

## เจริญโภคภัณฑ์อาหาร

CPF

บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร  
จำกัด (มหาชน)Bloomberg CPF TB  
Reuters CPF.BK

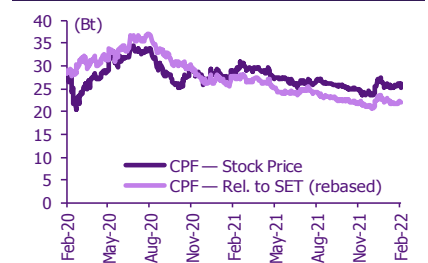
## Tactical: OUTPERFORM

(3-month)

## Stock data

Last close (Feb 28) (Bt)	25.25
Target price (Bt)	31.00
Mkt cap (Btbn)	217.43
Mkt cap (US\$m)	6,661
Beta	M
Mkt cap (%) SET	1.09
Sector % SET	0.53
Shares issued (mn)	8,611
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	31.3 / 23.5
Avg. daily 6m (US\$m)	19.25
Foreign limit / actual (%)	40 / 26
Free float (%)	45.5
Dividend policy (%)	~ 50

## Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

## Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(1.0)	2.6	(12.9)
Relative to SET	(3.7)	(3.2)	(22.5)

Source: SET, SCBS Investment Research

## นักวิเคราะห์

## ศิริมา ดิสราร, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1004  
sirima.dissara@scb.co.th

## 4Q64: กำไรต่ำกว่าคาด เพราะอัตรากำไรขั้นต้นอ่อนแอ

CPF รายงานกำไรสุทธิ 6.7 พันลบ. ใน 4Q64 +5% YoY และฟื้นตัวจากขาดทุนสุทธิ 5.4 พันลบ. ใน 3Q64 กำไรสุทธิออกมาต่ำกว่าคาดเพราะอัตรากำไรขั้นต้นอ่อนแอ เราคาดว่ากำไร 1Q65 จะปรับตัวดีขึ้น QoQ โดยจะมีกำไรเล็กน้อย หลักๆ เกิดจากราคาสัตว์ปีกในประเทศไทยที่ดีขึ้น แต่จะลดลง YoY โดยเกิดจากราคาสกรในจีนและเวียดนามที่ลดลง ปัจจุบันหุ้น CPF เทรดที่ discount 10% จากมูลค่าตลาดของ CPALL (สัดส่วนการถือหุ้น 34%) และ MAKRO (สัดส่วนการถือหุ้น 8.85%) เทียบกับ premium เฉลี่ย 12% จากมูลค่าตลาดของ CPALL ในปี 2559-64 เราให้เรตติ้ง OUTPERFORM สำหรับ CPF ด้วยราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565 อ้างอิงวิธี SOTP ที่ 31 บาท

กำไรสุทธิ 4Q64 อยู่ที่ 6.7 พันลบ. +5% YoY และฟื้นตัวจากขาดทุนสุทธิ 5.4 พันลบ. ใน 3Q64 กำไรสุทธิออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 8.9 พันลบ. เพราะอัตรากำไรขั้นต้นอ่อนแอ CPF มีกำไรพิเศษจำนวน 1.16 หมื่นลบ. โดยเกิดจากกำไรจากการแลกเปลี่ยนเงินลงทุนจากธุรกิจ EBT จำนวน 7.8 พันลบ. กำไรจาก MAKRO และ CPALL จากธุรกิจ EBT และการขายเงินลงทุน (สัดส่วนการถือหุ้นของ CPF) จำนวน 1.9 พันลบ. กำไรจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ชีวภาพ (สัดส่วนการถือหุ้นของ CPF) จำนวน 977 ลบ. กำไรจากการขายเงินลงทุน (หลังภาษี) จำนวน 276 ลบ. และกำไรอื่นๆ 628 ลบ.

ขาดทุนปกติ 4Q64 อยู่ที่ 4.9 พันลบ. พลิกจากกำไรปกติ 6.4 พันลบ. ใน 4Q63 แต่ดีกว่าขาดทุนปกติ 5.1 พันลบ. ใน 3Q64 ผลประกอบการที่ปรับตัวแย่ง YoY เกิดจากอัตรากำไรขั้นต้นที่อ่อนแอของต้นทุนอาหารสัตว์ในประเทศไทยสูงขึ้น ราคาสกรในเวียดนามที่อ่อนตัวลง และส่วนแบ่งกำไรจาก CTI และ CPALL ที่ลดลง ขณะที่ผลประกอบการที่ปรับตัวดีขึ้น QoQ เกิดจากส่วนแบ่งกำไรจาก CTI CPALL และ MAKRO ที่ดีขึ้น CPF ประกาศจ่ายเงินปันผลงวด 2H64 จำนวน 0.25 บาท/หุ้น (XD วันที่ 5 พ.ค.)

ประเด็นสำคัญจากการประชุม ธุรกิจสัตว์ปีกในประเทศ ใน 1Q65TD ราคาสกรและไก่เนื้อในประเทศอยู่ที่ 97 บาท/กก. (+22% YoY และ +14% QoQ) และ 39 บาท/กก. (+21% YoY และ +10% QoQ) CPF คาดว่าราคาจะยังอยู่ในระดับสูง YoY ในปี 2565 โดยเกิดจากอุปทานที่ตึงตัวอุปสงค์ที่ฟื้นตัวดีขึ้น และต้นทุนอาหารสัตว์สูง แรงงานที่โรงงานแปรรูปไก่กลับคืนมาแล้วที่ 90% ของระดับก่อนเกิด COVID และมีแนวโน้มที่จะกลับสู่ระดับปกติในเดือนมี.ค. ถ้าสงครามในยูเครนยืดเยื้อ ราคาไก่เนื้อส่งออกของไทยจะปรับขึ้นอีก (ยูเครนเป็นผู้ส่งออกไก่เนื้อรายใหญ่อันดับสองให้กับยุโรป) แต่ราคาอาหารสัตว์ทั่วโลกจะสูงขึ้น (รัสเซียและยูเครนเป็นผู้ส่งออกข้าวสาลีและข้าวโพดรายใหญ่ของโลก) ธุรกิจสกรในเวียดนามและจีน ราคาสกรในเวียดนามอยู่ที่ VND55,000/กก. ใน 1Q65TD (-29% YoY แต่ +32% QoQ) ด้วยอุปสงค์ที่ฟื้นตัวดีขึ้น การเปิดประเทศต้อนรับนักท่องเที่ยวต่างชาติในเดือนมี.ค. และต้นทุนอาหารสัตว์สูง CPF จึงคาดว่าราคาสกรในเวียดนามจะทรงตัวอยู่ที่ระดับนี้หรือปรับตัวดีขึ้นในปี 2565 ราคาสกรในจีนอยู่ที่ CNY14/กก. ใน 1Q65TD (-55% YoY และ -14% QoQ) โดยเกิดจากอุปสงค์ที่อ่อนแอหลังเทศกาลตรุษจีน CPF คาดว่าราคาจะปรับตัวดีขึ้นอันเป็นผลมาจากอุปทานที่ลดลงจากผู้ประกอบการรายเล็ก (ราคาต่ำกว่าจุดคุ้มทุน) และอุปสงค์ตามฤดูกาล โดยเฉพาะใน 2H65 ผลกระทบรัสเซีย ยอดขายและสินทรัพย์ในรัสเซียคิดเป็นสัดส่วน 3% ของยอดขายรวม และ 7% ของสินทรัพย์รวม ผลกระทบนับถึงปัจจุบันมีจำกัดเนื่องจากการขายผลิตภัณฑ์สกรและไก่เนื้อ (98% ขายในตลาดภายในประเทศ) ถือเป็นสินค้าจำเป็น และใช้เงินกู้สกุลท้องถิ่น (90% มีอัตราดอกเบี้ยคงที่) ประเทศอื่นๆ CPF วางแผนปรับปรุงการดำเนินงานในอินเดียและสหรัฐฯ (ปรับราคาขึ้นอีกเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนวัตถุดิบและค่าแรงที่สูงขึ้น และออกผลิตภัณฑ์ใหม่เพิ่ม) ซึ่งการดำเนินงานมีผลขาดทุนในปี 2564

## Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Revenue	(Btmn)	589,713	512,704	534,991	544,178	553,593
EBITDA	(Btmn)	82,211	48,820	52,723	53,947	55,208
Core profit	(Btmn)	24,898	515	10,260	13,254	15,449
Reported profit	(Btmn)	26,022	13,028	10,260	13,254	15,449
Core EPS	(Bt)	3.00	(0.01)	1.21	1.59	1.86
DPS	(Bt)	1.00	0.65	0.65	0.65	0.65
P/E, core	(x)	8.4	n.a.	20.8	15.9	13.6
EPS growth, core	(%)	72.4	n.a.	n.a.	31.0	17.3
P/BV, core	(x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE	(%)	10.4	0.2	3.5	4.5	5.1
Dividend yield	(%)	4.0	2.6	2.6	2.6	2.6
FCF yield	(x)	(2.4)	(8.1)	7.3	6.3	7.7
EV/EBIT	(x)	10.5	31.6	25.5	24.5	23.5
EBIT growth, core	(%)	95.9	(63.1)	16.4	2.5	2.5
EV/CE	(x)	3.3	2.7	3.0	2.9	2.9
ROCE	(%)	20.5	2.2	6.4	6.5	6.7
EV/EBITDA	(x)	6.9	12.9	11.2	10.8	10.4
EBITDA growth	(%)	62.7	(40.6)	8.0	2.3	2.3

Source: SCBS Investment Research

**จุดเด่น**

บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) (CPF) เป็นหนึ่งในผู้ประกอบการธุรกิจอาหารสัตว์ ธุรกิจสุกร และธุรกิจกุ้งแบบครบวงจรชั้นนำของโลก บริษัทมีธุรกิจที่หลากหลาย โดยดำเนินกิจการและลงทุนใน 17 ประเทศ และส่งออกผลิตภัณฑ์ของบริษัทไปยังประเทศต่างๆ มากกว่า 40 ประเทศ CPF ดำเนินธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมและอาหาร ได้แก่ สุกร ไก่เนื้อ ไก่ไข่ เบ็ด กุ้ง และปลา กระบวนการผลิตอาหารแบบครบวงจรใช้เทคโนโลยีการผลิตที่ทันสมัย ได้มาตรฐานระดับสากล ใช้ทรัพยากรอย่างเหมาะสมและเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม และสามารถตรวจสอบย้อนกลับได้ทุกขั้นตอน ยอดขาย 37% จากยอดขายทั้งหมดในปี 2564 ได้มาจากประเทศไทย (31% จากตลาดในประเทศ และ 6% จากการส่งออก) และ 63% จากต่างประเทศ (22% จากเวียดนาม, 6% จากจีน)

**แนวโน้มธุรกิจ**

การปรับโครงสร้างธุรกิจและการซื้อกิจการเมื่อไม่นานนี้ ใน 4Q64 หลังจากเสร็จสิ้นการโอนกิจการทั้งหมด (EBT) ระหว่าง Lotus's กับ MAKRO และการเสนอขายหุ้นสามัญของ MAKRO ให้แก่ประชาชนทั่วไป (PO) CPF มีสัดส่วนการถือหุ้น 8.85% ใน MAKRO (เทียบกับ 20% ใน Lotus's ก่อนทำธุรกรรม) เมื่อวันที่ 10 ธ.ค. 2564 บริษัททยอย (CPF ถือหุ้น 76%) ได้เข้าซื้อธุรกิจสุกรในรัสเซีย มูลค่า 1.0 หมื่นลบ. เมื่อถึงกับหมายเหตุประกอบการเงิน ถ้าการซื้อกิจการดังกล่าวเกิดขึ้นในวันที่ 1 ม.ค. 2564 รายได้และกำไรสุทธิของบริษัทจะเพิ่มขึ้นอีก 6.1 พันลบ. (+1.2%) และ 748 ลบ. (+5.7%) เมื่อวันที่ 18 ม.ค. CPP HK ได้เพิกถอนหุ้นออกจากตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง และ CPF ได้เพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นใน CPP HK จาก 52% เป็น 75% คิดเป็นมูลค่ารวม 3.1 หมื่นลบ. ด้วยเหตุนี้ CPF จะมีสัดส่วนการถือหุ้นใน CTI (ธุรกิจฟาร์มสุกรและธุรกิจอาหารสัตว์ในจีน) เพิ่มขึ้นจาก 18% เป็น 26% และธุรกิจสุกรในเวียดนามจาก 65% เป็น 82% ผ่านทางการถือหุ้นใน CPP HK

ใน 1Q65TD ราคาสุกรและไก่เนื้อในประเทศอยู่ที่ 97 บาท/กก. (+22% YoY และ +14% QoQ) และ 39 บาท/กก. (+21% YoY และ +10% QoQ) CPF คาดว่าราคาจะยังอยู่ในระดับสูง YoY ในปี 2565 โดยเกิดจากอุปทานที่ตึงตัว อุปสงค์ที่ฟื้นตัวดีขึ้น และต้นทุนอาหารสัตว์สูง บริษัทวางแผนเพิ่มการผลิตสุกรในประเทศอีก 8-10% YoY ในปี 2565 แรงงานที่โรงงานแปรรูปไก่กลับคืนมาแล้วที่ 90% ของระดับก่อนเกิด COVID และคาดว่าจะกลับสู่ระดับปกติในเดือนมี.ค.

