

HOLD (From: BUY)

Transfer of Coverage

TP: Bt 25.00

(From: Bt 28.00)

15 SEPTEMBER 2025

Upside : 5.5%

Charoen Pokphand Foods (CPF TB)

กลับสู่ภาวะปกติ

ปี 2025F จะเป็นปีที่ CPF ทำกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และเราคาดว่า จะกลับสู่ภาวะปกติตั้งแต่ปี 2026F แม้ราคาหมูจะปรับลงสู่ระดับปกติแล้ว เรามองว่าการซื้อขายที่ 2026F PE ที่ 10.4 เท่า หนี้เหมาะสมแล้ว และด้วย ให้ผลตอบแทนปันผลที่ดีที่ 6.6/4.3% ในปี 2025-26F เราจึงแนะนำ “ถือ”



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

อยู่ในระดับเหมาะสม และให้ผลตอบแทนปันผลที่ดี แนะนำ “ถือ” บทวิเคราะห์นี้เป็นภาพถ่ายออนไลน์ความรับผิดชอบในการวิเคราะห์หุ้น CPF พร้อมปรับคำแนะนำจาก ชื่อ เป็น “ถือ” 1) เราคาดว่ากำไรของ CPF จะ ลดลง 35% ในปี 2026F หลังทำกำไรสูงสุดในปี 2025F เราปรับลดกำไรลง 4.9/11% ในปี 2026-27F เพื่อสะท้อนราคาหมูที่แตะจุดสูงสุดแล้ว พร้อม ปรับพื้นฐานเป็นปี 2026F ทำให้ราคาเป้าหมายลดลงเหลือ 25 บาท จากเดิม 28 บาท 2) ผลกระทบจากโรคอหิวาต์แอฟริกาในสุกร (ASF) เริ่มลดลง ตั้งแต่ 3Q25 และราคาหมูที่อ่อนตัวอาจยังคงอยู่จนถึง 1Q26F เนื่องจากการผลิตสุกรใช้เวลาราว 7-8 เดือน 3) ราคากากถั่วเหลืองและข้าวโพดอยู่ ใกล้ช่วงต่ำสุดในอิตาลีแล้ว และมีแนวโน้มจะไม่ลดลงไปกว่านี้ 4) CPF ซื้อขายที่ระดับที่เหมาะสมที่ 2026F PE ที่ 10.4 เท่า โดยได้แรงหนุนจาก อัตราผลตอบแทนปันผลที่แข็งแกร่งที่ 6.6/4.3% ในปี 2025-26F

ปี 2025 เป็นปีแห่งสถิติที่ยากจะทำลาย

กำไร 2Q25 ของ CPF ทำสถิติสูงสุดใหม่ ส่งผลให้ปี 2025F มีแนวโน้มจะเป็นปีที่ทำกำไรสูงสุดอีกครั้ง และเชื่อว่ายากที่จะทำลายสถิตินี้ เนื่องจากมี ปัจจัยบวกหลายประการที่มีโอกาสเกิดพร้อมกันน้อยในปี 2026F ดังนั้น เราจึงคาดว่ากำไรจะลดลง 35% ในปี 2026F ปัจจัยหลักผลักดันกำไรที่ แข็งแกร่งในปี 2025F ได้แก่ 1) ราคาหมูที่พุ่งสูงขึ้นในไทยและเวียดนาม 2) ต้นทุนวัตถุดิบอาหารสัตว์ที่ลดลงอย่างมาก และ 3) รายได้จากเงินลงทุนใน จีนที่เพิ่มขึ้นแข็งแกร่ง

ราคาหมูกำลังปรับเข้าสู่ภาวะปกติ

ธุรกิจฟาร์มของ CPF ซึ่งคิดเป็น 55% ของยอดขาย กำลังเผชิญกับราคา หมูที่ปรับตัวลงในตลาดหลัก โดยในไทย ราคาหมูลดลง 38% มาอยู่ที่ 56 บาท/กก. ในเดือนกันยายน จากจุดสูงสุดในเดือนพฤษภาคม 2025 ซึ่ง ระดับราคายังใกล้เคียงกับจุดคุ้มทุนการผลิต สาเหตุมาจากอุปทาน ล้นตลาด เนื่องจากผลกระทบของการระบาดในประเทศที่ลดลง ความ ต้องการตามฤดูกาลที่อ่อนตัวลง และปัญหาขาดแคลนแรงงานในโรงฆ่า สัตว์ของกัมพูชา ส่วนเวียดนาม ราคาหมูลดลงมาอยู่ที่ VND58,000/กก. ในเดือนกันยายน จาก VND68,000/กก. ใน 2Q25 อย่างไรก็ตาม การควบ รวมกิจการในอุตสาหกรรมคาดว่าจะช่วยหนุนให้ราคาหมูปรับเข้าสู่ภาวะ ปกติที่สูงขึ้นในระยะยาว ในอนาคต ราคาหมูมีแนวโน้มจะยังคงอยู่ภายใต้ แรงกดดันต่อเนื่องไปยัง 4Q25-1Q26 สะท้อนระยะเวลาการผลิตที่ใช้เวลา ประมาณ 7-8 เดือน

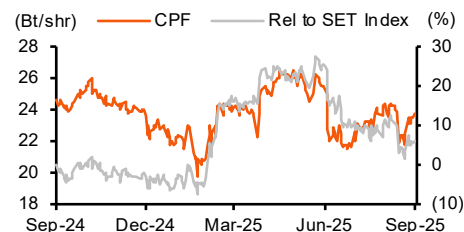
ต้นทุนวัตถุดิบอาหารสัตว์อยู่ในระดับต่ำแล้ว

