BUY (Unchanged) | **TP: Bt 27.50** (From: Bt 29.00) | **14 MARCH 2022**

Change in Numbers | **Upside : 15.1%**

Charoen Pokphand Foods (CPF TB)

ฟ้าหลังฝน



SARACHADA SORNSONG
662 – 779 9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ท่ามกลางต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้นจากวิกฤตรัสเซีย-ยูเครน การดำเนินธุรกิจและผลการดำเนินงานของ CPF น่าจะดีกว่าปีที่ผ่านมา ด้วยกลไกอุปสงค์/อุปทานของผลิตภัณฑ์ทางการเกษตรที่ดีขึ้น CPF จึงสามารถเพิ่มอัตรากำไรและผลกำไรได้ หากไม่รวมมูลค่า CPALL, CPF จะซื้อขายที่ forward core PE ที่น้อยกว่า 1 เท่า คงคำแนะนำ "ซื้อ"

สถานการณ์ดีขึ้น

ผลการดำเนินงานของ CPF ได้รับผลกระทบอย่างมากในปีที่ผ่านมา โดยมีกำไรปกติลดลง 81% เนื่องจาก 1) ราคาเนื้อหมูที่ลดลงในเวียดนาม จีน และไทย ท่ามกลางต้นทุนอาหารสัตว์ที่เพิ่มขึ้น 20% 2) อัตราการใช้กำลังลดลงจากการหยุดชะงักของการบริโภคในช่วงล็อกดาวน์ และการขาดแคลนแรงงาน และ 3) ค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมเกี่ยวกับมาตรการป้องกันโควิดราว 2 พันลบ. แม้ต้นทุนวัตถุดิบจะยังสูงขึ้น แต่ CPF สามารถผลักภาระต้นทุนที่สูงขึ้นได้ดีกว่าปีที่แล้วมาก เพราะกลไกอุปสงค์/อุปทานเนื้อหมูและเนื้อไก่ที่เอื้ออำนวย การดำเนินงานของไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างมาก ขณะที่ราคาหมูเวียดนามฟื้นตัว และเราคาดว่าราคาเนื้อหมูในจีนจะแตะจุดต่ำสุดที่ CNY13/กก.

สหรัฐฯ และรัสเซีย

ไทย เวียดนาม และจีน เป็นแหล่งรายได้หลักของ CPF คิดเป็น 65% ของยอดขายรวม ส่วนที่เหลือมาจากประเทศอื่นอีก 15 ประเทศ ซึ่งมีเพียงอินเดีย และ Bellisio ในสหรัฐฯ เท่านั้น ที่มีผลขาดทุน 3.6 พันลบ. ในปีที่แล้ว การดำเนินงานการของอินเดียถูกกระทบจากต้นทุนการผลิตที่เพิ่มขึ้นและความยากลำบากในการขึ้นราคาสินค้า ส่วน Bellisio ได้รับผลกระทบจากการขาดแคลนแรงงาน และต้นทุนแรงงานที่สูงขึ้น ขณะที่มีระยะเวลาในการรอการปรับขึ้นราคาสินค้า 90 วัน เราคาดว่าส่วนแบ่งขาดทุนจาก และ Bellisio จะลดลง แต่ CPF น่าจะได้รับผลกระทบโดยตรงจากวิกฤตรัสเซีย-ยูเครน เพราะมีการดำเนินธุรกิจไก่และหมูในรัสเซีย การดำเนินงานในรัสเซียคิดเป็น 3% ของยอดขาย และ 7% ของสินทรัพย์รวม และสร้างกำไรให้แก่กลุ่ม ผลกระทบเชิงลบน่าจะถูกจำกัดด้วยการเป็นสินค้าที่จำเป็นต่อการดำรงชีวิต และมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนจำกัด เพราะขายผลิตภัณฑ์ทั้งหมดในรัสเซีย แต่ CPF ต้องเผชิญกับการขาดทุนจากการเปลี่ยนกำไรอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้เนื่องจากค่าเงินรูเบิลที่อ่อนค่าลง

ปรับลดประมาณการกำไร แต่ยังคงฟื้นตัวแข็งแกร่ง

เราปรับลดกำไรของเราลงเฉลี่ย 31% ในปี 2022-24F สะท้อนอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง และ SG&A และดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้น เราเชื่อว่า CPF ผ่านจุดที่เลวร้ายที่สุดมาแล้ว และคาดว่ากำไรจะเติบโตแข็งแกร่งที่ 281% ในปีนี้ 23% และ 19% ในปี 2023-24F ปัจจัยผลักดันหลัก ได้แก่ อัตรากำไรของธุรกิจฟาร์มที่เพิ่มขึ้น ไม่มีผลขาดทุนจากสินทรัพย์ชีวภาพ (biological losses) และค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมจากโควิด-19 และยอดขายอาหารสัตว์ที่เพิ่มขึ้น เรารวมการลงทุน 3 หมื่นลบ. เพื่อเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้น 25% ใน CPP เป็น 75% ของ CPF ซึ่งส่งผลให้ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้น 13% จากปีที่แล้ว แต่เราคาดว่าจะชดเชยบางส่วนด้วยผลกำไรจาก CPP ที่สูงขึ้น

