

04 April 2025

Company Note

Rating

HOLD

(Downgraded from BUY)

Company

Thai Union Group

Bloomberg
TU TB

SET
TU

Exchange
SET

Sector
Food & Beverage

ผลกระทบการขึ้นภาษีนำเข้าสหรัฐฯ กระทบเศรษฐกิจ
ทั่วโลก, คาดกำไรสุทธิ 1Q25F ลดลง ต่ำที่คาดไว้

12mth price target (THB)	11.30 (from 14.80)
Current price (04/04/2025)	10.50
Upside/Downside	7.62%
CG rating	5
ESG rating	n/a
Thai CAC	Certified

Share summary

Issue shares :	(m shrs)	4,455
Market capitalization:	(THB bn)	46.8
	(USD bn)	1.4
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	167
	(USDm)	4
Foreign Limit/Actual	(%)	45/25
Free Float:	(%)	68
NVDR:	(%)	8

Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
TU	-7.9	-18.0	-28.1
SET	-4.5	-18.7	-18.1

Major Shareholders

	%
Thai NVDR	9.16
Thai Union Group	7.26
Thiraphong Chansiri	5.94

Source: SET

Anchalina Charoenpit
ID: 045566
(66) 2633 6478
anchalinc@tisco.co.th

ผลกระทบจากนโยบายขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯรุนแรงมากกว่าที่คาด, แนวโน้มกำไรสุทธิ 1Q25F ลดลงมากกว่าที่คาดไว้จาก demand ที่ลดลงจากผลกระทบของเศรษฐกิจ และความผันผวนของต้นทุนวัตถุดิบโดยเฉพาะราคาปลาทูน่าซึ่งเป็นวัตถุดิบหลักส่งผลต่อการชะลอคำสั่งซื้อ รอดูสถานการณ์ราคาปลาทูน่า ค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นจากโครงการ transformation costs และการทำการตลาดโปรโมชันเพิ่มขึ้น เราเปลี่ยนคำแนะนำเป็น “ถือ” จาก “ซื้อ” สะท้อนปัจจัยลบดังกล่าว

ผลกระทบต่อนโยบายขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯและความเสี่ยงต่อ TU

ตลาดสหรัฐฯ เป็นตลาดที่ใหญ่ที่สุดของ TU คิดเป็นประมาณ 39% ของยอดขายทั้งหมด แบ่งออกเป็น: 1) ธุรกิจอาหารกระป๋อง (Ambient): ~30% 2) ธุรกิจอาหารแช่แข็งและอาหารสัตว์เลี้ยง: ~50% 3) ธุรกิจที่มีมูลค่าเพิ่ม: ~15-20% โดย Ambient business ในสหรัฐฯมีการนำเข้าผลิตภัณฑ์ปลากระป๋องจากประเทศและเวียดนาม ทั้งนี้ธุรกิจ Ambient business ในสหรัฐฯ เริ่มมีการนำเข้าผลิตภัณฑ์จากประเทศ Ghana ซึ่งเป็นหนึ่งในโรงงานของผลิตของบริษัท ที่จะช่วยลดผลกระทบการขึ้นภาษีได้บางส่วน ในส่วนธุรกิจ Frozen business ในสหรัฐฯ มีการนำเข้าจากผลิตภัณฑ์กุ้งจากไทยและอินเดีย การประกาศขึ้นภาษีศุลกากรของสหรัฐฯ แม้จะมีคาดการณ์มาก่อน แต่ขอบเขตและอัตราที่สูงกว่าคาด (ไทย 37%, เวียดนาม 47%) สร้างความประหลาดใจ โดย TU ยังรอดูรายละเอียดการดำเนินการ เช่น เวลาและระยะเวลาบังคับใช้ สำหรับภาพรวมอุตสาหกรรมอาหารทะเลของสหรัฐฯ มีการนำเข้าอาหารทะเลถึง 90% โดยส่วนใหญ่จากเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ไม่มีแหล่งผลิตภายในประเทศที่เพียงพอ และคู่แข่งของ TU ก็เผชิญภาษีในระดับเดียวกัน