ใน 1Q65TD ราคาสุกรในเวียดนามอยู่ที่ VND55,000/กก. (-29% YoY แต่ +32% QoQ) ด้วยอุปสงค์ที่ฟื้นตัวดีขึ้น การเปิดประเทศต้อนรับนักท่องเที่ยวต่างชาติในเดือนมี.ค. และต้นทุนอาหารสัตว์สูง CPF จึงคาดว่าราคาสุกรในเวียดนามจะทรงตัวอยู่ที่ระดับนี้หรือปรับตัวดีขึ้นในปี 2565 ราคาสุกรในจีนอยู่ที่ CNY14/กก. ใน 1Q65TD (-55% YoY และ -14% QoQ) โดยเกิดจากอุปสงค์ที่อ่อนแอหลังเทศกาลตรุษจีน CPF คาดว่าราคาจะปรับตัวดีขึ้นอันเป็นผลมาจากอุปทานที่ลดลงจากผู้ประกอบการรายเล็ก (ราคาต่ำกว่าจุดคุ้มทุน) และอุปสงค์ตามฤดูกาล โดยเฉพาะใน 2H65 CPF วางแผนเพิ่มการผลิตสุกรในเวียดนามและจีนอีก 8-10% YoY และ 15% YoY ในปี 2565

เราคาดว่าผลประกอบการของ CPF ทำจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2H64 และจะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้นใน 1H65 โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาสัตว์บกในประเทศที่ดีขึ้น และจะปรับตัวดีขึ้นอีกใน 2H65 โดยได้รับการสนับสนุนจากส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม (CPALL MAKRO CTI) ที่ดีขึ้น เราคาดว่ากำไร 1Q65 จะปรับตัวดีขึ้น QoQ โดยจะมีกำไรเล็กน้อย หลักๆ เกิดจากราคาสัตว์บกในประเทศไทยที่ดีขึ้น แต่จะลดลง YoY โดยเกิดจากราคาสุกรในจีนและเวียดนามที่อ่อนแอลง ในด้าน valuation ปัจจุบันหุ้น CPF เทรดที่ discount 10% จากมูลค่าตลาดใน CPALL (สัดส่วนการถือหุ้น 34%) และ MAKRO (สัดส่วนการถือหุ้น 8.85%) เทียบกับ premium เฉลี่ย 12% จากมูลค่าตลาดใน CPALL ในปี 2559-64 ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในราคาผลิตภัณฑ์และต้นทุนอาหารสัตว์

**Bullish views**

1. ราคาสุกรและไก่เนื้อในประเทศเพิ่มขึ้น เนื่องจากอุปสงค์ในประเทศฟื้นตัว และการส่งออกไก่เนื้อปรับตัวดีขึ้น
2. ราคาสุกรในเวียดนามและจีนปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากอุปสงค์ฟื้นตัว และมีการลดอุปทานลง (ในจีน) เพราะราคาต่ำกว่าจุดคุ้มทุน โดยเฉพาะผู้ประกอบการรายเล็ก
3. ต้นทุนอาหารสัตว์จะลดลงจากการคาดการณ์ถึงสภาวะอากาศที่ดีขึ้นในฤดูเพาะปลูกถัดไป

**Bearish views**

1. การแทรกแซงราคาในประเทศโดยรัฐบาลเพื่อควบคุมเงินเฟ้อในกลุ่มอาหาร
2. ราคาสุกรในเวียดนามและจีนลดลงอย่างต่อเนื่อง เพราะอุปทานเพิ่มขึ้นจำนวนมาก โดยได้รับแรงหนุนจากราคาที่สูงผิดปกติ เนื่องจากอุปทานเริ่มฟื้นตัวจากโรค ASF ที่เริ่มเกิดขึ้นเมื่อ 2-3 ปีก่อน
2. ต้นทุนอาหารสัตว์จะยังอยู่ในระดับสูง โดยเกิดจากอุปทานทั่วโลกที่ตึงตัวจากสงคราม (รัสเซียและยูเครนเป็นผู้ส่งออกข้าวสาลีและข้าวโพดรายใหญ่ของโลก) และการฟื้นตัวของอุปสงค์ทั่วโลก

**ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ**

ปัจจัย	อิทธิพล	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
แนวโน้มผลประกอบการ 1Q65	ราคาสัตว์บกในประเทศดีขึ้น; ราคาสุกรในจีนและเวียดนามอ่อนแอ	เพิ่มขึ้น QoQ แต่ลดลง YoY	เราคาดว่ากำไร 1Q65 จะปรับตัวดีขึ้น QoQ โดยจะสามารถทำกำไรได้เล็กน้อย หลักๆ เกิดจากราคาสัตว์บกในประเทศไทยที่ดีขึ้น แต่จะลดลง YoY โดยเกิดจากราคาสุกรในจีนและเวียดนามที่อ่อนแอลง
ผลประกอบการปี 2565	ธุรกิจสัตว์บกในประเทศดีขึ้น ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม (CPALL MAKRO และ CTI) ดีขึ้น	เพิ่มขึ้น YoY	เราคาดว่าผลประกอบการของ CPF ทำจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2H64 และจะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้นใน 1H65 โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาสัตว์บกในประเทศที่ดีขึ้น และจะปรับตัวดีขึ้นอีกใน 2H65 โดยได้รับการสนับสนุนจากส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม (CPALL MAKRO CTI) ที่ดีขึ้น

**การวิเคราะห์ความอ่อนไหว**

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเพิ่มขึ้น 10% ในรายได้ของ CPP	7%	2 บาท/หุ้น

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Total revenue	(Btmn)	501,507	541,937	532,573	589,713	512,704	534,991	544,178	553,593
Cost of goods sold	(Btmn)	(441,422)	(476,228)	(455,325)	(482,470)	(446,815)	(463,858)	(471,653)	(479,639)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>60,086</b>	<b>65,709</b>	<b>77,248</b>	<b>107,243</b>	<b>65,890</b>	<b>71,134</b>	<b>72,525</b>	<b>73,954</b>
SG&A	(Btmn)	(50,311)	(52,049)	(53,951)	(57,665)	(50,880)	(53,071)	(53,982)	(54,916)
Other income	(Btmn)	3,261	4,142	4,202	4,304	4,880	5,092	5,180	5,269
Interest expense	(Btmn)	(11,743)	(11,703)	(13,785)	(16,818)	(16,596)	(17,564)	(17,127)	(17,104)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,292</b>	<b>6,099</b>	<b>13,714</b>	<b>37,065</b>	<b>3,293</b>	<b>5,590</b>	<b>6,595</b>	<b>7,203</b>
Corporate tax	(Btmn)	(159)	(2,762)	(3,828)	(10,686)	(2,176)	(1,677)	(1,979)	(2,161)
Equity a/c profits	(Btmn)	7,983	8,343	8,893	9,254	2,277	6,892	9,163	10,932
Minority interests	(Btmn)	(2,514)	(4,359)	(3,949)	(10,734)	(2,879)	(545)	(525)	(525)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>6,603</b>	<b>7,321</b>	<b>14,831</b>	<b>24,898</b>	<b>515</b>	<b>10,260</b>	<b>13,254</b>	<b>15,449</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	8,657	8,211	3,624	1,124	12,512	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>15,259</b>	<b>15,532</b>	<b>18,456</b>	<b>26,022</b>	<b>13,028</b>	<b>10,260</b>	<b>13,254</b>	<b>15,449</b>
EBITDA	(Btmn)	34,284	40,210	50,535	82,211	48,820	52,723	53,947	55,208
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.79</b>	<b>0.82</b>	<b>1.74</b>	<b>3.00</b>	<b>(0.01)</b>	<b>1.21</b>	<b>1.59</b>	<b>1.86</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	1.91	1.82	2.18	3.14	1.56	1.21	1.59	1.86
DPS (Bt)	(Bt)	0.75	0.65	0.70	1.00	0.65	0.65	0.65	0.65

