

BUY (Unchanged)

TP: Bt 31.00 (Unchanged)

15 OCTOBER 2024

Company Update

Upside : 22.8%

# Charoen Pokphand Foods (CPF TB)

## แนวโน้มแข็งแกร่ง



SARACHADA SORNSONG

662-779-9119

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

สาส์นจาก CEO ของ CP Vietnam ยืนยันถึงส่วนแบ่งกำไรที่สูงอย่างยั่งยืนเมื่อรวมกับความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้นในประเทศไทยและจีน เรามั่นใจในประมาณการกำไรของเรา CPF ซื้อขายที่ระดับที่มีส่วนลด 10% จากมูลค่าการลงทุนของ CPALL และ CPAXT ทำให้ CPF ดูน่าสนใจ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายเดิมที่ 31 บาท

### เวียดนาม: อานาจกัดไป

บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ ได้รับเกียรติที่ได้จัดการประชุมออนไลน์กับ CEO ของ C.P. Vietnam Corporation (CPV), Mr. Pawalit Ua-Amomwanit, ให้กับสถาบันการเงินในประเทศไทย CPV ซึ่งเป็นการดำเนินงานที่ใหญ่เป็นอันดับสองของ CPF มีแนวโน้มการเติบโตและความสามารถในการทำกำไรที่ดี ใน 1H24 CPV มีรายได้คิดเป็น 22% ของรายได้ CPF และเป็นปัจจัยหลักผลักดันการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งของกลุ่มนับตั้งแต่ 4Q23 ด้วยการผลิตหมูที่ใหญ่ที่สุดในกลุ่ม การรวมอุตสาหกรรมที่เพิ่มขึ้น และการเติบโตทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งของเวียดนาม เราคาดว่าราคาเนื้อหมูจะสูงอย่างยั่งยืน โดยจะยังคงอยู่เหนือ VND60,000 ต่อกก. เมื่อเทียบกับระดับจุดคุ้มทุนที่ VND42,000 ต่อกก. นอกจากนี้ CPV กำลังอยู่ในกระบวนการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เวียดนามอีกด้วย

### จีน: กลับสู่ภาวะปกติ

สถานการณ์หมูในตลาดในจีนเริ่มดีขึ้น การกลับมาระบาดของโรค ASF (โรคอหิวาต์แอฟริกาในสุกร) และการมีอัตราการฆ่าสัตว์ที่สูง เนื่องจากราคาที่อ่อนแอในปีที่ผ่านมา คาดว่าจะทำให้สุกรในจีนลดลง 7% เมื่อเทียบกับปีที่แล้ว และลดลง 11% เมื่อเทียบกับปี 2022 ราคาหมูพื้นตัวจากเฉลี่ยที่ CNY14.9 ต่อ กก. ใน 1Q24 และ CNY16.2 ใน 2Q24 มาอยู่ที่ CNY19.5 ใน 3Q24 แม้ราคาในเดือนตุลาคมจะลดลงต่ำกว่า CNY18 ต่อ กก. แต่ก็ยังถือว่าดีเมื่อพิจารณาจากระดับจุดคุ้มทุนที่ CNY15.5 ต่อ กก.

### ไทย: ความสามารถในการทำกำไรดีขึ้น

เศรษฐกิจที่ซบเซาและผลกระทบที่ยืดเยื้อจากการนำเข้าหมูอย่างผิดกฎหมาย ทำให้การฟื้นตัวของราคาในไทยชะลอตัวลงในช่วงครึ่งแรกของปี 2024 เมื่อปัจจัยเหล่านี้เริ่มดีขึ้น ราคาหมูในประเทศจึงฟื้นตัวขึ้น 6% q-q และเพิ่มขึ้น 14% y-y โดยอยู่ที่ 71.5 บาทต่อกก. ใน 3Q24 แม้ว่าจะมีเทศกาลกินเจในเดือนตุลาคม แต่ราคาหมูก็ปรับตัวดีขึ้นอีกเป็น 72 บาทต่อ กก. ราคาหมูฟักที่ลดลงและการเพิ่มประสิทธิภาพทำให้จุดคุ้มทุนลดลงมาอยู่ที่ต่ำกว่า 65 บาทต่อกก. ขณะที่ราคาไก่ลดลงต่ำกว่า 40 บาทต่อกก. เนื่องจากความต้องการที่ลดลงในช่วงฤดูฝน

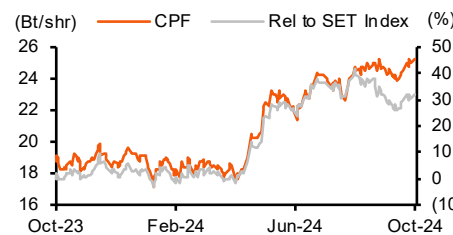
### คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายเดิมที่ 31 บาท

ราคาหุ้น CPF ลดลงเล็กน้อยจากจุดสูงสุด YTD ณ สิ้นเดือนกันยายนที่ 25.25 บาท โดยมีสาเหตุหลักมาจากค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นอย่างฉับพลัน แต่เนื่องจากเงินบาทอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง และด้วยคาดว่ากำไรปกติใน 3Q24F จะแข็งแกร่งที่ 6.68 พันลบ. ราคาหุ้น CPF จึงปรับตัวดีขึ้น และเราคาดว่าจะดีขึ้นไปอีก ด้วยมี upside 23% จากราคาเป้าหมายของเราที่ 31 บาท นอกจากกำไรที่ฟื้นตัวแข็งแกร่งแล้ว มูลค่าของ CPF ยังคงน่าสนใจ โดยซื้อขายที่ PE เพียง 2 เท่า เทียบกับการฟื้นตัวจากขาดทุน 2.12 หมื่นลบ. ในปี 2023 เป็นคาดว่าจะมีกำไรที่ 7.97/8.0 พันลบ. ในปี 2024-25F นอกจากนี้ มูลค่าการลงทุนของ CPF ใน CPALL และ CPAXT มีมูลค่า 27.3 บาทต่อหุ้น โดยอิงจากราคาปิด ณ วันที่ 15 ตุลาคมปีนี้