เรามองว่าราคากากถั่วเหลืองและข้าวโพด ซึ่งเป็นวัตถุดิบหลักในการผลิต อาหารสัตว์ และคิดเป็นราว 45% ของต้นทุนการเลี้ยงสัตว์ของ CPF มี โอกาสลดลงต่อไปได้อีกไม่มาก เนื่องจากทั้งสองอยู่ใกล้จุดต่ำสุดในอิตาลี แล้ว และได้ปรับตัวลดลงต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2022 ต้นทุนอาหารสัตว์น่าจะ ยังคงอยู่ในระดับต่ำ โดยได้รับหนุนจากอุปทานทั่วโลกที่ล้นหลาม ซึ่งเป็น ผลจากการผลิตข้าวโพดที่ทำสถิติสูงสุด และการผลิตกากถั่วเหลืองที่ แข็งแกร่งในสหรัฐ บราซิล และอาร์เจนตินา ในระยะยาว CPF อาจได้ ประโยชน์เพิ่มเติม หากไทยเปลี่ยนแหล่งนำเข้ากากถั่วเหลืองจากบราซิล มาเป็นสหรัฐ ซึ่งจะช่วยลดภาษีนำเข้า 2% โดยปัจจัยบวกนี้ยังไม่รวมอยู่ ในการประมาณการของเราในขณะนี้

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	580,747	578,901	589,434	604,214
Net profit	19,558	29,390	19,136	18,918
Consensus NP	—	30,027	25,349	23,639
Diff frm cons (%)	—	(2.1)	(24.5)	(20.0)
Norm profit	18,939	29,390	19,136	18,918
Prev. Norm profit	—	21,605	20,127	21,256
Chg frm prev (%)	—	36.0	(4.9)	(11.0)
Norm EPS (Bt)	2.3	3.5	2.3	2.2
Norm EPS grw (%)	na	55.2	(34.9)	(1.1)
Norm PE (x)	10.5	6.8	10.4	10.5
EV/EBITDA (x)	9.5	7.5	9.5	9.1
P/BV (x)	0.8	0.8	0.7	0.7
Div yield (%)	4.2	6.6	4.3	4.3
ROE (%)	7.8	11.5	7.1	6.8
Net D/E (%)	147.8	130.1	120.7	108.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

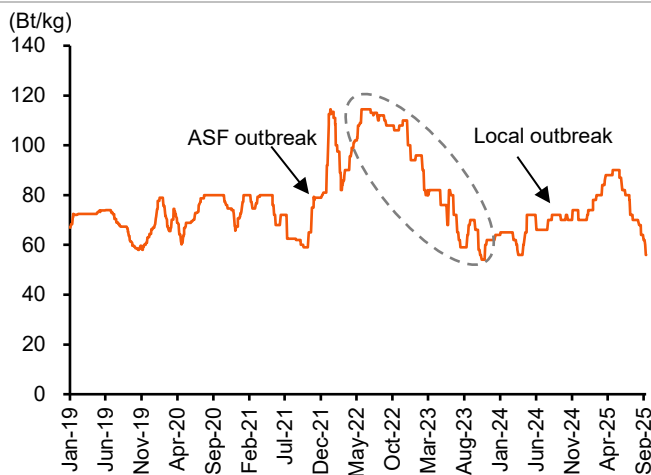
Price as of 15-Sep-25 (Bt)	23.70
Market Cap (US\$ m)	6,252.6
Listed Shares (m shares)	8,407.0
Free Float (%)	48.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	18.8
12M Price H/L (Bt)	26.50/19.80
Sector	FOOD
Major Shareholder	CP Group 37.07%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

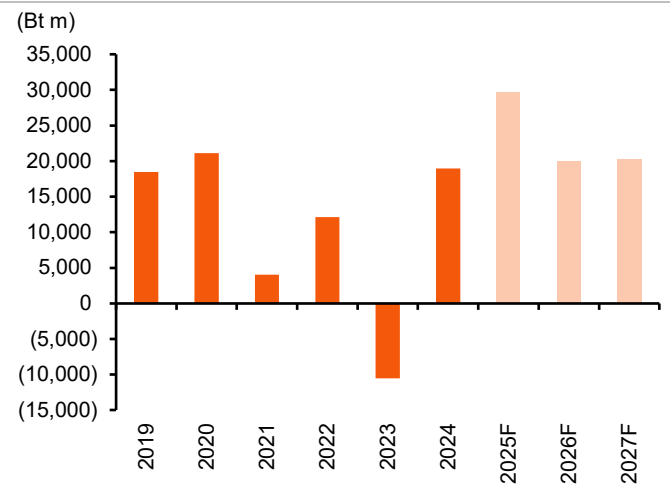
ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