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Total current assets	(Btmn)	164,447	185,543	178,646	194,670	216,550	215,146	217,525	221,334
Total fixed assets	(Btmn)	429,050	442,548	455,405	567,049	626,130	597,714	598,127	597,875
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>593,497</b>	<b>628,091</b>	<b>634,051</b>	<b>761,719</b>	<b>842,681</b>	<b>812,860</b>	<b>815,652</b>	<b>819,209</b>
Total loans	(Btmn)	288,710	330,294	334,225	416,111	464,617	426,000	419,110	410,750
Total current liabilities	(Btmn)	190,618	182,212	197,711	204,147	203,928	178,665	176,368	174,272
Total long-term liabilities	(Btmn)	176,237	227,220	217,467	295,394	351,616	341,978	338,993	334,377
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>366,855</b>	<b>409,433</b>	<b>415,178</b>	<b>499,541</b>	<b>555,544</b>	<b>520,643</b>	<b>515,362</b>	<b>508,650</b>
Paid-up capital	(Btmn)	8,611	8,611	8,611	8,611	8,611	8,611	8,611	8,611
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>226,642</b>	<b>218,658</b>	<b>218,872</b>	<b>262,179</b>	<b>287,137</b>	<b>292,217</b>	<b>300,291</b>	<b>310,559</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>29.35</b>	<b>26.71</b>	<b>26.74</b>	<b>32.35</b>	<b>36.03</b>	<b>36.66</b>	<b>37.68</b>	<b>38.97</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Core Profit	(Btmn)	6,603	7,321	14,831	24,898	515	10,260	13,254	15,449
Depreciation and amortization	(Btmn)	21,249	22,407	23,036	28,328	28,931	29,568	30,225	30,901
Operating cash flow	(Btmn)	17,256	15,294	40,609	71,038	6,420	45,898	43,234	46,099
Investing cash flow	(Btmn)	(22,482)	(27,880)	(26,648)	(75,919)	(22,705)	(31,280)	(30,638)	(30,649)
Financing cash flow	(Btmn)	(2,517)	22,029	(12,035)	28,841	(5,744)	(43,797)	(12,071)	(13,541)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(7,744)</b>	<b>9,443</b>	<b>1,927</b>	<b>23,960</b>	<b>(22,029)</b>	<b>(29,179)</b>	<b>526</b>	<b>1,910</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Gross margin	(%)	12.0	12.1	14.5	18.2	12.9	13.3	13.3	13.4
Operating margin	(%)	1.9	2.5	4.4	8.4	2.9	3.4	3.4	3.4
EBITDA margin	(%)	6.8	7.4	9.5	13.9	9.5	9.9	9.9	10.0
EBIT margin	(%)	2.6	3.3	5.2	9.1	3.9	4.3	4.4	4.4
Net profit margin	(%)	3.0	2.9	3.5	4.4	2.5	1.9	2.4	2.8
ROE	(%)	3.1	3.3	6.8	10.4	0.2	3.5	4.5	5.1
ROA	(%)	1.1	1.2	2.4	3.6	0.1	1.2	1.6	1.9
Net D/E	(x)	1.2	1.4	1.4	1.4	1.5	1.3	1.3	1.2
Interest coverage	(x)	2.9	3.4	3.7	4.9	2.9	3.0	3.1	3.2
Debt service coverage	(x)	0.2	0.3	0.3	0.5	0.3	0.4	0.5	0.5
Payout Ratio	(%)	39.3	35.6	32.1	31.9	41.7	53.6	40.9	34.9

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Total sales growth	(%)	8.0	8.1	(1.7)	10.7	(13.1)	4.3	1.7	1.7
GPM from Thai-livestock	(%)	11.4	6.4	12.1	16.1	11.1	14.0	14.0	14.0
GPM from Thai-aquatic	(%)	10.2	7.8	7.5	12.4	9.4	10.5	11.0	11.5
GPM from CPP HK*	(%)	10.8	15.5	17.6	22.9	14.9	13.0	13.0	13.0
GPM from other overseas	(%)	14.7	13.7	13.0	13.8	13.3	13.3	13.3	13.3
FX	(Bt/US\$1)	33.9	32.3	31.0	31.3	32.0	32.0	32.0	32.0

Note\* GPM in 2021 was after CTI deal, which deconsolidated feed business in China, vs GPM in 2020 which consolidated feed business in China.

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Total revenue	(Btmn)	138,135	143,805	157,805	149,968	119,346	129,638	125,940	137,781
Cost of goods sold	(Btmn)	(112,802)	(117,741)	(127,664)	(124,262)	(95,555)	(108,401)	(114,839)	(128,020)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>25,333</b>	<b>26,064</b>	<b>30,141</b>	<b>25,706</b>	<b>23,791</b>	<b>21,236</b>	<b>11,101</b>	<b>9,761</b>
SG&A	(Btmn)	(13,945)	(13,626)	(15,695)	(14,399)	(11,684)	(12,297)	(13,127)	(13,772)
Other income	(Btmn)	902	912	906	1,584	741	827	1,964	1,348
Interest expense	(Btmn)	(3,665)	(4,491)	(4,186)	(4,476)	(4,098)	(3,971)	(4,155)	(4,372)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>8,625</b>	<b>8,859</b>	<b>11,166</b>	<b>8,415</b>	<b>8,750</b>	<b>5,795</b>	<b>(4,218)</b>	<b>(7,034)</b>
Corporate tax	(Btmn)	(1,823)	(2,777)	(2,998)	(3,088)	(2,117)	(1,641)	1,561	21
Equity a/c profits	(Btmn)	2,680	1,583	2,028	2,963	2,043	753	(1,266)	747
Minority interests	(Btmn)	(3,070)	(2,773)	(2,988)	(1,903)	(1,867)	(1,239)	(1,178)	1,405
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>6,412</b>	<b>4,892</b>	<b>7,208</b>	<b>6,387</b>	<b>6,810</b>	<b>3,667</b>	<b>(5,100)</b>	<b>(4,861)</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	(301)	1,137	267	22	136	1,070	(274)	11,581
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>6,111</b>	<b>6,029</b>	<b>7,474</b>	<b>6,409</b>	<b>6,945</b>	<b>4,737</b>	<b>(5,374)</b>	<b>6,719</b>
EBITDA	(Btmn)	19,158	20,240	22,366	20,447	19,616	17,044	7,178	4,981
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.77</b>	<b>0.58</b>	<b>0.87</b>	<b>0.77</b>	<b>0.83</b>	<b>0.44</b>	<b>(0.66)</b>	<b>(0.63)</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.73	0.72	0.91	0.77	0.85	0.57	(0.69)	0.83