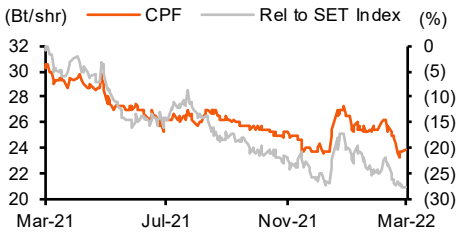
ซื้อขายต่ำกว่า 1 เท่า core PE, คงคำแนะนำ "ซื้อ"

ราคาหุ้นของ CPF ลดลง 11% YTD หากไม่รวมกำไรและมูลค่าตลาดของ CPALL ที่ CPF ถือหุ้นอยู่ 34% แล้ว CPF มีมูลค่า 0.61 บาท แม้จะฟื้นตัวจากขาดทุนสุทธิ 2.7 พันลบ. ในปี 2021 เป็นมีกำไรปกติ (ไม่รวม CPALL) 9.7 พันลบ. ในปีนี้ และ 11-12 พันลบ. ในปี 2023-24F เราใช้วิธี sum-of-the-part methodology เพื่อประเมินมูลค่า CPF ได้ที่ 27.5 บาท

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	512,704	572,965	607,115	645,604
Net profit	13,028	15,401	18,858	22,524
Consensus NP	—	15,015	17,638	19,119
Diff frm cons (%)	—	*2.6*	*6.9*	*17.8*
Norm profit	4,041	15,401	18,858	22,524
Prev. Norm profit	—	25,216	27,032	29,746
Chg frm prev (%)	—	*(38.9)*	*(30.2)*	*(24.3)*
Norm EPS (Bt)	0.5	1.8	2.2	2.6
Norm EPS grw (%)	(80.9)	281.1	22.5	19.4
Norm PE (x)	50.9	13.4	10.9	9.1
EV/EBITDA (x)	17.0	11.7	10.8	10.3
P/BV (x)	1.0	0.9	0.9	0.8
Div yield (%)	2.7	3.0	3.7	4.4
ROE (%)	2.0	7.0	8.2	9.2
Net D/E (%)	137.2	144.6	131.4	124.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 14-Mar-22 (Bt)	23.90
Market Cap (US$ m)	6,166.0
Listed Shares (m shares)	8,611.2
Free Float (%)	45.5
Avg Daily Turnover (US$ m)	20.4
12M Price H/L (Bt)	30.50/23.20
Sector	FOOD
Major Shareholder	CP Group 35.03%

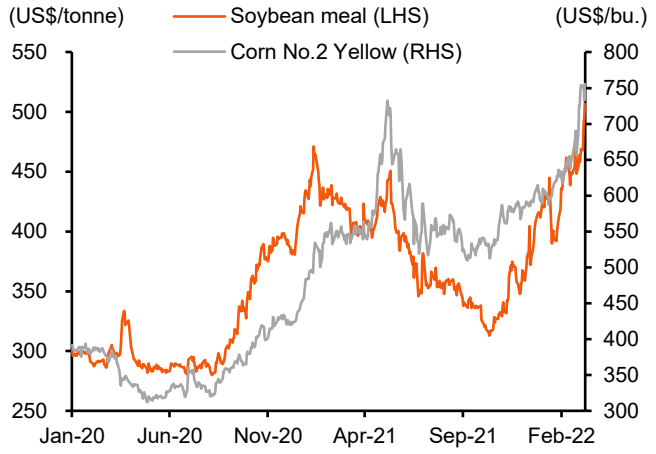
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