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	585,844	584,979	603,162	632,945
Net profit	(5,207)	17,470	18,805	20,075
Consensus NP	—	17,153	16,778	18,695
Diff frm cons (%)	—	1.8	12.1	7.4
Norm profit	(10,538)	17,070	18,805	20,075
Prev. Norm profit	—	17,070	18,805	20,075
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	(1.3)	2.0	2.2	2.4
Norm EPS grw (%)	na	na	10.2	6.8
Norm PE (x)	na	12.4	11.3	10.6
EV/EBITDA (x)	22.0	11.4	11.0	10.5
P/BV (x)	0.9	0.8	0.8	0.8
Div yield (%)	0.0	3.3	3.5	3.8
ROE (%)	na	6.9	7.3	7.4
Net D/E (%)	159.1	148.1	139.5	129.4

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 15-Oct-24 (Bt)	25.25
Market Cap (US\$ m)	6,371.2
Listed Shares (m shares)	8,413.6
Free Float (%)	47.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	19.0
12M Price H/L (Bt)	25.25/17.10
Sector	FOOD
Major Shareholder	CP Group 37.35%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

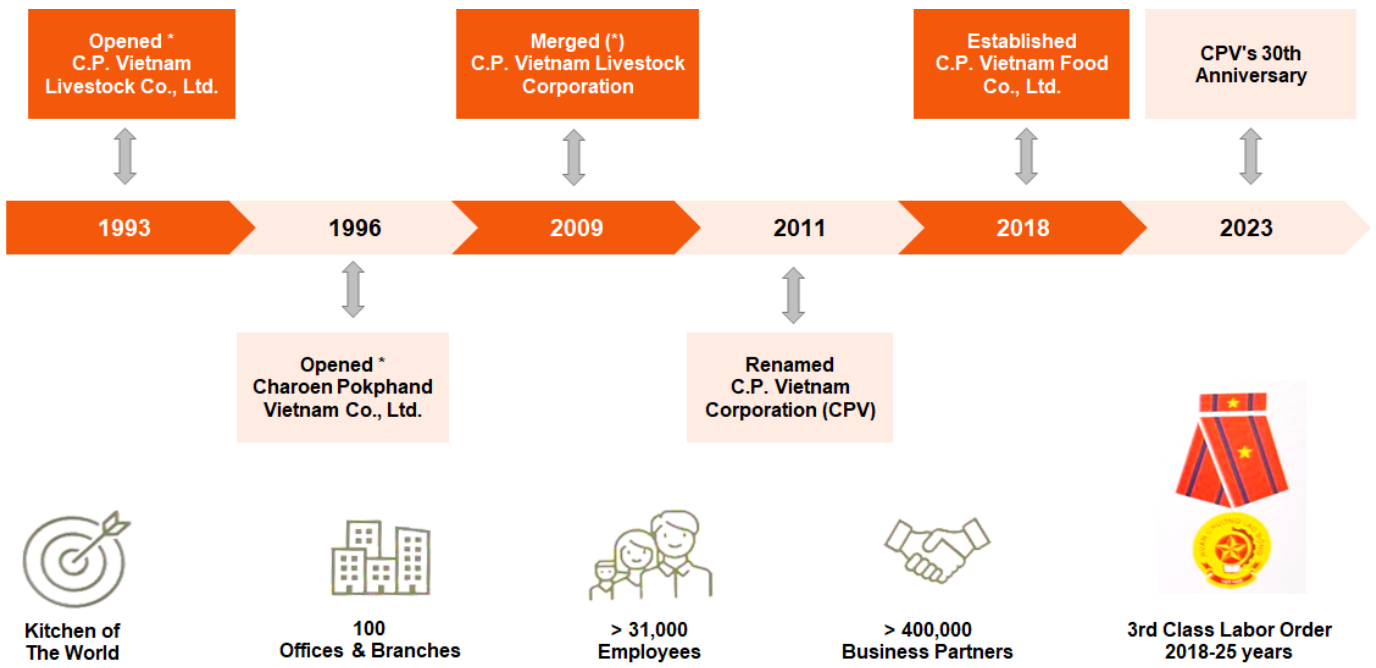
ESG Summary Report ..... P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

