

## 4Q23 ถ้าไม่รวมรายการพิเศษยังคงขาดทุน

เราคาดว่า CPF จะรายงานกำไรสุทธิ 131 ล้านบาท มีกำไรครั้งแรกในรอบปี แต่มาจากรายการพิเศษอย่างการขายเงินลงทุนในธุรกิจไก่ที่ประเทศจีนเข้ามาประมาณ 3,000 ล้านบาท หากไม่รวมรายการดังกล่าวจะยังขาดทุนอีกกว่า 2,800 ล้านบาท ยังคงได้รับผลกระทบจากราคาสุกรที่ยืนในระดับต่ำ รวมถึงเป็นช่วง Low Seasons ของธุรกิจสัตว์น้ำด้วย ทั้งนี้เราคาดว่าในปี 24 ผลประกอบการจะฟื้นตัวได้หลังจากราคาสุกรเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ต้นปี แต่ยังคงติดตามถึงความการบริโภคที่จะฟื้นตัวได้มากน้อยเพียงใดหลังจากภาครัฐทยอยออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจออกมา ทั้งนี้เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” เพราะมองว่าธุรกิจได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว แต่แนะนำให้เก็บกำไรระยะสั้นๆ เท่านั้น เพราะยังต้องติดตามราคาเนื้อสัตว์ต่ออย่างใกล้ชิด โดยประเมินมูลค่าพื้นฐานที่ 25.6 บาท (0.9XPER'24E)

### 4Q23 จะกำไรแต่มาจากรายการพิเศษ

- เราคาดว่า 4Q23 CPF จะรายงานกำไรสุทธิ 131 ล้านบาทลดลง 93%YoY แต่พลิกจากที่ขาดทุน 1,811 ล้านบาทใน 3Q23 โดยเกิดจากการกลับรายการส่วนของผู้ถือหุ้นในบริษัทไก่ในประเทศจีนที่ CPP (บริษัทย่อยที่ CPF ถืออยู่ 75%) ขายให้กับกลุ่ม CP ไปในเดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา หากไม่รวมรายการดังกล่าวจะขาดทุน 2,869 ล้านบาท
- รายได้คาดอยู่ที่ 142,014 ล้านบาท (-11%YoY, -2%QoQ) เป็นไปตามแนวโน้มราคาเนื้อสัตว์ที่ลดลงทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นสุกรในประเทศ (-39%YoY, -4%QoQ) ราคาไก่ในประเทศ (-15%YoY, +3%QoQ) ราคาสุกรที่เวียดนาม (-11%YoY, -18%QoQ) รวมถึงเป็นช่วง Low Seasons ของธุรกิจสัตว์น้ำด้วย
- กำไรขั้นต้นคาดว่าจะเหลือ 10.6% จาก 11% ใน 4Q22 และ 10.8% ใน 3Q23 สาเหตุหลักจากราคาในประเทศที่ลดลงแม้ว่าต้นทุนจะลดลงบ้างก็ตาม แต่ทาง CPF ยังมีสต็อกราคาสูงเหลืออยู่ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารคาดที่ 13,491 ล้านบาท (-10%YoY, -4%QoQ)
- ส่วนแบ่งจากบริษัทร่วมคาดรับรู้กำไรเข้ามา 844 ล้านบาท (-67%YoY เพราะธุรกิจสุกรที่ยืนยังคงขาดทุน) แต่ +60%QoQ จากผลประกอบการของ CPALL ที่ฟื้นตัวตามภาคการท่องเที่ยว
- รวมทั้งปีเราคาดว่า CPF จะขาดทุน 5,197 ล้านบาท จากที่มีกำไร 13,970 ล้านบาทในปี 22 (แต่ถ้าไม่รวมรายการพิเศษจะขาดทุนกว่า 13,374 ล้านบาท)

