

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 30.00 (From: Bt 27.25)
Upside : 14.3%

4 JULY 2022

Charoen Pokphand Foods (CPF TB)

ฟื้นตัวดีขึ้น

เนื่องจากการปรับลดอุปทานและการผ่อนคลายมาตรการควบคุมโควิด-19 ทำให้ราคาเนื้อหมูในจีนฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วและดีกว่าคาด และด้วยราคาเนื้อสัตว์ที่เพิ่มสูงขึ้นในไทย และเวียดนาม CPF จึงน่าจะมียกไร 2Q-3Q ที่แข็งแกร่งมาก เราปรับเพิ่มกำไรและเป้าหมายเป็น 30 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ”



SARACHADA SORNSONG

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

กลไกอุปสงค์-อุปทานในจีนดีขึ้น

เนื่องจากการคัดแยกแม่พันธุ์สุกรตั้งแต่ปลายปีที่แล้วเริ่มจำกัดอุปทาน ทำให้ราคาเนื้อหมูในจีนฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วและดีกว่าคาด ราคาเนื้อหมูในจีนจึงฟื้นตัวขึ้นแข็งแกร่งจาก CNY13/กก. ในปลายเดือนมีนาคม เป็น CYN17/กก. ในปัจจุบัน ซึ่งเป็นระดับที่สูงกว่าระดับคัมพูน 7% ด้วยวงจรการเลี้ยงที่ยาวนานของสุกร ความสามารถในการผสมพันธุ์อาจยังคงอยู่ในระดับต่ำ ขณะที่การซื้อเนื้อหมูของรัฐบาลเพื่อเป็นปริมาณสำรองของรัฐได้ช่วยควบคุมอุปทานเนื้อหมู เราคาดว่าแนวโน้มราคาเนื้อหมูจะมีแนวโน้มสูงขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งเป็นผลดีต่อ Chia Tai Investment (CTI) ซึ่งเป็นบริษัทในเครือผู้ผลิตเนื้อหมูแบบครบวงจรของ CPF ในจีน ด้วยถูกกดดันจากการขาดทุนจากการดำเนินงานและขาดทุนจากการทำ mark to market สินค้าคงคลัง CTI จึงสร้างส่วนแบ่งขาดทุนจำนวนมากใน 1Q21 แต่ด้วยได้รับแรงหนุนจากกำไรจากสินค้าคงคลังเนื่องจากราคาเนื้อหมูฟื้นตัวขึ้น 30% q-q ใน 2Q22 เราคาดว่าจะได้ผลบวกจาก CTI

ผลการดำเนินงานในไทยแข็งแกร่ง

ขณะที่อุปทานของไทยยังคงตึงตัว ความต้องการเริ่มฟื้นตัวหลังจากการกลับมาเปิดประเทศ นอกเหนือจากอุปสงค์/อุปทานที่ตึงตัวในประเทศแล้ว แนวโน้มการส่งออกยังสดใสขึ้นจากการขาดแคลนเนื้อสัตว์ที่เพิ่มขึ้น และอัตราเงินเฟ้อด้านอาหารที่เพิ่มขึ้นทั่วโลก ราคาไก่และหมูของไทยเพิ่มขึ้นจากเฉลี่ย 40.5 บาท และ 98 บาท/กก. ใน 1Q22 เป็น 43.7 บาท และ 108 บาท ตามลำดับ ใน 2Q22 CPF คาดว่าราคาหมูจะยังคงอยู่ในระดับสูงตลอดทั้งปี ส่วนราคาไก่อาจอยู่ที่ 40-41 บาท/กก. เนื่องจากอยู่ในช่วงการขยายกำลังการผลิต เราคาดว่ากำไรจากการดำเนินงานในประเทศไทยจะเป็นตัวขับเคลื่อนกำไรและความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มในปีนี้ และปีหน้า