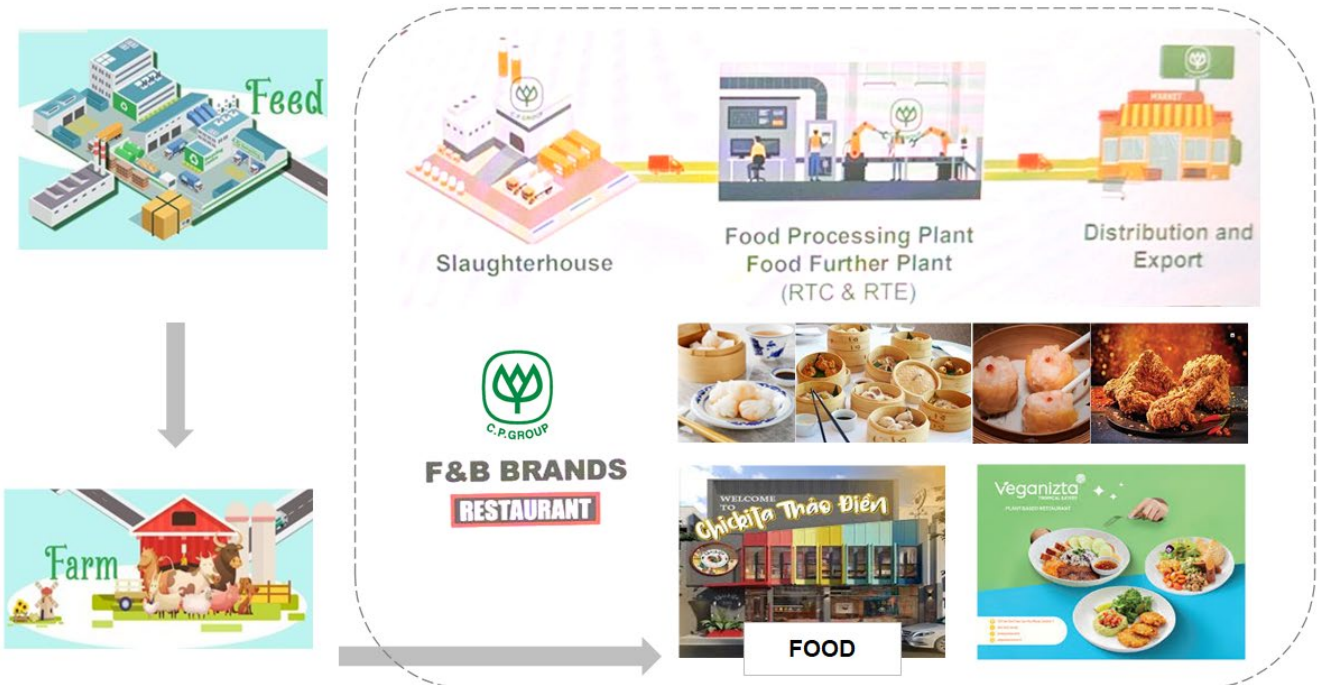


**Ex 1: Overview About C.P. Vietnam Corporation**



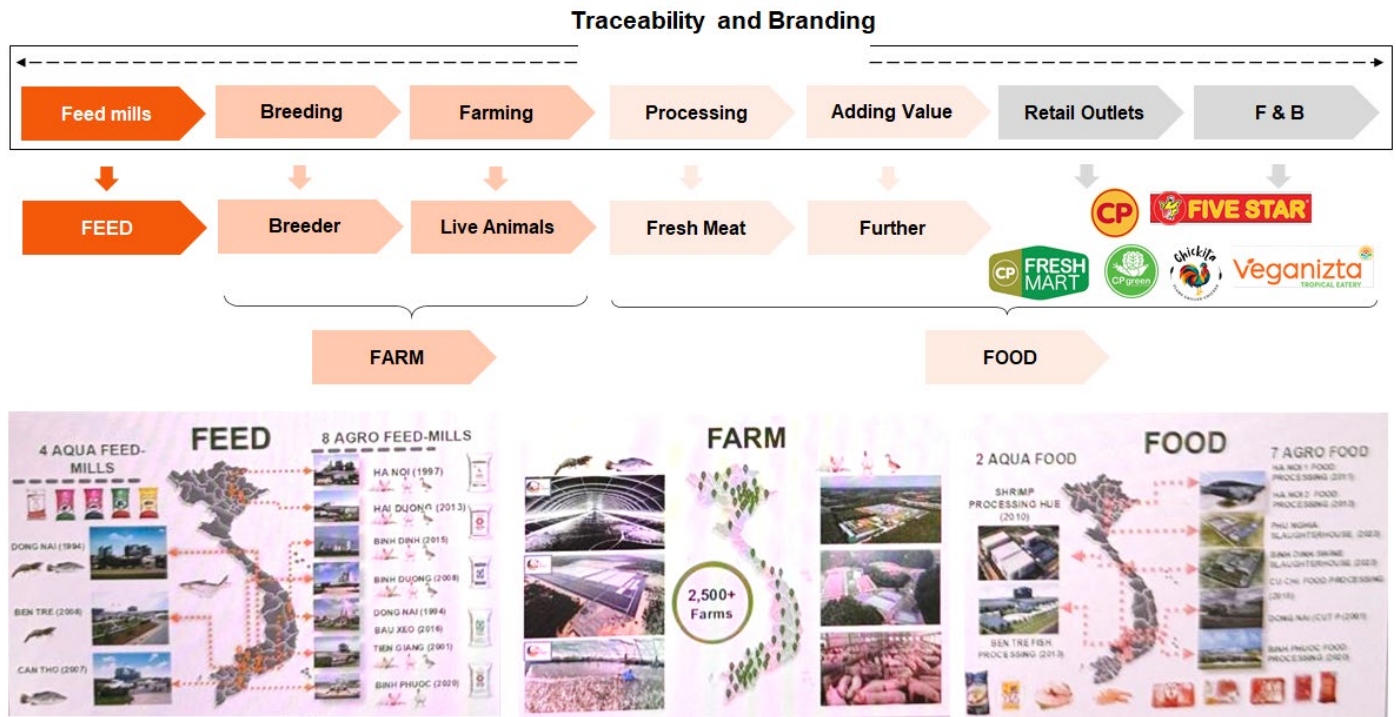
Source: Company data

**Ex 2: Food Value Chain**



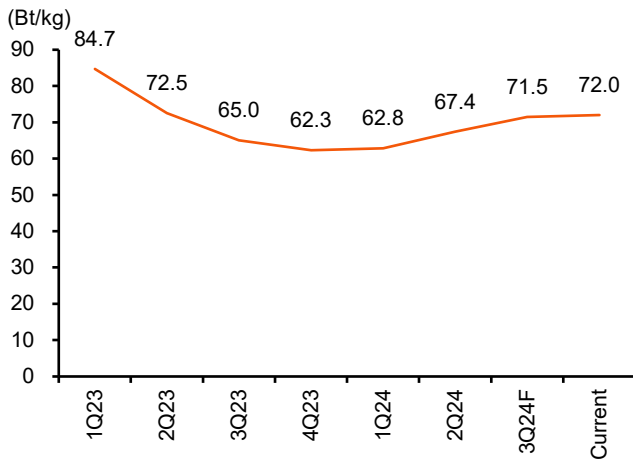
Source: Company data

Ex 3: Business Value Chain



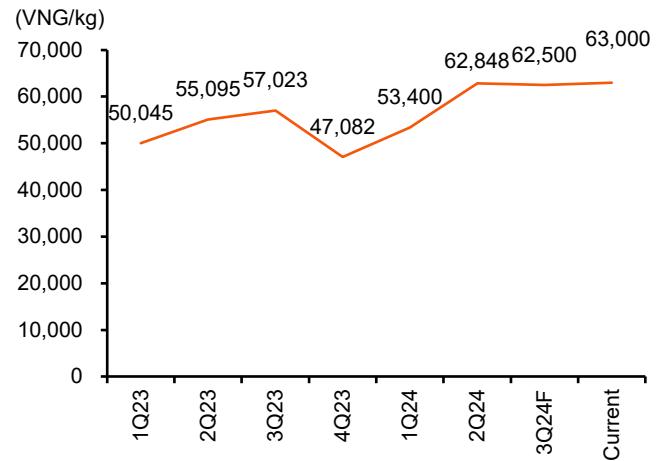
Source: Company data

Ex 4: Thailand Swine Price



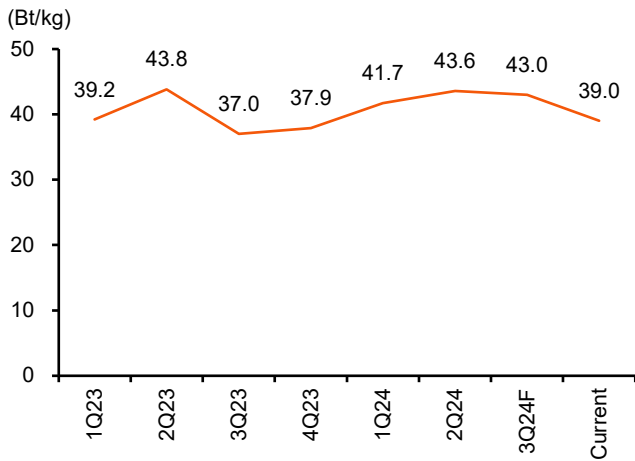
Source: Company data

Ex 5: Vietnam Swine Price



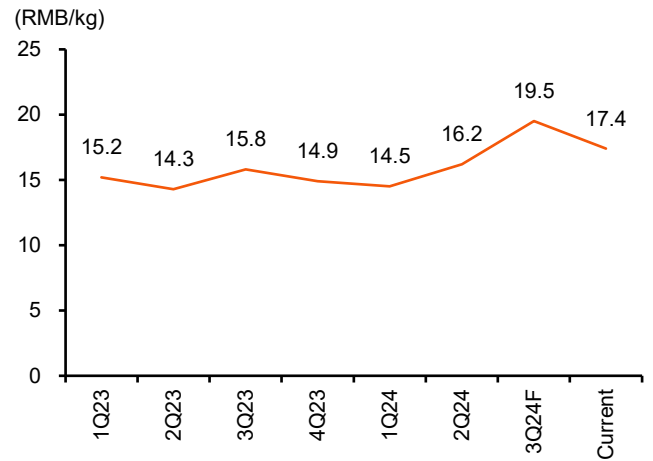
Source: Company data

**Ex 6: Thailand Broiler Price**



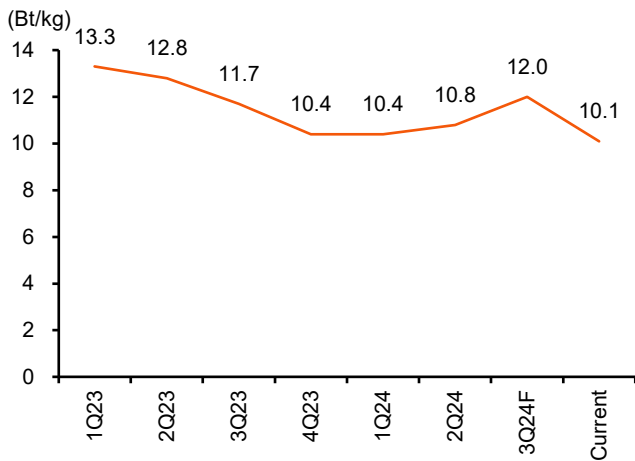
Source: Company data

**Ex 7: China Swine Price**



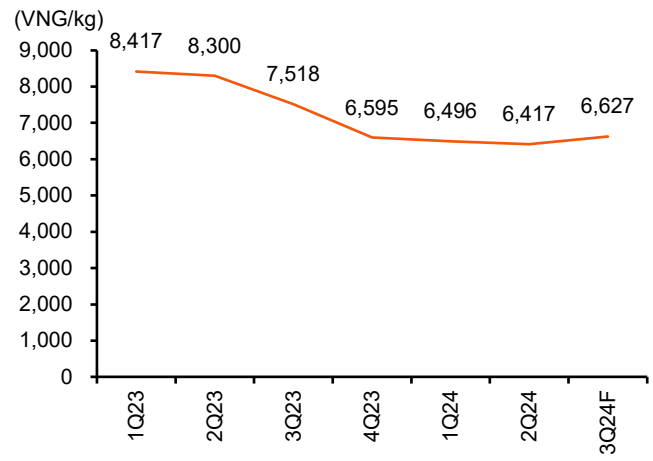
Source: Company data

**Ex 8: Thailand Corn Price**



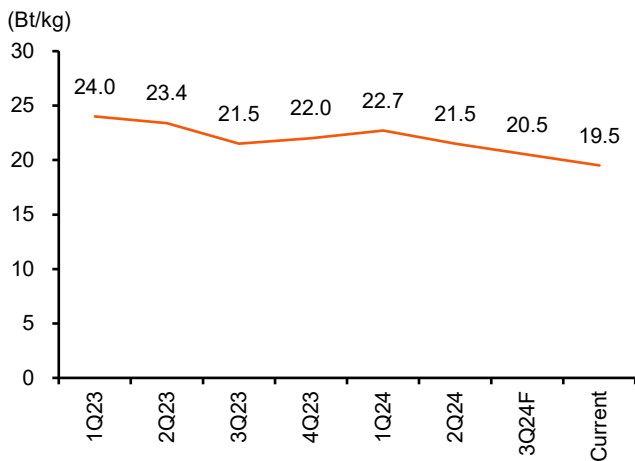
Source: Company data

**Ex 9: Vietnam Corn Price**



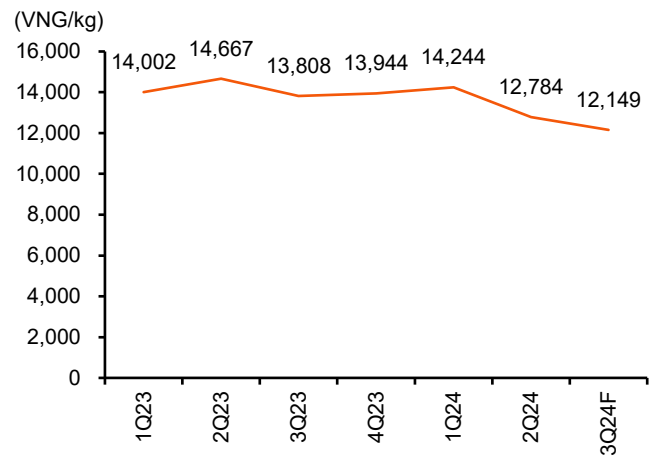
Source: Company data

**Ex 10: Thailand Soybean Meal Price**



Source: Company data

**Ex 11: Vietnam Soybean Meal Price**



Source: Company data

**Ex 12: 12-month DCF-derived SOTP-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F**

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	51,968	53,805	54,903	57,606	61,873	66,350	71,051	75,989	81,180	86,637	92,378	—
Free cash flow	12,686	17,943	17,441	19,232	22,111	24,941	27,891	30,971	34,187	37,547	41,061	787,853
PV of free cash flow	12,720	15,705	14,284	14,737	15,851	16,729	17,505	17,598	18,098	18,522	18,874	362,146
