

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 27.25 (From: Bt 27.50)
Upside : 12.1%

4 APRIL 2022

Charoen Pokphand Foods (CPF TB)

การดำเนินงานในจีนยังคงอ่อนแอ



SARACHADA SORNSONG

662 – 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

แม้ว่ารัฐบาลจะสต็อกเนื้อหมูเพิ่มขึ้น แต่ราคาเนื้อหมูจีนยังคงปรับตัวลงต่อเนื่อง เราคาดว่าราคาฟาร์มของราคาจะซ้าออกไปจาก 2Q22 ไปยัง 2H22 เพื่อสะท้อนการขาดทุนจากการดำเนินงานที่มากขึ้นของจีนใน 1H22 เราจึงปรับประมาณการกำไรปี 2022 ลง 8% เนื่องจากเรื่องราวการฟาร์มของกำไรยังคงไม่เปลี่ยนแปลง เราจึงยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" CPF

การฟาร์มตัวของราคาเนื้อหมูในจีนล่าช้าออกไป
แม้รัฐบาลจีนได้เริ่มจัดซื้อและสะสมเนื้อหมูแช่แข็งตั้งแต่เดือนก.พ.2022 แต่ราคาเนื้อหมูก็ยังคงปรับตัวลงต่อเนื่อง ราคาเนื้อหมูเฉลี่ยลดลงจาก CNY16/กก. ในเดือนม.ค., CNY14.5/กก. ในเดือนก.พ. เหลือ CNY13.35/กก. ในเดือนมี.ค. รัฐบาลน่าจะดำเนินการสะสมสต็อกต่อเนื่อง แต่ด้วยอุปทานเนื้อหมูใหม่ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องไปถึงเดือนมิ.ย. ท่ามกลางอุปสงค์ที่ลดลงหลังเทศกาลตรุษจีน ตลาดเนื้อหมูของจีนจึงคาดว่าจะมีความสมดุลระหว่างอุปสงค์และอุปทานระหว่างครึ่งหลังของปีและต้นปีหน้า การฟาร์มตัวของราคาเนื้อหมูจีนช้ากว่าที่เราคาดไว้ เราจึงคาดว่าจะเพิ่มปีที่มีผลขาดทุนของ Chia Tai investment (CTI) ซึ่งเป็นบริษัทในเครือผู้ผลิตเนื้อหมูครบวงจรของ CPF ในประเทศจีน

การส่งออกไก่ครั้งแรกลดลงหลังยุติคำสั่งห้าม
หลังถูกสั่งห้ามเป็นเวลา 18 ปี โรงงานสัตว์ปีกทั้ง 5 แห่งของ CPF ได้รับอนุญาตให้ส่งออกไก่ไปยังซาอุดีอาระเบีย บริษัทได้ส่งออกไก่แปรรูปไปแล้ว 100 ตันในปลายเดือนมี.ค. 2022 CPF เห็นโอกาสการส่งออกที่ดีในซาอุดีอาระเบีย และตั้งเป้าส่งออกไก่แปรรูปสูงถึง 6,000 ตัน หรือมูลค่าส่งออก 500 ลบ. ภายในสิ้นปี 2022 เนื่องจากซาอุดีอาระเบียเป็นหนึ่งในประเทศผู้นำเข้าไก่รายใหญ่ของโลก CPF จึงคาดว่าจะเพิ่มปริมาณการส่งออกไก่เป็น 60,000 ตัน หรือมูลค่าการส่งออกราว 4.2 พันลบ. ในอีก 5 ปีข้างหน้า ความต้องการนำเข้าที่เพิ่มขึ้นไม่เพียงแต่เป็นการผลักดันยอดส่งออกของ CPF เท่านั้น แต่ยังช่วยหนุนราคาไก่ในประเทศได้เป็นอย่างดีอีกด้วย