กลยุทธ์การบรรเทาผลกระทบของ TU

- ผลักดันให้เกิดการเจรจาการค้าผ่านภาครัฐ เช่น ไทย-สหรัฐฯ
- การส่งผ่านต้นทุนภาษีไปยังผู้บริโภค คาดว่าจะเกิดขึ้นในระยะยาว
- เพิ่มสินค้าคงคลังสำเร็จรูปในสหรัฐฯ และระหว่างทางขนส่ง มากถึง 4-6 เดือน เพื่อลดผลกระทบ
- ใช้ศักยภาพของโรงงานในสหรัฐฯ/กานา เพื่อรองรับบางส่วน แม้ไม่สามารถแทนที่ไทยได้หมด
- ลูกค้าอาจชะลอคำสั่งซื้อชั่วคราว เพื่อรอดูสถานการณ์และประเมินผล
- สถานการณ์ที่เลวร้ายที่สุด การตอบโต้ด้วยภาษีจากประเทศอื่น บริษัทมองการให้ความสำคัญกับความคืบหน้าทางการเมืองและการเจรจาเป็นหลัก

คาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q25F ลดลง แนวโน้มต่ำกว่าที่คาดไว้

เราคาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q25F อยู่ที่ 710 ล้านบาท (-38%YoY, -41%QoQ) ต่ำกว่าที่เราคาดไว้เดิมจากรายได้ที่หดตัวจาก demand ที่ลดลงมากกว่าที่คาดไว้และค่าใช้จ่ายการตลาดที่เพิ่มขึ้น โดยเราคาดการณ์ได้รวมลดลงทั้ง YoY และ QoQ แบ่งเป็น 1) ธุรกิจอาหารทะเลแปรรูป (Ambient seafood) จากการเทียบกับปีที่ผ่านมามีฐานรายได้สูงจากตะวันออกกลาง ประกอบไตรมาสนี้มี demand ที่ลดลงในยุโรปและสหรัฐฯ รวมถึงราคาปลาทูน่าที่สูงขึ้นทำให้ลูกค้าชะลอการสั่งซื้อ จากการจับปลาได้น้อยลงตามสภาพภูมิอากาศ จากมหาสมุทรแปซิฟิกตะวันตกตอนกลาง และฟิลิปปินส์ 2) ธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งคาดการณ์ได้ลดลงโดยเฉพาะร้านอาหาร จากภาพรวมเศรษฐกิจชะลอตัวมี demand ที่ลดลง 3) ธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงเพิ่มขึ้นเล็กน้อย YoY แต่ลดลง QoQ จากปัญหาการเดินเรือทำให้การเคลื่อนย้ายสินค้า 4) ธุรกิจผลิตภัณฑ์เพิ่มมูลค่าคาดลดลง YoY และ QoQ

คาดการณ์ราคารับซื้อ 1Q25F เพิ่มขึ้น YoY จากการปรับราคาขายสินค้าบางกลุ่มเพิ่มขึ้นและต้นทุนวัตถุดิบราคาปลาที่ลดลง เทียบกับปีที่ผ่านมา แต่ลดลง QoQ จากการราคาปลาที่เริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้น ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ จากค่าขนส่งเรือที่เพิ่มขึ้นและค่าใช้จ่าย transformation ที่เพิ่มขึ้น และค่าทำการตลาดสินค้าใหม่ คาดบริษัทรับรู้ส่วนแบ่งกำไร 230 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากธุรกิจ Avanti เป็นหลัก

ปรับประมาณการลง จาก demand ที่ลดลงจากภาพรวมเศรษฐกิจที่ชะลอตัว และราคาค้นทุนปลาที่แพงขึ้น

เราคาดกำไรสุทธิ 1Q25F คิดเป็น 16% ของกำไรทั้งปี เราปรับประมาณการปี 2025-26F ลดลง จากผลกระทบจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัวส่งผลต่อ demand ที่ลดลง และต้นทุนวัตถุดิบปลาที่สูงขึ้นส่งผลต่อการชะลอคำสั่งซื้อ รวมถึงแนวโน้มปัจจัยลบจากนโยบายภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ โดยเฉพาะประเทศไทยที่ออกมาค่อนข้างสูงมากกว่าที่คาดเทียบกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค ทำให้เราคาดว่า demand คำสั่งซื้อจะชะลอตัวลงจากผลกระทบดังกล่าว

