

Fundamental Story

Charoen Pokphand Foods Pcl (CPF TB) - BUY, Price Bt25.25, TP Bt29 **Results Comment**

Sarachada Sornsong | Email: Sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขาดทุนอย่างมากจากราคาเนื้อสัตว์ที่ตกต่ำ

- CPF รายงานขาดทุนสุทธิ 5.4 พันลบ. ใน 3Q21 เทียบกับกำไรสุทธิ 7.4 พันลบ. ใน 3Q20 และ 4.7 พันลบ. ใน 2Q21
- การขาดทุนส่วนใหญ่เกิดจากอัตรากำไรขั้นต้นที่อ่อนแอ และขาดทุนจากการทำ mark-to-market (MTM) สต็อกเนื้อหมูในการดำเนินงานของเวียดนามและจีน ไม่รวมขาดทุนจากการทำ MTM สต็อกที่ราว 3.6 พันลบ. และกำไรจากการลงทุน 1.48 พันลบ. CPF จะมีผลขาดทุนจากการดำเนินงานที่ยังคงสูงที่ 3.3 พันลบ.
- อัตรากำไรขั้นต้นหดตัวลงเหลือเพียง 8.8% จาก 16% ใน 2Q21 และ 19% ใน 3Q20 ซึ่งเป็นผลมาจากราคาเนื้อสัตว์ที่อ่อนแอ โดยเฉพาะเนื้อไก่ในไทย และหมูในเวียดนาม
- ปัจจัยอีกประการที่กดดันการดำเนินงานของ CPF คือส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทในเครือ ส่วนแบ่งกำไรของ CPALL ลดลง 62% y-y และ 32% q-q จากค่าใช้จ่าย SG&A ที่สูงขึ้น และยอดขายที่ลดลง
- CTEI ซึ่งเป็นผู้ประกอบการหมูครบวงจรในจีน ได้รับผลกระทบจากราคาเนื้อหมูที่ตกต่ำ และเศรษฐกิจที่อ่อนแอที่นั่น เราคาดว่าจจะมีส่วนแบ่งขาดทุน 1.5 พันลบ. แก่ CPF ซึ่งประมาณ 343 ลบ. มาจากการขาดทุนจากการทำ MTM สต็อกเนื้อหมู
- เราคาดว่าการทำงานของประเทศไทยจะดีขึ้น เนื่องจากราคาเนื้อหมูเริ่มฟื้นตัว ราคาเนื้อหมูในจีนก็ติดตัวขึ้น 63% จากราคาในปลายเดือนกันยายนที่ CNY10/กก. ขณะที่ราคาเนื้อหมูในเวียดนามยังคงไม่ฟื้นตัวมากนักจาก VND45k ในเดือนกันยายน 2021
- แม้คาดว่ากำไร 4Q21 จะดีขึ้น แต่เราเห็นความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญต่อประมาณการกำไรของเรา ด้วยได้แรงสนับสนุนจากโครงการซื้อหุ้นคืน และกำไรที่อาจเกิดขึ้นจากข้อตกลง Lotus-MAKRO EBT เราจึงมองว่ามี downside ต่อราคาหุ้นจำกัด และคงคำแนะนำ "ซื้อ"

Income Statement		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	
Revenue	157,805	149,968	119,346	129,638	125,940	
Gross profit	30,461	25,915	23,718	20,711	7,839	
SG&A	15,891	18,293	11,674	12,297	13,127	
Operating profit	14,570	7,622	12,044	8,413	(5,289)	
EBITDA	20,106	13,590	17,328	13,899	471	
Other income	906	1,270	741	1,381	3,439	
Other expense	0	0	0	0	0	
Interest expense	4,186	4,478	4,098	3,980	4,155	
Profit before tax	11,291	4,414	8,687	5,814	(6,005)	
Income tax	2,998	3,088	2,117	1,752	(1,266)	
Equity & invest. income	2,028	2,963	2,043	753	(1,266)	
Minority interests	(3,070)	(2,083)	(1,673)	(748)	468	
Extraordinary items	225	4,202	6	670	163	
Net profit	7,474	6,408	6,945	4,737	(5,374)	
Normalized profit	7,250	2,206	6,940	4,068	(5,537)	
EPS (Bt)	0.91	0.78	0.85	0.58	(0.66)	
Normalized EPS (Bt)	0.89	0.27	0.85	0.50	(0.68)	