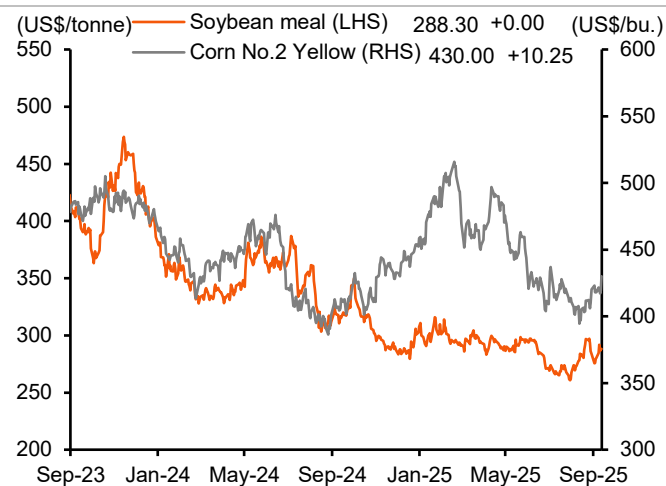
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสาร ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่ สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Domestic Swine Price

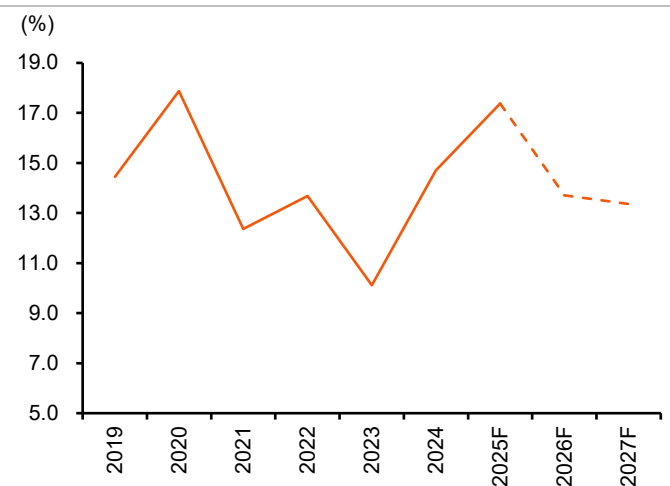
Source: OAE

Ex 2: CPF's Net Profit

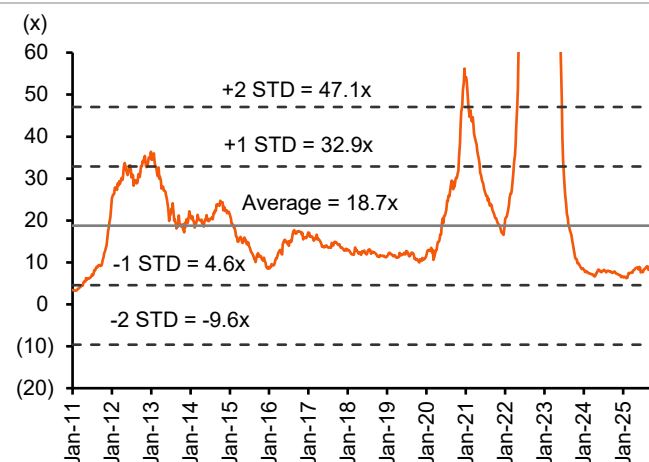
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Global Corn And Soybean Meal Price

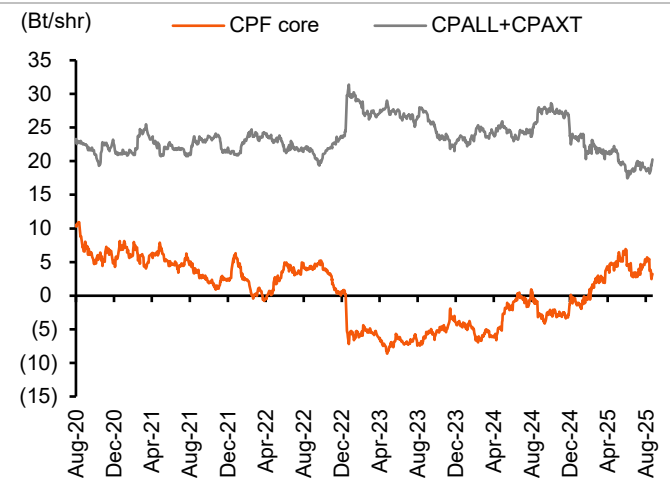
Source: Bloomberg

Ex 4: Gross Profit Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

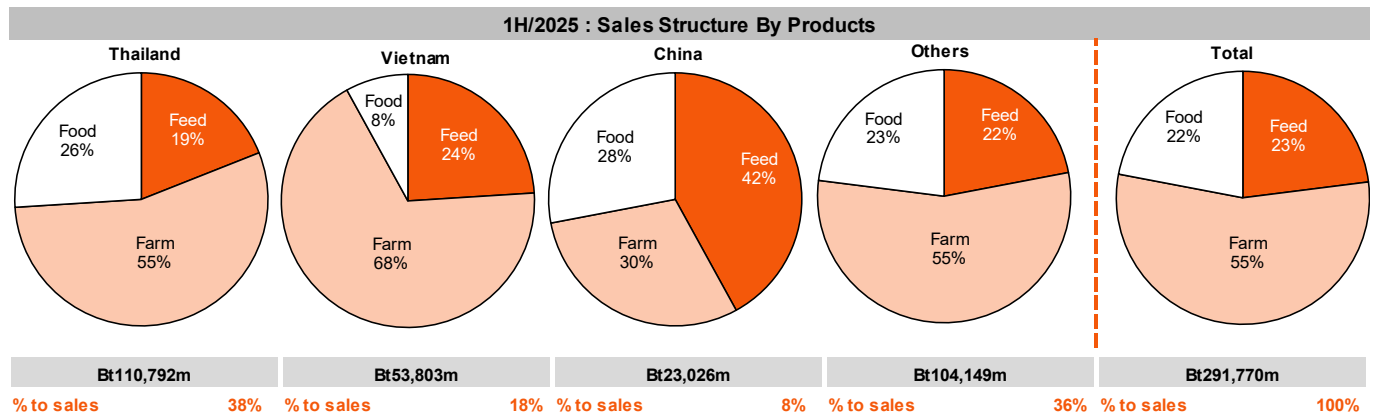
Ex 5: CPF's PE

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 6: CPF's Core Value Vs. Subsidiaries

