BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 21.00 (From: Bt 24.50)

Upside : 15.4%

22 APRIL 2024

Charoen Pokphand Foods (CPF TB)

ฟื้นตัวแบบ L-shaped

SARACHADA SORNSONG

662 – 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

เนื่องจากการปรับการผลิตที่ช้าและอุปสงค์ที่อ่อนแอ ส่งผลให้ราคาเนื้อหมูของจีนเลวร้ายลงมากกว่าที่คาดไว้ ซึ่งทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรลงในช่วงสามปีข้างหน้า เนื่องจากราคาหุ้นแตะจุดต่ำสุด หนุนโดยมูลค่าบริษัทในเครือที่ 20 บาท/หุ้น เราจึงยังคงคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมายลดลงเหลือ 21 บาท

ราคาเนื้อหมูในจีนตกต่ำยาวนาน

เนื่องจากการระบาดของไข้หวัดหมูแอฟริกัน (ASF) ที่บรรเทาลงในกลางปี 2021 ราคาเนื้อหมูของจีนดิ่งลงจากจุดสูงสุดที่มากกว่า CNY35/กิโลกรัม ในปี 2020 เหลือต่ำกว่า CNY20/กิโลกรัม ใน 2H21 และอยู่บริเวณจุดต่ำสุดที่ CNY14-15/กิโลกรัม เป็นเวลาเกือบสามปี ราคาเนื้อหมูที่ซบเซาเป็นเวลานาน ซึ่งเกินกว่าช่วงฟื้นตัวปกติที่ 18-24 เดือน ซึ่งมีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการผลิตเนื้อหมูในจีน หลังจากการระบาดของ ASF ได้เกิดการรวมตัวของอุตสาหกรรมเข้าด้วยกัน โดยบริษัทสุกรขนาดใหญ่ให้ความสำคัญกับการขยายและส่วนแบ่งตลาดมากกว่าการเพิ่มผลกำไรสูงสุด แม้ว่าเราเชื่อว่าราคาเนื้อหมูของจีนได้มาถึงจุดต่ำสุดแล้ว แต่การปรับตัวที่ช้าของอุปทานชี้ให้เห็นว่าราคาที่ฟื้นตัวจะต้องมาพร้อมกับอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากความเชื่อมั่นของผู้บริโภคคาดว่าจะดีขึ้นไปอีก ด้วยนโยบายสนับสนุนของรัฐบาลในช่วงครึ่งปีหลัง เราจึงคาดว่าส่วนแบ่งขาดทุนจาก CTI จะน้อยลงเหลือ 2 พันลบ. ในปี 2024 และคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวเล็กน้อยตั้งแต่ปี 2025 เป็นต้นไป

แรงหนุนจากเวียดนาม ไก่ และบริษัทร่วม

ราคาเนื้อหมูของเวียดนามทรงตัวเหนือระดับ VND50,000/กิโลกรัม เนื่องจากแนวโน้มทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และสถานการณ์อุปทานล้นตลาดที่รุนแรงน้อยลง ราคาไก่ดีดตัวขึ้นแข็งแกร่งและอยู่สูงกว่าต้นทุนวัตถุดิบถึง 16% การฟื้นตัวนี้เกิดจากการบริหารจัดการอุปทาน และความต้องการที่เพิ่มขึ้นทั้งในประเทศและการส่งออก นอกจากนี้เรายังคาดว่าจะมีส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นจากบริษัทในเครือ รวมถึง CPALL และ CPAXT บทวิเคราะห์ของบล. ธนชาต คาดว่า CPALL และ CPAXT จะมีกำไรเติบโตกว่า 20% หนุนโดยการขยายสาขาแบบสแตนด์อโลน อัตรากำไรของสินค้าที่เพิ่มขึ้น และส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น บริษัทฯ ยังได้ประโยชน์จากนโยบายประชานิยมของรัฐบาลอีกด้วย

ปรับลดกำไร และราคาเป้าหมายเหลือ 21 บาท

เนื่องจากการฟื้นตัวของ CTI ที่ล่าช้า อัตรากำไรที่ลดลง และดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้น เราจึงปรับประมาณการกำไรของ CPF ลง เราคาดว่าจะมีกำไรจาก 2H24F และปัจจุบันคาดว่ากำไรจะลดลงเหลือ 3.3 พันลบ. ในปี 2024F 8.5 พันลบ. ในปี 2025F และ 15.3 พันลบ. ในปี 2026F รวมราคาเป้าหมายที่ 70 บาท สำหรับ CPALL และ 33 บาท สำหรับ CPAXT ราคาเป้าหมาย SOTP-derived ของ CPF จะลดลงเป็น 21 บาท จาก 24.5 บาท