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Total current assets	(Btmn)	233,785	242,065	249,495	194,670	195,259	204,454	224,978	216,550
Total fixed assets	(Btmn)	521,467	509,254	524,502	567,049	579,208	587,769	606,365	626,130
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>755,252</b>	<b>751,319</b>	<b>773,997</b>	<b>761,719</b>	<b>774,467</b>	<b>792,223</b>	<b>831,344</b>	<b>842,681</b>
Total loans	(Btmn)	419,118	427,267	433,012	416,111	410,910	415,757	458,216	464,617
Total current liabilities	(Btmn)	259,632	237,701	219,292	204,147	167,457	185,787	198,843	203,928
Total long-term liabilities	(Btmn)	249,914	274,209	305,941	295,394	330,092	323,663	348,293	351,616
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>509,547</b>	<b>511,910</b>	<b>525,233</b>	<b>499,541</b>	<b>497,550</b>	<b>509,450</b>	<b>547,136</b>	<b>555,544</b>
Paid-up capital	(Btmn)	107,519	110,270	114,134	120,822	127,386	127,334	118,459	126,178
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>245,706</b>	<b>239,409</b>	<b>248,764</b>	<b>262,179</b>	<b>276,917</b>	<b>282,773</b>	<b>284,207</b>	<b>287,137</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>30.07</b>	<b>29.30</b>	<b>30.80</b>	<b>32.35</b>	<b>34.67</b>	<b>35.40</b>	<b>35.69</b>	<b>36.16</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Core Profit	(Btmn)	6,111	6,029	7,474	6,409	6,945	4,737	(5,374)	6,719
Depreciation and amortization	(Btmn)	6,868	6,890	7,014	7,556	6,768	7,279	7,241	7,643
Operating cash flow	(Btmn)	12,765	10,195	23,722	24,355	11,815	(47)	(6,058)	710
Investing cash flow	(Btmn)	(6,813)	(311)	(7,276)	85,437	(5,425)	3,382	(1,931)	(18,731)
Financing cash flow	(Btmn)	40,850	2,308	(16,629)	44,509	(16,216)	(8,620)	16,260	2,833
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>46,802</b>	<b>12,192</b>	<b>(182)</b>	<b>154,301</b>	<b>(9,826)</b>	<b>(5,285)</b>	<b>8,271</b>	<b>(15,188)</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Gross margin	(%)	18.3	18.1	19.1	17.1	19.9	16.4	8.8	7.1
Operating margin	(%)	8.2	8.6	9.2	7.5	10.1	6.9	(1.6)	(2.9)
EBITDA margin	(%)	13.9	14.1	14.2	13.6	16.4	13.1	5.7	3.6
EBIT margin	(%)	8.9	9.3	9.7	8.6	10.8	7.5	(0.1)	(1.9)
Net profit margin	(%)	4.4	4.2	4.7	4.3	5.8	3.7	(4.3)	4.9
ROE	(%)	11.0	8.1	11.8	10.0	10.1	5.2	(7.2)	(6.8)
ROA	(%)	3.7	2.6	3.8	3.3	3.5	1.9	(2.5)	(2.3)
Net D/E	(x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5
Interest coverage	(x)	5.2	4.5	5.3	4.6	4.8	4.3	1.7	1.1
Debt service coverage	(x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.7	0.5	0.2	0.1

### Key statistics

FY December 31	Unit	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Total sales growth	(%)	10.3	7.4	19.0	6.5	(13.6)	(9.9)	(20.2)	(8.1)
GPM from Thai-livestock	(%)	15.4	13.4	19.1	16.0	17.1	14.7	4.7	7.6
GPM from Thai-aquatic	(%)	10.6	16.3	13.1	9.4	13.0	15.9	5.2	3.3
GPM from CPP HK*	(%)	24.6	22.6	21.4	n.a.	26.9	17.9	13.1	1.7
GPM from other overseas	(%)	11.7	14.5	15.3	n.a.	17.8	16.7	9.7	11.2
FX	(Bt/US\$1)	31.3	31.9	31.3	30.6	30.3	31.4	32.9	33.4

Note\* GPM in 2021 was after CTI deal, which deconsolidated feed business in China, vs GPM in 2020 which consolidated feed business in China.

**Figure 1: Earnings review**

P & L (Btmn)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	% Chg YoY	% Chg QoQ	2020	2021	% Chg YoY
Total revenue	149,968	119,346	129,638	125,940	137,781	(8.1)	9.4	589,713	512,704	(13.1)
Gross profit	25,706	23,791	21,236	11,101	9,761	(62.0)	(12.1)	107,243	65,890	(38.6)
SG&A expense	(14,399)	(11,684)	(12,297)	(13,127)	(13,772)	(4.4)	4.9	(57,665)	(50,880)	(11.8)
Interest expense	(4,476)	(4,098)	(3,971)	(4,155)	(4,372)	(2.3)	5.2	(16,818)	(16,596)	(1.3)
Pre-tax profit	8,415	8,750	5,795	(4,218)	(7,034)	(183.6)	67	37,065	3,293	(91.1)
Corporate tax	(3,088)	(2,117)	(1,641)	1,561	21	(100.7)	(98.6)	(10,686)	(2,176)	(79.6)
Equity a/c profits	2,963	2,043	753	(1,266)	747	(74.8)	(159.0)	9,254	2,277	(75.4)
Minority interests	(1,903)	(1,867)	(1,239)	(1,178)	1,405	n.a.	n.a.	(10,734)	(2,879)	(73.2)
EBITDA	20,447	19,616	17,044	7,178	4,981	(75.6)	(30.6)	77,907	43,940	(43.6)
Core profit	6,387	6,810	3,667	(5,100)	(4,861)	(176.1)	n.a.	24,898	515	(97.9)
Extra. Gain (Loss)	22	136	1,070	(274)	11,581	52,966	n.a.	1,124	12,512	1,013
Net Profit	6,409	6,945	4,737	(5,374)	6,719	4.9	n.a.	26,022	13,028	(49.9)
EPS (Bt)	0.77	0.85	0.57	(0.69)	0.83	7.1	n.a.	3.14	1.56	(50.3)
<b>B/S (Btmn)</b>										
Total assets	761,719	774,467	792,223	831,344	842,681	10.6	1.4	761,719	842,681	10.6
Total liabilities	499,541	497,550	509,450	547,136	555,544	11.2	1.5	499,541	555,544	11.2
Total equity	262,179	276,917	282,773	284,207	287,137	9.5	1.0	262,179	287,137	9.5
BVPS (Bt)	32.35	34.67	35.40	35.69	36.16	11.8	1.3	32.35	36.16	11.8
<b>Financial ratio (%)</b>										
Gross margin	17.1	19.9	16.4	8.8	7.1	(10.1)	(1.7)	18.2	12.9	(5.3)
EBITDA margin	13.6	16.4	13.1	5.7	3.6	(10.0)	(2.1)	13.2	8.6	(4.6)
Net profit margin	4.3	5.8	3.7	(4.3)	4.9	0.6	9.1	4.4	2.5	(1.9)
SG&A expense/Revenue	9.6	9.8	9.5	10.4	10.0	0.4	(0.4)	9.8	9.9	0.1