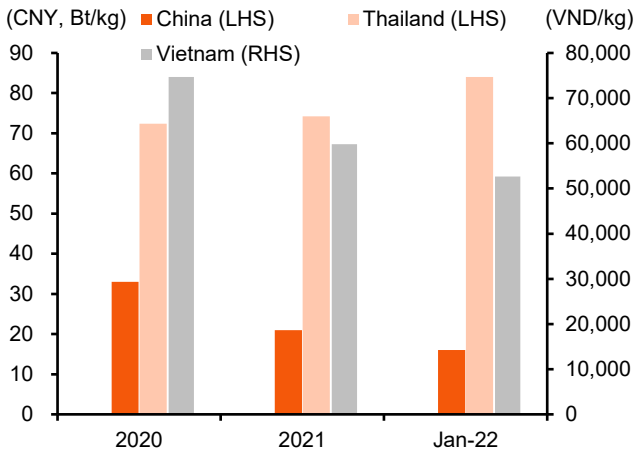
Thanachart Securities

Ex 1: Corn And Soybean Meal Prices



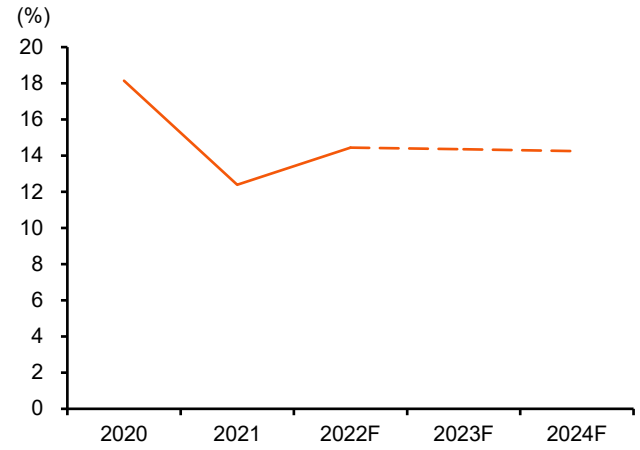
Source: Bloomberg

Ex 2: Pork Prices In Key Countries



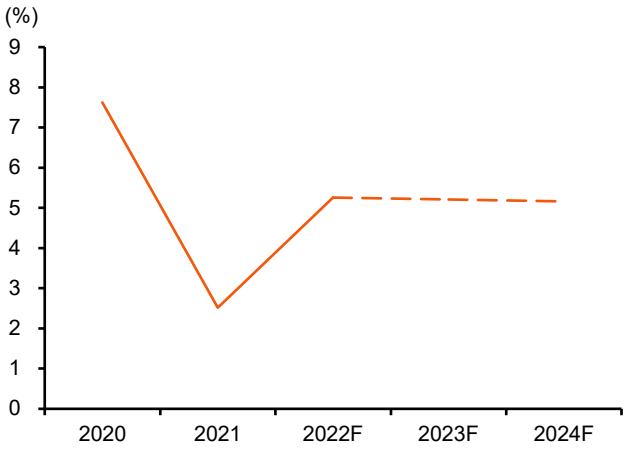
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: CPF's Gross Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: CPF's Operating Margin



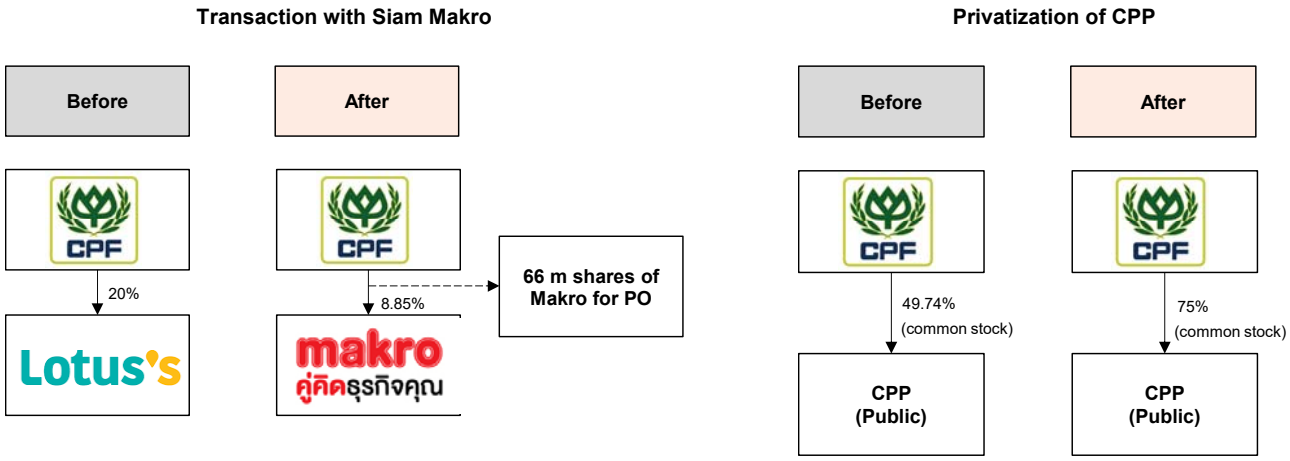
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Earnings Revision

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized profits (Bt bn)					
- New	21.12	4.04	15.40	18.86	22.52
- Old			25.22	27.03	29.75
- Change (%)			*(38.93)*	*(30.24)*	*(24.28)*
Net sales (Bt bn)					
- New	589.71	512.70	572.96	607.11	645.60
- Old			508.14	532.19	543.15
- Change (%)			*12.76*	*14.08*	*18.86*
Gross margin (%)					
- New	18.14	12.39	14.44	14.36	14.25
- Old			17.45	15.97	15.39
- Change (pp)			*(3.01)*	*(1.61)*	*(1.15)*
SG&A expenses (Bt bn)					
- New	62.02	50.60	52.63	55.57	58.67
- Old			49.19	50.17	51.18
- Change (%)			*6.98*	*10.75*	*14.64*
Interest expenses (Bt bn)					
- New	16.82	16.60	18.84	19.21	19.39
- Old			15.52	14.75	14.37
- Change (%)			*21.39*	*30.22*	*34.92*
Equity income (Bt bn)					
- New	9.25	4.17	7.74	10.68	13.42
- Old			10.48	12.92	15.74
- Change (%)			*(26.16)*	*(17.36)*	*(14.72)*
Minority interest (Bt m)					
- New	(10.78)	(1.05)	(3.34)	(3.63)	(3.95)
- Old			(5.65)	(3.33)	(1.95)
- Change (%)			*na*	*na*	*na*

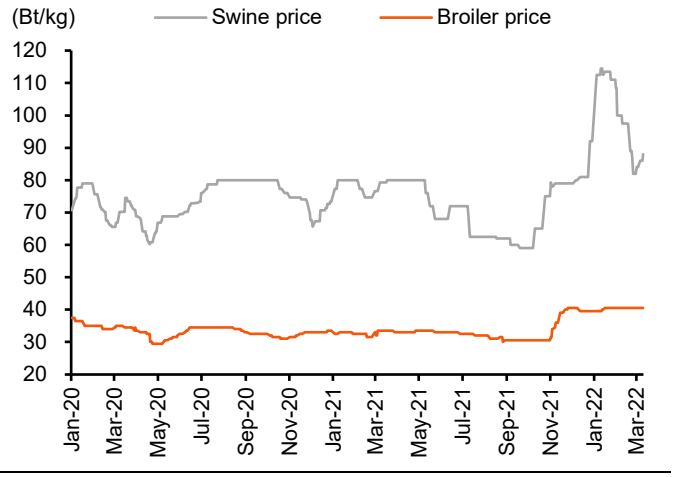
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Major Transactions In 2021