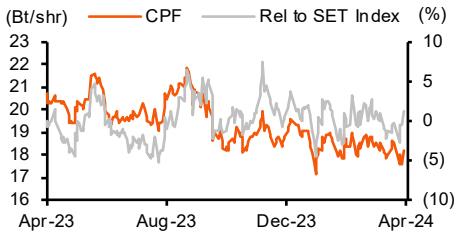
ผ่านจุดต่ำสุดแล้ว แนะนำ “ซื้อ”

ด้วยผลจาก CTI เราจึงคาดว่าจะมีผลขาดทุนต่อเนื่องใน 1H24F ซึ่งถือว่าแย่กว่าที่เราคาดไว้ แต่ก็ไม่เปลี่ยนแปลงมุมมองของเราที่ว่า CPF ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว หลังจากราคาหุ้นลดลง 27% จากปีที่แล้ว 83% ของหุ้น CPF ได้รับแรงหนุนจากบริษัทในเครือ ได้แก่ CPALL และ CPAXT โดยมีมูลค่า 20 บาท ด้วยทั้งสองบริษัทมีแนวโน้มที่ดีขึ้น และ CPF มีผลขาดทุนที่ลดลง เราจึงคงคำแนะนำ “ซื้อ”

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	585,844	613,316	645,310	679,380
Net profit	(5,207)	3,266	8,481	15,261
Consensus NP	—	6,162	9,598	11,594
Diff frm cons (%)	—	*(47.0)*	*(11.6)*	*31.6*
Norm profit	(10,538)	3,266	8,481	15,261
Prev. Norm profit	—	9,907	14,569	20,323
Chg frm prev (%)	—	*(67.0)*	*(41.8)*	*(24.9)*
Norm EPS (Bt)	(1.3)	0.4	1.0	1.8
Norm EPS grw (%)	na	na	159.7	79.9
Norm PE (x)	na	46.9	18.1	10.0
EV/EBITDA (x)	20.0	16.9	14.6	12.8
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
Div yield (%)	0.0	0.9	2.2	4.0
ROE (%)	na	1.4	3.5	6.0
Net D/E (%)	159.1	155.8	151.7	144.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 22-Apr-24 (Bt)	18.20
Market Cap (US$ m)	4,138.9
Listed Shares (m shares)	8,413.6
Free Float (%)	46.3
Avg Daily Turnover (US$ m)	7.6
12M Price H/L (Bt)	21.90/17.10
Sector	FOOD
Major Shareholder	CP Group 37.35%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

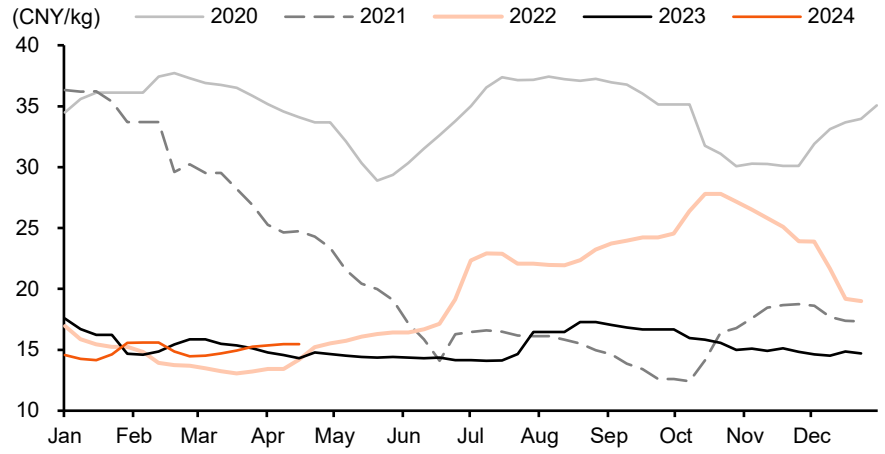
ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

