยุทธ์เพื่อมุ่งสู่ปี 2573 โดยจะมุ่งเน้น 1) เสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจหลัก ได้แก่ อาหารทะเลแปรรูป อาหารแช่แข็ง และอาหารสัตว์ 2) ขยับเคลื่อนกลุ่มธุรกิจที่เติบโตเร็ว เช่น อาหารสัตว์เลี้ยง อาหารแช่แข็ง อาหารพร้อมทาน และอินทรีย์ภัณฑ์ และ 3) แสวงหาโอกาสและเทคโนโลยีใหม่ๆ เช่น ลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำ อาหารสัตว์เลี้ยง และโปรตีนทางเลือก Transformation plans เพื่อให้บรรลุเป้าหมายปี 2573 TU ได้ริเริ่ม transformation program 2 โครงการ ได้แก่ Project Sonar (Transformation ในด้านห่วงโซ่อุปทานและรูปแบบการดำเนินงาน) และ Project Tailwind (การเร่งการเติบโตในกลุ่มธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงตามแผนเชิงพาณิชย์และการดำเนินงาน) โดย TU ตั้งเป้าลดต้นทุนต่อปีจากการดำเนิน Project Sonar ที่ US\$75 ล้าน ตั้งแต่สิ้นปี 2569 เป็นต้นไป และเพิ่มกำไรจากการดำเนินงานต่อปี (จากยอดขายที่เพิ่มขึ้นและการลดต้นทุน) จากการดำเนิน Project Tailwind ที่ US\$50 ล้านต่อปี ตั้งแต่สิ้นปี 2570 เป็นต้นไป โดยตลอดโครงการ TU ประเมิน transformation costs (ค่าใช้จ่าย SG&A) ที่ US\$50-60 ล้าน โดยแบ่งเป็น US\$13 ล้าน ใน 2H67, US\$20 ล้าน ในปี 2568, US\$20 ล้าน ในปี 2569 และที่เหลือในปี 2570 ด้วย CAPEX ปีละ 4.5-5 พันลบ. (เทียบกับ 4 พันลบ. ในปี 2567) **เป้าหมายปี 2573** ในปี 2573 TU ตั้งเป้ายอดขายเพิ่มขึ้นจาก US\$3.9 พันล้านในปี 2567 เป็น US\$7 พันล้าน (CAGR 10%) โดยอิงกับยอดขายจากการดำเนินงานปกติที่ US\$6 พันล้าน (CAGR 7%) และยอดขายจากการทำ M&A ตามกลยุทธ์เพื่อมุ่งสู่ปี 2573 ที่ US\$1 พันล้าน TU ตั้งเป้าอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มจาก 19% ในปี 2567 เป็น 21-23% ในปี 2573 โดย EBIT margin จะเพิ่มจาก 5.6% ในปี 2567 เป็น 8% ในปี 2573 และเพิ่ม EBITDA เป็นสองเท่าจาก US\$400 ล้าน ในปี 2567 เป็น US\$700-800 ล้าน ในปี 2573

**ความเสี่ยงที่สำคัญ:** การแข็งค่าของเงินบาท การฟ้องร้องที่เกี่ยวข้องกับ Red Lobster การขึ้นภาษีขึ้นต่ำทั่วโลก ความเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญคือ การปล่อยก๊าซเรือนกระจก การบริหารจัดการของเสียและน้ำ (E),สวัสดิภาพของลูกค้า การบริหารจัดการคุณภาพผลิตภัณฑ์ นโยบายเกี่ยวกับสุขภาพและความปลอดภัย (S)

## Forecasts and valuation

| Year to 31 Dec   | Unit   | 2022    | 2023     | 2024F   | 2025F   | 2026F   |
|------------------|--------|---------|----------|---------|---------|---------|
| Revenue          | (Btmn) | 155,586 | 136,153  | 139,222 | 143,946 | 147,601 |
| EBITDA           | (Btmn) | 14,119  | 11,943   | 12,870  | 13,222  | 13,879  |
| Core profit      | (Btmn) | 7,123   | 4,796    | 5,189   | 5,447   | 5,907   |
| Reported profit  | (Btmn) | 7,138   | (13,933) | 5,138   | 5,447   | 5,907   |
| Core EPS         | (Bt)   | 1.47    | 0.99     | 1.11    | 1.17    | 1.28    |
| DPS              | (Bt)   | 0.84    | 0.54     | 0.70    | 0.75    | 0.80    |
| P/E, core        | (x)    | 9.8     | 14.5     | 13.0    | 12.3    | 11.3    |
| EPS growth, core | (%)    | (4.8)   | (32.2)   | 11.8    | 5.3     | 8.9     |
| P/BV, core       | (x)    | 0.8     | 1.0      | 0.9     | 0.9     | 0.9     |
| ROE              | (%)    | 9.5     | 6.2      | 7.7     | 7.8     | 8.2     |
| Dividend yield   | (%)    | 5.8     | 3.8      | 4.9     | 5.2     | 5.6     |
| EV/EBITDA        | (x)    | 8.1     | 9.8      | 8.7     | 8.4     | 7.9     |

Source: InnovestX Research

ดูข้อมูลเชิงลึกในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Tactical: NEUTRAL  
(3-month)

## Stock data

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| Last close (Nov 11) (Bt) | 14.40 |
| Target price (Bt)        | 16.00 |
| Mkt cap (Btbn)           | 64.15 |

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| 12-m high / low (Bt)           | 16 / 13.6 |
| Avg. daily 6m (US\$mn)         | 7.92      |
| Foreign limit / actual (%)     | 45 / 26   |
| Free float (%)                 | 68.8      |
| Outstanding Short Position (%) | 0.56      |

## Share price performance

| (%)             | 1M    | 3M     | 12M   |
|-----------------|-------|--------|-------|
| Absolute        | (2.7) | (4.0)  | 2.9   |
| Relative to SET | (1.8) | (14.5) | (1.9) |

## INVX core earnings vs consensus

| Earnings vs consensus | 2024F | 2025F |
|-----------------------|-------|-------|
| Consensus (Bt mn)     | 5,345 | 5,839 |
| INVX vs Consensus (%) | (2.9) | (6.7) |

| Earnings momentum        | YoY | QoQ  |
|--------------------------|-----|------|
| INVX 4Q24F core earnings | up  | down |

## 2023 Sustainability/2022 ESG Score

|                 |      |
|-----------------|------|
| SET ESG Ratings | n.a. |
|-----------------|------|

## Bloomberg ESG Score and Rank in the sector

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| ESG Score and Rank           | 3.47 3/58 |
| Environmental Score and Rank | 4.65 2/58 |
| Social Score and Rank        | 1.63 4/58 |
| Governance Score and Rank    | 4.10 8/58 |

Source: SET, InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

## นักวิเคราะห์

## ศิริมา ติสสร, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1004  
sirima.d@innovestx.co.th

**กำไรสุทธิ 3Q67 อยู่ที่ 1.4 พันลบ. +16% YoY และ +15% QoQ** สูงกว่าคาดเล็กน้อย จากค่าใช้จ่ายพิเศษจำนวน 80 ลบ. (ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 54 ลบ. และรายการด้อยค่าของสินทรัพย์ 26 ลบ.) ที่ต่ำกว่าคาด กำไรปกติ 3Q67 เป็นไปตามคาดที่ 1.5 พันลบ. -2% YoY แต่ +3% QoQ การปรับตัวลดลงเล็กน้อย YoY เกิดจากอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A/ยอดขายที่สูงขึ้น (ส่วนหนึ่งเกิดจาก transformation costs) และดอกเบี้ยจ่ายและค่าใช้จ่ายภาษีที่สูงขึ้น ซึ่งไปหักล้างยอดขาย อัตรากำไรขั้นต้น และส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน (ไม่รวม Red Lobster) ที่ดีขึ้น

**รายการที่สำคัญใน 3Q67 ยอดขาย** เติบโต 2.4% YoY โดยยอดขายจากการดำเนินงานปกติเติบโต 3.1% YoY โดยได้รับผลกระทบเชิงลบเล็กน้อยจากการแข็งค่าของเงินบาท (-0.4% YoY) เมื่อแยกตามกลุ่มธุรกิจ ยอดขายในธุรกิจอาหารทะเลแปรรูปเติบโต 13% YoY จากปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้นจากความต้องการที่เพิ่มขึ้นในวันออกกลาง สหรัฐอเมริกา และแคนาดา ยอดขายในธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงเติบโต 15% YoY ซึ่งเป็นผลจากสัดส่วนการขายสินค้าพรีเมียมที่สูงขึ้นและความต้องการซื้อที่เพิ่มขึ้นในยุโรปและสหรัฐอเมริกา และยอดขายในธุรกิจผลิตภัณฑ์เพิ่มมูลค่าเติบโต 1% YoY จากการขยายตลาดไปยังลูกค้าใหม่ ซึ่งทั้งหมดนี้ช่วยชดเชยยอดขายในธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งที่ลดลง 15% YoY จากความต้องการซื้อและราคาตลาดในสหรัฐอเมริกาที่ลดลง อัตรากำไรขั้นต้น ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 19.5% เพิ่มขึ้น 110bps YoY จากธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงที่ดีขึ้นจากสัดส่วนการขายสินค้าพรีเมียมมาร์จินที่สูงขึ้นและปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้น และเพิ่มขึ้น 100bps QoQ จากธุรกิจอาหารทะเลแปรรูปที่ดีขึ้นจากปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้นและต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง และธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งที่ดีขึ้นจากมาร์จินที่ปรับตัวดีขึ้นในธุรกิจอาหารสัตว์ อัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A/ยอดขาย เพิ่มขึ้นสู่ 13.5% (+150bps YoY, +50bps QoQ) จากค่าใช้จ่ายการตลาดที่สูงขึ้น และ transformation costs จำนวน 234 au.