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	6.4											
Terminal growth (%)	2.0											
<b>Enterprise value</b>	<b>542,769</b>											
Net debt (end-2023)	453,612											
Minority interest	45,617											
Equity value	43,540											
# of shares (m)	8,414											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>5.2</b>											
<b>Investment:</b>												
CPALL @ Bt73 TP	26.9											
CPAXT @ Bt33 TP	3.7											
<b>SOTP at 15% disc. (Bt)</b>	<b>31.0</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 13: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)
WH Group Ltd	288 HK	Hong Kong	93.9	12.6	62.5	55.5	7.2	6.8	4.7	4.6	0.7	0.8
Tyson Foods Inc	TSN US	USA	na	21.3	20.8	17.1	1.2	1.1	10.1	9.2	3.3	3.4
Pilgrim's Pride Corp	PPC US	USA	237.1	(14.5)	9.8	11.5	2.4	2.2	6.3	7.2	na	na
Hormel Foods Corp	HRL US	USA	8.2	7.5	19.9	18.5	1.9	1.8	13.9	12.9	3.6	3.8
BRF SA	BRFS3 BZ	Brazil	na	(15.6)	10.2	12.0	2.0	1.8	5.2	5.8	2.6	2.4
JBS SA	JBSS3 BZ	Brazil	na	(4.8)	7.6	8.0	1.5	1.4	5.1	5.5	6.3	5.7
Marfrig Global Foods SA	MRFG3 BZ	Brazil	na	(229.2)	33.7	(26.1)	2.3	2.9	7.3	7.6	0.6	0.6
<b>Average</b>			<b>113.0</b>	<b>(31.8)</b>	<b>23.5</b>	<b>13.8</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	<b>7.5</b>	<b>7.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>
<b>Feed Mills</b>												