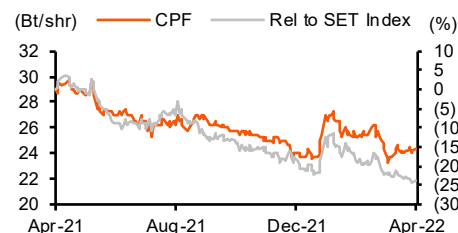
ปรับลดประมาณการกำไรปี 2022F
ด้วยถูกกดดันจากผลขาดทุนที่มากขึ้นของ CTI ซึ่ง CPF มีส่วนการถือหุ้นเพิ่มขึ้นจาก 18.3% เป็น 27% เมื่อวันที่ 18 ม.ค. เราจึงคาดว่าจะมีผลขาดทุนสุทธิ 2.4 พันลบ. ใน 1Q22F ปัจจุบันเราคาดว่าส่วนแบ่งขาดทุนของ CTI อยู่ที่ 410 ลบ. ในปี 2022F (จากเดิมที่คาดว่าจะมีกำไร 819 ลบ.) และเพิ่มขึ้นเป็นมีกำไร 546 ลบ. ในปี 2023F และ 601 ลบ. ในปี 2024F นอกจากนี้ เรายังรวมการส่งออกไก่ที่สูงขึ้นเพื่อสะท้อนความต้องการนำเข้าที่เพิ่มขึ้นจากซาอุดีอาระเบีย ด้วยเหตุนี้ เราจึงปรับลดประมาณการกำไรลง 8% สำหรับปี 2022F และโดยเฉลี่ย 1.7% ในปี 2023-26F

คำแนะนำ "ซื้อ"
เราปรับราคาเป้าหมาย CPF ลงเป็น 27.25 บาท เพื่อสะท้อนการปรับลดประมาณการกำไรลง แม้คาดว่าจะมีผลขาดทุนใน 1Q22F แต่เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" CPF 1) CPF ยังคงเป็นหุ้นที่มีแนวโน้มฟื้นตัว ด้วยแรงหนุนจากราคาเนื้อสัตว์ที่เพิ่มสูงขึ้นในไทยและเวียดนาม เราจึงยังคงคาดว่ากำไรปีถัดไปจะเติบโต 252% ในปีนี้ 2) หลังจากราคาหมูจีนตกต่ำในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา เราเชื่อว่าจะมีความเสี่ยงค่อนข้างจำกัด และคาดว่าปี 2023F จะเป็นปีของการฟื้นตัวที่ดีสำหรับการดำเนินงานในจีน 3) โครงการซื้อคืนหุ้นของ CPF ยังคงดำเนินอยู่และจะสิ้นสุดในวันที่ 14 เม.ย. ซึ่งสามารถรองรับการปรับตัวลงของราคาหุ้นได้ และ CPF ยังมีราคาที่ไม่แพงที่ core PE ที่ 1.2 เท่า ในปี 2022F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	512,704	573,407	607,471	645,858
Net profit	13,028	14,204	18,518	22,141
Consensus NP	—	15,069	17,365	19,417
Diff frm cons (%)	—	(5.7)	6.6	14.0
Norm profit	4,041	14,204	18,518	22,141
Prev. Norm profit	—	15,401	18,858	22,524
Chg frm prev (%)	—	(7.8)	(1.8)	(1.7)
Norm EPS (Bt)	0.5	1.6	2.2	2.6
Norm EPS grw (%)	(80.9)	251.5	30.4	19.6
Norm PE (x)	51.8	14.7	11.3	9.5
EV/EBITDA (x)	17.1	11.8	10.9	10.4
P/BV (x)	1.0	0.9	0.9	0.8
Div yield (%)	2.7	2.7	3.5	4.2
ROE (%)	2.0	6.5	8.1	9.1
Net D/E (%)	137.2	145.4	131.9	125.3

