

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 30.00

(From: Bt 41.00)

8 JULY 2021

Upside : 16.5%

Charoen Pokphand Foods (CPF TB)

กำไรสะอาด



SARACHADA SORNSONG

662 - 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

อุปทานหมูที่กลับมาอย่างรวดเร็วในจีน และกำไรจาก CPALL ที่ลดลง ทำให้เราปรับลดกำไรของ CPF ลง 18% ต่อปีในปี 2021-25F และปรับเป้าหมายลงเหลือ 30 บาท เนื่องจากกำไรมีแนวโน้มและจุดต่ำสุดใน 2Q21 เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" CPF แต่ปัจจุบันเราให้ TU เป็น Top Pick ของเรา

และจุดต่ำสุดใน 2Q21

เราคาดว่ากำไร 2Q21 ของ CPF จะอ่อนแออย่างมากที่ 4.25 พันลบ. ลดลง 30% y-y และ 39% q-q เนื่องจาก 1) ราคาเนื้อหมูในจีนลดลงเนื่องจากอุปทานที่เพิ่มขึ้นของผู้ผลิตรายใหญ่ และการเร่งขายหมูออกมาเพราะกลัวติดโรคกับกลัวราคาลงกว่านี้ของผู้เล่นขนาดกลางและขนาดเล็ก 2) การขาดทุนอย่างมากของสต็อกเนื้อหมูของ Chia Tai Investment (CPI) และ CP Vietnam (CPV); 3) ราคาเนื้อหมูที่อ่อนตัวในไทยจากการเทขายหมูของผู้เลี้ยงสุกรแบบฟาร์ม และ; 4) ส่วนแบ่งกำไรจาก CPALL ที่ลดลง 33% y-y ส่วนใหญ่มาจากค่าใช้จ่ายพิเศษ 1.2 พันลบ. ที่เกี่ยวกับการชำระคืนเงินกู้และการออกหุ้นกู้เพื่อรีไฟแนนซ์เงินกู้ซื้อกิจการโลดส์

การกลับมาอย่างรวดเร็วของอุปทานเนื้อหมู

การระบาดของโรคอหิวาต์แอฟริกาในสุกร (ASF) ในเอเชียตั้งแต่ปี 2018 ได้ทำลายการผลิตเนื้อหมูของจีนและเวียดนามอย่างมาก ขณะที่ราคาเนื้อหมูที่สูงเป็นประวัติการณ์เป็นตัวผลักดันกำไรที่สำคัญของ CPF ในช่วงสองปีที่ผ่านมา การระบาดของโรค ASF ยังคงมีขึ้นอีก แต่ส่วนใหญ่เกิดขึ้นเป็นระยะๆ ในวงแคบ และควบคุมได้อย่างรวดเร็ว ด้วยแรงจูงใจทางการตลาดและแรงกระตุ้นทางการเมืองเพื่อผลักดันการฟื้นตัวได้กระตุ้นให้ผู้ผลิตเร่งการผลิตในปี 2020 สถิติอย่างเป็นทางการแสดงให้เห็นว่าสต็อกแม่หมู และผู้สุกรทั้งหมดในเวียดนามฟื้นตัวเป็น 95% และมากกว่า 80% ของระดับก่อนการระบาดของ ASF ใน 1Q21 ซึ่งเร็วกว่าที่คาดไว้มาก และส่งผลให้ราคาเนื้อหมูตกลงกว่า 55% YTD สำหรับจีน และ 16% ในช่วงมกราคมถึงมิถุนายน 2021 สำหรับเวียดนาม

ปรับลดประมาณการกำไร แต่คาดว่ากำไรและจุดต่ำสุดใน 2Q21

เนื่องจากการปรับลดกำไรของ CPALL ลง 38% และ 13% ในปี 2021-22F และราคาเนื้อหมูในต่างประเทศที่ลดลง เราจึงปรับลดประมาณการกำไรลง 18% ต่อปีในปี 2021-25F เราคาดว่ากำไรของ CPF จะแตะจุดต่ำสุดใน 2Q21 และคาดว่าจะเติบโต 13% h-h ใน 2H21 จากการขาดทุนที่ลดลงของ CTI เนื่องจากราคาเนื้อหมูที่ฟื้นตัวขึ้นจากการที่รัฐบาลเพิ่มคลังสำรองเนื้อหมู การส่งออกไก่ที่เพิ่มขึ้น และอุปทานเนื้อหมูที่ลดลงในไทยหลังสิ้นสุดการเร่งขายหมูเพื่อป้องกันการติดเชื้อไวรัส PRRS ของผู้เลี้ยงสุกรแบบฟาร์มในเดือนมิถุนายน