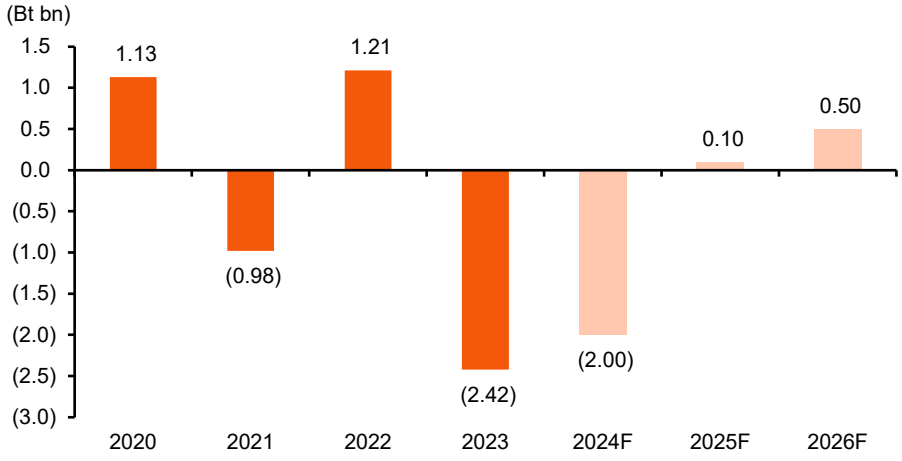
Thanachart Securities

Ex 1: Chinese Pork Prices



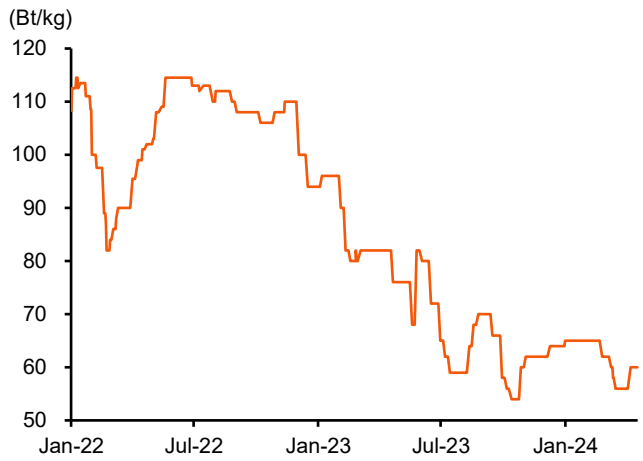
Source: Bloomberg

Ex 2: CTI's Losses To Linger Into 2024F



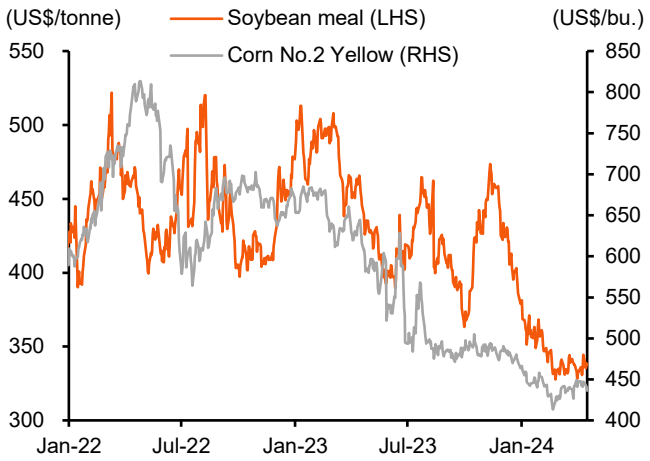
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Thailand Pork Price…



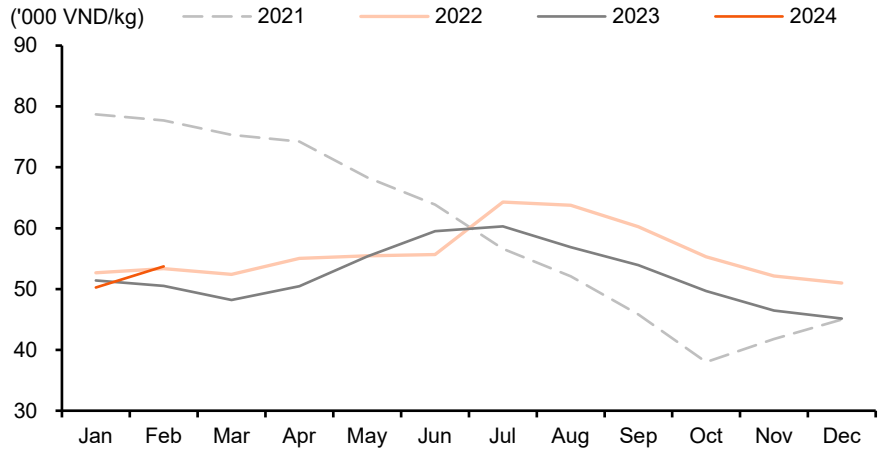
Source: Office of Agricultural Economics