**Figure 1: Earnings review**

| P & L (Btmn)               | 3Q23         | 4Q23            | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24         | % Chg YoY    | % Chg QoQ   |
|----------------------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Total revenue              | 33,915       | 35,529          | 33,220       | 35,283       | 34,840       | 2.7          | (1.3)       |
| Total cost of goods sold   | (27,682)     | (29,201)        | (27,478)     | (28,748)     | (28,047)     | 1.3          | (2.4)       |
| Gross profit               | 6,233        | 6,327           | 5,742        | 6,535        | 6,793        | 9.0          | 4.0         |
| SG&A expense               | (4,044)      | (4,173)         | (4,197)      | (4,582)      | (4,693)      | 16.0         | 2.4         |
| Net other income/expense   | 195          | 291             | 227          | 256          | 252          | 29.2         | (1.9)       |
| Interest expense           | (589)        | (630)           | (647)        | (620)        | (627)        | 6.5          | 1.2         |
| Pre-tax profit             | 1,794        | 1,816           | 1,125        | 1,589        | 1,724        | (3.9)        | 8.5         |
| Corporate tax              | 140          | 40              | (128)        | (44)         | (208)        | (248.1)      | 369.8       |
| Equity a/c profits         | (234)        | (400)           | 159          | 179          | 275          | (217.5)      | 53.6        |
| Minority interests         | (196)        | (244)           | (256)        | (281)        | (311)        | 58.9         | 10.7        |
| EBITDA                     | 3,417        | 3,513           | 2,840        | 3,296        | 3,462        | 1.3          | 5.1         |
| <b>Core profit</b>         | <b>1,504</b> | <b>1,212</b>    | <b>900</b>   | <b>1,443</b> | <b>1,480</b> | <b>(1.6)</b> | <b>2.6</b>  |
| Extra. Gain (Loss)         | (298)        | (18,401)        | 253          | (224)        | (80)         | (73.2)       | (64.4)      |
| <b>Net Profit</b>          | <b>1,206</b> | <b>(17,189)</b> | <b>1,153</b> | <b>1,219</b> | <b>1,400</b> | <b>16.1</b>  | <b>14.9</b> |
| EPS                        | 0.25         | (3.89)          | 0.24         | 0.26         | 0.30         | 19.0         | 16.2        |
| <b>B/S (Btmn)</b>          |              |                 |              |              |              |              |             |
| Total assets               | 183,679      | 165,450         | 162,035      | 161,496      | 155,543      | (15.3)       | (3.7)       |
| Total liabilities          | 101,123      | 99,433          | 97,764       | 98,994       | 92,922       | (8.1)        | (6.1)       |
| Total equity               | 82,556       | 66,017          | 64,271       | 62,502       | 62,621       | (24.1)       | 0.2         |
| BVPS (Bt)                  | 18.6         | 14.9            | 14.5         | 14.2         | 14.3         | (23.0)       | 0.6         |
| <b>Financial ratio (%)</b> |              |                 |              |              |              |              |             |
| Gross margin               | 18.4         | 17.8            | 17.3         | 18.5         | 19.5         | 1.12         | 0.98        |
| EBITDA margin              | 10.1         | 9.9             | 8.5          | 9.3          | 9.9          | (0.1)        | 0.6         |
| Net profit margin          | 3.6          | -48.4           | 3.5          | 3.5          | 4.0          | 0.5          | 0.6         |
| SG&A expense/Revenue       | 11.9         | 11.7            | 12.6         | 13.0         | 13.5         | 1.5          | 0.5         |

Source: InnovestX Research

**Figure 2: Earnings breakdown by business unit**

| Key statistics                                  | 3Q23           | 4Q23           | 1Q24           | 2Q24           | 3Q24           | % Chg YoY   | % Chg QoQ    |
|-------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|--------------|
| <b>Sales value (Bt mn)</b>                      |                |                |                |                |                |             |              |
| Ambient Seafood                                 | 15,851         | 15,693         | 17,156         | 17,376         | 17,920         | 13.1        | 3.1          |
| Frozen & chilled seafood                        | 11,593         | 12,525         | 9,618          | 10,842         | 9,836          | (15.2)      | (9.3)        |
| Pet care                                        | 3,773          | 4,622          | 3,955          | 4,456          | 4,352          | 15.4        | (2.3)        |
| Value added and others                          | 2,698          | 2,689          | 2,490          | 2,609          | 2,732          | 1.3         | 4.7          |
| <b>Total sales value</b>                        | <b>33,915</b>  | <b>35,529</b>  | <b>33,220</b>  | <b>35,283</b>  | <b>34,840</b>  | <b>2.7</b>  | <b>(1.3)</b> |
| <b>Sales volume (tons)</b>                      |                |                |                |                |                |             |              |
| Ambient Seafood                                 | 75,414         | 78,167         | 86,197         | 81,903         | 93,250         | 23.7        | 13.9         |
| Frozen & chilled seafood                        | 63,231         | 64,786         | 58,176         | 61,319         | 63,455         | 0.4         | 3.5          |
| Pet care                                        | 24,830         | 28,609         | 23,804         | 26,149         | 25,636         | 3.2         | (2.0)        |
| Value added and others                          | 48,007         | 43,796         | 41,647         | 43,719         | 51,209         | 6.7         | 17.1         |
| <b>Total sales volume</b>                       | <b>211,482</b> | <b>215,359</b> | <b>209,824</b> | <b>213,090</b> | <b>233,550</b> | <b>10.4</b> | <b>9.6</b>   |
| <b>GPM (%)</b>                                  |                |                |                |                |                |             |              |
| Ambient Seafood                                 | 20.4           | 17.4           | 16.6           | 18.9           | 20.1           | (0.3)       | 1.2          |
| Frozen & chilled seafood                        | 12.9           | 14.4           | 11.8           | 10.7           | 12.0           | (0.9)       | 1.3          |
| Pet care                                        | 19.4           | 23.4           | 25.7           | 31.3           | 30.6           | 11.2        | (0.7)        |
| Value added and others                          | 28.9           | 26.2           | 29.5           | 26.5           | 25.1           | (3.8)       | (1.4)        |
| <b>Total GPM (%)</b>                            | <b>18.4</b>    | <b>17.8</b>    | <b>17.3</b>    | <b>18.5</b>    | <b>19.5</b>    | <b>1.1</b>  | <b>1.0</b>   |
| <b>Reb lobster's contribution to TU (Bt mn)</b> |                |                |                |                |                |             |              |
| Share of profit (loss) from operations          | (395)          | (450)          | -              | -              | -              | n.a.        | n.a.         |
| Share of profit (loss) from lease adjustment    | (101)          | (102)          | -              | -              | -              | n.a.        | n.a.         |
| Other income                                    | -              | -              | -              | -              | -              | n.a.        | n.a.         |
| Finance costs                                   | (138)          | (138)          | -              | -              | -              | n.a.        | n.a.         |
| Income tax                                      | 361            | 303            | -              | -              | -              | n.a.        | n.a.         |
| <b>Net income, recurring</b>                    | <b>(273)</b>   | <b>(387)</b>   | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>n.a.</b> | <b>n.a.</b>  |

Source: InnovestX Research

**เป้าหมายใหม่สำหรับปี 2567 และมุมมองต่อ 4Q67 ของ TU** TU ปรับเป้าหมายการเติบโตของยอดขายปี 2567 ลดลงมาอยู่ที่ 3-4% (เทียบกับเป้าหมายเดิมที่ 4-5% และ 2.7% ใน 9M67) จากการแข็งค่าของเงินบาท โดยสำหรับปี 2567 TU ปรับเป้าอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็น 18.5-19.0% (เทียบกับเป้าหมายเดิมที่ 18-18.5% และ 18.4% ใน 9M67) เพื่อสะท้อนอัตรากำไรขั้นต้นที่แข็งแกร่ง YTD และปรับเป้าอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A/ยอดขายเพิ่มขึ้นเป็น 12.5-13% (เทียบกับเป้าหมายเดิมที่ 12-12.5% และ 13% ใน 9M67) เพื่อสะท้อน transformation costs ที่สูงขึ้น

สำหรับ 4Q67 TU คาดว่ายอดขายจะเติบโตในธุรกิจอาหารทะเลแปรรูป โดยการบริโภคจะได้แรงหนุนจากราคาปลาหมึกที่แพงขึ้นและต้นทุนสัตว์ปีกที่ US\$1,500/ตัน (ทรงตัว YoY แต่ +6% QoQ) ในเดือนต.ค. และแคมเปญการตลาดที่บริษัทออกมาเมื่อไม่นานนี้ใน 3Q67 และธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยง แม้ว่าจะเติบโตในอัตราชะลอตัวลงจากฐานที่เป็นปกติของปีก่อน อัตรากำไรขั้นต้นใน 4Q67 คาดว่าจะแข็งแกร่งใกล้เคียงกับเป้าหมายปี 2567 โดยจะเพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล ในขณะที่ค่าใช้จ่าย SG&A มีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในระดับสูง โดยคาดว่า transformation costs ใน 4Q67 จะอยู่ในระดับใกล้เคียงกับ 3Q67 ที่ 234 ลว.

**เปิดตัวกลยุทธ์เพื่อมุ่งสู่ปี 2573** TU เปิดตัวกลยุทธ์เพื่อมุ่งสู่ปี 2573 โดยจะมุ่งเน้น 1) เสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจหลัก ได้แก่ อาหารทะเลแปรรูป อาหารแช่เย็น และอาหารสัตว์ 2) ขับเคลื่อนกลุ่มธุรกิจที่เติบโตเร็ว เช่น อาหารสัตว์เลี้ยง อาหารแช่แข็ง อาหารพร้อมทาน และอินทรีย์เทียม และ 3) แสวงหาโอกาสเติบโตในไทยใหม่ ๆ เช่น ลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำ อาหารสัตว์เลี้ยง และโปรตีนทางเลือก รายละเอียดเกี่ยวกับผลประโยชน์และต้นทุนจาก transformation projects และเป้าหมายปี 2573 มีดังนี้