Japfa Comfeed	JPFA IJ	Indonesia	139.9	2.0	8.4	8.2	1.2	1.1	5.9	6.1	2.0	3.7
Charoen Pok Indo	CPIN IJ	Indonesia	50.5	12.8	23.4	20.8	2.8	2.6	14.4	13.1	1.4	2.2
Universal Robina	URC PM	Philippines	10.4	11.3	16.9	15.2	1.8	1.7	9.3	8.5	3.7	3.9
<b>Average</b>			<b>67.0</b>	<b>8.7</b>	<b>16.2</b>	<b>14.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>9.9</b>	<b>9.2</b>	<b>2.4</b>	<b>3.3</b>
<b>Thailand</b>												
Asian Sea Corp	ASIAN TB	Thailand	186.5	(7.5)	8.2	8.9	1.1	1.0	4.7	4.8	6.3	5.9
Betagro	BTG TB	Thailand	na	41.5	20.2	14.3	1.5	1.4	8.3	8.2	1.8	2.4
Charoen Pokphand Foods *	CPF TB	Thailand	na	10.2	12.4	11.3	0.8	0.8	11.4	11.0	3.3	3.5
GFPT	GFPT TB	Thailand	33.2	2.2	7.9	7.7	0.8	0.7	6.1	5.9	2.3	2.6
R&B Food Supply *	ITC TB	Thailand	77.2	12.2	17.5	15.6	2.7	2.5	14.0	11.8	1.9	3.2
i-Tail Corporation *	RBF TB	Thailand	(25.0)	9.3	22.4	20.5	2.2	2.1	11.6	10.4	2.4	2.6
Thaifoods Group	TFG TB	Thailand	na	13.1	10.2	9.0	1.6	1.5	5.5	5.1	4.2	5.1
Thai Union Group *	TU TB	Thailand	20.9	9.4	12.0	11.0	1.3	1.2	9.9	9.3	4.9	5.4
<b>Average</b>			<b>58.5</b>	<b>11.3</b>	<b>13.9</b>	<b>12.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>8.9</b>	<b>8.3</b>	<b>3.4</b>	<b>3.8</b>
<b>Average – All</b>			<b>75.7</b>	<b>(5.9)</b>	<b>18.0</b>	<b>13.3</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>8.6</b>	<b>8.2</b>	<b>3.0</b>	<b>3.4</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 15 October 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