Ex 4: …And Corn And Soybean Meal Prices



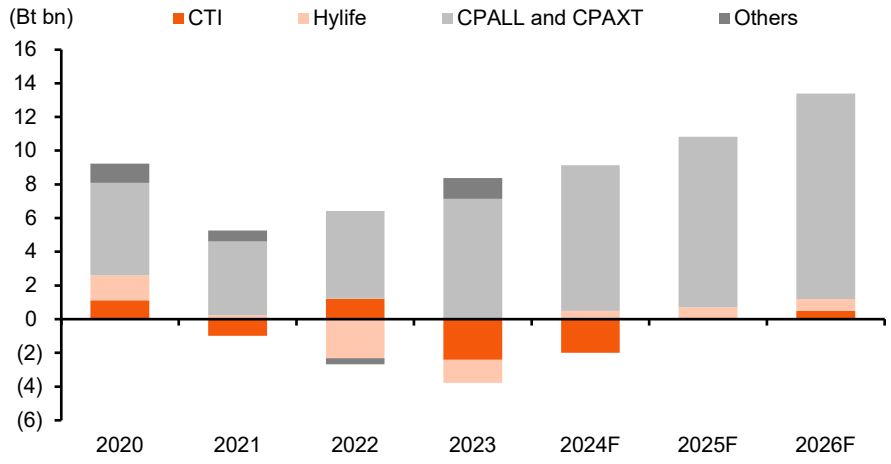
Source: Bloomberg

Ex 5: Vietnam Pork Prices



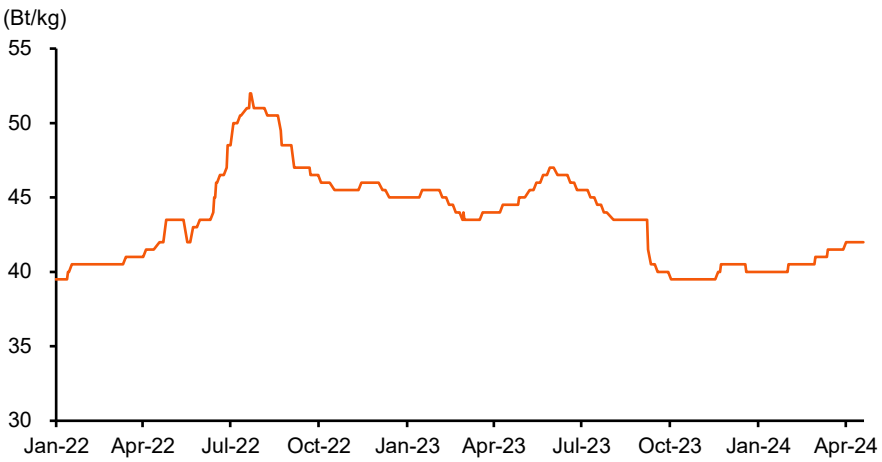
Source: Company data

Ex 6: Equity Income Contributions



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Thailand Chicken Prices



Source: Office of Agricultural Economics

Ex 8: Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Norm profits (Bt bn)								
- New	18.47	21.12	4.04	12.11	(10.54)	3.27	8.48	15.26
- Old						9.91	14.57	20.32
- Change (%)						*(67.03)*	*(41.79)*	*(24.91)*
Net sales (Bt bn)								
- New	532.57	589.71	512.70	614.20	585.84	613.32	645.31	679.38
- Old						652.65	692.16	734.44
- Change (%)						*(6.03)*	*(6.77)*	*(7.50)*
Gross margin (%)								
- New	14.93	18.14	12.39	13.56	10.57	11.95	12.30	12.65
- Old						12.33	12.37	12.44
- Change (ppt)						*(0.39)*	*(0.07)*	*0.21*
SG&A expenses (Bt bn)								
- New	57.40	62.02	50.60	55.48	56.78	56.11	56.67	57.57
- Old						58.49	60.00	61.56
- Change (%)						*(4.08)*	*(5.55)*	*(6.49)*
Interest expenses (Bt bn)								
- New	13.78	16.82	16.60	20.36	25.51	27.11	25.88	25.21
- Old						24.14	24.36	24.43
- Change (%)						*12.31*	*6.26*	*3.20*
Equity income (Bt bn)								
- New	8.89	9.25	4.17	3.75	4.59	4.59	7.13	10.83
- Old						9.15	11.34	14.17
- Change (%)						*(49.82)*	*(37.09)*	*(23.59)*

Sources: Company data, Thanachart estimates

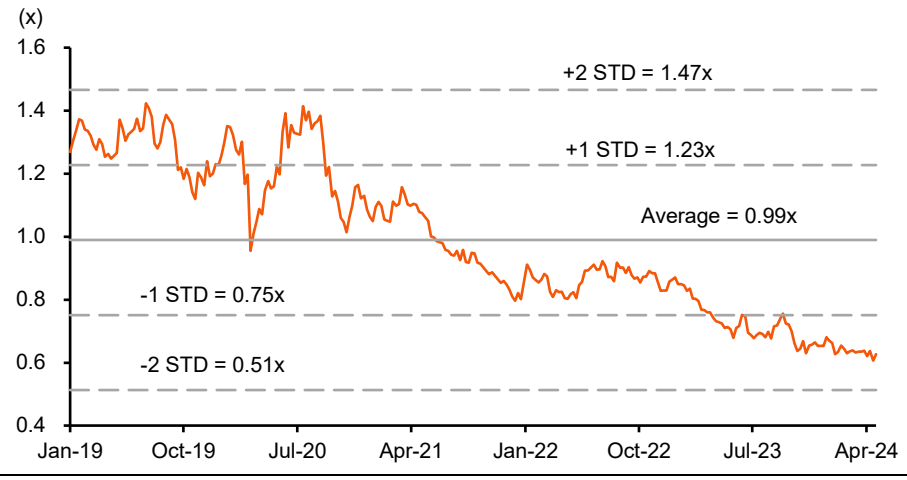
Ex 9: 12-month DCF-derived SOTP-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	35,053	40,523	46,056	51,162	55,025	58,867	62,940	67,266	71,865	76,500	81,443	—
Free cash flow	12,516	11,801	13,382	16,600	18,972	21,419	23,997	26,719	29,598	32,465	35,512	681,375
PV of free cash flow	12,551	10,330	10,960	12,721	13,600	14,367	15,060	15,182	15,668	16,015	16,323	313,202