เราปรับประมาณการลงปี 2025-26F ลดลงจากคาดการณ์ 11% และ 6% ตามลำดับ จากการคาดปริมาณการขายและราคาขายเฉลี่ยลดลง คาดกำไรปี 2025F อยู่ที่ 4.4 พันล้านบาท (-12%YoY) และคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2026F จะกลับมาเพิ่มขึ้น 16%YoY จากสถานการณ์การต่างๆ เริ่มปรับตัว 1) ธุรกิจอาหารทะเลแปรรูป (Ambient seafood) คาดปี 2025F รายได้ลดลง 1% ปริมาณการขายของกลุ่มแบรนด์ลดลงแต่ชดเชยกับกลุ่ม Private Label ที่เพิ่มขึ้น และปีถัดไปคาดว่าจะได้เพิ่มขึ้น 3% 2) ธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งคาดว่าจะได้ปี 2025F ลดลง 7% จากกลุ่มแบรนด์ลดลงมากกว่ากลุ่ม Private Label จากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ส่งผลกระทบต่อร้านอาหารชะลอตัว แม้ว่าบริษัทมีการปรับลดขนาดธุรกิจในอเมริกาแล้วในปีที่ผ่านมา 3) ธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงยังเติบโตจาก demand อาหารสัตว์เลี้ยงโลก และการพัฒนาอาหารสัตว์เลี้ยงตอบโจทย์กลุ่มลูกค้าที่ยังคงพรีเมียมในราคาที่ลดลงจากการปรับสูตรในช่วงภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว คาดอัตรากำไรที่ขึ้นต้นลดลงจากราคาปลาที่เริ่มกลับมาเราคาดที่ 1,600 US\$/tons เพิ่มขึ้นจากปีที่ผ่านมาประมาณ 11% สำหรับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารคาดว่าจะเพิ่มขึ้นจากการทำการตลาดและค่าขนส่งทางเรือที่เพิ่มขึ้น (บริษัทมีการขายสินค้าเป็น FOB ส่วนใหญ่ และบางธุรกิจเป็น CIF คิดเป็น 3% ของค่าใช้จ่ายรวม) และการทำการตลาดเพิ่มขึ้น และคาดการณ์ภาษีจ่ายที่ 12%

บริษัทขยายวงเงินซื้อหุ้นคืนรวมเป็น 5 พันล้านบาท หรือ 445 ล้านหุ้น คิดเป็น 9.99% ของทุนจดทะเบียน จากเดิมวงเงินซื้อหุ้นคืนไม่เกิน 3 พันล้านบาท ไม่เกิน 200 ล้านหุ้น หรือ 4.49% ของทุนจดทะเบียน เริ่มซื้อคืน 2 ม.ค.-30 มิ.ย. 25 เพื่อสร้างเสถียรภาพให้กับราคาหุ้นเสริมความมั่นใจให้นักลงทุนในศักยภาพและความสามารถในการสร้างรายได้และกำไรของบริษัท ปัจจุบันรวมจำนวนซื้อคืนแล้ว 151 ล้านหุ้น ต้นทุนเฉลี่ยที่ 11.8 บาท/หุ้น (โดยในปี 2024 บริษัทมีการซื้อหุ้นคืน 200 ล้านหุ้น ครบจำนวน ต้นทุนเฉลี่ย 14.90 บาท ยังไม่ได้ลดทุนจดทะเบียน) การขายคืนของหุ้นที่ซื้อคืนมีกำหนดเวลา 3 ปีหลังจบโครงการ ถ้าหากบริษัทมีการลดทุนจดทะเบียนจากการซื้อหุ้นคืนทั้งหมดจะทำให้ eps และการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นประมาณ 14% และ BV/share จะต่ำลง (จากข้อมูลอดีตบริษัทเคยซื้อหุ้นคืนในปี 2020 และปี 2022 และได้ทำการลดทุนจดทะเบียนในปี 2023 และ 2024)