Balance Sheet		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	
Cash & ST investment	93,761	57,035	47,961	43,067	52,799	
A/C receivable	37,987	29,952	31,019	35,228	35,166	
Inventory	63,272	52,136	57,309	63,598	67,917	
Other current assets	54,475	55,546	58,970	62,561	69,096	
Investment	141,900	251,757	256,243	253,045	255,253	
Fixed assets	222,771	200,138	204,361	213,935	221,844	
Other assets	159,831	115,154	118,604	120,789	129,268	
Total assets	773,997	761,719	774,467	792,223	831,344	
S-T debt	148,019	140,050	99,889	111,613	128,297	
A/C payable	32,222	32,312	36,579	38,252	37,226	
Other current liabilities	39,052	31,784	30,990	35,921	33,320	
L-T debt	251,332	244,196	278,294	272,166	295,255	
Other liabilities	54,608	51,197	51,799	51,497	53,038	
Minority interest	59,957	70,242	72,952	72,931	74,353	
Shareholders' equity	188,807	191,937	203,966	209,842	209,854	
Working capital	69,037	49,776	51,749	60,574	65,857	
Total debt	399,351	384,246	378,182	383,779	423,552	
Net debt	305,590	327,211	330,221	340,712	370,753	

Income Statement		9M as				
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2021F	2021F	2022F	
Revenue	(3)	(20)	77	488,249	508,144	
Gross profit	(62)	(74)	59	89,137	88,692	
SG&A	7	(17)	74	49,864	49,191	
Operating profit	na	na	39	39,273	39,501	
EBITDA	(97)	(98)	48	65,475	67,532	
Other income	149	279	134	4,138	3,013	
Other expense			na	0	0	
Interest expense	4	(1)	74	16,513	15,517	
Profit before tax	na	na	32	26,897	26,998	
Income tax	na	na	40	6,455	6,614	
Equity & invest. income	na	na	19	7,981	10,481	
Minority interests	na	na	na	(6,461)	(5,648)	
Extraordinary items	(76)	(28)	94	887	0	
Net profit	na	na	28	22,849	25,216	
Normalized profit	na	na	25	21,962	25,216	
EPS (Bt)	na	na	29	2.65	2.93	
Normalized EPS (Bt)	na	na	26	2.55	2.93	

Financial Ratios						
(%)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	
Sales growth	19.0	6.5	(13.6)	(9.9)	(20.2)	
Operating profit growth	184.2	(5.9)	28.7	(37.2)	na	
EBITDA growth	115.2	8.5	17.6	(26.2)	(97.7)	
Norm profit growth	17.2	(40.5)	20.4	(31.7)	na	
Norm EPS growth	17.2	(40.5)	20.4	(31.7)	na	
Gross margin	19.3	17.3	19.9	16.0	6.2	
Operating margin	9.2	5.1	10.1	6.5	(4.2)	
EBITDA margin	12.7	9.1	14.5	10.7	0.4	
Norm net margin	4.6	1.5	5.8	3.1	(4.4)	
D/E (x)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.5	
Net D/E (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	
Interest coverage (x)	4.8	3.0	4.2	3.5	0.1	
Interest rate	4.2	4.6	4.3	4.2	4.1	
Effective tax rate	26.6	70.0	24.4	30.1	21.1	
ROA	3.8	1.1	3.6	2.1	(2.7)	
ROE	15.5	4.6	14.0	7.9	(10.6)	

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 149 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2110A, GLOB16C2203A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, S5016C2112D, S5016P2112D, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทุนธนชาติ 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)

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศวีณี ไตลัดคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทย่อยไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)