- **ตั้งเป้าลดต้นทุนและเพิ่มกำไรจากการดำเนินงานจาก transformation projects** TU ได้ริเริ่ม transformation program 2 โครงการ ดังนี้ **Project Sonar** เป็นโครงการทรานส์ฟอร์มเมชันของกลุ่มบริษัทเพื่อสร้างรากฐานสำหรับการเติบโต โดยเน้นที่ห่วงโซ่อุปทานและรูปแบบการดำเนินงาน TU ตั้งเป้าที่ลดต้นทุนต่อปีจากการดำเนิน Project Sonar ที่ US\$75 ล้าน ตั้งแต่สิ้นปี 2569 เป็นต้นไป โดย US\$50 ล้านจะมาจากมาตรการที่มีประสิทธิภาพสูงสุดให้ประสิทธิภาพสูงสุดทั่วทั้งกลุ่ม และ US\$20 ล้านจากการดำเนินงานจากการปรับปรุงประสิทธิภาพเครื่องจักรการผลิตให้มีประสิทธิภาพสูงสุดทั่วทั้งกลุ่ม และ US\$5 ล้านการออกแบบรูปแบบการดำเนินงานใหม่ให้เหมาะสมกับการเติบโต **Project Tailwind** คือโครงการเร่งการเติบโตในกลุ่มธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยง โดยเน้นที่การปรับปรุงเชิงพาณิชย์และการดำเนินงาน TU ตั้งเป้าเพิ่มกำไรจากการดำเนินงานต่อปี ที่ US\$50 ล้าน ตั้งแต่สิ้นปี 2570 เป็นต้นไป โดย US\$33-36 ล้านจะมาจากมาตรการปรับปรุงแนวทางปฏิบัติเชิงพาณิชย์ (ตั้งเป้าเพิ่มรายได้ต่อปีจำนวน US\$140-175 ล้าน จากโครงการที่พัฒนาร่วมกับลูกค้าในตลาดปัจจุบันและตลาดใหม่), US\$10-12 ล้าน จากการลดต้นทุนจากการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิต และ US\$5-6 ล้าน จากการลดต้นทุนจากการปรับปรุงการจัดซื้อ
- **ค่าใช้จ่ายและ CAPEX ที่ตั้งเป้าไว้สำหรับ transformation projects** TU ประเมิน transformation costs (ค่าใช้จ่าย SG&A) ที่เกี่ยวข้องกับการ transformation programs ทั้งสองโครงการไว้ที่ US\$50-60 ล้าน โดยแบ่งเป็น US\$13 ล้าน ใน 2H67 (บันทึกเท่านั้นในแต่ละไตรมาส), US\$20 ล้าน ในปี 2568, US\$20 ล้าน ในปี 2569 และที่เหลือในปี 2570 CAPEX จะอยู่ในช่วง 4.5-5 พันลว./ปี ตลอดโครงการ (เทียบกับ 4 พันลว. ในปี 2567)
- **เป้าหมายปี 2573** TU ตั้งเป้าหมายยอดขายเพิ่มขึ้นจาก US\$3.9 พันล้านในปี 2567 เป็น US\$7 พันล้าน (CAGR 10%) ในปี 2573 โดยอิงกับยอดขายจากการดำเนินงานปกติที่ US\$6 พันล้าน (CAGR 7%) และยอดขายจากการทำ M&A ตามกลยุทธ์เพื่อมุ่งสู่ปี 2573 ที่ US\$1 พันล้าน โดยสัดส่วนยอดขายจากธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงจะเพิ่มขึ้นจาก 15% เป็น 25-30% ของยอดขายรวม TU ตั้งเป้าอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มจาก 19% ในปี 2567 เป็น 21-23% ในปี 2573 โดย EBIT margin จะเพิ่มจาก 5.6% ในปี 2567 เป็น 8% ในปี 2573 และเพิ่ม EBITDA เป็นสองเท่าจาก US\$400 ล้าน ในปี 2567 เป็น US\$700-800 ล้าน ในปี 2573

**Red Lobster: TU เปลี่ยนสถานะจากผู้ถือหุ้นมาเป็นผู้จัดหาวัตถุดิบ โดยมีการฟ้องร้องเกิดขึ้น** เมื่อวันที่ 16 ก.ย. 2567 Red Lobster ประสบความสำเร็จในการออกจากการคุ้มครองภายใต้กฎหมายล้มละลาย (Chapter 11) หลังจากเสร็จสิ้นการขายให้กับนักลงทุนรายใหม่คือ Fortress Credit Corp. (เจ้าหนี้ของ Red Lobster ก่อนหน้านั้น) โดย TU ไม่มีกำไรหรือขาดทุนจากธุรกรรมนี้ ซึ่งด้วยการเปลี่ยนแปลงนี้ทำให้ TU ได้เปลี่ยนบทบาทจากผู้ถือหุ้นมาเป็นผู้จัดหาวัตถุดิบ

ทั้งนี้ ในปี 2565 Thai Union North America, Inc. (TUNA, ถือโดย TU) ได้ทำสัญญาค้าประกันแบบจำกัด วงเงินจำนวนเงิน US\$65 ล้าน (2.3 พันลว.) ที่เกี่ยวข้องกับการผูกพันภายใต้สัญญาทางการที่เกิดขึ้นโดย Red Lobster เมื่อวันที่ 3 ต.ค. 2567 Fortress Credit Corp. (Fortress) ได้ยื่นฟ้อง TUNA โดยอ้างว่า TUNA ละเมิดการค้าประกันแบบจำกัด โดยไม่ชำระเงินให้ Fortress ซึ่งมีฐานะเป็นตัวแทนหลักประกันตามจำนวนที่ค้าประกัน TUNA อย่างไรก็ดี ฝ่ายบริหารของกลุ่มบริษัทยืนยันว่า ตามเงื่อนไขของสัญญา การค้าประกันแบบจำกัดได้สิ้นสุดลงแล้วในปี 2566 หลังจาก Red Lobster บรรลุเป้าหมาย EBITDA และ CEO และ CFO คนใหม่ได้ปฏิบัติตามเงื่อนไขในสัญญา โดย TU เชื่อว่าจะไม่มีค่าใช้จ่ายตั้งสำรองที่เกี่ยวข้องกับคดีนี้

ทั้งนี้ ความเสี่ยงอยู่ที่การตีความเงื่อนไขในสัญญาที่แตกต่างกันระหว่าง TU กับ Fortress ซึ่งอาจส่งผลต่อค่าเสียหายที่เกี่ยวข้องในอนาคต (เราประเมินว่ามูลค่าความเสียหายที่อาจเกิดภายใต้การผูกพันเต็มจำนวนที่ 2.3 พันลว. คิดเป็นมูลค่าที่ 0.5 บาทต่อหุ้น TU โดยเรายังไม่ได้มีการรวมในมูลค่าหุ้น) ขณะนี้คดีอยู่ในขั้นตอนเริ่มต้นก่อนขึ้นศาล และ TU มองว่าคดีนี้อาจต้องใช้เวลาสักระยะหนึ่งก่อนที่จะได้ข้อยุติ

**มีผลกระทบเชิงลบหากมีการปรับขึ้นภาษีขึ้นทั่วโลก** หากมีการนำหลักเกณฑ์การเก็บภาษีขึ้นทั่วโลกมาใช้ TU เชื่อว่าอัตราภาษีที่แท้จริงของกลุ่มบริษัทจะปรับเพิ่มขึ้นจาก 8% ในปี 2567 แต่ยังคงต่ำกว่าอัตราที่เสนอที่ 15% เนื่องจากโครงการลงทุนส่วนหนึ่งในประเทศไทยได้รับการส่งเสริมการลงทุน (BOI)

**มุมมองของ INVX ต่อทิศทางกำไรของ TU** เรามีการปรับลดประมาณการกำไรปกติของ TU ลดลง 7% ในปี 2567 และ 12% ในปี 2568 เพื่อสะท้อน: 1) สมมติฐานเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นเป็น 35.3 บาท/US\$ ในปี 2567 และ 35.6 บาท/US\$ ในปี 2568 (จาก 36 บาท/US\$); 2) transformation costs ในค่าใช้จ่าย SG&A ใน 4Q67 และ ปี 2568 ทั้งนี้ เราคาดว่ากำไรปกติ 4Q67 จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาลและเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น แต่จะเพิ่มขึ้น YoY จากยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้น และส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน (ไม่รวม Red Lobster) ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะหักล้าง transformation costs ที่สูง ในขณะที่เรามีมุมมองเชิงบวกต่อกลยุทธ์เพื่อมุ่งสู่ปี 2573 ของ TU ที่ตั้งเป้าหมายยอดขายและมาร์จิ้นของธุรกิจในปัจจุบัน รวมถึงแผนการควบรวมกิจการ แต่โมเมนตัมการเติบโตของกำไรปกติในระยะ 2-3 ไตรมาสข้างหน้าอาจจะไม่น่าตื่นเต้นนัก โดยอิงจากมุมมองระยะวัฏจักรของเราเกี่ยวกับการเพิ่มขึ้นของ transformation costs (เริ่มใน 3Q67) ท่ามกลางผลประโยชน์ที่เพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปจาก transformation programs ตั้งแต่ปี 2568 ถึงปี 2570-71

## จุดเด่น

บมจ. ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป (TU) เป็นหนึ่งในผู้ผลิตอาหารทะเลชั้นนำของโลก และเป็นผู้ผลิตผลิตภัณฑ์ทูน่าที่สามารถเก็บรักษาได้อายุยาวนานรายใหญ่ที่สุด TU เป็นเจ้าของแบรนด์ทั่วโลก ประกอบด้วยแบรนด์ที่เป็นผู้นำตลาดโลกอย่าง Chicken of the Sea, John West, Petit Navire, Parmentier, Mareblu, King Oscar และ Rügen Fisch รวมทั้งแบรนด์ชั้นนำในประเทศไทย ได้แก่ ซีเล็ค ฟิชโซ่ คิวเพรส โมโนริ เบลลอสต้า และมาร์โลว์

ยอดขาย 47% ของยอดขายทั้งหมดในปี 2566 เกิดจากธุรกิจอาหารทะเลแปรรูป 35% เกิดจากธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งและแช่เย็น 11% เกิดจากธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยง และ 7% เกิดจากผลิตภัณฑ์เพิ่มมูลค่าและธุรกิจอื่นๆ ยอดขาย 60% ของยอดขายทั้งหมดในปี 2566 เกิดจากธุรกิจ OEM และ 40% เกิดจากธุรกิจแบรนด์ ยอดขาย 41% ของยอดขายทั้งหมดในปี 2566 เกิดจากสหรัฐฯ 30% เกิดจากยุโรป 12% เกิดจากประเทศไทย และ 17% เกิดจากประเทศอื่นๆ