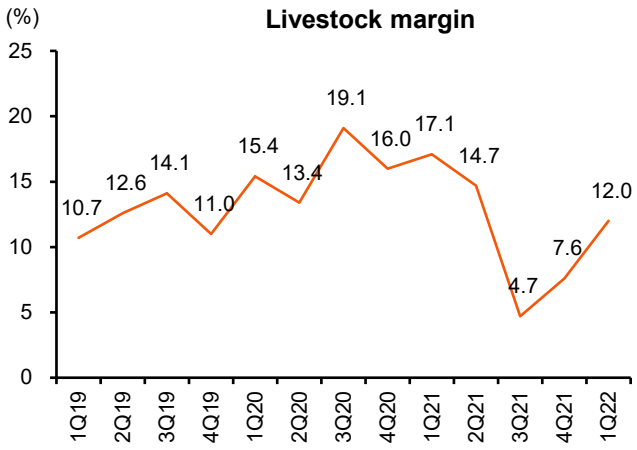
Source: Company data

Ex 7: Thailand Chicken And Pork Prices



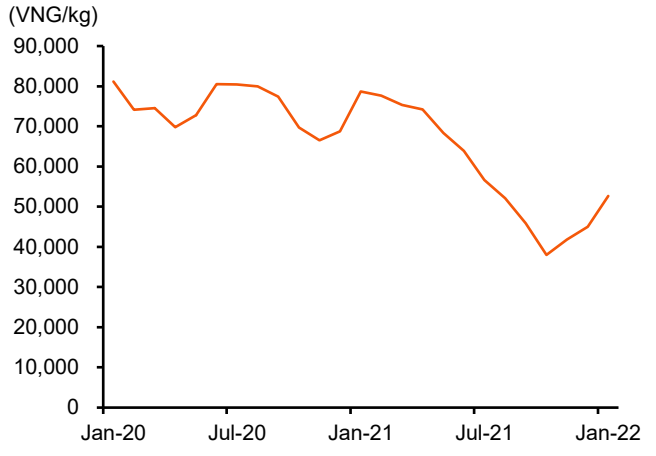
Source: Office of Agricultural Economics

Ex 8: Improving Margin



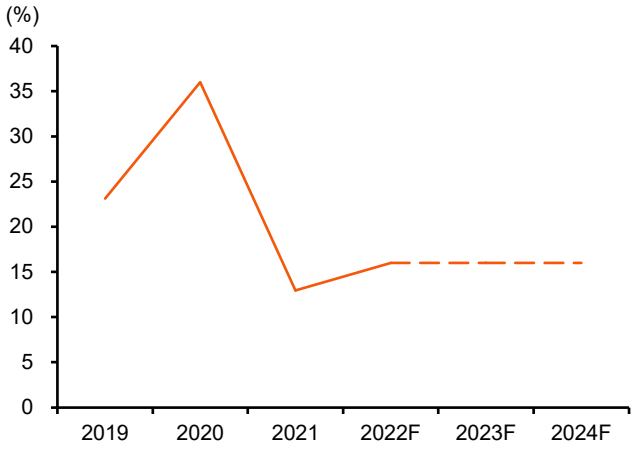
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Vietnam Pork Prices