เราเปลี่ยนคำแนะนำเป็น “ถือ” จาก “ซื้อ” แม้ว่าบริษัทจะมีโครงการซื้อหุ้นคืนเพิ่มมั่นใจต่อราคาหุ้น แต่แนวโน้มผลประกอบการที่เราคาดว่าจะลดลงจากผลกระทบของภาพรวมเศรษฐกิจที่ชะลอตัวจากนโยบายภาษีนำเข้าสหรัฐฯ ที่กระทบทั่วโลก รวมถึงต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น ราคาเป้าหมายใหม่จากการปรับประมาณการอยู่ที่ 11.3 บาท จาก 14.8 บาท อ้างอิง historical PE forward ย้อนหลัง 5 ปี -1SD ที่ 12X โดยราคาหุ้นปัจจุบันมี PER25F ที่ 12.2X, PBV25F 1.1X และคาด Dividend Yield 25F ที่ 5% สถานะการเงินแข็งแกร่งคาด Net Debt/Equity 24F อยู่ที่ 0.6X ความเสี่ยง : ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลกที่ชะลอตัว, ความผันผวนของต้นทุนวัตถุดิบ, การขาดแคลนเรือขนส่ง

Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Sales (THBm)	136,153	138,433	137,228	142,416	148,023
EBITDA (THBm)	12,561	13,324	12,718	13,597	14,352
Net profit (THBm)	5,232	4,985	4,384	5,083	5,701
Net Profit (% chg from prev)	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
EPS (THB)	1.12	1.07	0.94	1.09	1.22
EPS (% YoY)	-24.9	-4.7	-12.0	15.9	12.1
EPS vs Cons (%)	nm	nm	nm	nm	nm
PER (X)	12.8	13.8	11.1	9.6	8.6
Yield (%)	5.1	5.7	5.0	5.8	6.5
P/BV (X)	0.6	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (X)	5.2	5.0	3.7	3.4	3.1
ROE (%)	10.4	12.5	10.9	12.0	12.7

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. 1Q25F Earnings Estimate

Bt,m	1Q25F	1Q24	YoY	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ	2025F	2024	YoY
Sale revenue	30,559	33,220	-8%	35,283	34,840	35,090	-12.9%	137,228	138,433	-1%
- Ambient seafood	15,784	17,156	-8%	17,376	17,920	15,960	-1%	67,979	68,412	-1%
- Frozen, chilled seafood and related	8,271	9,618	-14%	10,842	9,758	11,930	-31%	39,271	42,226	-7%
- PetCare	4,113	3,955	4%	4,456	4,352	4,626	-11%	19,537	17,389	12%
- Value added and others	2,390	2,490	-4%	2,609	2,732	2,575	-7%	10,442	10,406	0%
Revenue Contribution										
- Ambient seafood	52%	52%	0%	49%	51%	45%	6%	50%	49%	0%
- Frozen, chilled seafood	27%	29%	-2%	31%	28%	34%	-7%	29%	31%	-2%
- PetCare	13%	12%	2%	13%	12%	13%	0%	14%	13%	2%
- Value added and others	8%	7%	0%	7%	8%	7%	0%	8%	8%	0%
Cost of sales and services	24,905	27,478	-9%	28,748	28,047	28,537	-13%	112,076	112,809	-1%
S&A Expenses	4,584	4,197	9%	4,569	4,719	4,964	-8%	18,947	18,457	3%
Operating Profit	1,070	1,545	-31%	1,966	2,074	1,590	-33%	6,205	7,167	-13%
Share of profits of associate	230	159	45%	179	275	157	47%	824	771	n.a.
EBITDA	2,654	3,050	-13%	3,488	3,687	3,107	-15%	12,718	13,324	-5%
EBT	1,000	1,336	-25%	1,782	1,973	1,384	-28%	6,038	6,467	-7%
Core Profit	660	952	-31%	1,456	1,454	1,094	-40%	4,384	4,948	-11%
Net Profit	710	1,153	-38%	1,219	1,400	1,213	-41%	4,384	4,985	-12%
Gross margin	18.5%	17.3%	1.2%	18.5%	19.5%	18.7%	-0.2%	18.3%	18.5%	0%
SG&A to sale	15.0%	12.6%	2.4%	12.9%	13.5%	14.1%	0.9%	13.8%	13.3%	0%
EBITDA margin	8.7%	9.2%	-0.5%	9.9%	10.6%	8.9%	-0.2%	9.3%	9.6%	0%
Net margin	2.3%	3.5%	-1.1%	3.5%	4.0%	3.5%	-1.1%	3.2%	3.6%	0%