### ต้นปีราคาสุกรฟื้น แต่ยังคงลู่

สำหรับแนวโน้มในปี 24 นับตั้งแต่ต้นปีราคาเนื้อสัตว์ในประเทศเริ่มเห็นการฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องล่าสุดราคาสุกรอยู่ที่ระดับ 70 บาท/กก. แล้ว แต่ส่วนหนึ่งเป็นผลจากความต้องการช่วงใกล้ตรุษจีน ทำให้ยังต้องรอดูว่าราคาจะยืนระยะได้หรือไม่ ทั้งนี้สิ่งที่ต้องติดตามเพิ่มคือหลังภาครัฐทยอยออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจะช่วยเพิ่มความต้องการบริโภคได้มากน้อยเพียงใด อย่างไรก็ตามผลประกอบการคาดว่าจะพลิกมา มีกำไรสุทธิได้ส่วนหนึ่งมาจากส่วนแบ่งของ CPALL ที่ประเมินว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นมาสูงกว่า 21,000 ล้านบาทได้

### ระยะสั้นแนะนำ “ซื้อ”

คำแนะนำการลงทุนเรายังคงแนะนำ “ซื้อ” เก็งกำไรเท่านั้น เพราะแม้ว่าผลประกอบการจะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในปี 23 แต่ราคาเนื้อสัตว์ที่เพิ่มขึ้นยังมีความเสี่ยงหลังตรุษจีน ที่อาจจะกระทบกับผลประกอบการช่วง 1Q24 ได้ โดยประเมินมูลค่าเหมาะสมที่ 25.6 บาท (0.9XPBV'24E)

## BUY

Fair price: Bt 25.6

Upside (Downside): +44%

### Key Statistics

Bloomberg Ticker	CPF TB
Market Cap. (Bt m)	149,762
Current Price (Bt)	17.8
Shares issued (mn)	8,414
Par value (Bt)	1.00
52 Week high/low (Bt)	24.0/17.0
Foreign limit/ actual (%)	40/23.64
NVDR Shareholders (%)	7.2
Free float (%)	46.3
Number of retail holders	94,585
Dividend policy (%)	50
Industry	Agro & Food
Sector	Food & Beverage
First Trade Date	21 Dec 1987
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	Certified
SET ESG Ratings	AAA

### Major Shareholders

9 May 2023

Charoen Pokphand Group	25.0
UBS AG Hong Kong Branch	10.4
Thai NVDR Company Limited	6.9
Charoen Pokphand Holding Co.,Ltc	6.3
Charoen Pokphand Food PCL.	2.9
Charoen Pokphand Holding Co.,Ltc	8.3

### Key Financial Summary

Year End (Dec.)	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue (Bt m)	512,704	614,197	580,539	630,806
Net Profit (Bt m)	13,028	13,970	-5,197	6,177
NP Growth (%)	-50%	7%	N.M.	-219%
EPS (Bt)	1.56	1.69	N.M.	0.65
PER (x)	17.6	14.9	N.M.	27.3
BPS (Bt)	33.6	34.8	33.7	34.1
PBV (x)	0.8	0.7	0.6	0.5
DPS (Bt)	0.7	0.8	0.0	0.3
Div. Yield (%)	2.4%	3.0%	0.0%	1.5%
ROA (%)	1.5%	1.5%	-0.6%	0.7%
ROE (%)	4.5%	4.7%	-1.8%	2.2%