## แนวโน้มธุรกิจ

สำหรับปี 2567 TU ปรับเป้าการเติบโตของยอดขายลดลงมาอยู่ที่ 3-4% (เทียบกับเป้าเดิมที่ 4-5%) นอกจากนี้ยังปรับเป้าอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็น 18.5-19.0% (เทียบกับเป้าเดิมที่ 18-18.5%) และปรับเป้าอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A/ยอดขายเพิ่มขึ้นเป็น 12.5-13% (เทียบกับเป้าเดิมที่ 12-12.5%)

TU เปิดตัวกลยุทธ์เพื่อมุ่งสู่ปี 2573 โดยจะมุ่งเน้น 1) เสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจหลัก ได้แก่ อาหารทะเลแปรรูป อาหารแช่เย็น และอาหารสัตว์ 2) ขยับเคลื่อนกลุ่มธุรกิจที่เติบโตเร็ว เช่น อาหารสัตว์เลี้ยง อาหารแช่แข็ง อาหารพร้อมทาน และอินทรีย์เตียนท์ และ 3) แสวงหาโอกาสเติบโตและเทคโนโลยีใหม่ๆ เช่น ลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำ อาหารสัตว์เลี้ยง และโปรตีนทางเลือก ในปี 2573 TU ตั้งเป้ายอดขายเพิ่มขึ้นจาก US\$3.9 พันล้านในปี 2567 เป็น US\$7 พันล้าน (CAGR 10%) โดยอิงกับยอดขายจากการดำเนินงานปกติที่ US\$6 พันล้าน (CAGR 7%) และยอดขายจากการทำ M&A ตามกลยุทธ์เพื่อมุ่งสู่ปี 2573 ที่ US\$1 พันล้าน TU ตั้งเป้าอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มจาก 19% ในปี 2567 เป็น 21-23% ในปี 2573 โดย EBIT margin จะเพิ่มจาก 5.6% ในปี 2567 เป็น 8% ในปี 2573 และเพิ่ม EBITDA เป็นสองเท่าจาก US\$400 ล้าน ในปี 2567 เป็น US\$700-800 ล้าน ในปี 2573

เมื่อวันที่ 16 ม.ค. คณะกรรมการของ TU ได้ประกาศว่า TU เห็นควรถอนการลงทุนใน Red Lobster (TU ได้เข้าเป็นผู้ถือหุ้นส่วนน้อยและพันธมิตรทางธุรกิจกับ Red Lobster ตั้งแต่ปี 2559) เนื่องจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 อัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น ต้นทุนวัตถุดิบและค่าแรงที่ปรับตัวสูงขึ้นก่อให้เกิดผลกระทบในด้านลบต่อบริษัท และธุรกิจ Red Lobster ในระยะถัดไปซึ่งมีความต้องการใช้เงินสูง ไม่สอดคล้องกับแผนการจัดสรรเงินลงทุนของบริษัท โดยในระหว่างการศึกษารoadmap ที่เป็นไปได้ในการถอนการลงทุนนี้ TU ได้บันทึกการรายการด้วยค่าที่ไม่ใช่เงินสดครั้งเดียวจำนวน 1.85 หมื่นลบ. ใน 4Q66 ด้วยหลักการบัญชีที่ยึดหลักความระมัดระวังของ TU ในการปรับมูลค่าทรัพย์สินของเงินลงทุนใน Red Lobster ให้กลายเป็นศูนย์ ณ สิ้น 4Q66 TU จึงจะไม่มีการบันทึกผลการดำเนินงานและการผูกพันที่เกี่ยวข้องจาก Red Lobster ตั้งแต่ 1Q67 เป็นต้นไป (เทียบกับ -167 ลบ. ในปี 2566; ส่วนแบ่งขาดทุน 1.2 พันลบ. และเครดิตภาษี 1 พันลบ.) เมื่อวันที่ 16 ก.ย. Red Lobster ประสบความสำเร็จในการออกจากการคุ้มครองภายใต้กฎหมายล้มละลาย (Chapter 11) หลังจากเสร็จสิ้นการขายให้กับนักลงทุนรายใหม่คือ Fortress Credit Corp. (เจ้าหนี้ของ Red Lobster ก่อนหน้านี้) โดย TU ไม่มีกำไรหรือขาดทุนจากธุรกรรมนี้ ซึ่งด้วยการเปลี่ยนแปลงนี้ทำให้ TU ได้เปลี่ยนบทบาทจากผู้ถือหุ้นมาเป็นผู้จัดหาวัตถุดิบ

| Bullish views                                                                                                                                        | Bearish views                                                                                                   |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. ยอดขายได้รับการสนับสนุนจากเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐที่อ่อนค่าลง 6% จากสิ้น 3Q67 สู่ระดับปัจจุบัน                                                | 1. ยอดขายได้รับผลกระทบจากเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐที่แข็งค่าขึ้น 4% QoQ และ 6% YoY ใน 4Q67TD                  |
| 2. ยอดขายอาหารทะเลแปรรูปแข็งแกร่งท่ามกลางเศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอ                                                                                        | 2. ยอดขายอาหารทะเลแช่แข็งอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากเศรษฐกิจโลกอ่อนแอ                                              |
| 3. ประโยชน์จาก transformation programs เกิดขึ้นเร็ว โดยจะส่งผลที่เป็นกลางหรือบวกต่อกำไรหากผลประโยชน์เพิ่มขึ้นเท่ากับหรือมากกว่า transformation costs | 3. ประโยชน์จาก transformation programs เกิดขึ้นช้า โดย transformation costs ที่สูงจะส่งผลกระทบต่อกำไรในระยะสั้น |

## ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

| ปัจจัย                  | อิเวนต์                                                                                             | ผลกระทบ                                                               | ความคิดเห็น                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| กำไรปกติ 4Q67           | ยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้น, ไม่มีการบันทึกขาดทุนจาก Red Lobster แต่ transformation costs สูง   | เพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ                                             | เราคาดว่ากำไรปกติ 4Q67 จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาลและเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น แต่จะเพิ่มขึ้น YoY จากยอดขายและมาร์จิ้นที่ดีขึ้น และส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน (ไม่รวม Red Lobster) ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะมากเกินพอชดเชย transformation costs ที่สูง                                                                                                                                                                                                  |
| Transformation programs | ได้รับประโยชน์อย่างค่อยเป็นค่อยไปจากการลดต้นทุนลงได้และยอดขายที่เพิ่มขึ้น (มีผลเต็มที่ในปี 2570-71) | กำไรเพิ่มขึ้นตั้งแต่ช่วงเริ่มต้น (3Q67) จนถึงสิ้นสุดโครงการ (2570-71) | TU ตั้งเป้าลดต้นทุนเฉลี่ยต่อปีจากการดำเนิน Project Sonar ได้ US\$75 ล้าน ตั้งแต่สิ้นปี 2569 เป็นต้นไป และเพิ่มกำไรจากการดำเนินงาน (จากยอดขายที่เพิ่มขึ้นและการลดต้นทุน) จากการดำเนิน Project Tailwind ได้ US\$50 ล้านต่อปี ตั้งแต่สิ้นปี 2570 เป็นต้นไป โดยตลอดโครงการดังกล่าว TU ประเมินค่าใช้จ่าย SG&A เพิ่มเติมได้ที่ US\$50-60 ล้าน โดยแบ่งเป็น US\$13 ล้าน ใน 2H67, US\$20 ล้าน ในปี 2568, US\$20 ล้าน ในปี 2569 และที่เหลือในปี 2570 |

## การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

| ปัจจัย                                                            | ผลกระทบต่อกำไร | ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย |
|-------------------------------------------------------------------|----------------|------------------------|
| การอ่อนค่าของเงินบาท 1 บาท/US\$ (หลังจากทำสัญญาป้องกันความเสี่ยง) | 3-4%           | 0.5-1 บาท/หุ้น         |

## มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

ความเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญคือ การปล่อยก๊าซเรือนกระจก การบริหารจัดการของเสียและน้ำ (E) สวัสดิภาพของลูกจ้าง การบริหารจัดการคุณภาพผลิตภัณฑ์ นโยบายเกี่ยวกับสุขภาพและความปลอดภัย (S) ในประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม เราพบว่า TU มีพัฒนาการเชิงบวกในปี 2566 เมื่อเทียบกับปีก่อนในการให้คำมั่นระยะยาว และระยะกลางในประเด็นสิ่งแวดล้อมที่สำคัญ เพื่อให้เท่าเทียมกับผู้นำของกลุ่มอุตสาหกรรม โดยมีความก้าวหน้าตามเป้าหมายไว้ ยั่งยืน ในประเด็นด้านสังคม เราพบว่าในปี 2566 TU มีพัฒนาการที่มีนัยสำคัญจากปีก่อน โดยแสดงความมุ่งมั่นและความก้าวหน้าในประเด็นสังคมที่สำคัญ เพื่อให้เทียบเคียงได้กับผู้นำของกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ โดยมีความก้าวหน้าตามเป้าหมายไว้ ในขณะที่ประเด็นด้านธรรมาภิบาลที่ต้องติดตาม ได้แก่ ความคืบหน้าของการฟ้องร้องที่เกี่ยวข้องกับ Red Lobster

### ESG Ratings and Indices

| Bloomberg ESG Financial Materiality Score | 3.47 (2022) |
|-------------------------------------------|-------------|
| Rank in Sector                            | 3/58        |

| CG Rating | DJSI | SETESG | SET ESG Ratings |
|-----------|------|--------|-----------------|
| TU        | -    | Yes    | No              |