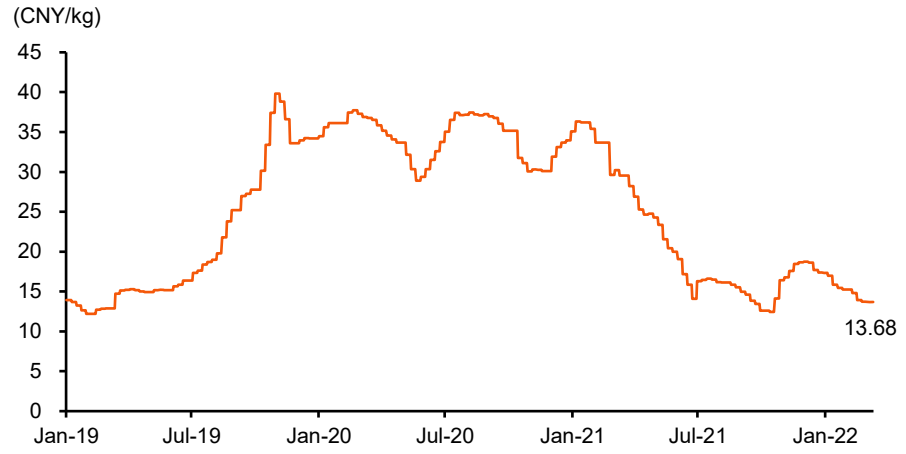
Source: Company data

Ex 10: Gross Margin Of Vietnam Operation



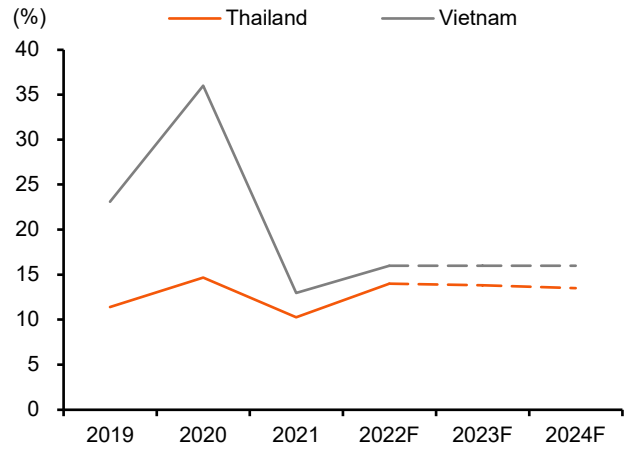
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: China Pork Prices