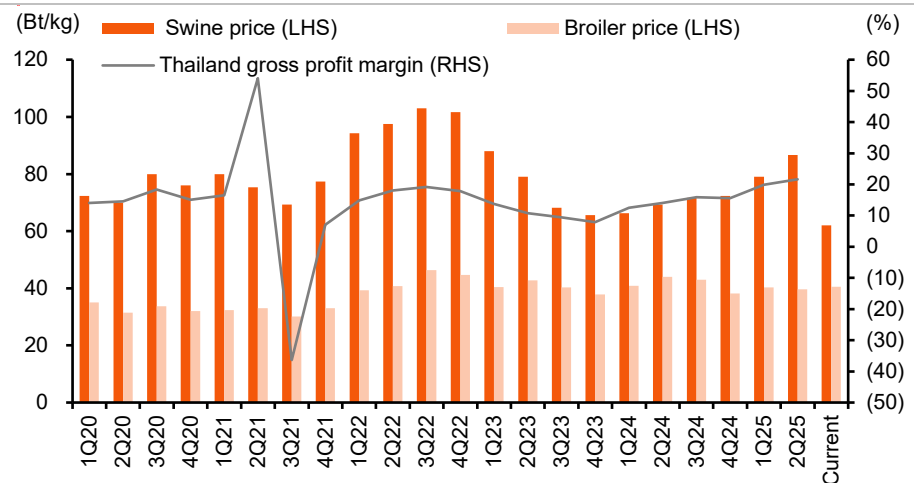
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: CPF's Revenue Breakdown