Source: Pi Estimated

Analyst: Dome Kunprayoosawad

Registration No.10196

Email: dome.ku@pi.financial

## Earnings preview

(Bt m)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	%QoQ	%YoY
Revenue	159,048	143,781	150,246	144,498	142,014	(1.7)	(10.7)
Cost of sales	(141,569)	(128,202)	(133,750)	(128,940)	(126,904)	(1.6)	(10.4)
<b>Gross profit</b>	<b>17,479</b>	<b>15,579</b>	<b>16,496</b>	<b>15,558</b>	<b>15,109</b>	(2.9)	(13.6)
SG&A	(14,928)	(12,787)	(13,868)	(14,079)	(13,491)	(4.2)	(9.6)
Other (exp)/inc							
<b>EBIT</b>	<b>2,551</b>	<b>2,792</b>	<b>2,627</b>	<b>1,479</b>	<b>1,618</b>	9.4	(36.6)
Finance cost	(6,035)	(6,068)	(6,157)	(6,377)	(6,377)	-	5.7
Other inc/(exp)	1,542	1,151	1,245	1,124	1,231	9.5	(20.1)
<b>Earnings before taxes</b>	<b>(1,941)</b>	<b>(2,125)</b>	<b>(2,285)</b>	<b>(3,774)</b>	<b>(3,528)</b>	(6.5)	81.7
Income tax	748	(259)	145	382	242	(36.7)	(67.7)
<b>Earnings after taxes</b>	<b>(1,193)</b>	<b>(2,384)</b>	<b>(2,140)</b>	<b>(3,393)</b>	<b>(3,287)</b>	(3.1)	N.M.
Equity income	2,580	(1,088)	(893)	528	844	59.9	(67.3)
Minority interest	(46)	79	(526)	(602)	(426)	(29.2)	N.M.
<b>Earnings from cont. operatio</b>	<b>1,340</b>	<b>(3,393)</b>	<b>(3,559)</b>	<b>(3,467)</b>	<b>(2,869)</b>	(17.3)	N.M.
Forex gain/(loss) & unusual items	471	667	2,767	1,656	3,000	81.2	536.5
<b>Net profit</b>	<b>1,812</b>	<b>(2,725)</b>	<b>(792)</b>	<b>(1,811)</b>	<b>131</b>	N.M.	(92.7)
EBITDA	7,931	8,893	8,589	7,705	6,987	(9.3)	(11.9)
Recurring EPS (Bt)	0.16	(0.39)	(0.41)	(0.40)	(0.33)	(17.3)	N.M.
Reported EPS (Bt)	0.21	(0.32)	(0.09)	(0.21)	0.02	(107.3)	N.M.
<b>Profits (%)</b>	<b>4Q22</b>	<b>1Q23</b>	<b>2Q23</b>	<b>3Q23</b>	<b>4Q23E</b>	<b>chg QoQ</b>	<b>chg YoY</b>
Gross margin	11.0	10.8	11.0	10.8	10.6	(0.1)	(0.4)
Operating margin	1.6	1.9	1.7	1.0	1.1	0.1	(0.5)
Net margin	1.1	(1.9)	(0.5)	(1.3)	0.1	1.3	(1.0)