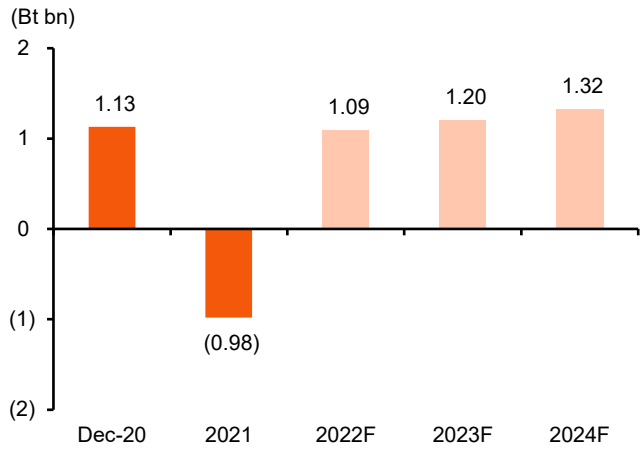
Source: Bloomberg

Ex 12: Gross Margin Of Thailand And Vietnam Ops



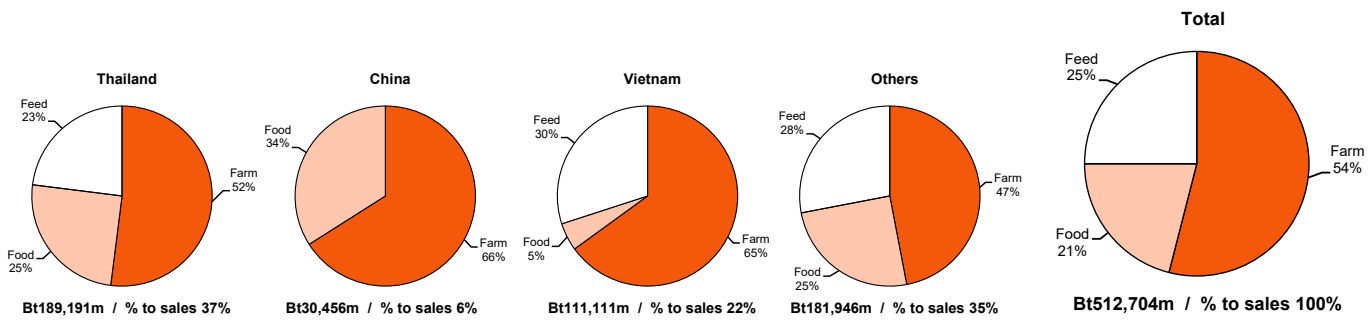
Source: Thanachart estimates

Ex 13: Lower Loss Contribution Of CTI



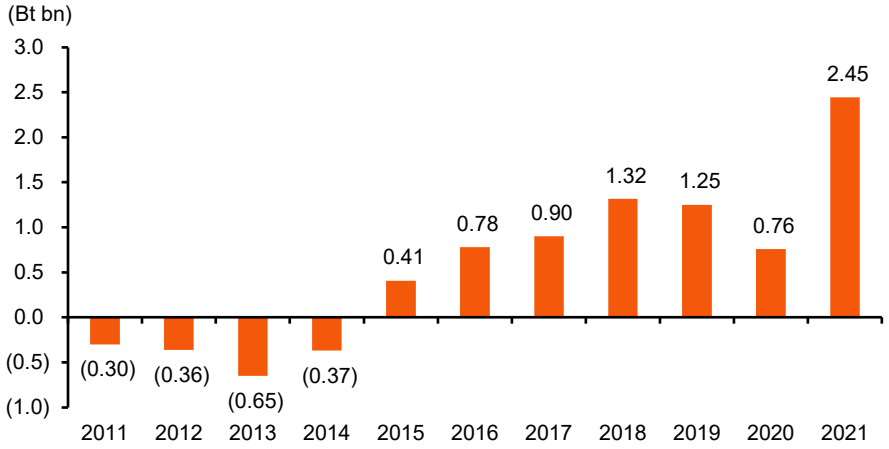
Source: Thanachart estimates

Ex 14: CPF's Sales Breakdown By Country And Product



Source: Company data

Ex 15: Profits Contribution Of Russia Operation



Source: Thanachart compilation

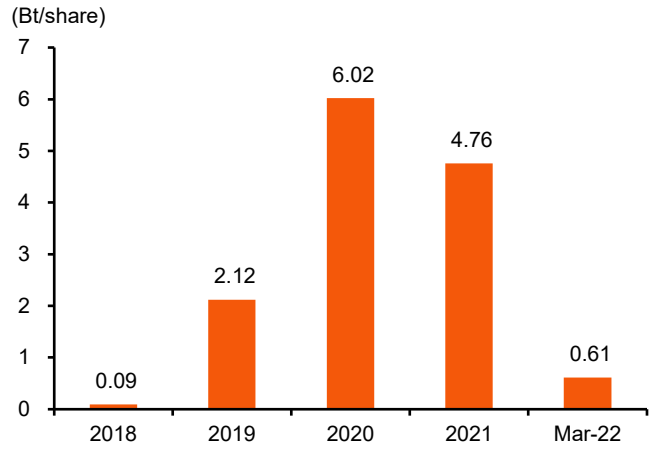
Ex 16: 12-month DCF-derived SOTP-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	54,427	57,077	60,031	63,871	67,728	71,870	76,344	81,204	86,515	92,346	98,781	—
Free cash flow	(21,692)	33,742	11,153	13,954	16,696	19,590	22,665	25,955	29,498	33,338	37,526	716,795
PV of free cash flow	(21,692)	29,772	9,242	10,683	11,957	13,125	14,202	15,214	16,175	17,100	18,474	352,867

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	0.8
WACC (%)	6.5
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value	**487,118**
Net debt (end-2021)	394,031
Minority interest	73,120
Equity value	19,966
# of shares (m)	8,611
Equity value/share (Bt)	**2.3**
Investment:	
CPALL @ Bt75 TP	25.2
SOTP (Bt)	**27.5**

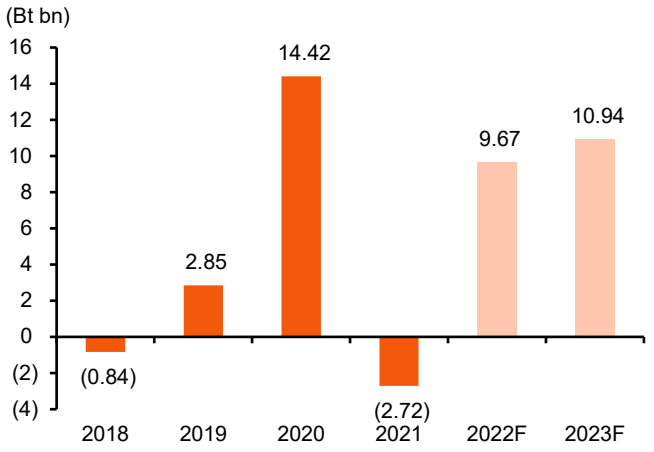
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: Implied CPF Price, Ex-CPALL Market Value



Source: Thanachart estimates

Ex 18: Clear Turnaround In Core Profits



Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 19: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	—EPS growth— 22F (%)	23F (%)	—— PE —— 22F (x)	23F (x)	— P/BV — 22F (x)	23F (x)	EV/EBITDA 22F (x)	23F (x)	— Div yield — 22F (%)	23F (%)
Austevoll Seafood ASA	AUSS NO	Norway	8.6	8.5	12.1	11.2	1.7	1.6	7.3	7.0	3.6	4.1
Leroy Seafood Group ASA	LSG NO	Norway	6.5	1.7	15.8	15.5	2.3	2.2	10.3	9.7	3.7	4.3
Mowi ASA	MOWI NO	Norway	20.7	5.9	18.6	17.6	3.5	3.3	11.5	11.1	3.9	4.5
Conagra Brands	CAG US	USA	(8.7)	8.9	12.4	11.3	1.6	1.5	10.9	10.3	4.0	4.2
Danone	DANOY US	USA	na	7.1	16.8	15.7	2.0	1.9	10.6	9.9	3.6	3.8
Nestle	NSRGY US	USA	na	8.4	25.6	23.6	6.8	6.8	18.0	16.8	2.5	2.6
Tyson Foods	TSN US	USA	2.1	(7.6)	10.2	11.1	1.7	1.6	6.8	7.2	2.1	2.3
Average			**5.8**	**4.7**	**15.9**	**15.1**	**2.8**	**2.7**	**10.8**	**10.3**	**3.3**	**3.7**
Feed Mills												
Japfa Comfeed	JPFA IJ	Indonesia	0.9	15.9	9.7	8.3	1.4	1.3	6.1	5.5	4.1	3.6
Charoen Pok Indo	CPIN IJ	Indonesia	22.4	18.0	20.4	17.3	3.4	3.0	13.2	11.5	1.7	2.1
Universal Robina	URC PM	Philippines	(50.7)	11.1	19.6	17.6	2.1	1.9	10.6	9.9	3.2	3.3
Average			**(9.1)**	**15.0**	**16.6**	**14.4**	**2.3**	**2.1**	**10.0**	**9.0**	**3.0**	**3.0**
Thailand												
Charoen Pokphand Foods *	CPF TB	Thailand	281.1	22.5	13.4	10.9	0.9	0.9	11.7	10.8	3.0	3.7
GFPT	GFPT TB	Thailand	391.8	26.2	15.3	12.1	1.1	1.0	8.7	7.8	1.7	2.2
Thai Union Group *	TU TB	Thailand	(0.3)	10.5	11.3	10.2	1.7	1.6	11.3	10.6	5.2	5.9
Average			**224.2**	**19.7**	**13.3**	**11.1**	**1.2**	**1.2**	**10.6**	**9.8**	**3.3**	**3.9**
Average - All			**61.3**	**10.6**	**15.5**	**14.0**	**2.3**	**2.2**	**10.5**	**9.9**	**3.3**	**3.6**