Source: Thai Institute of Directors and SET

#### ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- TU ตั้งเป้าปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 โดยตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (ขอบเขต 1 และ 2) ลง 42% จากปีฐาน 2564 ภายในปี 2573 (เทียบกับลดลง 15% ในขอบเขต 1 และ 2 แต่เพิ่มขึ้น 2% ในขอบเขต 3 ในปี 2566)
- ภายในปี 2573 TU ตั้งเป้าลดขยะที่ส่งไปฝังกลบเป็นศูนย์ (เทียบกับ 1/5 โรงงานในปี 2566) และลดการสูญเสียอาหารเป็นศูนย์ (เทียบกับ 3/5 โรงงานในปี 2566)
- ภายในปี 2573 TU ตั้งเป้าเปลี่ยนเส้นทางของพลาสติกจำนวน 1,500 ตัน ที่จะถูกทิ้งไม่ให้ปนเปื้อนลงสู่แม่น้ำลำคลอง และมหาสมุทร
- ภายในปี 2568 TU ตั้งเป้าสินค้าภายใต้แบรนด์ไทยยูเนี่ยน 100% เป็นบรรจุภัณฑ์ที่ยั่งยืน (เทียบกับ 83% ในปี 2566) และผลิตภัณฑ์ให้สินค้าที่จ้างผลิตอย่างน้อย 60% เป็นบรรจุภัณฑ์ที่ยั่งยืนภายในปี 2573 (ตั้งเป้าอิมแพคความก้าวหน้าในปี 2567)
- ภายในปี 2573 TU สนับสนุนงบประมาณจำนวน 250 ลบ. สำหรับการพัฒนาบุคลากรและฟื้นฟูระบบนิเวศน์ที่กำลังถูกคุกคามในพื้นที่การดำเนินงานของบริษัท หรือพื้นที่ที่อยู่ในห่วงโซ่อุปทานของบริษัท (เทียบกับความก้าวหน้า 1% ในปี 2566)
- เราพบว่า TU มีพัฒนาการเชิงบวกในปี 2566 เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้าในการให้คำมั่นระยะยาวและระยะกลางในประเด็นสิ่งแวดล้อมที่สำคัญ เพื่อให้เท่าเทียมกับผู้นำของกลุ่มอุตสาหกรรม โดยมีความก้าวหน้าตามเป้าหมายไว้

#### ประเด็นด้านสังคม (S)

- ภายในปี 2593 TU ตั้งเป้าอาหารทะเลที่จับจากธรรมชาติจะผลิตอย่างมีความรับผิดชอบ ความครอบคลุมของการสังเกตการณ์จากมนุษย์ที่ทำงานอยู่บนเรือหรือผ่านระบบตรวจสอบอิเล็กทรอนิกส์ และการตรวจสอบย้อนกลับ (เทียบกับความก้าวหน้า 90% และ 100% ในปี 2566)
- ภายในปี 2573 บริษัทตั้งเป้า 100% ของกึ่งจากฟาร์ม ต้องผ่านการเลี้ยงอย่างมีความรับผิดชอบและสามารถตรวจสอบย้อนกลับไปถึงระดับฟาร์มได้ (เทียบกับ 71% และ 100% ในปี 2566), 100% ของอาหารทะเล ซึ่งใช้กับผลิตภัณฑ์ที่ส่งขายให้ TU ผลิตอย่างมีความรับผิดชอบ (อิมแพคความก้าวหน้าในปี 2567), ฟาร์มสัตว์น้ำและเรือประมงที่จัดหาวัตถุดิบให้แก่บริษัท 100% เป็นสถานที่ทำงานที่ปลอดภัยและเหมาะสม (เทียบกับฟาร์มที่ 71% และเรือประมงจับปลาที่ 79% ในปี 2566),
- ภายในปี 2573 TU ตั้งเป้าผลิตภัณฑ์ 100% ที่เก็บได้ในอุณหภูมิห้อง (Ambient Products) ภายใต้แบรนด์ไทยยูเนี่ยนเป็นไปตามแนวทางด้านโภชนาการของกลุ่มบริษัท (เทียบกับ 73% ในปี 2573) และผลิตภัณฑ์ใหม่ 100% ที่เก็บได้ในอุณหภูมิห้องจะเป็นผลิตภัณฑ์ที่ส่งเสริมสุขภาพและความเป็นอยู่ที่ดี (อิมแพคความก้าวหน้าในปี 2567)
- ภายในปี 2573 TU ตั้งเป้ามีส่วนของผู้หญิง 50% ทำงานอยู่ในฝ่ายจัดการ (เทียบกับ 34% ในปี 2566) และมุ่งมั่นที่จะลดอุบัติเหตุและการบาดเจ็บให้เป็นศูนย์ตลอดการดำเนินงานทั่วโลก
- ในปี 2566 อัตราการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน/1 ล้านชั่วโมงการทำงานอยู่ที่ 1.2 ครั้ง (เทียบกับ 1.7 ครั้ง ในปี 2565) และอัตราการลาออกของพนักงานอยู่ที่ 10% (เทียบกับ 13% ในปี 2565) ซึ่งทั้งสองกรณีเป็นตัวเลขนี้นับต่ำของกลุ่ม
- เราพบว่าในปี 2566 TU มีพัฒนาการที่มีนัยสำคัญจากปีก่อน โดยแสดงความมุ่งมั่นและความก้าวหน้าในประเด็นสังคมที่สำคัญ เพื่อให้เทียบเคียงได้กับผู้นำของกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ โดยมีความก้าวหน้าตามเป้าหมายไว้

#### ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (G)

- ในปี 2566 คณะกรรมการของ TU ประกอบด้วยกรรมการจำนวน 11 คน: กรรมการผู้หญิง 2 คน (18% ของกรรมการทั้งคณะ) กรรมการอิสระ 5 คน (46% ของกรรมการทั้งคณะ) และกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 7 คน (64% ของกรรมการทั้งคณะ) การขาดความหลากหลายทางเพศ อาจส่งผลให้มีข้อจำกัดต่อความหลากหลายของมุมมองในการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์
- ในปี 2566 ประธานกรรมการไม่ใช่ผู้บริหารสูงสุด ซึ่งส่งเสริมให้การกำกับดูแลธุรกิจมีประสิทธิภาพมากขึ้น
- ในปี 2566 ในด้านประเด็นการกำหนดผลตอบแทนสำหรับกรรมการและผู้บริหารต่อคนต่อปี สำหรับ TU ถือว่าอยู่ในระดับที่สูงที่สุดในกลุ่มเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มอาหารที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา
- เมื่อวันที่ 1 เม.ย. 2565 ก.ล.ด. ได้แจ้งเรื่องการซื้อขายหุ้นของ TU โดยอาศัยข้อมูลภายใน โดยจากบุคคล 9 รายที่มีชื่อในข่าวการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายใน มี 2 ท่านที่ดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการและผู้บริหารของ TU ทั้งสองท่านนี้ได้ลาออกจากตำแหน่งแล้ว มีผลตั้งแต่วันที่ 18 เม.ย. 2565 หลังจากนั้น บริษัทได้จัดตั้งคณะกรรมการกำกับดูแลกิจการ และจัดทำนโยบายการซื้อขายหลักทรัพย์แยกสำหรับกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงาน โดยหลังจากเหตุการณ์ดังกล่าว ไม่พบประเด็นการซื้อขายหุ้นโดยใช้ข้อมูลภายในจากบริษัทเพิ่มเติมอีก
- ในปี 2565 Thai Union North America (TUNA, ถือโดย TU) ได้ทำสัญญาคำประกันแบบจำกัดกับ Fortress สำหรับภาระผูกพันทางการเงินที่เกิดขึ้นโดย Red Lobster ที่ US\$65 ล้าน (2.3 พันลบ.) ต่อมาในวันที่ 3 ต.ค. 2567 Fortress ได้ยื่นฟ้อง TUNA โดยอ้างว่า TUNA ละเมิดสัญญาโดยไม่ชำระเงินตามสัญญาคำประกันหลังจาก Red Lobster อยู่ในภาวะล้มละลายในเวลาต่อมา ทั้งนี้ TU ยืนยันว่าตามเงื่อนไขของสัญญา (ผลประกอบการและการแต่งตั้งผู้บริหารเป็นไปตามเงื่อนไขที่กำหนด) การคำประกันแบบจำกัดได้สิ้นสุดลงแล้วในปี 2566 และ TU เชื่อว่าจะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับคดีนี้ อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงอยู่ที่การตีความเงื่อนไขในสัญญาที่แตกต่างกันซึ่งอาจส่งผลต่อค่าเสียหายที่เกี่ยวข้องในอนาคต (ความเสียหายที่อาจเกิดภายใต้การผูกพันเพิ่มเติมจำนวน คิดเป็นมูลค่า 0.5 บาท/หุ้นสำหรับ TU โดยเรายังไม่ได้รวมในมูลค่าหุ้น) ขณะนี้คดีอยู่ในขั้นตอนเริ่มต้นก่อนขึ้นศาลและคาดว่าจะใช้เวลาสักหรืหนึ่งก่อนที่จะได้ข้อยุติ

#### ESG Financial Materiality Score and Disclosure

|                                                 | 2022           | 2023     |
|-------------------------------------------------|----------------|----------|
| <b>ESG Financial Materiality Score</b>          | <b>3.47</b>    | <b>—</b> |
| <b>Environment Financial Materiality Score</b>  | <b>4.65</b>    | <b>—</b> |
| GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)                | 296            | 269      |
| GHG Scope 2 Location-Based ('000 metric tonnes) | 181            | 165      |
| GHG Scope 3 ('000 metric tonnes)                | 3,557          | 4,166    |
| Total Energy Consumption ('000 MWh)             | 1,225          | 1,176    |
| Renewable Energy Use ('000 MWh)                 | 104            | 135.89   |
| Waste Recycled ('000 metric tonnes)             | 27             | 21.09    |
| Total Water Withdrawal ('000 metric tonnes)     | 12,1509,650.00 |          |

|                                               |             |          |
|-----------------------------------------------|-------------|----------|
| <b>Social Financial Materiality Score</b>     | <b>1.63</b> | <b>—</b> |
| Quality Assurance and Recall Policy           | Yes         | Yes      |
| Women in Workforce (%)                        | 57.07       | 56.72    |
| Lost Time Incident Rate (per 100 contractors) | 0.32        | 0        |
| Employee Turnover (%)                         | 20.18       | 17.87    |
| Employee Training Cost (Btm)                  | 12.56       | 7.22     |
| Employee Training (hours)                     | 62,032      | 352,592  |

|                                                      |             |          |
|------------------------------------------------------|-------------|----------|
| <b>Governance Financial Materiality Score</b>        | <b>4.10</b> | <b>—</b> |
| Company Conducts Board Evaluations                   | Yes         | Yes      |
| Board Size (persons)                                 | 11          | 11       |
| Number of Non Executive Directors on Board (persons) | 6           | 7        |
| Number of Board Meetings for the Year (persons)      | 8           | 8        |
| Number of Female Executives (persons)                | 0           | 0        |
| Number of Independent Directors (persons)            | 5           | 5        |