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

ด้วยได้แรงหนุนจากการไม่มีผลขาดทุนของ CTI และราคาเนื้อสัตว์ที่สูงขึ้นในไทย เราจึงคาดว่ากำไร 2Q-3Q22 จะอยู่ที่ 5 พันลบ. ต่อไตรมาส แม้จะรวมผลกำไรที่ลดลงของ CPALL และ MAKRO หลังการปรับลดคาดการณ์กำไรของเราล่าสุด แต่เรายังคงต้องปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเราโดยเฉลี่ย 5% ในปี 2022-24F การปรับเพิ่มส่วนใหญ่มาจาก SG&A ที่ต่ำลง และผลกำไรที่สูงขึ้นของ CTI เนื่องจากเราปรับมาใช้ปีฐานปี 2023F ราคาเป้าหมายของเราจึงเพิ่มขึ้น 10% เป็น 30 บาทต่อหุ้น จาก 27.25 บาท

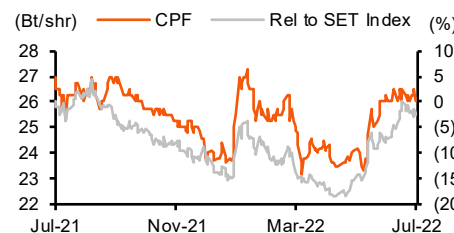
คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เนื่องจากเป็นผู้ได้ประโยชน์หลักจากราคาเนื้อสัตว์ที่สูงขึ้น ราคาหุ้นของ CPF จึงค่อนข้างยืดหยุ่น และ outperform SET ในช่วง YTD เป็นที่ยอมรับว่า CPF ไม่ถูกอีกต่อไป ไม่รวม CPALL, core PE ของ CPF อยู่ที่ 4.4 เท่า ขณะที่ CPF มีมูลค่า 25.3 บาทต่อหุ้น หากเรารวมราคาตลาดของ CPALL ที่ 61.5 บาท เข้าในการคำนวณ SOTP ของเรา CPALL ได้ผ่านพ้นปัจจัยเลวร้ายที่สุดแล้ว ด้วยยอดขาย 7-Eleven ที่ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วในช่วง YTD ขณะที่ CPF มีแนวโน้มที่จะมีกำไรแข็งแกร่งมากใน 2Q-3Q เราเห็น upside 14% จากราคาเป้าหมาย 30 บาท ของเรา คงคำแนะนำ “ซื้อ”

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	512,704	570,883	608,389	643,398
Net profit	13,028	15,198	18,410	23,791
Consensus NP	—	14,134	17,115	19,753
Diff frm cons (%)	—	7.5	7.6	20.4
Norm profit	4,041	15,198	18,410	23,791
Prev. Norm profit	—	14,204	18,518	22,141
Chg frm prev (%)	—	7.0	(0.6)	7.5
Norm EPS (Bt)	0.5	1.8	2.1	2.8
Norm EPS grw (%)	(80.9)	276.1	21.1	29.2
Norm PE (x)	55.9	14.9	12.3	9.5
EV/EBITDA (x)	17.5	12.1	11.2	10.7
P/BV (x)	1.1	1.0	1.0	0.9
Div yield (%)	2.5	2.7	3.3	4.2
ROE (%)	2.0	6.9	8.0	9.8
Net D/E (%)	137.2	143.8	133.0	126.1