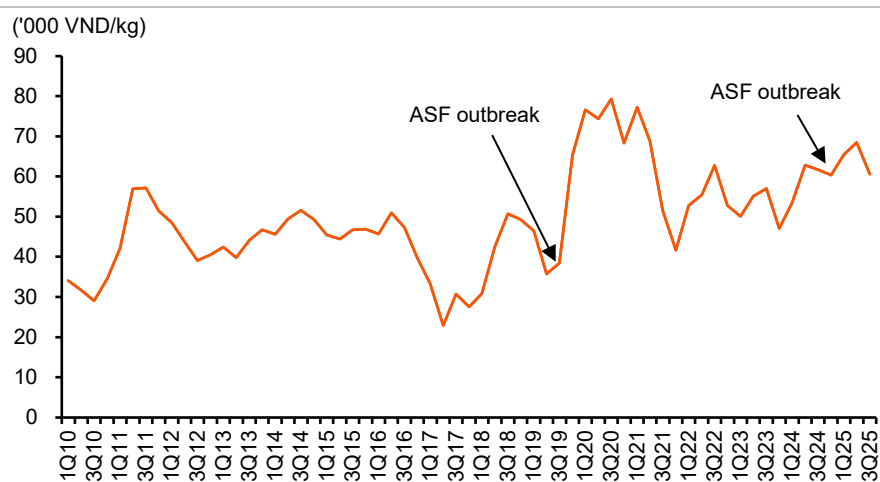
Sources: Company data

Ex 8: Thailand Meat Prices Vs. Thailand's Gross Profit Margin



Source: Company data

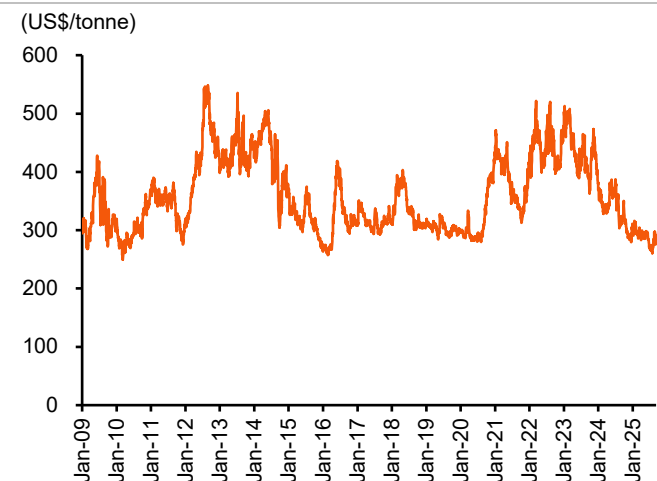
Ex 9: Vietnam Swine Prices



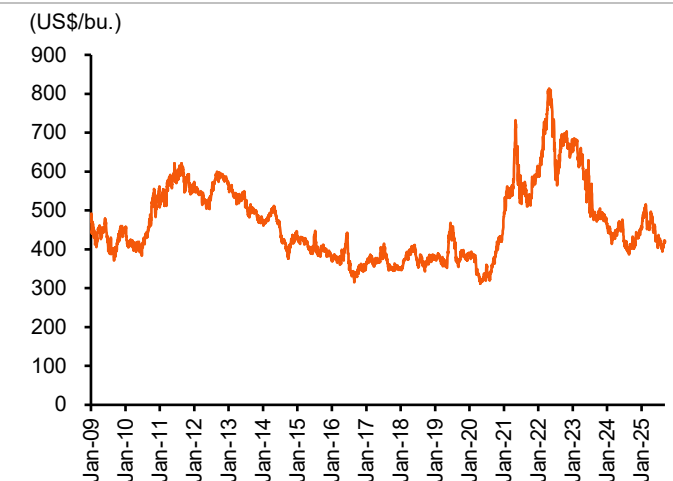
Source: Company data

Ex 10: China Swine Prices

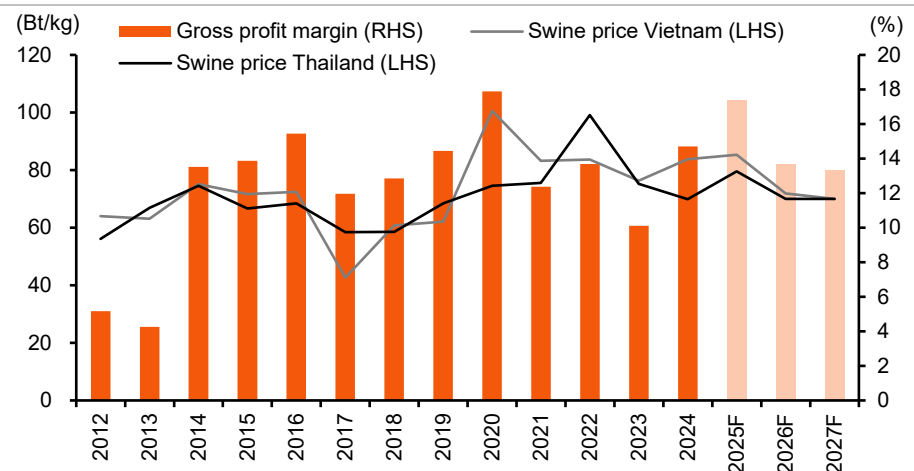
Source: Bloomberg

Ex 11: Soybean Meal Price

Source: Bloomberg

Ex 12: Corn No.2 Yellow

Source: Bloomberg

Ex 13: CPF's Gross Profit Margin Vs. Swine Price

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: 12-month DCF-derived SOTP-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	56,322	56,417	56,890	58,031	58,886	59,692	60,436	61,129	61,492	61,793	62,024	-
Free cash flow	22,147	23,402	23,221	23,920	25,012	25,427	25,000	25,121	25,729	25,568	25,346	579,661
PV of free cash flow	22,086	20,651	19,245	18,622	18,290	17,465	16,127	15,222	14,645	13,670	12,727	291,055
Risk Free (%)	2.5											
Market Risk Premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
Wacc (%)	6.5											
Terminal Growth (%)	2.0											
Enterprise Value	479,804											
Net Debt	409,087											
Minority Interest	49,924											
Equity Value	20,793											
# of Shares	8,414											
Equity Value / Share	2.5											
Investments:												
CPALL @ Bt66 TP	23.6											
MAKRO @ Bt29 TP	2.9											
SOTP at 15% disc. (Bt)	25											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 15: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			25F (%)	26F (%)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (%)	26F (%)
WH Group Ltd	288 HK	Hong Kong	12.4	2.5	74.5	72.6	9.9	9.1	5.5	5.4	0.8	1.1
Tyson Foods Inc	TSN US	USA	32.7	4.9	14.4	13.7	1.1	1.0	7.8	7.8	3.6	3.7
Pilgrim's Pride Corp	PPC US	USA	4.2	(17.5)	8.0	9.6	2.6	2.3	5.6	6.4	19.3	16.0
Hormel Foods Corp	HRL US	USA	(7.8)	6.9	17.2	16.1	1.7	1.6	12.2	11.4	4.6	4.9
BRF SA	BRFS3 BZ	Brazil	(15.9)	(26.5)	10.1	13.7	1.9	1.8	4.5	4.9	7.0	3.9
JBS SA	JBSS3 BZ	Brazil	na	(39.7)	na	na	na	na	na	na	na	na
Marfrig Global Foods SA	MRFG3 BZ	Brazil	(120.9)	31.7	na	na	14.1	na	6.3	6.5	10.4	3.1
Average			(68.4)	(11.5)	10.1	13.7	8.0	1.8	5.4	5.7	8.7	3.5
Feed Mills												
Japfa Comfeed	JPFA IJ	Indonesia	10.2	8.8	7.4	6.8	1.3	1.1	5.7	5.2	5.8	6.3
Charoen Pok Indo	CPIN IJ	Indonesia	26.8	9.4	19.1	17.4	2.4	2.3	11.3	10.7	2.7	3.0
Universal Robina	URC PM	Philippines	9.5	7.3	12.4	11.5	1.3	1.2	7.4	6.9	5.5	5.7
Average			15.5	8.5	12.9	11.9	1.6	1.5	8.1	7.6	4.7	5.0
Thailand												
Asian Sea Corp	ASIAN TB	Thailand	(29.1)	1.3	9.5	9.4	0.9	0.8	5.5	5.4	5.5	5.5
Betagro	BTG TB	Thailand	na	(36.3)	4.8	7.6	1.1	1.0	4.1	5.4	7.8	4.9
GFPT	GFPT TB	Thailand	12.1	(1.0)	5.7	5.7	0.6	0.5	4.1	4.0	2.6	2.6
Thaifoods Group	TFG TB	Thailand	165.2	(25.1)	4.0	5.3	1.4	1.3	2.9	3.5	12.1	9.1
Carabao Group Pcl	CBG TB *	Thailand	17.2	21.4	17.6	14.5	3.8	3.3	11.7	10.0	2.8	3.8
Charoen Pokphand Foods	CPF TB *	Thailand	55.2	(34.9)	6.8	10.4	0.8	0.7	7.5	9.5	6.6	4.3
i-Tail Corporation Pcl	ITC TB *	Thailand	(18.1)	15.3	14.8	12.9	1.9	1.9	10.6	9.1	5.7	6.6
KCG Corporation Pcl	KCG TB *	Thailand	22.5	11.4	9.6	8.6	1.5	1.4	7.0	6.3	5.8	6.4
MK Restaurant Group	M TB *	Thailand	(8.1)	0.4	19.8	19.7	2.0	1.9	5.7	5.6	4.8	4.9
Osotspa Pcl	OSP TB *	Thailand	4.9	7.8	17.8	16.5	3.5	3.5	11.4	10.7	6.1	6.0
R&B Food Supply Pcl.	RBF TB *	Thailand	3.8	2.0	16.0	15.7	1.6	1.6	8.1	7.7	4.3	4.3
SAPPE Pcl	SAPPE TB *	Thailand	(30.0)	(6.4)	11.6	12.4	2.1	2.0	7.4	7.7	4.3	4.0
Srinanaporn Marketing	SNNP TB *	Thailand	3.3	6.1	13.9	13.1	2.8	2.7	9.6	8.8	6.4	6.7
Taokaenoi Food & Marketing	TKN TB *	Thailand	(32.3)	14.6	15.1	13.2	3.6	3.4	10.8	8.9	5.5	6.3
Thai Union Group Pcl	TU TB *	Thailand	(9.6)	(1.2)	12.9	13.1	1.2	1.1	9.5	9.1	4.6	4.5
Average			11.2	(1.7)	12.0	11.9	1.9	1.8	7.7	7.5	5.7	5.3
Average			4.7	(1.5)	14.9	14.8	2.7	2.1	7.6	7.4	6.0	5.3