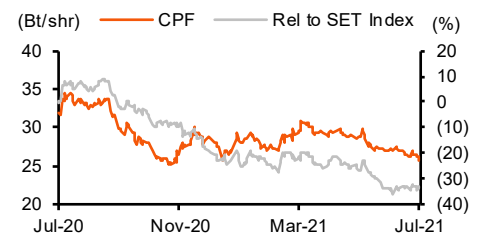
แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายลดลงเหลือ 30 บาท

เนื่องจากการปรับลดกำไรและราคาเป้าหมายของ CPALL ลงเหลือ 75 บาท (จากเดิม 77 บาท) เราจึงปรับราคาเป้าหมายของ CPF ลงเหลือ 30 บาท จาก 41 บาท เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" CPF เนื่องจากเราคาดว่ากำไรจะแตะจุดต่ำสุดใน 2Q21 ขณะที่การขยายกำลังการผลิตของ CPF และส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นจากผู้เลี้ยงสุกรแบบฟาร์มจะช่วยชดเชยผลกระทบจากราคาเนื้อหมูที่ลดลงในจีนและเวียดนาม ด้วยถือหุ้นในสัดส่วน 34% ใน CPALL ทำให้ CPF ได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของกำไรของ CPALL ที่ 67% ในปี 2022 CPF ซื้อขายที่ PE ที่ไม่แพงที่เพียง 8 เท่า ในปี 2022 แต่ด้วยคาดว่ากำไร 2Q21F ของ TU จะแข็งแกร่งได้ประโยชน์มากขึ้นจากค่าเงินบาทที่อ่อนตัว และโครงสร้างธุรกิจที่มีลักษณะผันผวนน้อยกว่า TU จึงเป็น Top Sector Pick ของเราแทนที่ CPF

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	589,713	488,249	508,144	532,194
Net profit	26,022	23,643	26,857	28,787
Consensus NP	—	24,647	24,746	27,165
Diff frm cons (%)	—	(4.1)	8.5	6.0
Norm profit	21,119	23,643	26,857	28,787
Prev. Norm profit	—	29,613	32,847	36,422
Chg frm prev (%)	—	(20.2)	(18.2)	(21.0)
Norm EPS (Bt)	2.5	2.7	3.1	3.3
Norm EPS grw (%)	14.4	12.0	13.6	7.2
Norm PE (x)	10.5	9.4	8.3	7.7
EV/EBITDA (x)	7.6	8.0	7.6	7.8
P/BV (x)	1.2	1.1	1.0	0.9
Div yield (%)	3.9	3.7	4.2	4.5
ROE (%)	11.7	11.8	12.4	12.3
Net D/E (%)	124.4	111.6	95.7	86.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Jul-21 (Bt)	25.75
Market Cap (US\$ m)	6,826.5
Listed Shares (m shares)	8,611.2
Free Float (%)	45.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	32.2
12M Price H/L (Bt)	34.50/25.25
Sector	FOOD
Major Shareholder	CP Group 35.03%

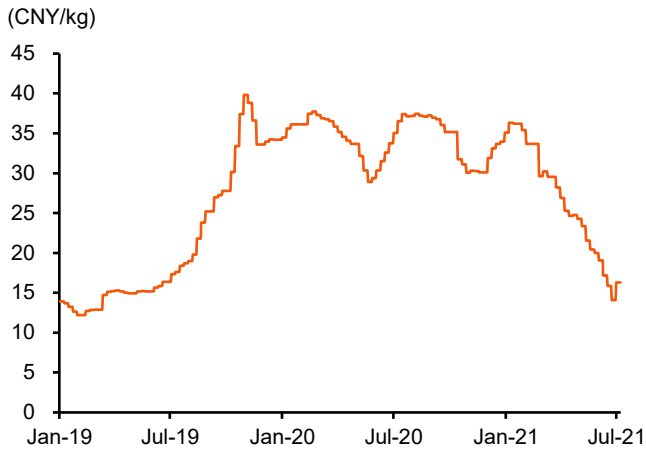
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