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer** การให้คะแนน ESG ของ Bloomberg จะประเมินบริษัทตามระดับการจัดการ ESG ที่สำคัญทางการเงินเฉพาะอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนที่สำคัญทางการเงิน 4 ด้าน คือ คะแนนรวม ESG คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล โดยค่าอยู่ในช่วง 0 ถึง 10 โดย 10 คือดีที่สุด หากต้องการดูวิธีการเพิ่มเติมดูได้ที่หัวข้อ ESG ใน Bloomberg

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY December 31        | Unit          | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          | 2023            | 2024F         | 2025F         | 2026F         |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|
| Total revenue         | (Btmn)        | 126,275       | 132,402       | 141,048       | 155,586       | 136,153         | 139,222       | 143,946       | 147,601       |
| Cost of goods sold    | (Btmn)        | (106,041)     | (108,985)     | (115,167)     | (128,192)     | (112,928)       | (113,489)     | (117,120)     | (119,793)     |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(Btmn)</b> | <b>20,234</b> | <b>23,418</b> | <b>25,881</b> | <b>27,394</b> | <b>23,225</b>   | <b>25,733</b> | <b>26,826</b> | <b>27,808</b> |
| SG&A                  | (Btmn)        | (14,327)      | (15,596)      | (17,366)      | (19,070)      | (16,313)        | (18,168)      | (19,073)      | (19,557)      |
| Other income          | (Btmn)        | 1,812         | 1,928         | 1,881         | 1,471         | 840             | 988           | 1,022         | 1,048         |
| Interest expense      | (Btmn)        | (2,056)       | (1,724)       | (1,730)       | (1,998)       | (2,302)         | (2,531)       | (2,468)       | (2,496)       |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(Btmn)</b> | <b>5,664</b>  | <b>8,025</b>  | <b>8,665</b>  | <b>7,798</b>  | <b>5,449</b>    | <b>6,023</b>  | <b>6,308</b>  | <b>6,803</b>  |
| Corporate tax         | (Btmn)        | (676)         | (724)         | (795)         | 621           | 620             | (488)         | (511)         | (551)         |
| Equity a/c profits    | (Btmn)        | 591           | (527)         | (145)         | (1,030)       | (540)           | 810           | 860           | 910           |
| Minority interests    | (Btmn)        | (352)         | (263)         | (259)         | (265)         | (733)           | (1,156)       | (1,209)       | (1,255)       |
| <b>Core profit</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>5,227</b>  | <b>6,511</b>  | <b>7,467</b>  | <b>7,123</b>  | <b>4,796</b>    | <b>5,189</b>  | <b>5,447</b>  | <b>5,907</b>  |
| Extra-ordinary items  | (Btmn)        | (1,412)       | (264)         | 546           | 15            | (18,730)        | (51)          | 0             | 0             |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(Btmn)</b> | <b>3,816</b>  | <b>6,246</b>  | <b>8,013</b>  | <b>7,138</b>  | <b>(13,933)</b> | <b>5,138</b>  | <b>5,447</b>  | <b>5,907</b>  |
| EBITDA                | (Btmn)        | 11,410        | 13,705        | 14,579        | 14,119        | 11,943          | 12,870        | 13,222        | 13,879        |
| <b>Core EPS (Bt)</b>  | <b>(Btmn)</b> | <b>1.10</b>   | <b>1.32</b>   | <b>1.54</b>   | <b>1.47</b>   | <b>0.99</b>     | <b>1.11</b>   | <b>1.17</b>   | <b>1.28</b>   |
| Net EPS (Bt)          | (Bt)          | 0.80          | 1.26          | 1.66          | 1.47          | (3.15)          | 1.10          | 1.17          | 1.28          |
| DPS (Bt)              | (Bt)          | 0.47          | 0.72          | 0.95          | 0.84          | 0.54            | 0.70          | 0.75          | 0.80          |

### Balance Sheet (Btmn)

| FY December 31              | Unit          | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           | 2023           | 2024F          | 2025F          | 2026F          |
|-----------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Total current assets        | (Btmn)        | 59,547         | 60,465         | 74,863         | 87,625         | 85,829         | 86,436         | 89,485         | 91,219         |
| Total fixed assets          | (Btmn)        | 82,362         | 84,110         | 91,741         | 94,945         | 79,621         | 79,255         | 79,618         | 79,778         |
| <b>Total assets</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>141,909</b> | <b>144,575</b> | <b>166,604</b> | <b>182,569</b> | <b>165,450</b> | <b>165,691</b> | <b>169,103</b> | <b>170,997</b> |
| Total loans                 | (Btmn)        | 59,905         | 58,415         | 71,041         | 60,455         | 68,002         | 65,100         | 65,100         | 63,600         |
| Total current liabilities   | (Btmn)        | 35,808         | 44,013         | 48,081         | 36,824         | 50,473         | 30,466         | 40,371         | 36,695         |
| Total long-term liabilities | (Btmn)        | 54,306         | 44,825         | 56,309         | 57,614         | 48,960         | 66,444         | 57,581         | 60,542         |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>90,114</b>  | <b>88,838</b>  | <b>104,391</b> | <b>94,438</b>  | <b>99,433</b>  | <b>96,910</b>  | <b>97,953</b>  | <b>97,237</b>  |
| Paid-up capital             | (Btmn)        | 1,193          | 1,193          | 1,193          | 1,193          | 1,164          | 1,164          | 1,164          | 1,164          |
| <b>Total equity</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>51,795</b>  | <b>55,737</b>  | <b>62,213</b>  | <b>88,131</b>  | <b>66,017</b>  | <b>68,781</b>  | <b>71,151</b>  | <b>73,760</b>  |
| <b>BVPS (Bt)</b>            | <b>(Bt)</b>   | <b>10.85</b>   | <b>11.82</b>   | <b>13.36</b>   | <b>18.93</b>   | <b>14.60</b>   | <b>15.64</b>   | <b>16.18</b>   | <b>16.78</b>   |

### Cash Flow Statement (Btmn)

| FY December 31                | Unit          | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024F        | 2025F      | 2026F     |
|-------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|-----------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | 5,227        | 6,511        | 7,467        | 7,123        | 4,796        | 5,189        | 5,447      | 5,907     |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 3,691        | 3,955        | 4,184        | 4,324        | 4,191        | 4,317        | 4,446      | 4,580     |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | 11,755       | 13,432       | 6,292        | 5,871        | 11,241       | 9,157        | 8,658      | 9,569     |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | (4,485)      | (3,736)      | (8,104)      | (5,415)      | (6,579)      | (1,990)      | (4,809)    | (4,739)   |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | (4,028)      | (8,203)      | 4,583        | 2,742        | (2,405)      | (5,276)      | (3,078)    | (4,798)   |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>3,242</b> | <b>1,597</b> | <b>2,737</b> | <b>3,218</b> | <b>2,248</b> | <b>1,891</b> | <b>770</b> | <b>32</b> |

### Key Financial Ratios

| FY December 31        | Unit | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023   | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------------|------|------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|
| Gross margin          | (%)  | 16.0 | 17.7 | 18.3 | 17.6 | 17.1   | 18.5  | 18.6  | 18.8  |
| Operating margin      | (%)  | 4.7  | 5.9  | 6.0  | 5.4  | 5.1    | 5.4   | 5.4   | 5.6   |
| EBITDA margin         | (%)  | 9.0  | 10.4 | 10.3 | 9.1  | 8.8    | 9.2   | 9.2   | 9.4   |
| EBIT margin           | (%)  | 6.1  | 7.4  | 7.4  | 6.3  | 5.7    | 6.1   | 6.1   | 6.3   |
| Net profit margin     | (%)  | 3.0  | 4.7  | 5.7  | 4.6  | (10.2) | 3.7   | 3.8   | 4.0   |
| ROE                   | (%)  | 10.6 | 12.1 | 12.7 | 9.5  | 6.2    | 7.7   | 7.8   | 8.2   |
| ROA                   | (%)  | 3.7  | 4.5  | 4.8  | 4.1  | 2.8    | 3.1   | 3.3   | 3.5   |
| Net D/E               | (x)  | 1.1  | 0.9  | 1.0  | 0.5  | 0.8    | 0.7   | 0.7   | 0.6   |
| Interest coverage     | (x)  | 5.6  | 7.9  | 8.4  | 7.1  | 5.2    | 5.1   | 5.4   | 5.6   |
| Debt service coverage | (x)  | 0.7  | 0.6  | 0.6  | 1.0  | 0.4    | 1.2   | 0.7   | 0.9   |
| Payout Ratio          | (%)  | 58.8 | 57.1 | 57.3 | 57.2 | (17.2) | 63.6  | 64.1  | 62.7  |

### Main Assumptions

| FY December 31      | Unit        | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023   | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------------------|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Sales growth in THB | (%)         | (5.3) | 4.9   | 6.5   | 10.3  | (12.5) | 2.3   | 3.4   | 2.5   |
| Sales value         | (mn US\$)   | 4,073 | 4,230 | 4,410 | 4,438 | 3,911  | 3,944 | 4,043 | 4,146 |
| Sales volume        | ('000 tons) | 892   | 942   | 931   | 973   | 847    | 888   | 901   | 915   |
| Sales volume growth | (%)         | 1.9   | 5.6   | (1.2) | 4.5   | (12.9) | 4.9   | 1.5   | 1.5   |
| GPM (%)             | (US\$/ton)  | 16.0  | 17.7  | 18.3  | 17.6  | 17.1   | 18.5  | 18.6  | 18.8  |
| FX                  | (Bt/US\$1)  | 31.0  | 31.3  | 32.0  | 35.1  | 34.8   | 35.3  | 35.6  | 35.6  |