Source: SCBS Investment Research

**Figure 2: Operation breakdown by business unit**

Key statistics	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	% Chg YoY	% Chg QoQ	2020	2021	% Chg YoY
<b>Sales (Bt mn)</b>										
Thai-Livestock	39,457	39,385	40,253	37,871	41,986	6.4	10.9	153,596	159,495	3.8
Thai-Aqua	7,061	6,156	8,299	8,199	7,042	(0.3)	(14.1)	26,974	29,696	10.1
Overseas-Livestock	94,501	64,767	66,492	67,343	77,214	(18.3)	14.7	362,898	275,816	(24.0)
Overseas-Aqua	8,949	9,038	14,594	12,526	11,539	28.9	(7.9)	46,245	47,697	3.1
<b>Total sales (Bt mn)</b>	<b>149,968</b>	<b>119,346</b>	<b>129,638</b>	<b>125,939</b>	<b>137,781</b>	<b>(8.1)</b>	<b>9.4</b>	<b>589,713</b>	<b>512,704</b>	<b>(13.1)</b>
<b>Gross margin (%)</b>										
Thai-Livestock	16.0	17.1	14.7	4.7	7.6	(8.4)	2.9	16.1	11.1	(5.0)
Thai-Aqua	9.4	13.0	15.9	5.2	3.3	(6.1)	(1.9)	12.4	9.4	(3.0)
Overseas-Livestock	19.0	23.6	18.6	11.4	7.1	(11.9)	(4.3)	20.0	14.8	(5.2)
Overseas-Aqua	8.9	10.6	11.1	9.4	7.0	(1.9)	(2.4)	14.7	9.6	(5.1)
<b>Total gross margin (%)</b>	<b>17.1</b>	<b>19.9</b>	<b>16.4</b>	<b>8.8</b>	<b>7.1</b>	<b>(10.0)</b>	<b>(1.7)</b>	<b>18.2</b>	<b>12.9</b>	<b>(5.3)</b>

Source: SCBS Investment Research (Note\* GPM in 2021 was after CTI deal, which deconsolidated feed business in China, vs GPM in 2020 which consolidated feed business in China).

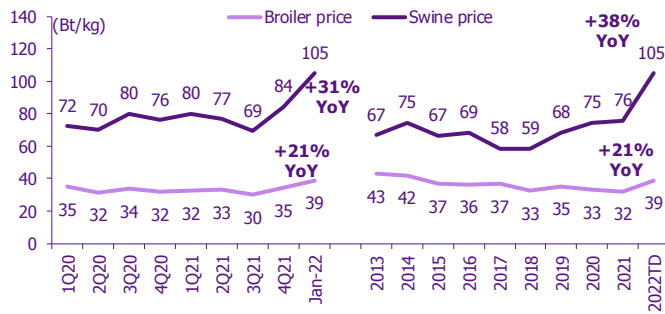
**Figure 3: Valuation summary** (price as of Feb 28, 2022)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F
CPF	Outperform	25.25	31.0	25.3	n.m.	20.8	15.9	n.m.	n.m.	31	0.7	0.7	0.7	0	4	4	2.6	2.6	2.6	12.9	11.2	10.8
GFPT	Outperform	13.10	16.5	27.5	114.1	18.2	15.2	(87)	528	20	1.1	1.1	1.0	1	6	7	0.8	1.5	1.5	16.2	10.8	10.0
TU	Neutral	20.40	24.0	22.3	13.3	13.1	12.8	17	1	2	1.5	1.5	1.4	13	12	12	4.7	4.7	4.7	10.7	10.5	10.3
<b>Average</b>					<b>63.7</b>	<b>17.4</b>	<b>14.6</b>	<b>(35)</b>	<b>265</b>	<b>18</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>2.7</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>13.3</b>	<b>10.8</b>	<b>10.4</b>

Source: SCBS Investment Research

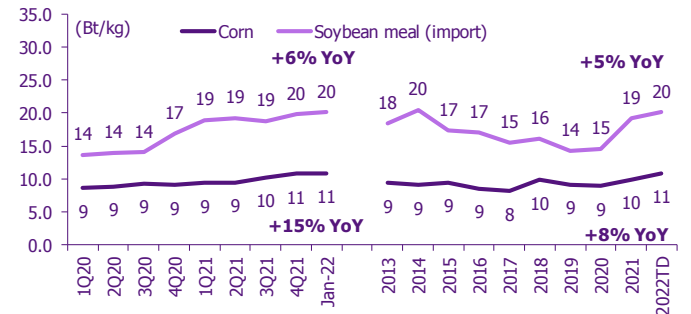
Appendix

Figure 4: Local swine and broiler prices



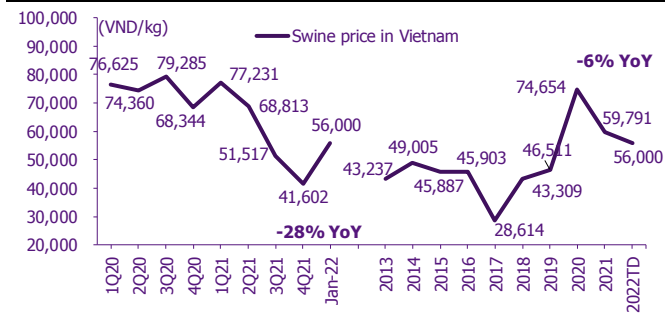
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 5: Feedstock prices: Corn and soybean meal



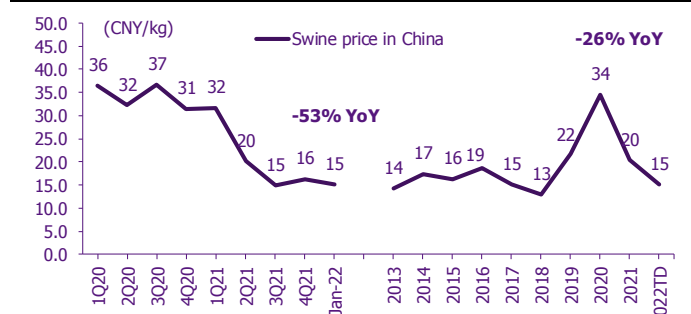
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 6: Swine price in Vietnam