PRICE PERFORMANCE

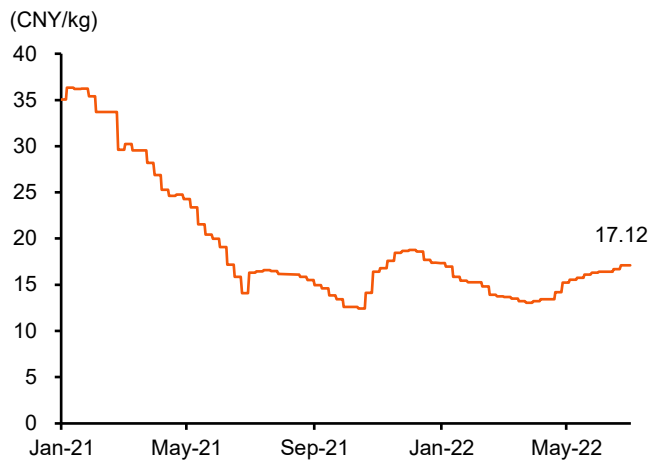


COMPANY INFORMATION

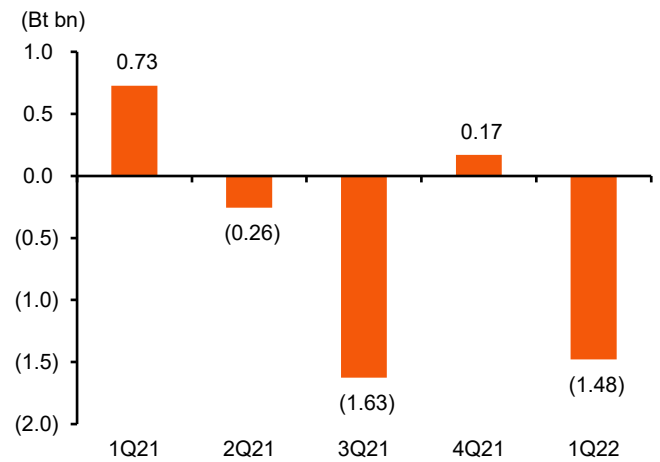
Price as of 4-Jul-22 (Bt)	26.25
Market Cap (US\$ m)	6,339.3
Listed Shares (m shares)	8,611.2
Free Float (%)	45.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	20.6
12M Price H/L (Bt)	27.25/23.20
Sector	FOOD
Major Shareholder	CP Group 35.3%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

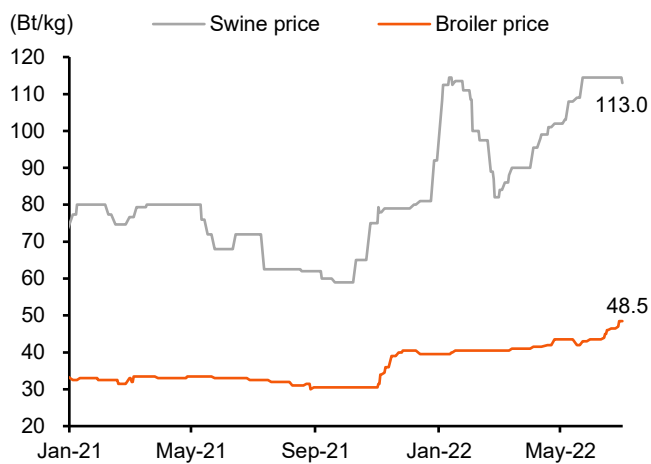
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: A Stronger Rebound Of Pork Prices In China...