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY December 31        | Unit          | 4Q22         | 1Q23         | 2Q23         | 3Q23         | 4Q23            | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24         |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|
| Total revenue         | (Btmn)        | 39,613       | 32,652       | 34,057       | 33,915       | 35,529          | 33,220       | 35,283       | 34,840       |
| Cost of goods sold    | (Btmn)        | (32,744)     | (27,735)     | (28,310)     | (27,682)     | (29,201)        | (27,478)     | (28,748)     | (28,047)     |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(Btmn)</b> | <b>6,868</b> | <b>4,917</b> | <b>5,748</b> | <b>6,233</b> | <b>6,327</b>    | <b>5,742</b> | <b>6,535</b> | <b>6,793</b> |
| SG&A                  | (Btmn)        | (4,484)      | (4,121)      | (3,975)      | (4,044)      | (4,173)         | (4,197)      | (4,582)      | (4,693)      |
| Other income          | (Btmn)        | 550          | 208          | 147          | 195          | 291             | 227          | 256          | 252          |
| Interest expense      | (Btmn)        | (571)        | (532)        | (550)        | (589)        | (630)           | (647)        | (620)        | (627)        |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(Btmn)</b> | <b>2,364</b> | <b>470</b>   | <b>1,370</b> | <b>1,794</b> | <b>1,816</b>    | <b>1,125</b> | <b>1,589</b> | <b>1,724</b> |
| Corporate tax         | (Btmn)        | (110)        | 242          | 198          | 140          | 40              | (128)        | (44)         | (208)        |
| Equity a/c profits    | (Btmn)        | (313)        | 231          | (137)        | (234)        | (400)           | 159          | 179          | 275          |
| Minority interests    | (Btmn)        | (140)        | (137)        | (156)        | (196)        | (244)           | (256)        | (281)        | (311)        |
| <b>Core profit</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>1,800</b> | <b>806</b>   | <b>1,275</b> | <b>1,504</b> | <b>1,212</b>    | <b>900</b>   | <b>1,443</b> | <b>1,480</b> |
| Extra-ordinary items  | (Btmn)        | (562)        | 216          | (246)        | (298)        | (18,401)        | 253          | (224)        | (80)         |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(Btmn)</b> | <b>1,238</b> | <b>1,022</b> | <b>1,029</b> | <b>1,206</b> | <b>(17,189)</b> | <b>1,153</b> | <b>1,219</b> | <b>1,400</b> |
| EBITDA                | (Btmn)        | 4,002        | 2,052        | 2,961        | 3,417        | 3,513           | 2,840        | 3,296        | 3,462        |
| <b>Core EPS (Bt)</b>  | <b>(Btmn)</b> | <b>0.37</b>  | <b>0.16</b>  | <b>0.26</b>  | <b>0.32</b>  | <b>0.26</b>     | <b>0.19</b>  | <b>0.31</b>  | <b>0.32</b>  |
| Net EPS (Bt)          | (Bt)          | 0.25         | 0.20         | 0.21         | 0.25         | (3.89)          | 0.24         | 0.26         | 0.30         |

### Balance Sheet (Btmn)

| FY December 31              | Unit          | 4Q22           | 1Q23           | 2Q23           | 3Q23           | 4Q23           | 1Q24           | 2Q24           | 3Q24           |
|-----------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Total current assets        | (Btmn)        | 87,625         | 84,364         | 82,869         | 83,695         | 85,829         | 81,548         | 81,370         | 80,532         |
| Total fixed assets          | (Btmn)        | 94,945         | 96,930         | 99,474         | 99,984         | 79,621         | 80,487         | 80,126         | 75,011         |
| <b>Total assets</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>182,569</b> | <b>181,294</b> | <b>182,343</b> | <b>183,679</b> | <b>165,450</b> | <b>162,035</b> | <b>161,496</b> | <b>155,543</b> |
| Total loans                 | (Btmn)        | 59,495         | 61,846         | 64,996         | 65,778         | 68,002         | 66,327         | 65,592         | 63,186         |
| Total current liabilities   | (Btmn)        | 36,824         | 39,373         | 43,695         | 44,828         | 50,473         | 34,786         | 35,972         | 32,253         |
| Total long-term liabilities | (Btmn)        | 57,614         | 53,888         | 55,307         | 56,295         | 48,960         | 62,979         | 63,022         | 60,669         |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>94,438</b>  | <b>93,261</b>  | <b>99,003</b>  | <b>101,123</b> | <b>99,433</b>  | <b>97,764</b>  | <b>98,994</b>  | <b>92,922</b>  |
| Paid-up capital             | (Btmn)        | 39,784         | 42,253         | 41,159         | 39,463         | 19,040         | 23,139         | 23,283         | 20,359         |
| <b>Total equity</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>88,131</b>  | <b>88,033</b>  | <b>83,341</b>  | <b>82,556</b>  | <b>66,017</b>  | <b>64,271</b>  | <b>62,502</b>  | <b>62,621</b>  |
| <b>BVPS (Bt)</b>            | <b>(Bt)</b>   | <b>18.93</b>   | <b>18.95</b>   | <b>18.16</b>   | <b>18.61</b>   | <b>14.88</b>   | <b>14.49</b>   | <b>14.25</b>   | <b>14.34</b>   |

### Cash Flow Statement (Btmn)

| FY December 31                | Unit          | 4Q22          | 1Q23           | 2Q23         | 3Q23           | 4Q23         | 1Q24           | 2Q24         | 3Q24         |
|-------------------------------|---------------|---------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | 1,238         | 1,022          | 1,029        | 1,206          | (17,189)     | 1,153          | 1,219        | 1,400        |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 1,067         | 1,049          | 1,041        | 1,034          | 1,067        | 1,068          | 1,087        | 1,111        |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | 5,418         | 654            | 4,604        | 2,222          | 3,761        | 1,315          | 5,226        | 3,117        |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | (2,875)       | (4,272)        | (11)         | (2,516)        | 219          | (3,224)        | 3,098        | 1,105        |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | 7,498         | 171            | (3,218)      | (1,614)        | 2,256        | (4,738)        | (4,430)      | (2,536)      |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>10,040</b> | <b>(3,447)</b> | <b>1,376</b> | <b>(1,907)</b> | <b>6,237</b> | <b>(6,647)</b> | <b>3,894</b> | <b>1,686</b> |

### Key Financial Ratios

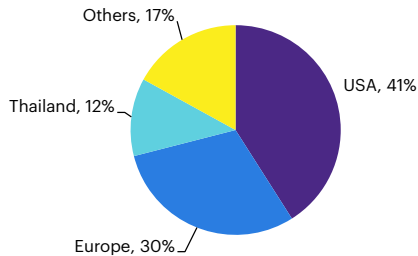
| FY December 31        | Unit | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23   | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|--------|------|------|------|
| Gross margin          | (%)  | 17.3 | 15.1 | 16.9 | 18.4 | 17.8   | 17.3 | 18.5 | 19.5 |
| Operating margin      | (%)  | 6.0  | 2.4  | 5.2  | 6.5  | 6.1    | 4.7  | 5.5  | 6.0  |
| EBITDA margin         | (%)  | 10.1 | 6.3  | 8.7  | 10.1 | 9.9    | 8.5  | 9.3  | 9.9  |
| EBIT margin           | (%)  | 7.4  | 3.1  | 5.6  | 7.0  | 6.9    | 5.3  | 6.3  | 6.7  |
| Net profit margin     | (%)  | 3.1  | 3.1  | 3.0  | 3.6  | (48.4) | 3.5  | 3.5  | 4.0  |
| ROE                   | (%)  | 9.5  | 3.7  | 6.0  | 7.3  | 6.5    | 5.5  | 9.1  | 9.5  |
| ROA                   | (%)  | 4.0  | 1.8  | 2.8  | 3.3  | 2.8    | 2.2  | 3.6  | 3.7  |
| Net D/E               | (x)  | 0.5  | 0.6  | 0.6  | 0.7  | 0.8    | 0.8  | 0.8  | 0.8  |
| Interest coverage     | (x)  | 7.0  | 3.9  | 5.4  | 5.8  | 5.6    | 4.4  | 5.3  | 5.5  |
| Debt service coverage | (x)  | 1.1  | 0.4  | 0.5  | 0.6  | 0.4    | 0.7  | 0.9  | 0.9  |

### Main Assumptions

| FY December 31      | Unit        | 4Q22  | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24  |
|---------------------|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|------|------|-------|
| Sales growth in THB | (%)         | 2.9   | (10.0) | (12.6) | (16.8) | (10.3) | 1.7  | 3.6  | 2.7   |
| Sales value         | (mn US\$)   | 1,089 | 963    | 987    | 964    | 997    | 931  | 961  | 1,001 |
| Sales volume        | ('000 tons) | 244   | 209    | 211    | 211    | 215    | 210  | 213  | 234   |
| Sales volume growth | (%)         | 3.3   | (10.9) | (13.7) | (15.1) | (11.7) | 0.2  | 1.0  | 10.4  |
| GPM (%)             | (US\$/ton)  | 17.3  | 15.1   | 16.9   | 18.4   | 17.8   | 17.3 | 18.5 | 19.5  |
| FX                  | (Bt/US\$1)  | 36.4  | 33.9   | 34.5   | 35.2   | 35.7   | 35.7 | 36.7 | 34.8  |

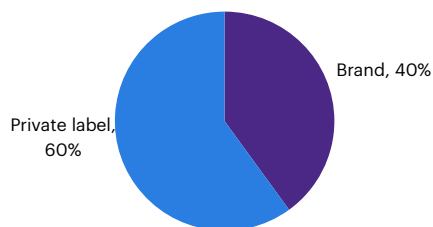
## Appendix

**Figure 3: TU's sales breakdown by market in 2023**



Source: Company data and InnovestX Research

**Figure 5: TU's sales breakdown by business unit in 2023**



Source: Company data and InnovestX Research

**Figure 7: Red Lobster's net income contribution to TU (share of profit/loss, other income, and finance costs), with no contribution in 2024**

| Bt mn                             | 4Q22         | 1Q23       | 2Q23         | 3Q23         | 4Q23          |
|-----------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|---------------|
| Share of profit: operations       | (344)        | 121        | (94)         | (395)        | (450)         |
| Share of profit: lease adjustment | (112)        | (101)      | (95)         | (101)        | (102)         |
| Other income                      | 0            | 0          | 0            | 0            | 0             |
| Finance costs                     | (115)        | (138)      | (138)        | (138)        | (138)         |
| Income tax                        | 222          | 252        | 134          | 361          | 303           |
| <b>Recurring contribution</b>     | <b>(348)</b> | <b>134</b> | <b>(193)</b> | <b>(273)</b> | <b>(387)</b>  |
| Extra gain (loss)                 |              |            |              |              | 18,400        |
| <b>Net income contribution</b>    | <b>(348)</b> | <b>134</b> | <b>(193)</b> | <b>(273)</b> | <b>18,013</b> |