Source : Company Data, Pi Research

# Stock Update

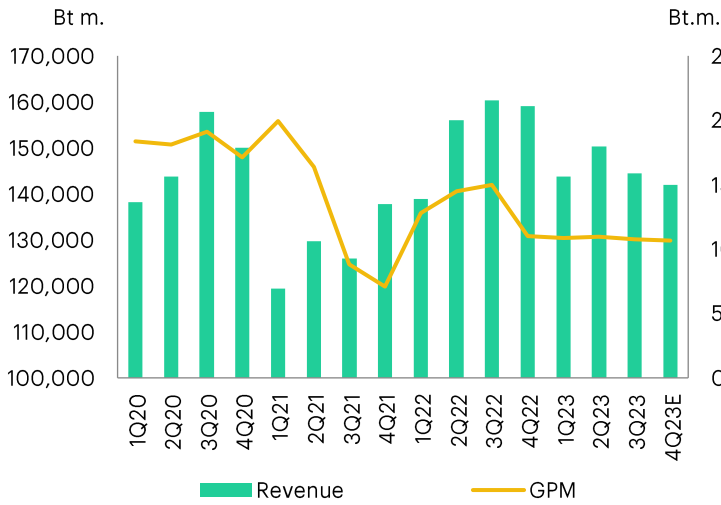


25 JAN 2024

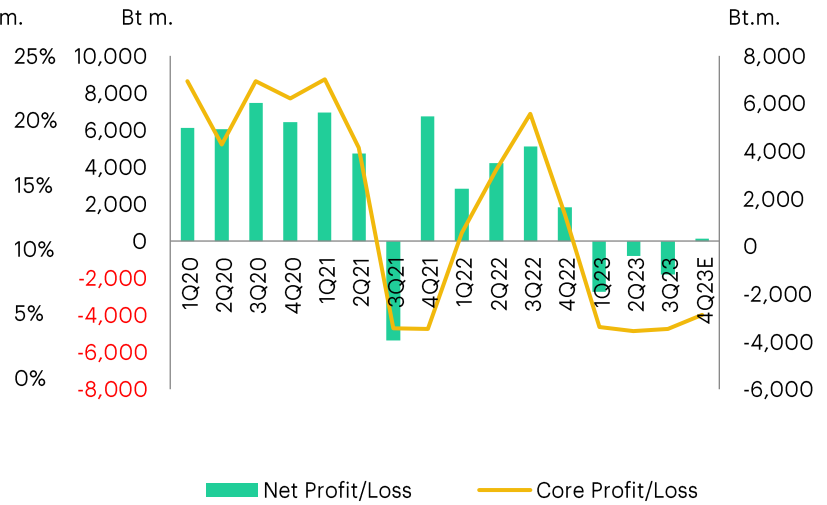
CPF

Charoen Pokphand Foods PCL

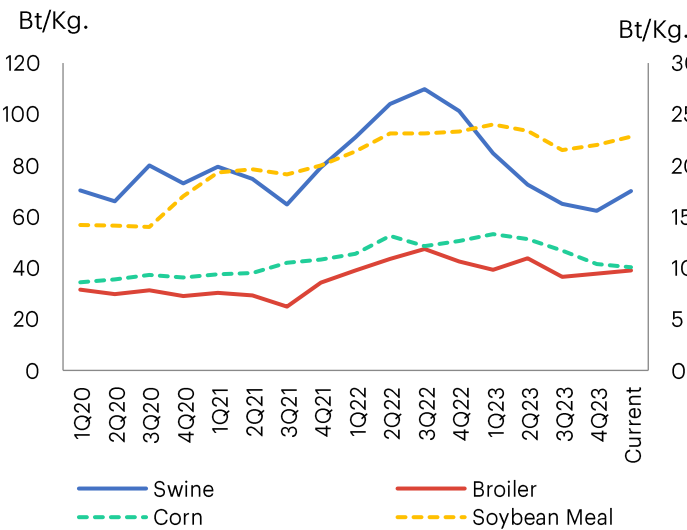
## รายได้และอัตรากำไรขั้นต้นรายไตรมาส



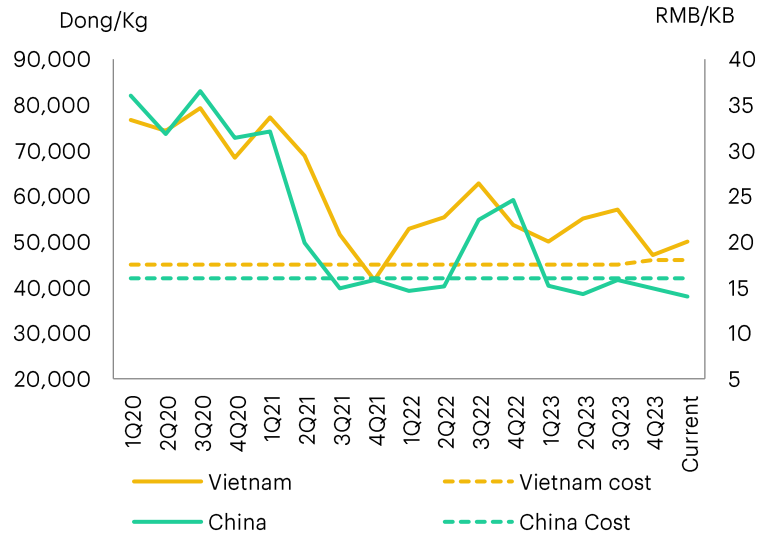
## กำไรสุทธิรายไตรมาส



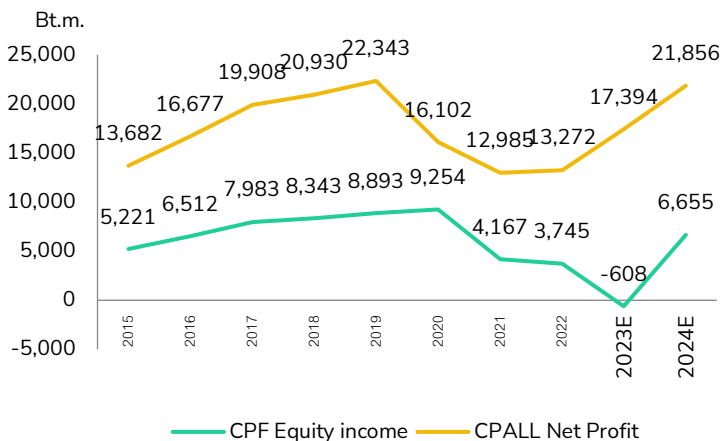
## ราคาสินค้าและต้นทุนหลักในประเทศ



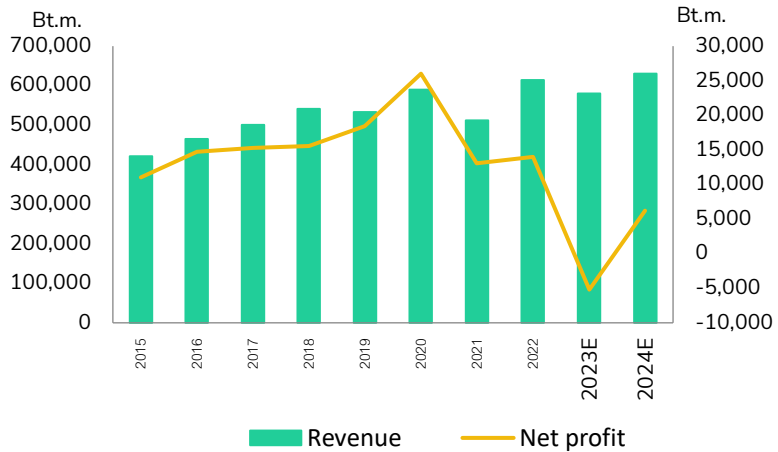
## ราคาสุกรและต้นทุนที่เวียดนามและจีน



## ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนและกำไรของ CPALL



## รายได้ละกำไร (ขาดทุน) สุทธิรายปี



Source: Pi research, company data

## Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2021	2022	2023E	2024E
Cash & equivalents	40,280	36,215	22,183	30,942
Accounts receivable	38,471	43,221	40,638	44,156
Inventories	73,431	83,080	78,373	82,005
Other current assets	64,368	70,703	69,052	69,678
<b>Total current assets</b>	<b>216,550</b>	<b>233,219</b>	<b>210,245</b>	<b>226,781</b>
Invest. in subs & others	265,874	272,055	272,055	272,055