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	0.8
WACC (%)	6.4
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value	**465,979**
Net debt (end-2023)	453,612
Minority interest	45,617
Equity value	(33,250)
# of shares (m)	8,414
Equity value/share (Bt)	**(4.0)**
Investment:	
CPALL @ Bt70 TP	25.7
CPAXT @ Bt33 TP	3.7
SOTP at 15% disc. (Bt)	**21.0**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: STD P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	—EPS growth— 24F (%)	25F (%)	—— PE —— 24F (x)	25F (x)	— P/BV — 24F (x)	25F (x)	EV/EBITDA 24F (x)	25F (x)	— Div yield — 24F (%)	25F (%)
WH Group Ltd	288 HK	Hong Kong	79.6	11.4	62.3	55.9	6.6	6.3	4.8	4.4	0.7	0.8
Tyson Foods Inc	TSN US	USA	na	52.3	25.7	16.9	1.1	1.1	10.6	8.8	3.3	3.3
Pilgrim's Pride Corp	PPC US	USA	130.5	3.9	11.4	11.0	2.3	2.1	7.2	7.1	na	na
Hormel Foods Corp	HRL US	USA	9.7	6.5	21.8	20.5	2.3	2.2	15.0	14.1	3.3	3.4
BRF SA	BRFS3 BZ	Brazil	na	23.9	26.1	21.1	1.7	1.7	6.5	6.2	1.2	0.9
JBS SA	JBSS3 BZ	Brazil	na	12.6	8.9	7.9	1.0	1.0	5.6	5.4	6.2	5.9
Marfrig Global Foods SA	MRFG3 BZ	Brazil	na	95.8	(18.6)	(9.5)	1.4	1.2	7.8	7.8	0.3	0.3
Average			**73.3**	**29.5**	**19.7**	**17.7**	**2.3**	**2.2**	**8.2**	**7.7**	**2.5**	**2.5**
Feed Mills												
Japfa Comfeed	JPFA IJ	Indonesia	50.7	7.4	9.1	8.5	0.9	0.8	7.2	6.6	2.7	3.5
Charoen Pok Indo	CPIN IJ	Indonesia	69.5	6.3	20.9	19.6	2.8	2.6	14.0	12.4	1.8	2.3
Universal Robina	URC PM	Philippines	21.0	11.9	13.4	12.0	1.6	1.5	8.0	7.3	4.4	4.8
Average			**47.1**	**8.5**	**14.5**	**13.4**	**1.7**	**1.6**	**9.7**	**8.8**	**3.0**	**3.5**
Thailand												
Asian Sea Corp	ASIAN TB	Thailand	70.3	19.0	10.9	9.1	0.9	0.8	4.5	3.9	4.8	5.7
Betagro	BTG TB	Thailand	na	38.8	20.3	14.6	1.5	1.4	9.7	8.4	1.5	2.3
Charoen Pokphand Foods *	CPF TB	Thailand	na	159.7	46.9	18.1	0.6	0.6	16.9	14.6	0.9	2.2
GFPT	GFPT TB	Thailand	10.2	10.4	10.1	9.1	0.8	0.8	6.9	6.6	2.0	2.3
R&B Food Supply *	ITC TB	Thailand	32.3	14.9	20.0	17.4	2.4	2.2	14.6	12.1	1.6	2.9
i-Tail Corporation *	RBF TB	Thailand	30.4	14.9	24.7	21.5	4.1	3.7	15.3	13.2	2.2	2.5
Thaifoods Group	TFG TB	Thailand	na	36.2	10.8	8.0	1.2	1.2	6.0	5.4	5.1	6.6
Thai Union Group *	TU TB	Thailand	20.9	9.4	11.4	10.4	1.2	1.1	9.6	9.0	5.2	5.7
Average			**32.8**	**37.9**	**19.4**	**13.5**	**1.6**	**1.5**	**10.4**	**9.1**	**2.9**	**3.8**
Average - All			**47.7**	**29.7**	**18.7**	**15.1**	**1.9**	**1.8**	**9.5**	**8.5**	**2.8**	**3.3**

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 22 Apr 2024 closing prices

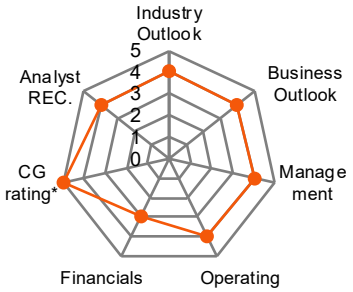
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale	
Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