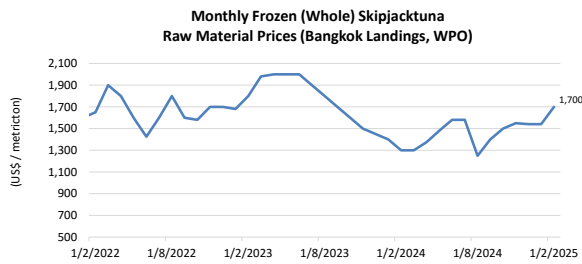
Source: TISCO Research

Figure 2. Earnings Revision

(Bt,m)	2024	2025F new	2025F old	% chg	2026F new	2026F old	% chg
Sale revenue	138,433	137,228	144,597	-5%	142,416	150,027	-5%
% growth	2%	-1%	4%		4%	4%	
- Ambient seafood	68,412	67,979	71,688	-5%	70,321	74,104	-5%
% growth	7%	-1%	5%		3%	3%	
- Frozen, chilled seafood and related	42,226	39,271	42,226	-7%	39,271	42,226	-7%
% growth	-11%	-7%	0%		0%	0%	
- PetCare	17,389	19,537	19,537	0%	21,949	21,949	0%
% growth	15%	12%	12%		12%	12%	
- Value added and others	10,406	10,442	11,146	-6%	10,875	11,748	-7%
% growth	5%	0%	7%		4%	5%	
Revenue Contribution							
- Ambient seafood	49%	50%	50%		49%	49%	
- Frozen, chilled seafood and related	31%	29%	29%		28%	28%	
- PetCare	13%	14%	14%		15%	15%	
- Value added and others	8%	8%	8%		8%	8%	
Cost of sales and services	112,809	112,076	117,963	-5%	115,848	122,313	-5%
Operating Profit	7,167	6,205	7,171	-13%	6,904	7,520	-8%
Share of profits of associate	771	824	824	0%	849	849	0%
Net Profit Bef Extra	4,948	4,384	4,939	-11%	5,083	5,415	-6%
% growth	-17%	-11%	0%		16%	10%	
Net Profit	4,985	4,384	4,939	-11%	5,083	5,415	-6%
EPS (Bt)	1.07	0.94	1.06	-11%	1.09	1.16	-6%
		-12%	-1%		16%	10%	
Gross margin	18.5%	18.3%	18.4%		18.7%	18.5%	
SG&A to sale	13.3%	13.8%	13.5%		13.8%	13.5%	
Operating margin	5.2%	4.5%	5.0%		4.8%	5.0%	
Net margin	3.6%	3.2%	3.4%		3.6%	3.6%	

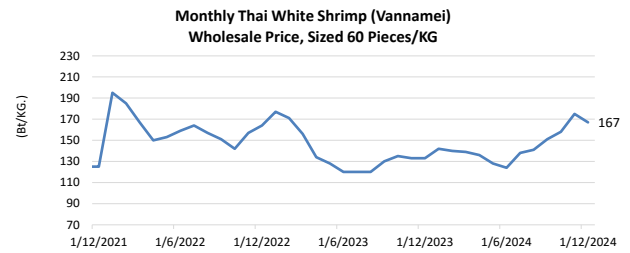
Source: TISCO Research

Figure 3. Monthly Frozen (Whole) Skipjack Tuna



Source: TU, TISCO Research

Figure 4. Monthly Thai White Shrimp (Vanna Mei)



Source: TU, TISCO Research

Figure 5. Revenue Contribution by Regions

Thai Union footprint: 2024 sales contribution



Source: TU