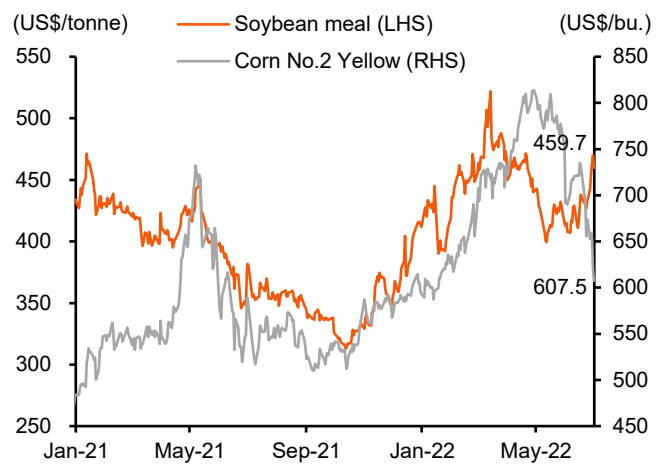
Source: Bloomberg

Ex 2: ...We Expect No More Drag From CTI

Source: Company data

Ex 3: Very Strong Meat Prices In Thailand

Source: Office of Agricultural Economics

Ex 4: Input Costs Off Their Peaks

Source: Bloomberg

Ex 5: Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Normalized profits (Bt bn)					
- New	21.12	4.04	15.20	18.41	23.79
- Old			14.20	18.52	22.14
- Change (%)			7.00	(0.58)	7.45
Net sales (Bt bn)					
- New	589.71	512.70	570.88	608.39	643.40
- Old			573.41	607.47	645.86
- Change (%)			(0.44)	0.15	(0.38)
Gross margin (%)					
- New	18.14	12.39	14.11	14.06	14.00
- Old			14.44	14.36	14.25
- Change (pp)			(0.33)	(0.30)	(0.25)
SG&A expenses (Bt bn)					
- New	62.02	50.60	50.88	53.72	56.71
- Old			52.63	55.57	58.67
- Change (%)			(3.32)	(3.33)	(3.34)
Interest expenses (Bt bn)					
- New	16.82	16.60	19.25	19.43	19.47
- Old			18.86	19.24	19.42
- Change (%)			2.11	0.99	0.28
Equity income (Bt bn)					
- New	9.25	4.17	4.91	8.28	12.45
- Old			6.51	10.32	13.03
- Change (%)			(24.66)	(19.80)	(4.44)
Minority interest (Bt m)					
- New	(10.78)	(1.05)	(1.50)	(2.69)	(2.74)
- Old			(3.34)	(3.63)	(3.95)
- Change (%)			na	na	na

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 12-month DCF-derived SOTP-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	57,282	60,098	62,125	65,244	68,498	71,908	75,499	79,298	83,336	87,650	92,277	—
Free cash flow	33,002	13,181	14,731	17,124	19,531	22,016	24,595	27,284	30,103	32,916	36,067	692,023
PV of free cash flow	33,002	11,634	12,065	13,122	14,004	14,767	15,435	16,022	16,540	16,919	16,578	318,097
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	6.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	498,185											
Net debt (end-2022F)	394,031											
Minority interest	73,120											
Equity value	31,033											
# of shares (m)	8,611											
Equity value/share (Bt)	3.6											
Investment:												
CPALL @ Bt75 TP	26.5											
SOTP (Bt)	30.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: 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	13.5	11.2	10.9	9.8	1.7	1.3	6.7	6.4	3.7	4.6
Leroy Seafood Group ASA	LSG NO	Norway	15.2	7.8	14.4	13.4	2.2	2.1	9.3	8.8	4.1	4.6
Mowi ASA	MOWI NO	Norway	52.8	(5.2)	16.1	17.0	3.5	3.3	10.1	10.3	4.0	4.4
Conagra Brands	CAG US	USA	(12.1)	8.4	14.7	13.6	1.8	1.7	12.3	11.6	3.5	3.7
Danone	DANOY US	USA	na	8.2	17.3	16.0	2.0	1.9	10.9	10.2	3.5	3.7
Nestle	NSRGY US	USA	na	8.6	25.2	23.2	6.7	6.7	17.6	16.5	2.5	2.7
Tyson Foods	TSN US	USA	8.0	(11.9)	9.4	10.7	1.6	1.5	6.5	7.2	2.2	2.3
Average			15.5	3.9	15.4	14.8	2.8	2.6	10.5	10.1	3.4	3.7
Feed Mills												
Japfa Comfeed	JPFA IJ	Indonesia	(6.9)	19.9	8.9	7.5	1.2	1.1	5.3	4.7	5.0	5.1
Charoen Pok Indo	CPIN IJ	Indonesia	11.8	18.0	23.4	19.8	3.5	3.1	14.0	12.3	1.8	2.0
Universal Robina	URC PM	Philippines	(53.1)	16.6	22.3	19.1	2.2	2.1	11.6	10.4	2.9	3.0
Average			(16.1)	18.2	18.2	15.5	2.3	2.1	10.3	9.1	3.2	3.4
Thailand												
Charoen Pokphand Foods *	CPF TB	Thailand	276.1	21.1	14.9	12.3	1.0	1.0	12.1	11.2	2.7	3.3
GFPT	GFPT TB	Thailand	607.6	3.9	14.5	13.9	1.4	1.3	10.7	10.1	1.7	1.9
Thai Union Group *	TU TB	Thailand	(2.2)	14.2	10.3	9.0	1.3	1.2	12.0	11.1	5.5	6.5
Average			293.8	13.1	13.2	11.7	1.2	1.2	11.6	10.8	3.3	3.9
Average - All			82.8	9.3	15.6	14.2	2.3	2.2	10.7	10.1	3.3	3.7