W — Weakness

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

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ
- มีโอกาสเติบโตในตลาดสิผลิตภัณฑ์อาหารพร้อมรับประทาน

T — Threat

- เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง
- อุปทานเนื้อสัตว์ในประเทศล้นตลาด
- เกิดโรคระบาดโดยไม่คาดหมาย

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	22.06	21.00	-5%
Net profit 24F (Bt m)	6,162	3,266	-47%
Net profit 25F (Bt m)	9,598	8,481	-12%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 4	SELL: 0

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

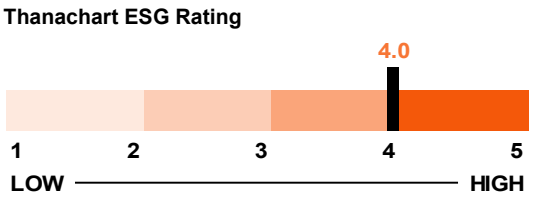
- เราเชื่อว่าเราให้ความระมัดระวังมากกว่าตลาดในเรื่องของการฟื้นตัวของอัตรากำไรของ CPF
- ดังนั้น ประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่า

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการของเรา คือถ้าราคาเนื้อสัตว์ในไทยไม่ฟื้นตัวยืนเหนือระดับคุ้มทุนได้
- มีความเสี่ยงจากผลประกอบการในธุรกิจต่างประเทศของ CPF โดยเฉพาะในเวียดนาม และจีน หาก CPF เผชิญปัญหาในประเทศดังกล่าว จะส่งผลทางลบต่อประมาณการของเรา
- เนื่องจากยอดส่งออกและยอดขายในต่างประเทศคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 60% ของยอดขายรวมของ CPF บริษัทฯ จึงมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

Source: Thanachart

CPF ขับเคลื่อนการพัฒนาองค์กรอย่างยั่งยืนภายใต้กลยุทธ์ความยั่งยืนของซีพีเอฟ "CPF 2030 Sustainability in Action" ซึ่งถูกพัฒนาขึ้นจาก 3 เสาหลักสู่ความยั่งยืน ประกอบด้วย "อาหารมั่นคง สังคมพึ่งตน และดินน้ำป่าคงอยู่" บริษัทฯ ได้รับรางวัล ESG มากมาย และเราให้คะแนน ESG ที่ 4.0



	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	BBB	50.25	70.56	83.00	43.0	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 "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ CPF เลิกใช้ถ่านหินในการดำเนินงานในปี 2022 โดยการทดแทนถ่านหินด้วยพลังงานชีวมวล สัดส่วนการใช้พลังงานทดแทนคิดเป็นประมาณ 30% ของการใช้พลังงานทั้งหมดของ CPF การดำเนินการดังกล่าวมีส่วนช่วยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้มากกว่า 600,000 ตันเทียบเท่าคาร์บอนไดออกไซด์ ในความพยายามของบริษัทฯ ที่จะบรรลุเป้าหมาย Net-Zero ภายในปี 2050 ▪ เป้าหมายปี 2025 คือการบรรลุความเป็นเลิศด้านสภาพอากาศ น้ำ และของเสีย ผ่าน; 1) การปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อหน่วยการผลิตลดลง 25% เมื่อเทียบกับปีฐาน 2015 (การดำเนินงานในประเทศไทย) และ 2) ลดการใช้น้ำลง 30% ต่อหน่วยการผลิต เทียบกับปีฐาน 2015 (การดำเนินงานในประเทศไทย) ▪ ในด้านของเสีย CPF ตั้งเป้าที่จะลดขยะอาหารจากการดำเนินงานให้เป็นศูนย์ และบรรจุภัณฑ์พลาสติกสำหรับผลิตภัณฑ์อาหารทั้งหมดจะถูกนำไปรีไซเคิลหรือใช้ซ้ำได้หรือย่อยสลายได้ในปี 2025
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ เป้าหมายของ CPF คือการสร้างผลลัพธ์เชิงบวกทางสังคมต่อชีวิตของพนักงานและบุคคลทั่วไปตลอดห่วงโซ่คุณค่าของบริษัทฯ ▪ บริษัทฯ ตั้งเป้าหมายในปี 2023 1) ดำเนินการตรวจสอบด้านสิทธิมนุษยชน 100% ทุกๆ 3 ปี รวมถึงการประเมินความเสี่ยง และการประเมินผลกระทบในพื้นที่ที่มีความเสี่ยงสูงจากการดำเนินงานของตนเอง (มีความก้าวหน้าแล้ว 40% ในปี 2021) 2) ให้การศึกษาและฝึกอบรมแก่พนักงานสามล้านชั่วโมง (มีความก้าวหน้าแล้ว 44%) และ 3) การพัฒนาความเป็นอยู่ให้ดีขึ้นแก่คนในชุมนุนกว่า 3,000,000 ราย ที่เชื่อมโยงกับการดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจของบริษัทฯ (มีความก้าวหน้าแล้ว 82%) ▪ สำหรับอาหารมั่นคง เป้าหมายปี 2030 คือ 40% ของยอดขายของการดำเนินงานในไทยมาจากผลิตภัณฑ์สีเขียว ซึ่งมีความก้าวหน้าไปแล้ว 83% ในปีที่ผ่านมา นอกจากนี้ยังรายงานว่าไม่มีการเรียกคืนผลิตภัณฑ์อาหารเลยในปี 2021
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ คณะกรรมการบริษัทประกอบด้วยกรรมการ 15 คน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 6 คน กรรมการที่เป็นผู้บริหาร 6 คน และกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 3 คน ปัจจุบันคณะกรรมการประกอบด้วยผู้หญิง 2 คน ช่วงอายุของกรรมการได้ขยายออกไป ในขณะที่อายุขั้นต่ำของกรรมการคือ 53 ปี ▪ บริษัทฯ ได้ประกาศนโยบายการแจ้งเบาะแสเพื่อให้พนักงาน ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย หรือบุคคลภายนอกมีโอกาสแจ้งเบาะแสหรือร้องเรียน บริษัทฯ ตรวจสอบการปฏิบัติตามนโยบายต่อต้านการคอร์รัปชั่นอย่างสม่ำเสมอ รวมทั้งทบทวนแนวปฏิบัติ และข้อกำหนดในการปฏิบัติงานให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจ กฎระเบียบ ข้อบังคับ และข้อกำหนดทางกฎหมาย

Sources: Thanachart, Company data

We expect a turnaround in 2H24F

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	614,197	585,844	613,316	645,310	679,380
Cost of sales	530,913	523,919	540,042	565,940	593,434
Gross profit	**83,284**	**61,925**	**73,273**	**79,370**	**85,946**
% gross margin	13.6%	10.6%	11.9%	12.3%	12.7%
Selling & administration expenses	55,477	56,784	56,106	56,667	57,565
Operating profit	**27,807**	**5,141**	**17,168**	**22,703**	**28,381**
% operating margin	4.5%	0.9%	2.8%	3.5%	4.2%
Depreciation & amortization	24,819	25,121	18,726	18,680	18,555
EBITDA	**52,626**	**30,262**	**35,893**	**41,384**	**46,936**
% EBITDA margin	8.6%	5.2%	5.9%	6.4%	6.9%
Non-operating income	7,374	8,514	9,799	6,484	4,688
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(20,358)	(25,506)	(27,111)	(25,880)	(25,211)
Pre-tax profit	**14,823**	**(11,851)**	**(144)**	**3,307**	**7,858**
Income tax	6,003	600	300	992	2,357
After-tax profit	**8,820**	**(12,451)**	**(444)**	**2,315**	**5,501**
% net margin	1.4%	-2.1%	-0.1%	0.4%	0.8%
Shares in affiliates' Earnings	3,745	4,590	4,590	7,134	10,825
Minority interests	(454)	(2,676)	(880)	(968)	(1,065)
Extraordinary items	1,859	5,330	0	0	0
NET PROFIT	**13,970**	**(5,207)**	**3,266**	**8,481**	**15,261**
Normalized profit	**12,111**	**(10,538)**	**3,266**	**8,481**	**15,261**
EPS (Bt)	1.7	(0.6)	0.4	1.0	1.8
Normalized EPS (Bt)	1.4	(1.3)	0.4	1.0	1.8

Slow asset growth as it is keen to improve efficiency

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	233,219	209,116	203,828	207,513	211,555
Cash & cash equivalent	32,950	26,136	20,000	20,000	20,000
Account receivables	43,221	42,351	43,688	45,967	48,394
Inventories	83,080	69,508	71,019	74,425	78,041
Others	73,968	71,121	69,121	67,121	65,121
Investments & loans	279,989	280,499	280,499	280,499	280,499
Net fixed assets	276,664	265,144	268,638	272,197	275,902
Other assets	137,115	132,459	131,419	132,359	133,278
Total assets	**926,987**	**887,218**	**884,384**	**892,568**	**901,235**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	266,978	259,463	251,938	252,236	251,091
Account payables	50,964	36,527	36,989	38,763	40,646
Bank overdraft & ST loans	117,434	144,994	141,681	141,351	139,668
Current LT debt	66,117	48,014	46,282	46,175	45,625
Others current liabilities	32,463	29,928	26,985	25,947	25,152
Total LT debt	**301,499**	**286,740**	**284,306**	**283,644**	**280,267**
Others LT liabilities	58,667	55,981	57,817	59,354	60,965
Total liabilities	**627,144**	**602,185**	**594,062**	**595,234**	**592,323**
Minority interest	43,791	45,617	48,293	49,173	50,238
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	8,611	8,414	8,414	8,414	8,414
Share premium	60,847	59,626	59,626	59,626	59,626
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	48,740	48,091	48,091	48,091	48,091
Retained earnings	**137,854**	**123,286**	**125,899**	**132,031**	**142,543**
Shareholders' equity	256,053	239,416	242,029	248,161	258,674
Liabilities & equity	**926,987**	**887,218**	**884,384**	**892,568**	**901,235**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Lower borrowing as profitability improves

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	14,823	(11,851)	(144)	3,307	7,858
Tax paid	(5,419)	(1,295)	83	(1,050)	(2,170)
Depreciation & amortization	24,819	25,121	18,726	18,680	18,555
Chg In w orking capital	(7,807)	5	(2,386)	(3,911)	(4,159)
Chg In other CA & CL / minorities	(29,012)	4,881	5,060	8,066	11,842
Cash flow from operations	**(2,597)**	**16,861**	**21,339**	**25,093**	**31,926**
Capex	(66,088)	(6,200)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
Right of use	(6,424)	(5,638)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(7,669)	(510)	0	0	0
Adj for asset revaluation	31,442	(15,444)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(166)	4,381	1,657	(643)	(568)
Cash flow from investments	**(48,905)**	**(23,411)**	**(19,343)**	**(21,643)**	**(21,568)**
Debt financing	54,426	(4,279)	(7,478)	(1,100)	(5,609)
Capital increase	(34)	(1,419)	(0)	0	0
Dividends paid	(5,159)	(3,566)	(653)	(2,350)	(4,749)
Warrants & other surplus	(1,468)	9,001	0	0	0
Cash flow from financing	**47,766**	**(264)**	**(8,131)**	**(3,450)**	**(10,358)**
Free cash flow	**(68,685)**	**10,661**	**1,339**	**5,093**	**11,926**

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	12.6	na	46.9	18.1	10.0
Normalized PE - at target price (x)	14.6	na	54.1	20.8	11.6
PE (x)	11.0	na	46.9	18.1	10.0
PE - at target price (x)	12.6	na	54.1	20.8	11.6
EV/EBITDA (x)	11.5	20.0	16.9	14.6	12.8
EV/EBITDA - at target price (x)	11.9	20.8	17.5	15.2	13.3
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
P/CFO (x)	(59.0)	9.1	7.2	6.1	4.8
Price/sales (x)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	4.2	0.0	0.9	2.2	4.0
FCF Yield (%)	(44.9)	7.0	0.9	3.3	7.8
(Bt)					
Normalized EPS	1.4	(1.3)	0.4	1.0	1.8
EPS	1.7	(0.6)	0.4	1.0	1.8
DPS	0.8	0.0	0.2	0.4	0.7
BV/share	30.4	28.5	28.8	29.5	30.7
CFO/share	(0.3)	2.0	2.5	3.0	3.8
FCF/share	(8.2)	1.3	0.2	0.6	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Manageable D/E, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	19.8	(4.6)	4.7	5.2	5.3
Net profit (%)	7.2	na	na	159.7	79.9
EPS (%)	7.2	na	na	159.7	79.9
Normalized profit (%)	199.7	na	na	159.7	79.9
Normalized EPS (%)	199.7	na	na	159.7	79.9
Dividend payout ratio (%)	46.2	0.0	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	13.6	10.6	11.9	12.3	12.7
Operating margin (%)	4.5	0.9	2.8	3.5	4.2
EBITDA margin (%)	8.6	5.2	5.9	6.4	6.9
Net margin (%)	1.4	(2.1)	(0.1)	0.4	0.8
D/E (incl. minor) (x)	1.6	1.7	1.6	1.6	1.5
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.6	1.6	1.5	1.4
Interest coverage - EBIT (x)	1.4	0.2	0.6	0.9	1.1
Interest coverage - EBITDA (x)	2.6	1.2	1.3	1.6	1.9
ROA - using norm profit (%)	1.4	na	0.4	1.0	1.7
ROE - using norm profit (%)	5.1	na	1.4	3.5	6.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.7	na	na	0.9	2.2
- asset turnover (x)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
- operating margin (%)	5.7	na	na	4.5	4.9
- leverage (x)	3.7	3.7	3.7	3.6	3.5
- interest burden (%)	42.1	(86.8)	(0.5)	11.3	23.8
- tax burden (%)	59.5	na	na	70.0	70.0
WACC (%)	6.4	6.4	6.4	6.9	6.9
ROIC (%)	2.7	0.7	1.7	2.3	2.8
NOPAT (Bt m)	16,546	5,141	12,017	15,892	19,867
invested capital (Bt m)	708,153	693,028	694,299	699,331	704,234

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทุนธนชาต จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.31 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 7/2566 ชุดที่ 1-3 " ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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:* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น ผู้ร่วมจัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย ให้กับบริษัท บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) Moshi Moshi Retail Corporation Pcl (MOSHI) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "บริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ ครั้งที่ 2/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy
พิมพ์ผกา นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลล์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรัชดา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.
Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th