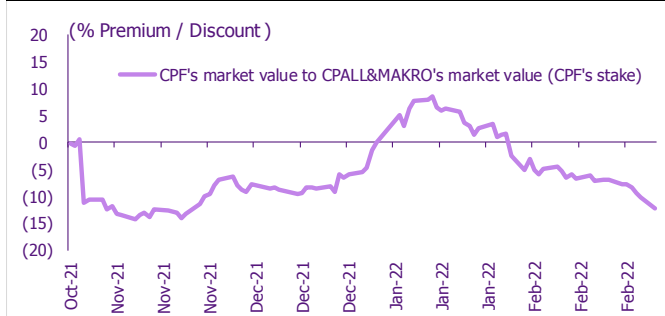
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 7: Swine price in China



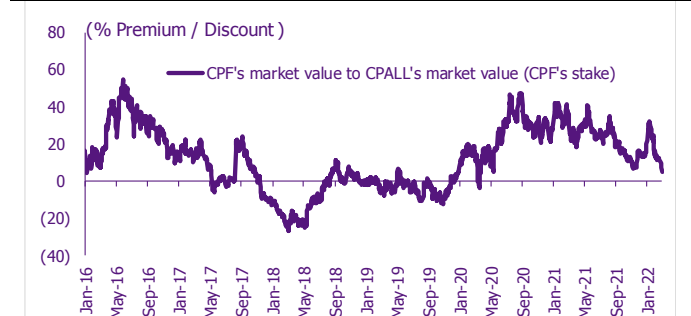
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 8: CPF is trading at 10% discount to its market value in CPALL (34% stake) and MAKRO (8.9% stake)..



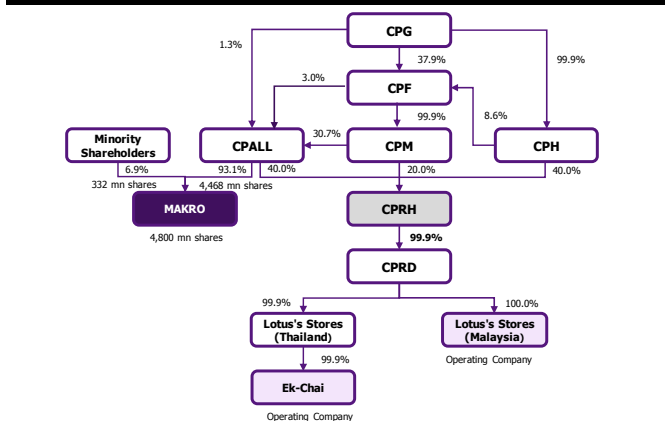
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 9: ..versus its trading premium at 12% on average to its market value in CPALL over 2016-21



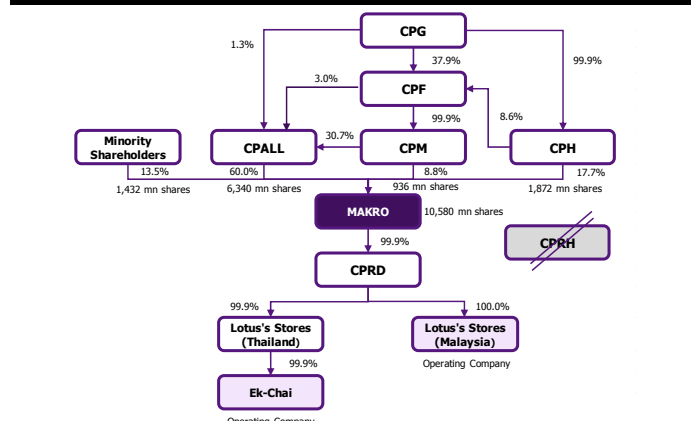
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 10: Shareholding structure of MAKRO and Lotus's before the EBT and PO transactions



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 11: Shareholding structure of MAKRO and Lotus's after the EBT and PO transactions



Source: Company data and SCBS Investment Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ อาจได้รับการแต่งตั้งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ตองรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตงในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน Lead Arranger ของ บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์รี่ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ตองรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตงในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBAM") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล SCBAM ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทุนของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ตองรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตงในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงิน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีใดๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS เป็นการล่วงหน้า

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

**CG Rating 2021 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

AAV, ADVANC, AF, AH, AIRA, AKP, AKR, ALT, AMA, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ARIP, ARROW, ASP, AUCTION, AWC, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCP, BCPG, BDMS, BEM, BGC, BGRIM, BIZ, BKI, BOL, BPP, BRR, BTS, BTW, BWG, CENTEL, CFRESH, CHEWA, CHO, CIMBT, CK, CKP, CM, CNT, COM7, COMAN, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CRC, CSS, DDD, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EPG, ETC, FPI, FPT, FSMART, GBX, GC, GCAP, GFPT, GGC\*, GLAND, GLOBAL, GPI, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, INTUCH, IP, IRPC, ITEL, IVL, JSP, JWD, K, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, LALIN, LANNA, LH, LHF, LIT, LPN, MACO, MAJOR, MAKRO, MALEE, MBK, MBKET, MC, MCOT, METCO, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTC, MVP, NCL, NEP, NER, NKI, NOBLE, NSI, NVD, NWR, NYT, OISHI, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL\*, PLANB, PLANET, PLAT, PORT, PPS, PR9, PREB, PRG, PRM, PROUD, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RS, S, S & J, SAAM, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFCO, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SHR, SIRI, SIS, SITHAI, SMK, SMP, SNC, SONIC, SPALI, SPI, SPRC, SPVI, SSSC, SST, STA, STEC\*, STI, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI\*, SYMC, SYNTEC, TACC, TASC, TCAP, TEAMG, TFMAMA, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG, THIP, THRE, THREL, TIP1, TIPCO, TISCO, TK, TKT, TMT, TNDT, TNITY, TOA, TOP, TPBI, TQM, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSR, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVD, TVI, TVO, TWPC, U, UAC, UBIS, UV, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WHAUP, WICE, WINNER, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, 7UP, ABICO, ABM, ACE, ACG, ADB, AEONTS, AGE, AHC, AIT, ALL, ALLA, ALUCON, AMANAH, AMARIN, APCO, APCS, APURE, AQUA, ASEFA, ASIAN, ASK, ATP30, BA, BC, BEC, BFIT, BJCHI, BR, CBG, CGH, CHAYO, CHOTI, CI, CMC, CPL, CRD, CSP, DCC, ASAP, ASIA, ASIMAR, ASN, B, BAM, BCH, BEYOND, BJC, BLA, BROOK, CEN, CHARAN, CHG, CHOW, CIG, COLOR, CPW, CSC, CWT, DCON, DHOUSE, DOD, DOHOME, DV8, EASON, EFORL, ERW, ESSO, ESTAR, ETE, FE, FLOYD, FN, FNS, FORTH, FSS, FTE, FVC, GEL, GENCO, GJS, GYT, HEMP, HPT, HTC, HYDRO, ICN, IFS, IMH, IND, INET, INSET, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD\*, J, JAS, JCK, JCHK, JMART, JMT, KBS, KCAR, KEX, KGI, KIAT\*, KISS, KOOL, KTIS, KUMWEL, KUN, KWC, KWM, L&E, LDC, LEO, LHK, LOXLEY, LRH, LST, M, MATCH, MBAX, MEGA, META, MFC\*, MGT, MICRO, MILL, MITSIB, MK, MODERN, MTI, NBC, NCAP, NCH, NETBAY, NEX, NINE, NRF, NTV, OCC, OGC, PATO, PB, PICO, PIMO, PJW, PL, PM, PMTA, PPP, PPPM, PRIME, PRIN, PRINC, PSTC, PT, QLT, RBF, RCL, RICHY, RML, ROJNA, RCP, RT, RWI, S11, SA, SAK, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCI, SCN, SCP, SE, SFLEX, SFP, SFT, SGF, SIAM, SINGER, SKE, SKN, SKR, SKY, SLP, SMT, SPC, SPP, SO, SORKON, SPA, SPC, SPCG, SR, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STOWER\*, STPI, SUC, SWC, SYNEX, T, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TCMC, TEAM, TFG, TFI, TIGER, TITL, TKN, TKS, TM, TMC, TMD, TMI, TMILL, TNL, TNP, TOG, TPA, TPAC, TPCS, TPS, TRITN, TRT, TSE, TVT, TWP, UEC, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UTP, VCOM, VL, VNT, VPO, VRANDA, WGE, WIJK, WP, XO, XPG, YUASA

**Companies with Good CG Scoring**

A, AI, AIE, AJ, AMC, APP, AQ, ARIN, AS, AU, B52, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BLAND, BM, BROCK, BSBM, BSM, BYD\*, CCP, CITY, CMO, CPT, CSR, EKH, EP, FMT, GLOCON\*, GSC, HTECH, IHL, INGRS, JAK, JTS, KASET, KK, KWG, LEE, BTNC, CAZ, CGD, CMAN, CMR, CRANE, D, EMC, F&D, GIFT, GREEN, GTB, HUMAN, IIG, INOX, JR, JUBILE, KCM, KKC, KYE, LPH, MATI, M-CHAI, MCS, MDX, MJD, MORE, MUD, NC, NDR, NFC, NNCL, NOVA, NPK, NUSA, OCEAN, PAF, PF, PK, PLE, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PTL, RCI<sup>2</sup>, RJH, RP, RPH, RSP, SABUY, SF, SGP, SICT, SIMAT, SISB, SK, SMART, SOLAR, SPACK, SPG, SQ, SSP, STARK, STC, SUPER, SVOA, TC, TCCC, THMUI, TNH, TNR, TOPP, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TQR, TTI, TYCN, UKEM, UMS, UNIQ, UPA, UREKA, VIBHA, W, WIN, WORK, WPH, YGG, ZIGA

**Corporate Governance Report**

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition

(Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2020 to 26 October 2021) is publicized.

<sup>1</sup> TIP was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on July 24, 2021

<sup>2</sup> RCI was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on July 16, 2021

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีชาวต่างชาติกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังชาวต่างชาติประกอบด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับการรับรอง)**

2S, ADVANC, AF, AI, AIE, AIRA, AKP, ALPHAX, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AQUA, ARROW, ASIAN, ASK, ASP, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BEYOND, BGC, BGRIM, BJCHI, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DUSIT, EA, EASTW, ECL, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETE, FE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSS, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GUNKUL, HANA, HARN, HEMP, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFEC, IFS, ILINK, INET, INSURE, INTUCH, IRC, IRPC, ITEL, IVL, JKN, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, KWI, L&E, LANNA, LH, LHF, LHK, LPN, LRH, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NBC, NEP, NINE, NKI, NMG, NNCL, NOBLE, NOK, NSI, NWR, OCC, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PE, PG, PHOL, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RATCH, RML, RWI, S & J, SAAM, SABINA, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SINGER, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMP, SNC, SPP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASC, TBSP, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPP, TRU, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVD, TVI, TVO, TWPC, U, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UPF, UV, VGI, VIH, VNT, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, ZEN

**Declared (ประกาศเจตนารมณ์)**

7UP, ABICO, AJ, ALT, APAC, AS, BEC, BKD, CHG, CPL, CPR, CPW, CRC, DDD, DHOUSE, DOHOME, ECF, EKH, ETC, EVER, GULF, III, INOX, J, JMART, JMT, JR, KEX, KUMWEL, LDC, MAJOR, MATCH, MILL, NCL, NOVA, NRF, NUSA, PIMO, PR9, RS, SAK, SCGP, SCM, SIS, STAR, STECH, STGT, SUPER, TQM, TSI, VCOM, VIBHA, WIN, YUASA, ZIGA

**N/A**

3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, ADD, AEONTS, AFC, AGE, AH, AHC, AIT, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALUCON, AMARIN, AMC, AMR, ANAN, AOT, APEX, APP, APURE, AQ, ARIN, ARIP, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ASW, ATP30, AU, AUCTION, B52, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEB, BEAUTY, BEM, BFIT, BGT, BH, BIG, BIZ, BJC, BLAND, BLISS, BM, BOL, BR, BRI, BROCK, BSM, BTNC, BTW, BUI, BYD, CAZ, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHO, CI, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CV, CWT, D, DCON, DITTO, DMT, DOD, DPAINT, DTIC, DV8, EASON, EE, EFORL, EMC, ESSO, F&D, FANCY, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GYT, HENG, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IHL, IIG, ILM, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRCP, IT, ITD, JAK, JAS, JCK, JCHK, JCT, JP, JSP, JTS, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KISS, KK, KKC, KOOL, KTIS, KUN, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, MENA, METCO, MGT, MICRO, MIDA, MITSIB, MJD, MK, ML, MODERN, MORE, MPIC, MUD, MVP, NC, NCAP, NCH, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NPK, NSL, NTV, NV, NVD, NYT, OHTL, OISHI, ONEE, OR, OSP, OTO, PACE, PACO, PAE, PAF, PEACE, PERM, PF, PICO, PIN, PJW, PLE, PMTA, POLAR, POMPU, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROEN, PROUD, PSG, PTC, PTL, RAM, RBF, RCL, RICHY, RJH, ROCK, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S, S11, SA, SABUY, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCI, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SF, SFLEX, SFP, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKE, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SSC, STANLY, STARK, STC, STEC, STHAI, STI, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAPAC, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TIPH, TITL, TK, TKC, TKN, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRT, TRUBB, TRV, TSE, TSF, TSR, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPA, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UVAN, VARO, VL, VNG, VPO, VRANDA, W, WAVE, WFX, WGE, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, XPG, YGG

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of October 24, 2021) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.