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 4 July 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

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

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ
- มีโอกาสเติบโตในตลาดผลิตภัณฑ์อาหารพร้อมรับประทาน

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)	29.87	30.00	0%
Net profit 22F (Bt m)	14,134	15,198	8%
Net profit 23F (Bt m)	17,115	18,410	8%
Consensus REC	BUY: 19	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเชื่อว่าเรารวมแนวโน้มที่ดีขึ้นสำหรับราคาเนื้อหมูของจีนก่อนตลาด และเราเชื่อว่านี่คือสาเหตุที่ทำให้กำไร 2022-2023F ของเรามากกว่าของตลาด
- เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของฟาร์มจะเข้าสู่ภาวะปกติในระยะกลางถึงระยะยาว ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสอดคล้องกับตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

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

INCOME STATEMENT

Improving margin

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	589,713	512,704	570,883	608,389	643,398
Cost of sales	482,739	449,196	490,340	522,861	553,322
Gross profit	106,974	63,508	80,543	85,528	90,076
% gross margin	18.1%	12.4%	14.1%	14.1%	14.0%
Selling & administration expenses	62,021	50,602	50,880	53,716	56,710
Operating profit	44,952	12,906	29,662	31,813	33,366
% operating margin	7.6%	2.5%	5.2%	5.2%	5.2%
Depreciation & amortization	26,964	22,439	24,322	25,469	26,732
EBITDA	71,917	35,345	53,985	57,282	60,098
% EBITDA margin	12.2%	6.9%	9.5%	9.4%	9.3%
Non-operating income	5,513	7,268	5,970	5,419	5,664
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(16,818)	(16,596)	(19,254)	(19,432)	(19,473)
Pre-tax profit	33,647	3,578	16,378	17,799	19,556
Income tax	11,001	2,654	4,586	4,984	5,476
After-tax profit	22,646	925	11,792	12,815	14,081
% net margin	3.8%	0.2%	2.1%	2.1%	2.2%
Shares in affiliates' Earnings	9,254	4,167	4,905	8,280	12,455
Minority interests	(10,780)	(1,050)	(1,500)	(2,685)	(2,744)
Extraordinary items	4,903	8,987	0	0	0
NET PROFIT	26,022	13,028	15,198	18,410	23,791
Normalized profit	21,119	4,041	15,198	18,410	23,791
EPS (Bt)	3.0	1.5	1.8	2.1	2.8
Normalized EPS (Bt)	2.5	0.5	1.8	2.1	2.8

BALANCE SHEET

Expansions are mainly
for overseas operations

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	194,670	216,550	198,803	173,969	184,130
Cash & cash equivalent	57,997	36,686	10,000	10,000	10,000
Account receivables	29,952	38,471	42,230	31,670	33,492
Inventories	52,136	73,431	76,574	57,300	60,638
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	867,266	858,680	884,391
LIABILITIES:					
Current liabilities:	204,147	203,928	209,705	194,889	198,238
Account payables	32,312	44,372	47,019	35,812	37,899
Bank overdraft & ST loans	103,023	90,412	91,969	88,873	89,200
Current LT debt	37,027	39,065	41,518	40,120	40,267
Others current liabilities	31,784	30,079	29,200	30,083	30,872
Total LT debt	244,196	301,240	304,462	294,213	295,293
Others LT liabilities	51,197	50,376	55,552	58,843	62,031
Total liabilities	499,541	555,544	569,720	547,945	555,561
Minority interest	70,242	72,070	73,120	74,620	77,365
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	135,537	147,226	162,577
Shareholders' equity	191,937	215,067	224,426	236,115	251,465
Liabilities & equity	761,719	842,681	867,266	858,680	884,391

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Improving internal cash
flow

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	33,647	3,578	16,378	17,799	19,556
Tax paid	(9,556)	(3,873)	(4,513)	(4,800)	(5,396)
Depreciation & amortization	26,964	22,439	24,322	25,469	26,732
Chg In working capital	12,144	(17,755)	(4,254)	18,627	(3,074)
Chg In other CA & CL / minorities	16,611	(8,919)	1,465	2,794	8,164
Cash flow from operations	79,810	(4,530)	33,399	59,891	45,982
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	67,059	(3,992)	522	(1,427)	(1,595)
Cash flow from investments	(90,851)	(55,008)	(61,478)	(38,427)	(39,095)
Debt financing	51,339	47,122	7,232	(14,742)	1,553
Capital increase	0	113	(0)	0	0
Dividends paid	(6,503)	(7,969)	(5,838)	(6,722)	(8,440)
Warrants & other surplus	(9,294)	(1,039)	0	0	0
Cash flow from financing	35,542	38,227	1,393	(21,463)	(6,887)
Free cash flow	56,209	(56,142)	13,399	34,891	20,982

VALUATION

Clear near-term catalysts
with an inexpensive
valuation in our view

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	10.7	55.9	14.9	12.3	9.5
Normalized PE - at target price (x)	12.2	63.9	17.0	14.0	10.9
PE (x)	8.7	17.3	14.9	12.3	9.5
PE - at target price (x)	9.9	19.8	17.0	14.0	10.9
EV/EBITDA (x)	7.7	17.5	12.1	11.2	10.7
EV/EBITDA - at target price (x)	8.1	18.5	12.7	11.7	11.2
P/BV (x)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
P/BV - at target price (x)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
P/CFO (x)	2.8	(49.9)	6.8	3.8	4.9
Price/sales (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	3.8	2.5	2.7	3.3	4.2
FCF Yield (%)	24.9	(24.8)	5.9	15.4	9.3
(Bt)					
Normalized EPS	2.5	0.5	1.8	2.1	2.8
EPS	3.0	1.5	1.8	2.1	2.8
DPS	1.0	0.7	0.7	0.9	1.1
BV/share	22.3	25.0	26.1	27.4	29.2
CFO/share	9.3	(0.5)	3.9	7.0	5.3
FCF/share	6.5	(6.5)	1.6	4.1	2.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Earnings turnaround
looks intact*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	10.7	(13.1)	11.3	6.6	5.8
Net profit (%)	41.0	(49.9)	16.7	21.1	29.2
EPS (%)	41.0	(49.9)	16.7	21.1	29.2
Normalized profit (%)	14.4	(80.9)	276.1	21.1	29.2
Normalized EPS (%)	14.4	(80.9)	276.1	21.1	29.2
Dividend payout ratio (%)	33.1	43.0	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	18.1	12.4	14.1	14.1	14.0
Operating margin (%)	7.6	2.5	5.2	5.2	5.2
EBITDA margin (%)	12.2	6.9	9.5	9.4	9.3
Net margin (%)	3.8	0.2	2.1	2.1	2.2
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	1.4	1.3	1.3
Interest coverage - EBIT (x)	2.7	0.8	1.5	1.6	1.7
Interest coverage - EBITDA (x)	4.3	2.1	2.8	2.9	3.1
ROA - using norm profit (%)	3.0	0.5	1.8	2.1	2.7
ROE - using norm profit (%)	11.7	2.0	6.9	8.0	9.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.6	0.5	5.4	5.6	5.8
- asset turnover (x)	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	8.6	3.9	6.2	6.1	6.1
- leverage (x)	3.9	3.9	3.9	3.7	3.6
- interest burden (%)	66.7	17.7	46.0	47.8	50.1
- tax burden (%)	67.3	25.8	72.0	72.0	72.0
WACC (%)	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
ROIC (%)	6.5	0.6	3.5	3.5	3.7
NOPAT (Bt m)	30,255	3,335	21,357	22,905	24,023
invested capital (Bt m)	518,186	609,098	652,375	649,321	666,225

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 64 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BANPU16C2210A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2207A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211B, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, DOHO16C2207A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GULF16C2210A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, JMART16C2210A, JMT16C2207A, JMT16C2210A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TOP16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวัน ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา 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, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค 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, 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, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลี้ 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 ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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