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

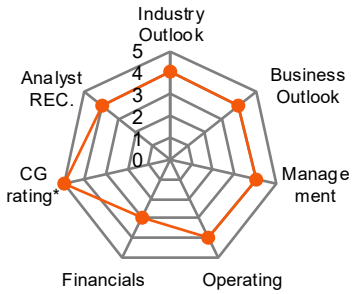
Based on 14 Mar 2022 closing prices

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

COMPANY RATING



Rating Scale	
Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

W — Weakness

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

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ
- มีโอกาสเติบโตในตลาดสิผลิตภัณฑ์อาหารพร้อมรับประทาน

T — Threat

- เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง
- อุปทานเนื้อสัตว์ในประเทศล้นตลาด
- เกิดโรคระบาดโดยไม่คาดหมาย

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	30.32	27.50	-9%
Net profit 22F (Bt m)	15,015	15,401	3%
Net profit 23F (Bt m)	17,638	18,858	7%
Consensus REC	**BUY: 16**	**HOLD: 5**	**SELL: 0**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2022-23F ของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรารวมราคาราคาอาหารสัตว์ที่สูงขึ้นและราคาเนื้อสัตว์ที่สูงขึ้นก่อนตลาด
- แต่เนื่องจากเราระมัดระวังมากกว่าตลาดเกี่ยวกับการเติบโตในระยะกลางถึงระยะยาว ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่า

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการของเรา คือถ้าราคาเนื้อสัตว์ไม่ได้แย่ที่สุด และหาก CPF จำเป็นต้องบันทึกการด้อยค่าของการดำเนินงานในรัสเซีย
- มีความเสี่ยงจากผลประกอบการในธุรกิจต่างประเทศของ CPF โดยเฉพาะในเวียดนาม และจีน หาก CPF เผชิญปัญหาในประเทศดังกล่าว จะส่งผลทางลบต่อประมาณการของเรา
- เนื่องจากยอดส่งออกและยอดขายในต่างประเทศคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 60% ของยอดขายรวมของ CPF บริษัทฯ จึงมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

Source: Thanachart

Improving margin

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	589,713	512,704	572,965	607,115	645,604
Cost of sales	482,739	449,196	490,234	519,941	553,634
Gross profit	**106,974**	**63,508**	**82,732**	**87,174**	**91,970**
% gross margin	18.1%	12.4%	14.4%	14.4%	14.2%
Selling & administration expenses	62,021	50,602	52,627	55,567	58,672
Operating profit	**44,952**	**12,906**	**30,105**	**31,608**	**33,298**
% operating margin	7.6%	2.5%	5.3%	5.2%	5.2%
Depreciation & amortization	26,964	22,439	24,322	25,469	26,732
EBITDA	**71,917**	**35,345**	**54,427**	**57,077**	**60,031**
% EBITDA margin	12.2%	6.9%	9.5%	9.4%	9.3%
Non-operating income	5,513	7,268	4,448	4,474	4,743
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(16,818)	(16,596)	(18,836)	(19,211)	(19,393)
Pre-tax profit	**33,647**	**3,578**	**15,717**	**16,871**	**18,649**
Income tax	11,001	2,654	4,715	5,061	5,595
After-tax profit	**22,646**	**925**	**11,002**	**11,809**	**13,054**
% net margin	3.8%	0.2%	1.9%	1.9%	2.0%
Shares in affiliates' Earnings	9,254	4,167	7,739	10,678	13,424
Minority interests	(10,780)	(1,050)	(3,340)	(3,629)	(3,954)
Extraordinary items	4,903	8,987	0	0	0
NET PROFIT	**26,022**	**13,028**	**15,401**	**18,858**	**22,524**
Normalized profit	**21,119**	**4,041**	**15,401**	**18,858**	**22,524**
EPS (Bt)	3.0	1.5	1.8	2.2	2.6
Normalized EPS (Bt)	2.5	0.5	1.8	2.2	2.6

Rising debts to finance acquisitions

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	194,670	216,550	202,970	173,583	184,279
Cash & cash equivalent	57,997	36,686	10,000	10,000	10,000
Account receivables	29,952	38,471	42,384	31,603	33,607
Inventories	52,136	73,431	80,586	56,980	60,672
Others	54,585	67,962	70,000	75,000	80,000
Investments & loans	251,757	267,867	307,867	318,367	328,867
Net fixed assets	200,138	230,507	227,440	228,288	227,938
Other assets	115,154	127,756	133,156	138,556	143,956
Total assets	**761,719**	**842,681**	**871,433**	**858,794**	**885,040**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	204,147	203,928	211,827	194,088	197,684
Account payables	32,312	44,372	48,352	35,612	37,920
Bank overdraft & ST loans	103,023	90,412	92,512	88,464	88,802
Current LT debt	37,027	39,065	41,763	39,935	40,088
Others current liabilities	31,784	30,079	29,200	30,076	30,874
Total LT debt	**244,196**	**301,240**	**306,260**	**292,859**	**293,978**
Others LT liabilities	51,197	50,376	55,637	58,791	62,121
Total liabilities	**499,541**	**555,544**	**573,724**	**545,738**	**553,782**
Minority interest	70,242	72,070	73,120	76,461	80,415
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	8,611	8,611	8,611	8,611	8,611
Share premium	60,769	60,882	60,882	60,882	60,882
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	1,734	19,396	19,396	19,396	19,396
Retained earnings	**120,822**	**126,178**	**135,700**	**147,706**	**161,954**
Shareholders' equity	191,937	215,067	224,589	236,595	250,843
Liabilities & equity	**761,719**	**842,681**	**871,433**	**858,794**	**885,040**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Higher EBITDA