Fixed assets - net	263,516	312,545	313,350	313,251
Other assets	99,304	109,168	107,597	107,307
<b>Total assets</b>	<b>845,244</b>	<b>926,987</b>	<b>903,247</b>	<b>919,394</b>
Short-term debt	133,916	188,473	164,984	180,398
Accounts payable	44,372	50,964	48,185	52,357
Other current liabilities	25,471	27,389	25,544	27,755
<b>Total current liabilities</b>	<b>203,759</b>	<b>266,825</b>	<b>238,712</b>	<b>260,510</b>
Long-term debt	330,701	332,081	353,379	343,442
Other liabilities	21,264	28,085	27,146	28,705
<b>Total liabilities</b>	<b>555,724</b>	<b>626,991</b>	<b>619,238</b>	<b>632,657</b>
Paid-up capital	8,611	8,611	8,611	8,611
Premium-on-share	57,299	57,299	57,299	57,299
Others	21,699	52,289	44,949	44,949
Retained earnings	129,693	137,854	129,207	131,935
Non-controlling interests	72,050	43,791	43,791	43,791
<b>Total equity</b>	<b>289,352</b>	<b>299,844</b>	<b>283,857</b>	<b>286,584</b>
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>845,075</b>	<b>926,835</b>	<b>903,095</b>	<b>919,241</b>