PRICE PERFORMANCE



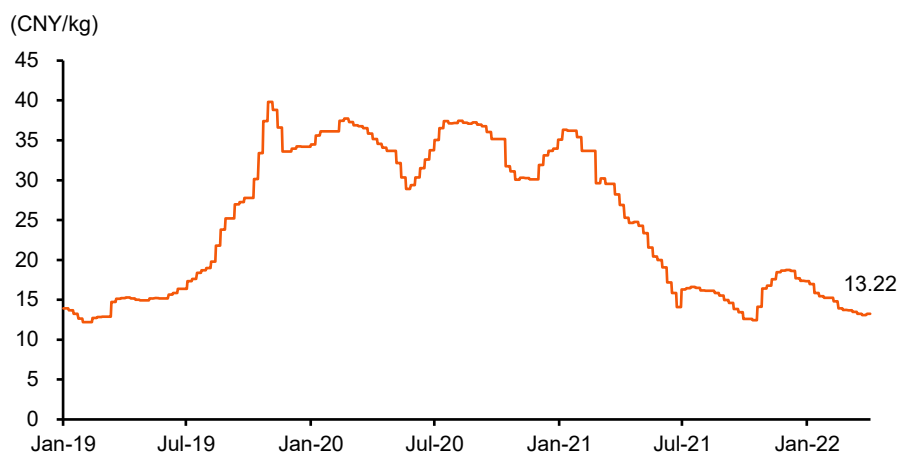
COMPANY INFORMATION

Price as of 4-Apr-22 (Bt)	24.30
Market Cap (US\$ m)	6,243.9
Listed Shares (m shares)	8,611.2
Free Float (%)	45.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	20.5
12M Price H/L (Bt)	29.75/23.20
Sector	FOOD
Major Shareholder	CP Group 35.3%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

**กรุณาดำเนินการตามฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

Ex 1: China's Pork Price



Source: Bloomberg

Ex 2: Earnings Revisions

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized profits (Bt bn)					
- New	21.12	4.04	14.20	18.52	22.14
- Old			15.40	18.86	22.52
- Change (%)			(7.77)	(1.80)	(1.70)
CTI's profits (Bt bn)					
- New	1.13	(5.40)	(1.50)	2.00	2.20
- Old			3.00	3.30	3.63
- Change (%)			na	(39.39)	(39.39)
Export sales (Bt bn)					
- New	29.08	29.04	31.79	34.12	36.48
- Old			31.35	33.76	36.22
- Change (%)			1.41	1.05	0.70

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: 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	54,489	57,126	60,065	63,889	67,727	71,847	76,295	81,127	86,404	92,197	98,588	—
Free cash flow	(21,707)	34,303	11,186	13,977	16,707	19,588	22,648	25,920	29,442	33,259	37,260	711,705
PV of free cash flow	(21,707)	30,267	9,269	10,701	11,966	13,123	14,191	15,193	16,144	17,060	18,342	350,361
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	6.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	484,910											
Net debt (end-2021)	394,031											
Minority interest	73,120											
Equity value	17,759											
# of shares (m)	8,611											
Equity value/share (Bt)	2.1											
Investment:												
CPALL @ Bt75 TP	25.2											
SOTP (Bt)	27.25											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 4: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Austevoll Seafood ASA	AUSS NO	Norway	18.3	9.4	12.6	11.5	1.9	1.8	7.4	6.9	3.2	3.8
Leroy Seafood Group ASA	LSG NO	Norway	7.5	9.8	17.7	16.1	2.5	2.4	11.1	10.3	3.2	3.7
Mowi ASA	MOWI NO	Norway	27.4	5.8	20.4	19.3	3.8	3.6	12.6	12.2	3.7	4.3
Conagra Brands	CAG US	USA	(9.2)	8.3	14.1	13.0	1.8	1.7	11.9	11.2	3.6	3.7
Danone	DANOY US	USA	na	8.0	17.5	16.2	2.0	1.9	10.8	10.1	3.6	3.7
Nestle	NSRGY US	USA	na	8.6	28.3	26.0	7.5	7.5	19.6	18.3	2.2	2.4
Tyson Foods	TSN US	USA	1.2	(7.2)	10.7	11.5	1.7	1.6	7.0	7.4	2.0	2.2
Average			9.1	6.1	17.3	16.2	3.0	2.9	11.5	10.9	3.1	3.4
Feed Mills												
Japfa Comfeed	JPFA IJ	Indonesia	(3.2)	13.0	9.9	8.7	1.4	1.3	6.1	5.7	3.5	3.7
Charoen Pok Indo	CPIN IJ	Indonesia	22.4	18.0	20.0	16.9	3.4	3.0	12.9	11.3	1.8	2.2
Universal Robina	URC PM	Philippines	(53.0)	11.8	24.5	21.9	2.4	2.3	12.6	11.3	2.6	2.8
Average			(11.2)	14.3	18.1	15.8	2.4	2.2	10.5	9.4	2.6	2.9
Thailand												
Charoen Pokphand Foods *	CPF TB	Thailand	251.5	30.4	14.7	11.3	0.9	0.9	11.8	10.9	2.7	3.5
GFPT	GFPT TB	Thailand	391.8	26.2	15.4	12.2	1.1	1.0	8.8	7.9	1.7	2.2
Thai Union Group *	TU TB	Thailand	(0.3)	10.5	11.0	9.9	1.7	1.5	11.1	10.4	5.4	6.0
Average			214.3	22.4	13.7	11.2	1.2	1.1	10.5	9.7	3.3	3.9
Average - All			59.5	11.7	16.7	15.0	2.5	2.3	11.0	10.3	3.0	3.4