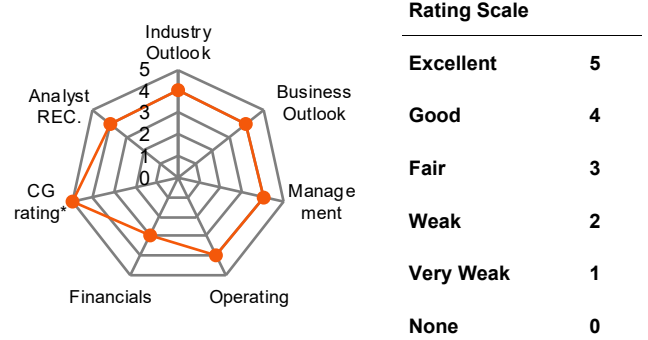
### S — Strength

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

### O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ
- มีโอกาสเติบโตในตลาดผลิตภัณฑ์อาหารพร้อมรับประทาน

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

### W — Weakness

- รว 50% ของธุรกิจมาจากธุรกิจฟาร์ม ซึ่งมีความผันผวนต่อเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิด ดังนั้นจึงมีลักษณะเป็น cyclical โดยธรรมชาติ
- CPF ต้องใช้วัตถุดิบบางอย่าง เช่น ข้าวโพด จากตลาดต่างประเทศ ซึ่งราคาข้าวโพดมีความผันผวน

### T — Threat

- เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง
- อุปทานเนื้อสัตว์ในประเทศล้นตลาด
- เกิดโรคระบาดโดยไม่คาดหมาย

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	29.63	31.00	5%
Net profit 24F (Bt m)	17,153	17,470	2%
Net profit 25F (Bt m)	16,778	18,805	12%
Consensus REC	BUY: 19	HOLD: 1	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2024F ของเราใกล้เคียงกับของตลาด
- ประเมินการกำไรปี 2025F และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า เนื่องจากเราให้สมมติฐานการเติบโตของยอดขายและอัตรากำไรที่สูงขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

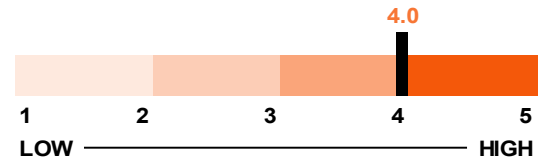
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการของเรา คือถ้าราคาเนื้อสัตว์ในไทยไม่ฟื้นตัวขึ้นเหนือระดับค้ำทุ้มทุนได้
- มีความเสี่ยงจากผลประกอบการในธุรกิจต่างประเทศของ CPF โดยเฉพาะในเวียดนาม และจีน หาก CPF เผชิญปัญหาในประเทศดังกล่าว จะส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา
- เนื่องจากยอดส่งออกและยอดขายในต่างประเทศคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 60% ของยอดขายรวมของ CPF บริษัทฯ จึงมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

Source: Thanachart

CPF ขับเคลื่อนการพัฒนาองค์กรอย่างยั่งยืนภายใต้กลยุทธ์ความยั่งยืน “CPF 2030 Sustainability in Action” ซึ่งถูกพัฒนาขึ้นจาก 3 เสาหลักสู่ความยั่งยืน ประกอบด้วย “อาหารมั่นคง สังคมพึ่งตน และดินน้ำป่าคงอยู่” CPF ได้รับการยกย่องอย่างดีในหลายด้าน ESG และเราให้คะแนน ESG ที่ 4.0

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CPF	YES	YES	YES	BBB	73.14	66.71	85.00	44.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- CPF เลิกใช้ถ่านหินในการดำเนินงานในปี 2022 โดยการทดแทนถ่านหินด้วยพลังงานชีวมวล สัดส่วนการใช้พลังงานทดแทนคิดเป็นประมาณ 30% ของการใช้พลังงานทั้งหมดของ CPF การดำเนินการดังกล่าวมีส่วนช่วยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้มากกว่า 600,000 ตันเทียบเท่าคาร์บอนไดออกไซด์ ในความพยายามของบริษัท ที่จะบรรลุเป้าหมาย Net-Zero ภายในปี 2050
- เป้าหมายปี 2025 คือการบรรลุความเป็นเลิศด้านสภาพอากาศ น้ำ และของเสีย ผ่าน; 1) การปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อหน่วยการผลิตลดลง 25% เมื่อเทียบกับปีฐาน 2015 (การดำเนินงานในประเทศไทย) และ 2) ลดการใช้พลังงาน 30% ต่อหน่วยการผลิต เทียบกับปีฐาน 2015 (การดำเนินงานในประเทศไทย)
- ในด้านของเสีย CPF ตั้งเป้าที่จะลดขยะอาหารจากการดำเนินงานให้เป็นศูนย์ และบรรลุภัณฑ์พลาสติกสำหรับผลิตภัณฑ์อาหารทั้งหมดจะถูกนำไปรีไซเคิลหรือใช้ซ้ำได้หรือย่อยสลายได้ในปี 2025

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- เป้าหมายของ CPF คือการสร้างผลลัพธ์เชิงบวกทางสังคมต่อชีวิตของพนักงานและบุคคลทั่วไปตลอดห่วงโซ่คุณค่าของบริษัท
- บริษัท ตั้งเป้าหมายในปี 2030 1) ดำเนินการตรวจสอบด้านสิทธิมนุษยชน 100% ทุกๆ 3 ปี รวมถึงการประเมินความเสี่ยง และการประเมินผลกระทบในพื้นที่ที่มีความเสี่ยงสูงจากการดำเนินงานของตนเอง (มีความก้าวหน้าแล้ว 40% ในปี 2021) 2) ให้การศึกษาและฝึกอบรมแก่พนักงานสามล้านชั่วโมง (มีความก้าวหน้าแล้ว 44%) และ 3) การพัฒนาความเป็นอยู่ให้ดีขึ้นแก่คนในชุมชนกว่า 3,000,000 ราย ที่เชื่อมโยงกับการดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจของบริษัท (มีความก้าวหน้าแล้ว 82%)
- สำหรับอาหารมันคง เป้าหมายปี 2030 คือ 40% ของยอดขายของการดำเนินงานในไทยมาจากผลิตภัณฑ์สีเขียว ซึ่งมีความก้าวหน้าไปแล้ว 83% ในปีที่ผ่านมา นอกจากนี้ยังรายงานว่าไม่มีการเรียกคืนผลิตภัณฑ์อาหารเลยในปี 2021

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการบริษัทประกอบด้วยกรรมการ 15 คน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 6 คน กรรมการที่เป็นผู้บริหาร 6 คน และกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 3 คน ปัจจุบันคณะกรรมการประกอบด้วยผู้หญิง 2 คน ช่วงอายุของกรรมการได้ขยายออกไป ในขณะที่อายุขั้นต่ำของกรรมการคือ 53 ปี
- บริษัท ได้ประกาศนโยบายการจ้างเบาะแสเพื่อให้พนักงาน ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย หรือบุคคลภายนอกมีโอกาสแจ้งเบาะแสหรือร้องเรียน
- บริษัท ตรวจสอบการปฏิบัติตามนโยบายต่อต้านการคอร์รัปชันอย่างสม่ำเสมอ รวมทั้งทบทวนแนวปฏิบัติ และข้อกำหนดในการปฏิบัติงานให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจ กฎระเบียบ ข้อบังคับ และข้อกำหนดทางกฎหมาย

Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

	FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<i>Widening margin</i>						
Sales		614,197	585,844	584,979	603,162	632,945
Cost of sales		530,913	523,919	500,097	518,372	546,958
<b>Gross profit</b>		<b>83,284</b>	<b>61,925</b>	<b>84,882</b>	<b>84,790</b>	<b>85,988</b>
% gross margin		13.6%	10.6%	14.5%	14.1%	13.6%
Selling & administration expenses		55,477	56,784	52,500	51,500	52,530
<b>Operating profit</b>		<b>27,807</b>	<b>5,141</b>	<b>32,382</b>	<b>33,290</b>	<b>33,458</b>
% operating margin		4.5%	0.9%	5.5%	5.5%	5.3%
Depreciation & amortization		24,819	25,121	25,398	26,412	27,425
<b>EBITDA</b>		<b>52,626</b>	<b>30,262</b>	<b>57,781</b>	<b>59,701</b>	<b>60,882</b>
% EBITDA margin		8.6%	5.2%	9.9%	9.9%	9.6%
Non-operating income		7,374	8,514	4,360	4,045	3,577
Non-operating expenses		0	0	0	0	0
Interest expense		(20,358)	(25,506)	(24,907)	(24,289)	(23,881)
<b>Pre-tax profit</b>		<b>14,823</b>	<b>(11,851)</b>	<b>11,835</b>	<b>13,045</b>	<b>13,154</b>
Income tax		6,003	600	4,971	5,218	5,261
<b>After-tax profit</b>		<b>8,820</b>	<b>(12,451)</b>	<b>6,864</b>	<b>7,827</b>	<b>7,892</b>
% net margin		1.4%	-2.1%	1.2%	1.3%	1.2%
Shares in affiliates' Earnings		3,745	4,590	13,690	14,827	15,453
Minority interests		(454)	(2,676)	(3,484)	(3,849)	(3,270)
Extraordinary items		1,859	5,330	400	0	0
<b>NET PROFIT</b>		<b>13,970</b>	<b>(5,207)</b>	<b>17,470</b>	<b>18,805</b>	<b>20,075</b>
<b>Normalized profit</b>		<b>12,111</b>	<b>(10,538)</b>	<b>17,070</b>	<b>18,805</b>	<b>20,075</b>
EPS (Bt)		1.7	(0.6)	2.1	2.2	2.4
Normalized EPS (Bt)		1.4	(1.3)	2.0	2.2	2.4

## BALANCE SHEET

	FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<i>Cautious investments</i>						
<b>ASSETS:</b>						
Current assets:		233,219	209,116	210,297	212,095	216,133
Cash & cash equivalent		32,950	26,136	27,000	27,000	27,000
Account receivables		43,221	42,351	41,670	42,965	45,087
Inventories		83,080	69,508	68,506	71,010	74,926
Others		73,968	71,121	73,121	71,121	69,121
Investments & loans		279,989	280,499	285,499	285,499	285,499
Net fixed assets		276,664	265,144	266,987	267,951	268,034
Other assets		137,115	132,459	136,469	145,661	147,656
<b>Total assets</b>		<b>926,987</b>	<b>887,218</b>	<b>899,252</b>	<b>911,206</b>	<b>917,322</b>
<b>LIABILITIES:</b>						
Current liabilities:		266,978	259,463	270,566	254,662	251,108
Account payables		50,964	36,527	34,253	35,505	37,463
Bank overdraft & ST loans		117,434	144,994	137,377	135,914	132,480
Current LT debt		66,117	48,014	65,586	49,913	48,652
Others current liabilities		32,463	29,928	33,349	33,330	32,514
<b>Total LT debt</b>		<b>301,499</b>	<b>286,740</b>	<b>270,752</b>	<b>282,842</b>	<b>275,694</b>
Others LT liabilities		58,667	55,981	56,248	56,983	58,231
<b>Total liabilities</b>		<b>627,144</b>	<b>602,185</b>	<b>597,566</b>	<b>594,487</b>	<b>585,034</b>
Minority interest		43,791	45,617	48,293	51,777	55,047
Preferreds shares		0	0	0	0	0
Paid-up capital		8,611	8,414	8,414	8,414	8,414
Share premium		60,847	59,626	59,626	59,626	59,626
Warrants		0	0	0	0	0
Surplus		48,740	48,091	48,091	48,091	48,091
<b>Retained earnings</b>		<b>137,854</b>	<b>123,286</b>	<b>137,262</b>	<b>148,812</b>	<b>161,111</b>
Shareholders' equity		256,053	239,416	253,392	264,942	277,241
<b>Liabilities &amp; equity</b>		<b>926,987</b>	<b>887,218</b>	<b>899,252</b>	<b>911,206</b>	<b>917,322</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT***Improving cashflow*

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Earnings before tax	14,823	(11,851)	11,835	13,045	13,154
Tax paid	(5,419)	(1,295)	(4,587)	(5,355)	(5,065)
Depreciation & amortization	24,819	25,121	25,398	26,412	27,425
Chg In working capital	(7,807)	5	(591)	(2,547)	(4,079)
Chg In other CA & CL / minorities	(29,259)	4,749	13,920	16,580	16,441
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(2,843)</b>	<b>16,730</b>	<b>45,975</b>	<b>48,134</b>	<b>47,874</b>
Capex	(66,088)	(6,200)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
Right of use	(6,424)	(5,638)	(6,022)	(5,813)	(5,896)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(7,669)	(510)	(5,000)	0	0
Adj for asset revaluation	31,442	(15,444)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	81	4,512	(4,962)	(10,020)	(2,360)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(48,659)</b>	<b>(23,280)</b>	<b>(35,984)</b>	<b>(35,833)</b>	<b>(28,255)</b>
Debt financing	54,426	(4,279)	(5,633)	(5,046)	(11,843)
Capital increase	(34)	(1,419)	(0)	0	0
Dividends paid	(5,159)	(3,566)	(3,494)	(7,255)	(7,776)
Warrants & other surplus	(1,468)	9,001	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>47,766</b>	<b>(264)</b>	<b>(9,127)</b>	<b>(12,301)</b>	<b>(19,619)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(68,931)</b>	<b>10,530</b>	<b>25,975</b>	<b>28,134</b>	<b>27,874</b>

**VALUATION***Inexpensive valuation, in our view*

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Normalized PE (x)	17.5	na	12.4	11.3	10.6
Normalized PE - at target price (x)	21.5	na	15.3	13.9	13.0
PE (x)	15.2	na	12.2	11.3	10.6
PE - at target price (x)	18.7	na	14.9	13.9	13.0
EV/EBITDA (x)	12.6	22.0	11.4	11.0	10.5
EV/EBITDA - at target price (x)	13.5	23.6	12.2	11.8	11.3
P/BV (x)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9
P/CFO (x)	(74.7)	12.7	4.6	4.4	4.4
Price/sales (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
Dividend yield (%)	3.0	0.0	3.3	3.5	3.8
FCF Yield (%)	(32.4)	5.0	12.2	13.2	13.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	1.4	(1.3)	2.0	2.2	2.4
EPS	1.7	(0.6)	2.1	2.2	2.4
DPS	0.8	0.0	0.8	0.9	1.0
BV/share	30.4	28.5	30.1	31.5	33.0
CFO/share	(0.3)	2.0	5.5	5.7	5.7
FCF/share	(8.2)	1.3	3.1	3.3	3.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

**Strong earnings  
turnaround**

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	19.8	(4.6)	(0.1)	3.1	4.9
Net profit (%)	7.2	na	na	7.6	6.8
EPS (%)	7.2	na	na	7.6	6.8
Normalized profit (%)	199.7	na	na	10.2	6.8
Normalized EPS (%)	199.7	na	na	10.2	6.8
Dividend payout ratio (%)	46.2	0.0	40.0	40.0	40.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	13.6	10.6	14.5	14.1	13.6
Operating margin (%)	4.5	0.9	5.5	5.5	5.3
EBITDA margin (%)	8.6	5.2	9.9	9.9	9.6
Net margin (%)	1.4	(2.1)	1.2	1.3	1.2
D/E (incl. minor) (x)	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3
Interest coverage - EBIT (x)	1.4	0.2	1.3	1.4	1.4
Interest coverage - EBITDA (x)	2.6	1.2	2.3	2.5	2.5
ROA - using norm profit (%)	1.4	na	1.9	2.1	2.2
ROE - using norm profit (%)	5.1	na	6.9	7.3	7.4
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	3.7	na	2.8	3.0	2.9
- asset turnover (x)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	5.7	na	6.3	6.2	5.9
- leverage (x)	3.7	3.7	3.6	3.5	3.4
- interest burden (%)	42.1	(86.8)	32.2	34.9	35.5
- tax burden (%)	59.5	na	58.0	60.0	60.0
WACC (%)	6.4	6.4	6.4	6.9	6.9
ROIC (%)	2.7	0.7	2.7	2.9	2.8
NOPAT (Bt m)	16,546	5,141	18,782	19,974	20,075
invested capital (Bt m)	708,153	693,028	700,107	706,611	707,067

Sources: Company data, Thanachart estimates

## ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

**SETTRADE:** You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

### SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ( "SET" ) (collectively called "SET Index Series" ) are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

### SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

### ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

### MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

### S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

### Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moody.com](http://www.moody.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

#### Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

**CG Report** : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป 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 และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

**หมายเหตุ:** บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

## Thanachart Research Team

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิजरกุล, CFA  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์, CFA  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, หินผุ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ  
rata.lim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย  
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพย์มณฑล  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA  
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

### มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชปราวณี

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา สภาพร

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th