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 15 September 2025 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

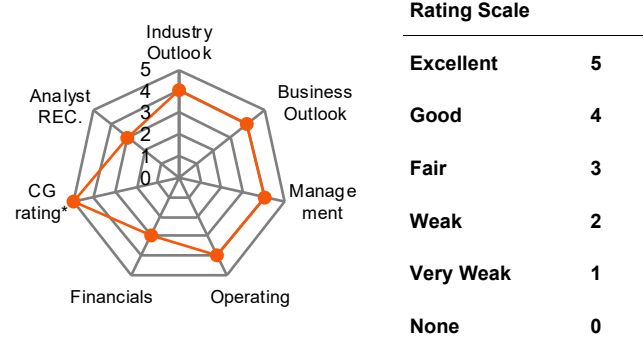
S — Strength

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

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ
- มีโอกาสเติบโตในตลาดผลิตภัณฑ์อาหารพร้อมรับประทาน

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- รว 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)	28.31	25.00	-12%
Net profit 25F (Bt m)	30,027	29,390	-2%
Net profit 26F (Bt m)	25,349	19,136	-25%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 7	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราอยู่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ Bloomberg Consensus ประมาณ 12% ซึ่งเราประมาณการกำไรไว้ต่ำกว่า
- เราเชื่อว่าสาเหตุหลักที่ทำให้กำไรสุทธิปี 2026F ของเราต่ำกว่า เป็นเพราะเราตั้งสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นไว้ต่ำกว่า

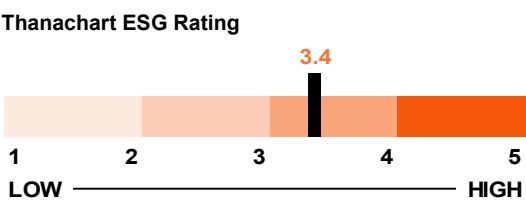
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการของเรา คือถ้าราคาเนื้อสัตว์ในไทยไม่ฟื้นตัวขึ้นเหนือระดับต้นทุนได้
- มี upside จากผลประกอบการในธุรกิจต่างประเทศของ CPF โดยเฉพาะในเวียดนาม และจีน หาก CPF มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าคาดในประเทศดังกล่าว จะส่งผลทางบวกต่อประมาณการของเรา
- เนื่องจากยอดส่งออกและยอดขายในต่างประเทศคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 60% ของยอดขายรวมของ CPF บริษัทฯ จึงมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

CPF ดำเนินธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมและอาหารแบบครบวงจร โดยมีพันธกิจในการสร้างความมั่นคงทางอาหารอย่างยั่งยืนตลอดห่วงโซ่คุณค่า บริษัทมุ่งมั่นที่จะสร้างคุณค่าร่วมกันระหว่างธุรกิจกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้อง



	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	AAA	YES	BB	68.52	61.43	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
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">CPF เลิกใช้ถ่านหินในการดำเนินงานในปี 2022 โดยการทดแทนถ่านหินด้วยพลังงานชีวมวล สัดส่วนการใช้พลังงานทดแทนคิดเป็นประมาณ 30% ของการใช้พลังงานทั้งหมดของ CPF การดำเนินการดังกล่าวมีส่วนช่วยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้มากกว่า 600,000 ตันเทียบเท่าคาร์บอนไดออกไซด์ ในความพยายามของบริษัทที่จะบรรลุเป้าหมาย Net-Zero ภายในปี 2050เป้าหมายปี 2025 คือการบรรลุความเป็นเลิศด้านสภาพอากาศ น้ำ และของเสีย ผ่าน; 1) การปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อหน่วยการผลิตลดลง 42% ภายในปี 2030 เมื่อเทียบกับปีฐาน 2) ไม่มีของเสียจากภาคอุตสาหกรรมและเกษตรอุตสาหกรรมที่ถูกนำไปฝังกลบหรือเผาทำลายภายในปี 2030 3) ลดการใช้น้ำต่อหน่วยการผลิตลง 30% ภายในปี 2025 เมื่อเทียบกับปีฐาน 2015
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขอนามัยและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">เป้าหมายของ CPF คือการสร้างผลลัพธ์เชิงบวกทางสังคมต่อชีวิตของพนักงานและบุคคลทั่วไปตลอดห่วงโซ่คุณค่าของบริษัทบริษัทฯ ตั้งเป้าหมายในปี 2030 1) ดำเนินการตรวจสอบด้านสิทธิมนุษยชน 100% ทุกๆ 3 ปี รวมถึงการประเมินความเสี่ยง และการประเมินผลกระทบในพื้นที่ที่มีความเสี่ยงสูงจากการดำเนินงานของตนเอง (มีความก้าวหน้าแล้ว 40% ในปี 2021) 2) จัดให้มีการศึกษาและฝึกอบรมสำหรับพนักงานรวม 3 ล้านชั่วโมง (ความคืบหน้า 72%) และ 3) ยกระดับคุณภาพชีวิตของประชาชน 3,000,000 คน ในชุมชนที่เกี่ยวข้องกับกิจกรรมทางธุรกิจของบริษัท (ความคืบหน้า 53%)ในด้านความมั่นคงทางอาหาร บริษัทฯ ได้ยึดถือแนวคิดการจัดหาวัตถุดิบอย่างยั่งยืน โดยให้ความสำคัญทั้งในมิติทางสังคมและสิ่งแวดล้อม โดยบริษัทฯ ตั้งเป้าให้สามารถตรวจสอบย้อนกลับวัตถุดิบหลักได้ครบ 100% ภายในปี 2030 เทียบกับความสำเร็จที่ทำได้ 43% ในปี 2024
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">คณะกรรมการบริษัทประกอบด้วยกรรมการทั้งหมด 15 คน โดยในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 5 คน และมีนายสุกิต เจียรนวนนท์ ซึ่งเป็นสมาชิกในครอบครัว ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทCPF ได้ประกาศนโยบายการจ้างแบบแอส เพื่อเปิดโอกาสให้พนักงาน ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และบุคคลภายนอกสามารถรายงานการกระทำผิด หรือยื่นเรื่องร้องเรียนได้บริษัทฯ ดำเนินการตรวจสอบการปฏิบัติตามนโยบายต่อต้านการทุจริตเป็นประจำ พร้อมทั้งทบทวนแนวปฏิบัติและข้อกำหนดในการดำเนินงานให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ กฎระเบียบ และข้อกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

We expect 2025F to be a record year for profit

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	585,844	580,747	578,901	589,434	604,214
Cost of sales	529,322	495,966	478,960	508,676	523,523
Gross profit	56,522	84,781	99,941	80,758	80,691
% gross margin	9.6%	14.6%	17.3%	13.7%	13.4%
Selling & administration expenses	51,381	50,434	50,346	51,035	52,077
Operating profit	5,141	34,347	49,594	29,723	28,614
% operating margin	0.9%	5.9%	8.6%	5.0%	4.7%
Depreciation & amortization	25,121	32,028	31,294	32,657	33,947
EBITDA	30,262	66,375	80,888	62,380	62,561
% EBITDA margin	5.2%	11.4%	14.0%	10.6%	10.4%
Non-operating income	8,514	4,882	4,133	3,888	3,395
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(25,506)	(24,575)	(23,659)	(22,159)	(21,191)
Pre-tax profit	(11,851)	14,654	30,069	11,452	10,818
Income tax	600	5,673	12,028	4,581	4,327
After-tax profit	(12,451)	8,981	18,041	6,871	6,491
% net margin	-2.1%	1.5%	3.1%	1.2%	1.1%
Shares in affiliates' Earnings	4,590	12,699	13,499	15,090	17,252
Minority interests	(2,676)	(2,741)	(2,150)	(2,826)	(4,826)
Extraordinary items	5,330	619	0	0	0
NET PROFIT	(5,207)	19,558	29,390	19,136	18,918
Normalized profit	(10,538)	18,939	29,390	19,136	18,918
EPS (Bt)	(0.6)	2.3	3.5	2.3	2.2
Normalized EPS (Bt)	(1.3)	2.3	3.5	2.3	2.2

BALANCE SHEET

Cautious investments

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	209,116	200,060	203,519	206,340	207,427
Cash & cash equivalent	26,136	24,944	25,000	25,000	25,000
Account receivables	42,351	40,674	41,237	41,987	43,040
Inventories	69,508	64,771	65,611	69,682	71,716
Others	71,121	69,671	71,671	69,671	67,671
Investments & loans	280,499	289,789	289,789	289,789	289,789
Net fixed assets	265,144	255,585	251,295	245,777	239,105
Other assets	132,459	131,290	129,599	128,714	126,629
Total assets	887,218	876,724	874,202	870,619	862,949
LIABILITIES:					
Current liabilities:	259,463	263,334	252,209	234,136	224,768
Account payables	36,527	34,840	32,805	34,841	35,858
Bank overdraft & ST loans	144,994	132,463	125,885	120,991	114,201
Current LT debt	48,014	65,146	60,099	44,433	41,939
Others current liabilities	29,928	30,885	33,419	33,872	32,770
Total LT debt	286,740	260,642	248,102	251,786	237,656
Others LT liabilities	55,981	59,525	59,354	59,794	60,441
Total liabilities	602,185	583,500	559,666	545,716	522,864
Minority interest	45,617	47,183	49,924	52,075	56,900
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	8,414	8,414	8,414	8,414	8,414
Share premium	59,626	59,626	59,626	59,626	59,626
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	48,091	36,877	36,877	36,877	36,877
Retained earnings	123,286	141,124	159,694	167,912	178,267
Shareholders' equity	239,416	246,041	264,611	272,829	283,184
Liabilities & equity	887,218	876,724	874,202	870,619	862,949

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Strong FCF

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	(11,851)	14,654	30,069	11,452	10,818
Tax paid	(1,295)	(4,516)	(12,620)	(4,244)	(4,416)
Depreciation & amortization	25,121	32,028	31,294	32,657	33,947
Chg In working capital	5	4,727	(3,437)	(2,786)	(2,070)
Chg In other CA & CL / minorities	4,622	12,602	15,217	16,531	18,240
Cash flow from operations	16,602	59,495	60,523	53,610	56,518
Capex	(6,200)	(14,706)	(19,500)	(19,500)	(19,500)
Right of use	(5,638)	(7,168)	(6,282)	(5,973)	(6,059)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(510)	(9,289)	0	0	0
Adj for asset revaluation	(15,444)	(11,211)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	4,640	4,360	299	(341)	1,016
Cash flow from investments	(23,152)	(38,014)	(25,483)	(25,814)	(24,543)
Debt financing	(4,279)	(20,950)	(24,164)	(16,878)	(23,413)
Capital increase	(1,419)	0	(0)	0	0
Dividends paid	(3,566)	(4,742)	(10,820)	(10,918)	(8,562)
Warrants & other surplus	9,001	3,019	0	0	0
Cash flow from financing	(264)	(22,673)	(34,983)	(27,796)	(31,975)
Free cash flow	10,403	44,789	41,023	34,110	37,018

VALUATION

*Fairly valued in our view,
with good dividend yield
support*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	na	10.5	6.8	10.4	10.5
Normalized PE - at target price (x)	na	11.1	7.2	11.0	11.1
PE (x)	na	10.2	6.8	10.4	10.5
PE - at target price (x)	na	10.8	7.2	11.0	11.1
EV/EBITDA (x)	21.6	9.5	7.5	9.5	9.1
EV/EBITDA - at target price (x)	21.9	9.7	7.7	9.7	9.3
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
P/CFO (x)	12.0	3.4	3.3	3.7	3.5
Price/sales (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	0.0	4.2	6.6	4.3	4.3
FCF Yield (%)	5.2	22.5	20.6	17.1	18.6
(Bt)					
Normalized EPS	(1.3)	2.3	3.5	2.3	2.2
EPS	(0.6)	2.3	3.5	2.3	2.2
DPS	0.0	1.0	1.6	1.0	1.0
BV/share	28.5	29.2	31.5	32.4	33.7
CFO/share	2.0	7.1	7.2	6.4	6.7
FCF/share	1.2	5.3	4.9	4.1	4.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Strong earnings in 2025F
look hard to beat*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(4.6)	(0.9)	(0.3)	1.8	2.5
Net profit (%)	na	na	50.3	(34.9)	(1.1)
EPS (%)	na	na	50.3	(34.9)	(1.1)
Normalized profit (%)	na	na	55.2	(34.9)	(1.1)
Normalized EPS (%)	na	na	55.2	(34.9)	(1.1)
Dividend payout ratio (%)	0.0	43.0	45.0	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	9.6	14.6	17.3	13.7	13.4
Operating margin (%)	0.9	5.9	8.6	5.0	4.7
EBITDA margin (%)	5.2	11.4	14.0	10.6	10.4
Net margin (%)	(2.1)	1.5	3.1	1.2	1.1
D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
Interest coverage - EBIT (x)	0.2	1.4	2.1	1.3	1.4
Interest coverage - EBITDA (x)	1.2	2.7	3.4	2.8	3.0
ROA - using norm profit (%)	na	2.1	3.4	2.2	2.2
ROE - using norm profit (%)	na	7.8	11.5	7.1	6.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	3.7	7.1	2.6	2.3
- asset turnover (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	na	6.8	9.3	5.7	5.3
- leverage (x)	3.7	3.6	3.4	3.2	3.1
- interest burden (%)	(86.8)	37.4	56.0	34.1	33.8
- tax burden (%)	na	61.3	60.0	60.0	60.0
WACC (%)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
ROIC (%)	0.7	3.0	4.4	2.6	2.6
NOPAT (Bt m)	5,141	21,051	29,757	17,834	17,168
invested capital (Bt m)	693,028	679,348	673,698	665,038	651,980

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 redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none 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	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: 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 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.

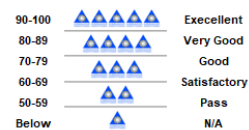
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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 “หุ้นกู้” ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 4/2568 ชุดที่ 1-3 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, 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, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวีสร่า สุวรรณอำไพ rawisara.suw@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล 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

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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