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	33,647	3,578	15,717	16,871	18,649
Tax paid	(9,556)	(3,873)	(4,642)	(4,885)	(5,506)
Depreciation & amortization	26,964	22,439	24,322	25,469	26,732
Chg In w orking capital	12,144	(17,755)	(7,088)	21,648	(3,388)
Chg In other CA & CL / minorities	33,429	7,677	2,459	6,089	9,134
Cash flow from operations	**96,628**	**12,067**	**30,768**	**65,192**	**45,621**
Capex	(23,601)	(51,613)	(20,000)	(25,000)	(25,000)
Right of use	(28,505)	(2,290)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
ST loans & investments	188	0	0	0	0
LT loans & investments	(119,428)	(16,110)	(40,000)	(10,500)	(10,500)
Adj for asset revaluation	13,436	18,997	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	50,241	(20,588)	607	(1,564)	(1,453)
Cash flow from investments	**(107,669)**	**(71,604)**	**(61,393)**	**(39,064)**	**(38,953)**
Debt financing	51,339	47,122	9,818	(19,276)	1,609
Capital increase	0	113	(0)	0	0
Dividends paid	(6,503)	(7,969)	(5,879)	(6,852)	(8,277)
Warrants & other surplus	(9,294)	(1,039)	0	0	0
Cash flow from financing	**35,542**	**38,227**	**3,939**	**(26,128)**	**(6,668)**
Free cash flow	**73,027**	**(39,546)**	**10,768**	**40,192**	**20,621**

Excluding CPALL, CPF trades on forward core PE of less than 1x

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	9.7	50.9	13.4	10.9	9.1
Normalized PE - at target price (x)	11.2	58.6	15.4	12.6	10.5
PE (x)	7.9	15.8	13.4	10.9	9.1
PE - at target price (x)	9.1	18.2	15.4	12.6	10.5
EV/EBITDA (x)	7.4	17.0	11.7	10.8	10.3
EV/EBITDA - at target price (x)	7.8	17.8	12.3	11.4	10.8
P/BV (x)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
P/BV - at target price (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
P/CFO (x)	2.1	17.1	6.7	3.2	4.5
Price/sales (x)	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
Dividend yield (%)	4.2	2.7	3.0	3.7	4.4
FCF Yield (%)	35.5	(19.2)	5.2	19.5	10.0
(Bt)					
Normalized EPS	2.5	0.5	1.8	2.2	2.6
EPS	3.0	1.5	1.8	2.2	2.6
DPS	1.0	0.7	0.7	0.9	1.0
BV/share	22.3	25.0	26.1	27.5	29.1
CFO/share	11.2	1.4	3.6	7.6	5.3
FCF/share	8.5	(4.6)	1.3	4.7	2.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Strong earnings recovery story

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	10.7	(13.1)	11.8	6.0	6.3
Net profit (%)	41.0	(49.9)	18.2	22.5	19.4
EPS (%)	41.0	(49.9)	18.2	22.5	19.4
Normalized profit (%)	14.4	(80.9)	281.1	22.5	19.4
Normalized EPS (%)	14.4	(80.9)	281.1	22.5	19.4
Dividend payout ratio (%)	33.1	43.0	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	18.1	12.4	14.4	14.4	14.2
Operating margin (%)	7.6	2.5	5.3	5.2	5.2
EBITDA margin (%)	12.2	6.9	9.5	9.4	9.3
Net margin (%)	3.8	0.2	1.9	1.9	2.0
D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.5	1.5	1.3	1.3
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.4	1.4	1.3	1.2
Interest coverage - EBIT (x)	2.7	0.8	1.6	1.6	1.7
Interest coverage - EBITDA (x)	4.3	2.1	2.9	3.0	3.1
ROA - using norm profit (%)	3.0	0.5	1.8	2.2	2.6
ROE - using norm profit (%)	11.7	2.0	7.0	8.2	9.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.6	0.5	5.0	5.1	5.4
- asset turnover (x)	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	8.6	3.9	6.0	5.9	5.9
- leverage (x)	3.9	3.9	3.9	3.8	3.6
- interest burden (%)	66.7	17.7	45.5	46.8	49.0
- tax burden (%)	67.3	25.8	70.0	70.0	70.0
WACC (%)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
ROIC (%)	6.5	0.6	3.5	3.4	3.6
NOPAT (Bt m)	30,255	3,335	21,073	22,125	23,309
invested capital (Bt m)	518,186	609,098	655,124	647,854	663,711

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 96 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2207A, BCH16C2203A, BEC16C2207A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2207A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2207A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DOHO16C2207A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2207A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2207A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STA16C2203A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205B, TRUE16C2205A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNTEC, SET50, STA, STEC, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาต จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย
พิมพ์ผกา นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรทรง
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

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลิ์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ 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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
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