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 4 Apr 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

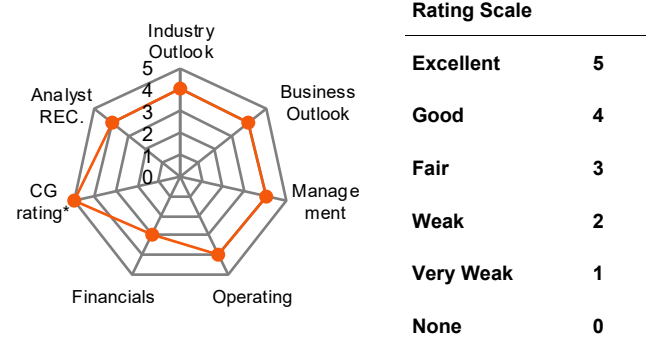
S — Strength

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

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ
- มีโอกาสเติบโตในตลาดผลิตภัณฑ์อาหารพร้อมรับประทาน

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- รว 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)	30.17	27.25	-10%
Net profit 22F (Bt m)	15,069	14,204	-6%
Net profit 23F (Bt m)	17,365	18,518	7%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเชื่อว่าเรารวมธุรกิจเนื้อหมูในจีนของ CPF ที่อ่อนแอยึดเยือก่อนตลาดส่งผลให้กำไรปี 2022F ของเรต่ำกว่า
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าเช่นกัน เนื่องจากเรามุมมองที่ระมัดระวังมากกว่าตลาดในเรื่องของการเติบโตของกำไรในระยะกลางถึงระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Improving margin

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	589,713	512,704	573,407	607,471	645,858
Cost of sales	482,739	449,196	490,614	520,247	553,853
Gross profit	106,974	63,508	82,793	87,223	92,004
% 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	30,167	31,657	33,333
% 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	54,489	57,126	60,065
% EBITDA margin	12.2%	6.9%	9.5%	9.4%	9.3%
Non-operating income	5,513	7,268	4,451	4,476	4,745
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(16,818)	(16,596)	(18,856)	(19,242)	(19,419)
Pre-tax profit	33,647	3,578	15,762	16,891	18,659
Income tax	11,001	2,654	4,729	5,067	5,598
After-tax profit	22,646	925	11,033	11,824	13,061
% net margin	3.8%	0.2%	1.9%	1.9%	2.0%
Shares in affiliates' Earnings	9,254	4,167	6,511	10,323	13,034
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	14,204	18,518	22,141
Normalized profit	21,119	4,041	14,204	18,518	22,141
EPS (Bt)	3.0	1.5	1.6	2.2	2.6
Normalized EPS (Bt)	2.5	0.5	1.6	2.2	2.6

BALANCE SHEET

Rising debts to finance acquisitions

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	194,670	216,550	203,065	173,635	184,316
Cash & cash equivalent	57,997	36,686	10,000	10,000	10,000
Account receivables	29,952	38,471	42,416	31,622	33,620
Inventories	52,136	73,431	80,649	57,013	60,696
Others	54,585	67,962	70,000	75,000	80,000
Investments & loans	251,757	267,867	307,867	317,867	328,367
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	871,528	858,346	884,578
LIABILITIES:					
Current liabilities:	204,147	203,928	212,168	194,264	197,925
Account payables	32,312	44,372	48,389	35,633	37,935
Bank overdraft & ST loans	103,023	90,412	92,722	88,571	88,958
Current LT debt	37,027	39,065	41,857	39,983	40,158
Others current liabilities	31,784	30,079	29,200	30,076	30,873
Total LT debt	244,196	301,240	306,953	293,211	294,493
Others LT liabilities	51,197	50,376	55,655	58,805	62,131
Total liabilities	499,541	555,544	574,777	546,280	554,549
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	134,742	146,716	160,725
Shareholders' equity	191,937	215,067	223,631	235,605	249,614
Liabilities & equity	761,719	842,681	871,528	858,346	884,578

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Higher EBITDA

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	33,647	3,578	15,762	16,891	18,659
Tax paid	(9,556)	(3,873)	(4,655)	(4,891)	(5,510)
Depreciation & amortization	26,964	22,439	24,322	25,469	26,732
Chg In working capital	12,144	(17,755)	(7,145)	21,674	(3,379)
Chg In other CA & CL / minorities	33,429	7,677	1,230	5,734	8,743
Cash flow from operations	96,628	12,067	29,513	64,879	45,245
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)	(10,000)	(10,500)
Adj for asset revaluation	13,436	18,997	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	50,241	(20,588)	625	(1,568)	(1,457)
Cash flow from investments	(107,669)	(71,604)	(61,375)	(38,568)	(38,957)
Debt financing	51,339	47,122	10,815	(19,767)	1,844
Capital increase	0	113	(0)	0	0
Dividends paid	(6,503)	(7,969)	(5,639)	(6,544)	(8,132)
Warrants & other surplus	(9,294)	(1,039)	0	0	0
Cash flow from financing	35,542	38,227	5,176	(26,311)	(6,288)
Free cash flow	73,027	(39,546)	9,513	39,879	20,245

VALUATION

Excluding CPALL, CPF trades on a forward core PE of 1.2x

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	9.9	51.8	14.7	11.3	9.5
Normalized PE - at target price (x)	11.1	58.1	16.5	12.7	10.6
PE (x)	8.0	16.1	14.7	11.3	9.5
PE - at target price (x)	9.0	18.0	16.5	12.7	10.6
EV/EBITDA (x)	7.4	17.1	11.8	10.9	10.4
EV/EBITDA - at target price (x)	7.8	17.8	12.2	11.3	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	1.0	1.0	0.9
P/CFO (x)	2.2	17.3	7.1	3.2	4.6
Price/sales (x)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Dividend yield (%)	4.1	2.7	2.7	3.5	4.2
FCF Yield (%)	34.9	(18.9)	4.5	19.1	9.7
(Bt)					
Normalized EPS	2.5	0.5	1.6	2.2	2.6
EPS	3.0	1.5	1.6	2.2	2.6
DPS	1.0	0.7	0.7	0.9	1.0
BV/share	22.3	25.0	26.0	27.4	29.0
CFO/share	11.2	1.4	3.4	7.5	5.3
FCF/share	8.5	(4.6)	1.1	4.6	2.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Turnaround story
remains intact, in our
view

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	10.7	(13.1)	11.8	5.9	6.3
Net profit (%)	41.0	(49.9)	9.0	30.4	19.6
EPS (%)	41.0	(49.9)	9.0	30.4	19.6
Normalized profit (%)	14.4	(80.9)	251.5	30.4	19.6
Normalized EPS (%)	14.4	(80.9)	251.5	30.4	19.6
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	1.4	1.3
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.4	1.5	1.3	1.3
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	1.7	2.1	2.5
ROE - using norm profit (%)	11.7	2.0	6.5	8.1	9.1
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	46.7	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	21,117	22,160	23,333
invested capital (Bt m)	518,186	609,098	655,163	647,370	663,223

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 77 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BANP16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2204A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2205A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2204A , KBAN16C2206A , KCE16C2208A , KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTT , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STEC , SYNEX , TOP , TRUE , TTA , TU , WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

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

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิการุณ, 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 ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน 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
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลีย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี 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