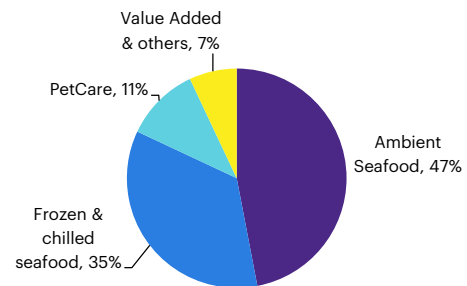
Source: Company data and InnovestX Research

**Figure 9: Valuation summary (price as of Nov 11, 2024)**

|         | Rating     | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | P/E (x) |      |      | EPS growth (%) |      |     | P/BV (x) |     |     | ROE (%) |     |     | Div. Yield (%) |     |     | EV/EBITDA (x) |      |      |
|---------|------------|------------------|-------------------|------------|---------|------|------|----------------|------|-----|----------|-----|-----|---------|-----|-----|----------------|-----|-----|---------------|------|------|
|         |            |                  |                   |            | 23A     | 24F  | 25F  | 23A            | 24F  | 25F | 23A      | 24F | 25F | 23A     | 24F | 25F | 23A            | 24F | 25F | 23A           | 24F  | 25F  |
| BTG     | Outperform | 20.60            | 28.0              | 37.5       | n.m.    | 19.1 | 16.0 | n.m.           | n.m. | 20  | 1.6      | 1.5 | 1.4 | (4)     | 8   | 9   | 1.2            | 1.6 | 1.9 | n.m.          | 17.1 | 15.4 |
| CPF     | Outperform | 24.20            | 29.0              | 22.7       | n.m.    | 13.7 | 12.0 | n.m.           | n.m. | 15  | 0.7      | 0.7 | 0.6 | (6)     | 5   | 6   | 0.0            | 2.9 | 2.3 | 15.6          | 10.1 | 9.7  |
| GFPT    | Outperform | 10.70            | 16.0              | 52.5       | 10.4    | 6.9  | 6.5  | (37)           | 51   | 6   | 0.8      | 0.7 | 0.6 | 8       | 10  | 10  | 1.4            | 3.0 | 3.1 | 6.6           | 5.3  | 4.8  |
| TU      | Neutral    | 14.40            | 16.0              | 16.0       | 14.5    | 13.0 | 12.3 | (32)           | 12   | 5   | 1.0      | 0.9 | 0.9 | 6       | 8   | 8   | 3.8            | 4.9 | 5.2 | 9.8           | 8.7  | 8.4  |
| Average |            |                  |                   |            | 12.4    | 13.2 | 11.7 | (35)           | 32   | 11  | 1.0      | 0.9 | 0.9 | 1       | 8   | 8   | 1.6            | 3.1 | 3.1 | 10.6          | 10.3 | 9.6  |

Source: InnovestX Research

**Figure 4: TU's sales breakdown by business in 2023**



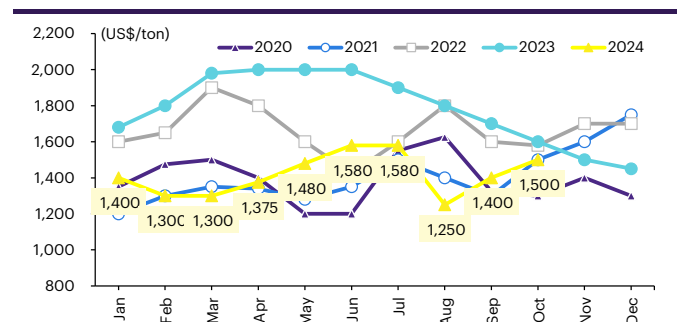
Source: Company data and InnovestX Research

**Figure 6: TU's sales value growth and gross margin breakdown by business unit**

|                             | 3Q23         | 4Q23         | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24         |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Sales growth YoY (%)</b> |              |              |              |              |              |
| Ambient Seafood             | -7%          | -8%          | 13%          | 1%           | 13%          |
| Frozen & chilled seafood    | -22%         | -13%         | -18%         | -6%          | -15%         |
| Pet care                    | -39%         | -17%         | 13%          | 41%          | 15%          |
| Value added and others      | -2%          | 7%           | 11%          | 15%          | 1%           |
| <b>Total sales growth</b>   | <b>-17%</b>  | <b>-10%</b>  | <b>2%</b>    | <b>4%</b>    | <b>3%</b>    |
| <b>GPM (%)</b>              |              |              |              |              |              |
| Ambient Seafood             | 20.4%        | 17.4%        | 16.6%        | 18.9%        | 20.1%        |
| Frozen & chilled seafood    | 12.9%        | 14.4%        | 11.8%        | 10.7%        | 12.0%        |
| Pet care                    | 19.4%        | 23.4%        | 25.7%        | 31.3%        | 30.6%        |
| Value added and others      | 28.9%        | 26.2%        | 29.5%        | 26.5%        | 25.1%        |
| <b>Total GPM (%)</b>        | <b>18.4%</b> | <b>17.8%</b> | <b>17.3%</b> | <b>18.5%</b> | <b>19.5%</b> |

Source: Company data and InnovestX Research

**Figure 8: Spot skipjack tuna price**



Source: Company data and InnovestX Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกระณ ดั้งนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวีจัย บกวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดงหรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2024 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

AAV, ABM, ACE, ACG, ADVANC, AE, AF, AGE, AH, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BJC, BKIH, BLA, BPP, BR, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BTW, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CREDIT, CSC, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FVC, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITCL, ITTHI, IVL, JAS, JTS, K, KBANK, KCC, KCE, KCG, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, MVP, NCH, NER, NKI, NOBLE, NRF, NSL, NTSC, NVD, NWR, NYT, OCC, OR, ORI, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PEER, PG, PHOL, PIMO, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRIME, PRM, PRTR, PSH, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPC, RPH, RS, RT, RWI, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKE, SKR, SM, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSP, SSSC, STA, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUTHA, SVI, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASCOT, TBN, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG\*, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TK, TKS, TKT, TLI, TM, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRP, TRUBB, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UPF, UPOIC, UV, VARO, VGI, VIH, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, AAI, ADB, AEONTS, AHC, AIRA, APCO, APCS, APURE, ARIP, ARROW, ASIAN, ATP30, AUCT, AYUD, BA, BBIK, BC, BE8, BH, BIZ, BOL, BSBM, BTC, CH, CI, CIG, CM, COCOCO, COMAN, CPI, CSS, DTCENT, EVER, FE, FORTH, FSMART, FSX, FTI, GEL, GIFT, GPI, HUMAN, IFS, INSURE, JCK, JDF, JMART, KGI, KJL, KTIS, KUN, L&E, LHK, MATCH, MBAX, MEGA, METCO, MICRO, NC, NCAP, NCL, NDR, ONEE, PATO, PDG, PJW, POLY, PQS, PREB, PROUD, PSG, PSP, PSTC, PT, PTECH, PYLON, QLT, RABBIT, RCL, SAPPE, SECURE, SFLEX, SFT, SINO, SMT, SPCG, SPVI, STANLY, STPI, SUPER, SUSCO, SVOA, SVT, TACC, TAE, TCC, TEKA, TFM, TITLE, TKN, TMD, TNR, TPA, TPCH, TPCS, TPLAS, TPOLY, TRT, TURTLE, TVH, UBA, UP, UREKA, VCOM, VIBHA, VRANDA, WARRIX, WIN, WP

**Companies with Good CG Scoring**

A5, ADD, AIE, ALUCON, AMC, AMR, ARIN, ASEFA, ASIA, ASN, BIG, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLC, BVG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHOTI, CITY, CMC, CPANEL, CSP, DEXON, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, ESTAR, ETL, FNS, GBX, GENCO, GTB, GYT, ICN, IIG, IMH, IRCP, J, JCKH, JMT, JPARK, JR, JSP, JUBILE, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KWC, LDC, LEO, MCA, META, MGC, MITSIB, MK, NAM, NOVA, NTV, NV, OGC, PACO, PANEL, PHG, PIN, PRAPAT, PRI, PRIN, PROEN, PROS, PTC, READY, ROCTEC, SABUY, SALEE, SAMCO, SANKO, SCI, SE, SE-ED, SINGER, SISB, SKN, SKY, SMD, SMIT, SORKON, SPG, SST, STC, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIJK, XO, XPG, YUASA, ZAA

**Corporate Governance Report**

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining “Good”, “Very Good” and “Excellent” levels of recognition (Not including listed companies qualified in the “no announcement of the results” clause from 1 January 2023 to 28 October 2024) is publicized.

\*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนดำเนินการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังถึงข้อดังกล่าวประกอบด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้มตรรับรอง)**

2S, AAI, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BRI, BRR, BSBM, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GLOBAL, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITCL, IVL, JAS, JR, JTS, KASET, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LRH, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SKR, SM, SMIT, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCOT, TCAP, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, WPH, XO, YUASA, ZEN

**Declared (ประกาศเจตนารมณ์)**

ACE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, ASAP, B52, BLAND, BYD, CFARM, CHASE, CHG, DEXON, DITTO, ECL, EVER, FLOYD, GREEN, HL, HUMAN, ICN, IHL, IP, ITC, JDF, JMART, K, KJL, LDC, LIT, MITSIB, MJD, MOSHI, NEX, NTSC, PLE, PLUS, POLY, PQS, PRI, PRIME, PROEN, PROUD, PTC, RT, S, SAWAD, SCAP, SCGD, SFT, SHR, SINGER, SINO, SJWD, SKE, SNNP, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TMI, TPAC, TPP, TQM, UOBKH, UREKA, VNG, WELL, WIN, XPG

**N/A**

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AURA, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKGI, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCL, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, EMC, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, IT, ITD, ITNS, ITTHI, J, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEDEZE, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MPJ, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTV, NUSA, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PCE, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLT, PMC, PMTA, POLAR, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PRO, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAV, SAWANG, SBNEXT, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLP, SMART, SMD, SMT, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STC, STECH, STECON, STHAI, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCMC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUJ, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMAN, TMC, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTA, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UBE, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, W, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WP, YGG, YONG, ZAA, ZIGA

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of October 14, 2024) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.