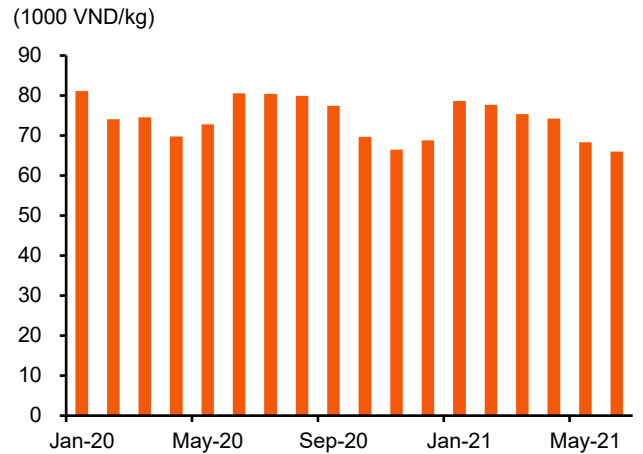


Ex 1: China Pork Prices



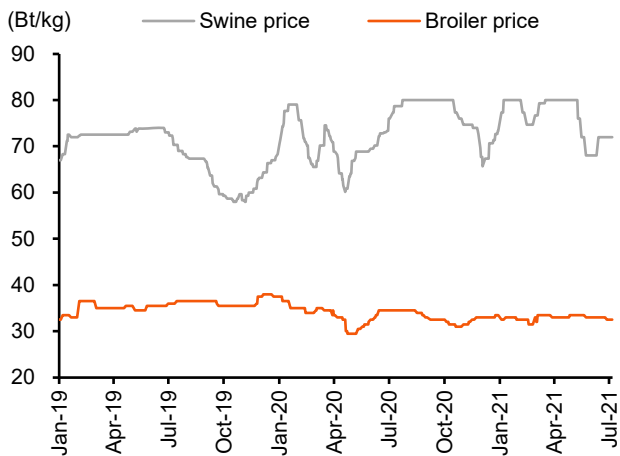
Source: Bloomberg

Ex 2: Vietnam Pork Prices



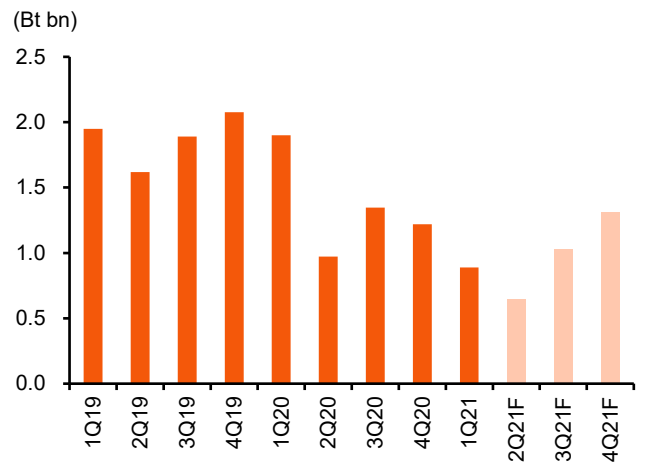
Source: Company data

Ex 3: Thailand Meat Prices



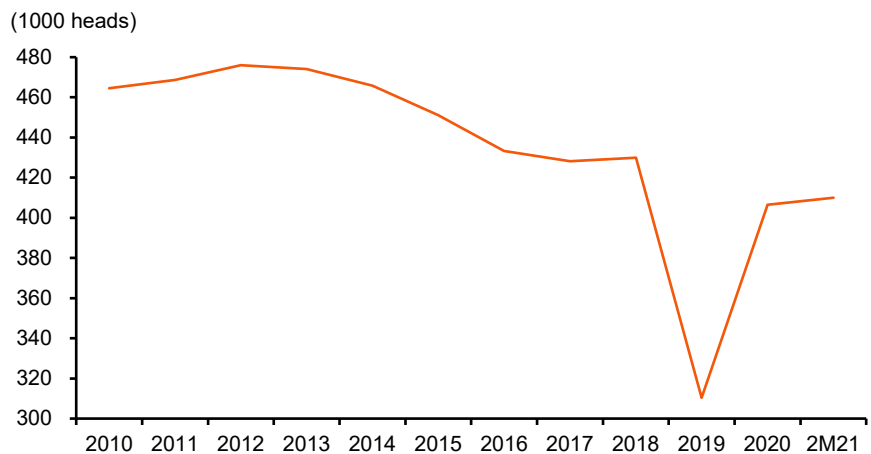
Source: Office of Agricultural Economics

Ex 4: CPALL's Profit Contribution



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Faster-than-expected Pig Production In China



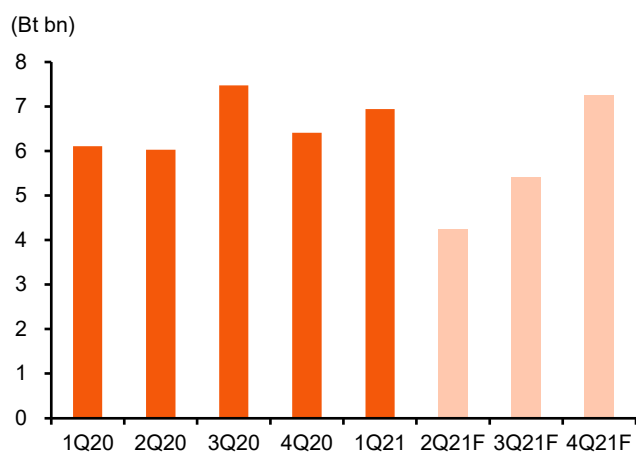
Source: Thanachart compilation

Ex 6: Earnings Revisions

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Normalized profits (Bt bn)					
- New	23.64	26.86	28.79	31.61	35.93
- Old	29.61	32.85	36.42	38.24	42.24
- Change (%)	(20.16)	(18.24)	(20.96)	(17.34)	(14.94)
Gross margin (%)					
-New	18.26	17.45	15.97	15.39	15.30
-Old	17.96	17.68	17.21	16.11	16.05
- Change (pp)	0.30	(0.22)	(1.24)	(0.72)	(0.75)
Equity income (Bt bn)					
-New	8.21	10.72	13.20	16.06	18.81
-Old	18.73	21.57	23.64	26.17	28.64
- Change (%)	(56.18)	(50.30)	(44.17)	(38.62)	(34.31)
China pig prices (CNY/kg)					
-New	21.00	18.00	18.00	18.00	18.00
-Old	22.00	20.00	20.00	20.00	20.00
- Change (%)	(4.55)	(10.00)	(10.00)	(10.00)	(10.00)

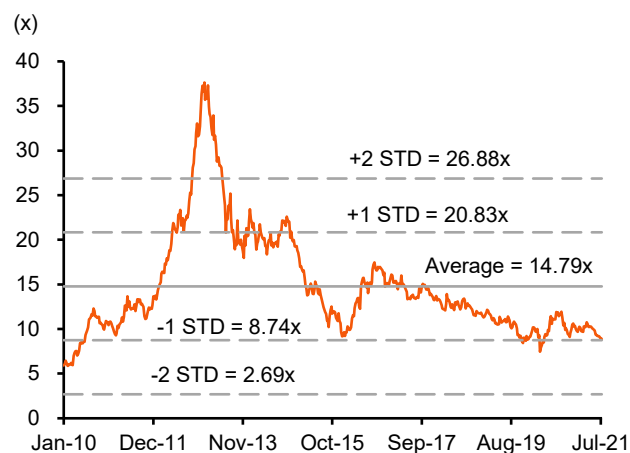
Source: Thanachart estimates

Ex 7: Quarterly Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: STD PE



Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: 12-month SOTP-derived DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	64,142	60,758	59,625	61,934	64,240	68,750	71,864	75,115	78,519	82,245	—
Free cash flow	31,452	16,428	17,345	19,133	20,893	24,412	26,961	29,583	32,302	30,884	562,538
PV of free cash flow	31,452	14,310	14,098	14,271	14,483	15,727	16,139	16,458	16,701	14,840	270,306
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	0.9										
WACC (%)	7.1										
Terminal growth (%)	2.0										
Enterprise value	438,783										
Net debt (end-2021F)	321,671										
Minority interest	81,022										
Equity value	36,091										
# of shares (m)	8,611										
Equity value/share (Bt)	4.2										
Investment:											
CPALL @ Bt75 TP	25.5										
SOTP (Bt)	30.0										

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Austevoll Seafood ASA	AUSS NO	Norway	277.6	25.5	11.8	9.4	1.7	1.3	7.2	6.1	3.4	4.1
Leroy Seafood Group ASA	LSG NO	Norway	198.0	35.2	19.7	14.6	2.5	2.3	11.6	9.4	3.0	3.8
Mowi ASA	MOWI NO	Norway	286.5	38.1	25.3	18.3	3.6	3.4	13.6	11.2	2.0	3.8
Conagra Brands	CAG US	USA	53.0	0.2	13.7	13.7	2.1	1.9	11.1	11.5	2.8	3.0
Danone	DANOY US	USA	na	8.9	21.9	20.1	2.8	2.6	12.3	11.7	2.8	2.9
Nestle	NSRGY US	USA	na	7.5	28.3	26.4	7.9	8.1	19.0	18.1	2.3	2.4
Tyson Foods	TSN US	USA	1.6	7.8	12.2	11.4	1.6	1.5	8.1	7.8	2.5	2.7
Average			163.4	17.6	19.0	16.3	3.2	3.0	11.8	10.8	2.7	3.2
Feed Mills												
Japfa Comfeed	JPFA IJ	Indonesia	130.3	8.1	9.1	8.4	1.5	1.4	5.8	5.4	1.8	4.5
Charoen Pok Indo	CPIN IJ	Indonesia	17.3	11.3	23.3	21.0	4.0	3.6	14.7	13.7	1.5	1.9
Universal Robina	URC PM	Philippines	15.2	9.5	25.3	23.2	3.1	2.9	14.2	13.2	2.2	2.4
Average			54.3	9.6	19.3	17.5	2.9	2.6	11.6	10.8	1.8	2.9
Thailand												
Charoen Pokphand Foods *	CPF TB	Thailand	12.0	13.6	9.4	8.3	1.1	1.0	8.0	7.6	3.7	4.2
GFPT *	GFPT TB	Thailand	5.5	0.7	11.6	11.5	0.9	0.8	6.5	6.1	1.7	2.6
Thai Union Group *	TU TB	Thailand	5.9	16.1	14.5	12.5	2.0	1.9	13.2	12.1	4.1	4.7
Average			7.8	10.1	11.8	10.8	1.3	1.2	9.2	8.6	3.2	3.8
Average - All			91.2	14.0	17.4	15.3	2.7	2.5	11.2	10.3	2.6	3.3

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 8 Jul 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) (CPF) เป็นบริษัทหลักของธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมของเครือเจริญโภคภัณฑ์ในประเทศไทย ดำเนินธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรม เลี้ยงสัตว์ และผลิตผลิตภัณฑ์เนื้อสัตว์แปรรูปเพื่อจำหน่ายในประเทศไทย และเพื่อการส่งออก การดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ เป็นแบบครบวงจรในประเทศไทยนั้นถูกดำเนินการโดย CPF และบริษัทย่อย รวมถึง การจัดหาแหล่งวัตถุดิบสำหรับการผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์, การเลี้ยงสัตว์และทำฟาร์ม, การผลิตอาหารแปรรูป และผลิตผลิตภัณฑ์อาหารพร้อมรับประทาน บริษัทมีการลงทุนในจีน, เวียดนาม, ตุรกี, และอินเดีย ฯลฯ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

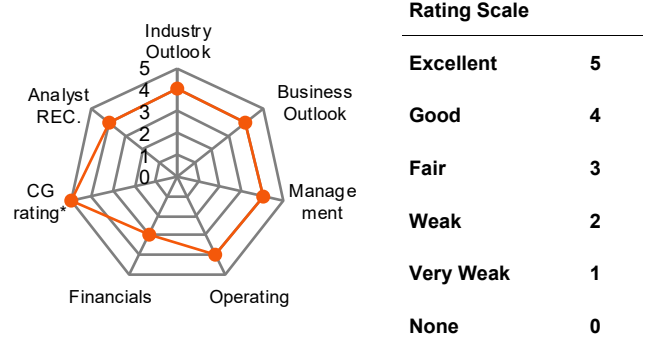
S — Strength

- เป็นผู้ผลิตผลิตภัณฑ์อาหารแบบครบวงจร
- มีการประหยัดจากขนาด
- มีแบรนด์ที่เป็นที่รู้จักกันเป็นอย่างดี
- เป็นผู้เชี่ยวชาญ และมี know-how ในการดำเนินธุรกิจอาหาร

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ
- มีโอกาสดิบโตในตลาดผลิตภัณฑ์อาหารพร้อมรับประทาน

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ราว 36% ของธุรกิจมาจากธุรกิจฟาร์ม ซึ่งมีความผันผวนต่อเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิด ดังนั้นจึงมีลักษณะเป็น cyclical โดยธรรมชาติ
- CPF ต้องใช้วัตถุดิบบางอย่าง เช่น ข้าวโพด จากตลาดต่างประเทศ ซึ่งราคาข้าวโพดมีความผันผวน

T — Threat

- เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง
- อุปทานเนื้อสัตว์ในประเทศล้นตลาด
- เกิดโรคระบาดโดยไม่คาดหมาย

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	37.67	30.00	-20%
Net profit 21F (Bt m)	24,647	23,643	-4%
Net profit 22F (Bt m)	24,746	26,857	9%
Consensus REC	BUY: 20	HOLD: 4	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เรารวมราคาหมูที่ลดลงก่อนตลาด
- เนื่องจากเราเห็นกลไกอุปทาน/อุปสงค์เนื้อหมูที่อ่อนแออยู่ในระยะกลางถึงยาว ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มีความเสี่ยงถ้าราคาเนื้อสัตว์ไม่มีเสถียรภาพ
- มีความเสี่ยงจากผลประกอบการในธุรกิจต่างประเทศของ CPF โดยเฉพาะในเวียดนาม กัมพูชา และจีน หากเกิดมีสถานการณ์ที่ผิดปกติในประเทศดังกล่าว จะส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา
- เนื่องจากยอดส่งออกและยอดขายในต่างประเทศคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 60% ของยอดขายรวมของ CPF บริษัทฯ จึงมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Falling equity income

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	532,573	589,713	488,249	508,144	532,194
Cost of sales	453,034	482,739	399,112	419,452	447,209
Gross profit	79,540	106,974	89,137	88,692	84,985
% gross margin	14.9%	18.1%	18.3%	17.5%	16.0%
Selling & administration expenses	57,396	62,021	47,695	48,128	49,091
Operating profit	22,144	44,952	41,442	40,564	35,894
% operating margin	4.2%	7.6%	8.5%	8.0%	6.7%
Depreciation & amortization	16,939	26,964	26,202	28,031	29,816
EBITDA	39,083	71,917	67,644	68,595	65,710
% EBITDA margin	7.3%	12.2%	13.9%	13.5%	12.3%
Non-operating income	12,302	5,513	3,871	3,761	3,820
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(13,785)	(16,818)	(16,500)	(15,467)	(14,656)
Pre-tax profit	20,661	33,647	28,813	28,857	25,058
Income tax	5,446	11,001	6,915	7,070	6,139
After-tax profit	15,215	22,646	21,898	21,787	18,919
% net margin	2.9%	3.8%	4.5%	4.3%	3.6%
Shares in affiliates' Earnings	8,893	9,254	8,206	10,717	13,200
Minority interests	(5,642)	(10,780)	(6,461)	(5,648)	(3,331)
Extraordinary items	(10)	4,903	0	0	0
NET PROFIT	18,456	26,022	23,643	26,857	28,787
Normalized profit	18,466	21,119	23,643	26,857	28,787
EPS (Bt)	2.1	3.0	2.7	3.1	3.3
Normalized EPS (Bt)	2.1	2.5	2.7	3.1	3.3

BALANCE SHEET

Decent balance sheet

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	178,646	194,670	191,057	168,419	177,712
Cash & cash equivalent	33,496	57,997	41,000	31,000	31,000
Account receivables	33,118	29,952	32,104	26,451	27,703
Inventories	60,987	52,136	57,953	45,967	49,009
Others	51,046	54,585	60,000	65,000	70,000
Investments & loans	132,329	251,757	263,757	274,757	285,757
Net fixed assets	197,430	200,138	203,379	205,365	206,145
Other assets	125,645	115,154	111,401	107,571	103,371
Total assets	634,050	761,719	769,595	756,112	772,985
LIABILITIES:					
Current liabilities:	197,711	204,147	221,418	201,053	199,897
Account payables	32,184	32,312	36,084	28,730	30,631
Bank overdraft & ST loans	94,680	103,023	105,175	95,774	93,108
Current LT debt	42,727	37,027	46,349	42,207	41,032
Others current liabilities	28,120	31,784	33,810	34,343	35,126
Total LT debt	196,495	244,196	211,147	192,275	186,922
Others LT liabilities	20,972	51,197	48,871	50,146	51,146
Total liabilities	415,178	499,541	481,437	443,473	437,965
Minority interest	50,597	70,242	81,022	87,483	90,814
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	8,611	8,611	8,611	8,611	8,611
Share premium	60,769	60,769	60,769	60,769	60,769
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(5,613)	1,734	1,734	1,734	1,734
Retained earnings	104,508	120,822	136,023	154,042	173,092
Shareholders' equity	168,275	191,937	207,137	225,156	244,206
Liabilities & equity	634,050	761,719	769,595	756,112	772,985

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	20,661	33,647	28,813	28,857	25,058
Tax paid	(5,201)	(9,556)	(7,061)	(7,144)	(5,912)
Depreciation & amortization	16,939	26,964	26,202	28,031	29,816
Chg In working capital	3,003	12,144	(4,197)	10,284	(2,393)
Chg In other CA & CL / minorities	4,572	16,602	9,283	7,136	8,756
Cash flow from operations	39,974	79,801	53,039	67,166	55,326
Capex	(17,746)	(23,601)	(24,000)	(24,000)	(24,000)
Right of use	(8,520)	(28,505)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
ST loans & investments	(172)	188	0	0	0
LT loans & investments	(18,952)	(119,428)	(12,000)	(11,000)	(11,000)
Adj for asset revaluation	(8,758)	13,436	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	17,995	67,068	983	4,088	3,605
Cash flow from investments	(36,153)	(90,842)	(40,017)	(35,912)	(36,395)
Debt financing	3,598	51,339	(21,576)	(32,415)	(9,193)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(4,911)	(6,503)	(8,443)	(8,838)	(9,738)
Warrants & other surplus	(2,044)	(9,294)	0	0	0
Cash flow from financing	(3,358)	35,542	(30,019)	(41,253)	(18,931)
Free cash flow	22,228	56,199	29,039	43,166	31,326

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	12.0	10.5	9.4	8.3	7.7
Normalized PE - at target price (x)	14.0	12.2	10.9	9.6	9.0
PE (x)	12.0	8.5	9.4	8.3	7.7
PE - at target price (x)	14.0	9.9	10.9	9.6	9.0
EV/EBITDA (x)	13.4	7.6	8.0	7.6	7.8
EV/EBITDA - at target price (x)	14.3	8.1	8.6	8.1	8.3
P/BV (x)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
P/BV - at target price (x)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1
P/CFO (x)	5.5	2.8	4.2	3.3	4.0
Price/sales (x)	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
Dividend yield (%)	2.7	3.9	3.7	4.2	4.5
FCF Yield (%)	10.0	25.3	13.1	19.5	14.1
(Bt)					
Normalized EPS	2.1	2.5	2.7	3.1	3.3
EPS	2.1	3.0	2.7	3.1	3.3
DPS	0.7	1.0	1.0	1.1	1.2
BV/share	19.5	22.3	24.1	26.1	28.4
CFO/share	4.6	9.3	6.2	7.8	6.4
FCF/share	2.6	6.5	3.4	5.0	3.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Undemanding on our estimates

FINANCIAL RATIOS

Slower earnings growth than what we earlier expected on lower pork prices overseas

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(1.7)	10.7	(17.2)	4.1	4.7
Net profit (%)	18.8	41.0	(9.1)	13.6	7.2
EPS (%)	18.8	41.0	(9.1)	13.6	7.2
Normalized profit (%)	17.4	14.4	12.0	13.6	7.2
Normalized EPS (%)	17.4	14.4	12.0	13.6	7.2
Dividend payout ratio (%)	32.7	33.1	35.0	35.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	14.9	18.1	18.3	17.5	16.0
Operating margin (%)	4.2	7.6	8.5	8.0	6.7
EBITDA margin (%)	7.3	12.2	13.9	13.5	12.3
Net margin (%)	2.9	3.8	4.5	4.3	3.6
D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.5	1.3	1.1	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	1.6	2.7	2.5	2.6	2.4
Interest coverage - EBITDA (x)	2.8	4.3	4.1	4.4	4.5
ROA - using norm profit (%)	2.9	3.0	3.1	3.5	3.8
ROE - using norm profit (%)	11.1	11.7	11.8	12.4	12.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.1	12.6	11.0	10.1	8.1
- asset turnover (x)	0.8	0.8	0.6	0.7	0.7
- operating margin (%)	6.5	8.6	9.3	8.7	7.5
- leverage (x)	3.8	3.9	3.8	3.5	3.3
- interest burden (%)	60.0	66.7	63.6	65.1	63.1
- tax burden (%)	73.6	67.3	76.0	75.5	75.5
WACC (%)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
ROIC (%)	3.5	6.5	6.1	5.8	5.2
NOPAT (Bt m)	16,307	30,255	31,496	30,626	27,100
invested capital (Bt m)	468,681	518,186	528,808	524,412	534,268

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประเมินราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A , ADVA16C2110A , AEON16C2108A , AOT16C2109A , BAM16C2107A , BAM16C2110A , BANP16C2107A , BANP16C2109A , BANP16C2110A , BCH16C2109A , BDMS16C2107A , BDMS16C2109A , BGRI16C2110A , BH16C2109A , CBG16C2108A , CBG16C2109A , CBG16C2109B , COM716C2107A , COM716C2110A , CPAL16C2109A , CPF16C2107A , CPF16C2108A , CPN16C2109A , DELT16C2108A , DELT16C2109A , EA16C2107A , EA16C2108A , EA16C2110A , EGCO16C2110A , EPG16C2109A , GPSC16C2109A , GPSC16C2110A , GULF16C2107A , GUNK16C2108A , GUNK16C2110A , HANA16C2107A , IRPC16C2108A , IRPC16C2110A , IVL16C2107A , IVL16C2109A , IVL16C2110A , JMT16C2110A , KBAN16C2107A , KBAN16C2108A , KBAN16C2109A , KCE16C2109A , KCE16C2110A , KTC16C2110A , KTC16C2110B , MINT16C2107A , MINT16C2109A , MTC16C2108A , MTC16C2109A , OR16C2107A , OR16C2108A , OR16C2109A , PRM16C2109A , PTG16C2107A , PTG16C2109A , PTT16C2109A , PTTG16C2108A , PTTG16C2110A , RBF16C2110A , RS16C2108A , RS16C2109A , S5016C2109A , S5016C2109B , S5016P2109A , S5016P2109B , SAWA16C2107A , SCGP16C2107A , SCGP16C2109A , STA16C2107A , STEC16C2110A , TASC16C2107A , TASC16C2109A , TQM16C2108A , TU16C2110A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BDMS, BGRIM, BH, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SET50, SAWAD, SCGP, STA, STEC, TASC, TASC, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูนครชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูนครชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูนครชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูนครชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกัน ได้แก่ นางอศิณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุญนา

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา สรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวางษ์ปรานี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพ

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th