Income Statement (Bt m)	2021	2022	2023E	2024E
Revenue	512,704	614,197	580,539	630,806
Cost of goods sold	(446,815)	(532,324)	(517,798)	(551,967)
<b>Gross profit</b>	<b>65,890</b>	<b>81,873</b>	<b>62,741</b>	<b>78,839</b>
SG&A	(50,880)	(55,001)	(54,226)	(56,773)
Other income / (expense)				
<b>EBIT</b>	<b>15,009</b>	<b>26,872</b>	<b>8,516</b>	<b>22,066</b>
Depreciation	21,244	23,483	23,846	24,751
<b>EBITDA</b>	<b>45,300</b>	<b>60,476</b>	<b>36,506</b>	<b>58,383</b>
Finance costs	(17,347)	(21,045)	(25,668)	(25,021)
Other income / (expense)	4,880	6,376	4,753	4,918
<b>Earnings before taxes (EBT)</b>	<b>2,542</b>	<b>12,203</b>	<b>(12,399)</b>	<b>1,963</b>
Income taxes	(2,176)	(5,492)	1,109	(1,860)
<b>Earnings after taxes (EAT)</b>	<b>366</b>	<b>6,710</b>	<b>(11,291)</b>	<b>104</b>
Equity income	4,167	3,745	(608)	6,647
Non-controlling interests	(1,050)	(454)	(1,475)	(1,262)
<b>Core Profit</b>	<b>3,482</b>	<b>10,001</b>	<b>(13,374)</b>	<b>5,490</b>
FX Gain/Loss & Extraordinary items	9,546	3,968	8,177	687
<b>Net profit</b>	<b>13,028</b>	<b>13,970</b>	<b>(5,197)</b>	<b>6,177</b>
EPS (Bt)	1.56	1.69	(0.74)	0.65

Cashflow Statement (Bt m)	2021	2022	2023E	2024E
CF from operation	6,420	33,544	24,685	30,440
CF from investing	(22,705)	(25,723)	(19,073)	(19,056)
CF from financing	(4,064)	(11,557)	(19,645)	(2,625)
Net change in cash	(20,349)	(3,736)	(14,032)	8,759

Valuation	2021	2022	2023E	2024E
EPS (Bt)	1.56	1.69	(0.74)	0.65
Core EPS (Bt)	0.40	1.16	(1.59)	0.65
DPS (Bt)	0.65	0.75	-	0.26
BVPS (Bt)	33.6	34.8	33.7	34.1
EV per share (Bt)	76.7	81.5	79.7	76.4
PER (x)	17.6	14.9	N.M.	27.3
Core PER (x)	67.8	21.7	N.M.	27.3
PBV (x)	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	14.6	11.6	18.4	11.0
Dividend Yield (%)	2.4	3.0	-	1.5

Profitability Ratios (%)	2021	2022	2023E	2024E
Gross profit margin	12.9	13.3	10.8	12.5
EBITDA margin	8.8	9.8	6.3	9.3
EBIT margin	2.9	4.4	1.5	3.5
Net profit margin	2.5	2.3	(0.9)	1.0
ROA	1.5	1.5	(0.6)	0.7
ROE	4.5	4.7	(1.8)	2.2

Financial Strength Ratios	2021	2022	2023E	2024E
Current ratio (x)	1.1	0.9	0.9	0.9
Quick ratio (x)	0.7	0.6	0.6	0.6
Int.-bearing Debt/Equity (x)	1.6	1.7	1.8	1.8
Net Debt/Equity (x)	1.5	1.6	1.7	1.7
Interest coverage (x)	0.9	1.3	0.3	0.9
Inventory day (days)	60	57	55	54
Receivable day (days)	27	26	26	26
Payable day (days)	36	35	34	35
Cash conversion cycle (days)	51	48	47	45

Growth (% YoY)	2021	2022	2023E	2024E
Revenue	(13.1)	19.8	(5.5)	8.7
EBITDA	(50.4)	33.5	(39.6)	59.9
EBIT	(69.7)	79.0	(68.3)	159.1
Core profit	(85.6)	187.2	N.M.	N.M.
Net profit	(49.9)	7.2	N.M.	N.M.
EPS	(48.4)	8.4	N.M.	N.M.

Source : Company Data, Pi Research

## Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2022

### CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฝาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100	▲▲▲▲▲▲▲▲	Excellent	ดีเลิศ
80-89	▲▲▲▲▲▲	Very Good	ดีมาก
70-79	▲▲▲▲	Good	ดี
60-69	▲▲▲	Satisfactory	ดีพอใช้
50-59	▲	Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

### ความหมายของคำแนะนำ

“ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)  
“ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)  
“ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)  
หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

### IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

### Stock Rating Definition

**BUY** The stock’s total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.  
**HOLD** The stock’s total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.  
**SELL** The stock’s total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock’s expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การขึ้นนำแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้งานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย