

Company Results

บมจ. เจริญโภคภัณฑ์อาหาร (CPF)

3Q20: กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น yoy และ qoq; ปรับลดคำแนะนำลงเป็น ถือ เนื่องจากคาดว่ากำไรปี 2021 ไม่น่าตื่นเต้น

กำไรสุทธิ 3Q20 เพิ่มขึ้น 23% yoy และ 24% qoq เป็น 7,474 ลบ.จากยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นที่แข็งแกร่ง ยอดขายเพิ่มขึ้น 19% yoy และ 10% qoq จากราคาเนื้อหมูในเวียดนามที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม เรามีมุมมองที่ระมัดระวังต่อราคาเนื้อหมูในเวียดนามในปี 2021 ขณะที่ต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงขึ้นจะกดดันอัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมในปี 2021 ของ CPF เราจึงปรับลดการคาดการณ์กำไรสุทธิสำหรับปี 2021 ของเราลง 3% ปรับลดคำแนะนำลงเป็น ถือ และปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 29.50 บาท ราคาเข้าซื้อที่ 24.00 บาท

3Q20 RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	3Q19	2Q20	3Q20	yoy % chg	qoq % chg
Sales	132,597	143,805	157,805	19	10
Gross profit	17,937	26,064	30,141	68	16
SG&A expense	13,454	13,626	15,695	17	15
Other income	4,504	1,700	1,184	-74	-30
EBT	8,387	12,192	13,543	61	11
EBIT	11,768	16,683	17,729	51	6
Net profit	6,062	6,028	7,474	23	24

Ratio (%)

Gross margin	13.5	18.1	19.1
Net margin	4.4	4.1	4.7
DE (x)	1.5	1.5	1.6

Source: CPF, UOB Kay Hian

RESULTS

กำไรสุทธิ 3Q20 เพิ่มขึ้นทั้ง yoy และ qoq CPF รายงานกำไรสุทธิ 3Q20 ที่ 7,474 ลบ.เพิ่มขึ้น 23% yoy และ 24% qoq จากยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นที่แข็งแกร่ง กำไรสุทธิออกมาสูงกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ 5% และ 10% ตามลำดับ ยอดขายเติบโต 19% yoy และ 10% qoq ส่วนใหญ่เป็นผลมาจากราคาเนื้อหมูในเวียดนามที่สูงขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 19% (2Q20: 18%, 3Q19: 13.5%) จากราคาเนื้อหมูในเวียดนามที่สูงขึ้น และธุรกิจสัตว์น้ำในประเทศไทยที่ปรับตัวดีขึ้น (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	541,937	532,573	557,414	505,782	520,162
EBITDA	28,867	37,002	61,842	51,739	53,424
Operating profit	13,660	21,485	45,767	34,718	35,457
Net profit (rep./act.)	15,531	18,456	25,654	21,112	22,833
Net profit (adj.)	15,531	18,456	25,654	21,112	22,833
EPS (Bt)	1.8	2.1	3.0	2.5	2.7
PE (x)	15.4	12.9	9.3	11.3	10.5
P/B (x)	1.6	1.6	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA (x)	20.2	15.8	9.4	11.3	10.9
Dividend yield (%)	2.3	2.8	3.9	3.2	3.4
Net margin (%)	2.9	3.5	4.6	4.2	4.4
Net debt/(cash) to equity (%)	181.4	180.4	148.6	147.0	137.4
Interest cover (x)	2.5	2.7	3.8	3.1	3.1
ROE (%)	9.3	11.1	14.1	10.5	10.6
Consensus net profit	-	-	21,260	19,935	20,735
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.21	1.06	1.10

Source: CPF, Bloomberg, UOB Kay Hian

HOLD

(Downgraded)

Share Price	Bt27.75
Target Price	Bt29.50
Upside	+6.3%
(Previous TP)	Bt33.00

COMPANY DESCRIPTION

CPF is Thailand's leading conglomerate which produces a wide range of food products, such as chicken, pork, shrimp, fish, eggs and duck.

STOCK DATA

GICS sector	Consumer Staples
Bloomberg ticker:	CPF TB
Shares issued (m):	8,413.6
Market cap (Btm):	233,476.5
Market cap (US\$m):	7,721.8
3-mth avg daily t'over (US\$m):	34.0

Price Performance (%)

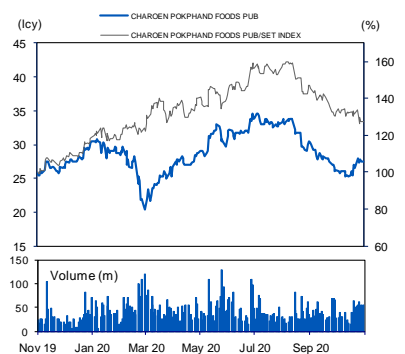
52-week high/low	Bt34.50/Bt20.30			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
2.8	(15.3)	(2.6)	6.7	0.9

Major Shareholders

	%
Charoen Pokphand Group Co., Ltd.	25.1
Charoen Pokphand Holding Co., Ltd.	11.8
Charoen Pokphand Food Plc.	6.3

FY20 NAV/Share (Bt)	20.89
FY20 Net Debt/Share (Bt)	33.62

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Thunya Sutavepramochanon  
+662 659 8031  
thunya@uobkayhian.co.th

### STOCK IMPACT

- **กำไรสุทธิ 4Q20 น่าจะเพิ่มขึ้น yoy** ปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตที่สำคัญ คือ : 1) ราคาเนื้อหมูในเวียดนามที่สูงขึ้น yoy (ปัจจุบัน 70,000 ดองเวียดนาม/กก., 4Q19: 65,391 ดองเวียดนาม/กก.) 2) กำไรที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว (one-off) จำนวน 84 ล้านดอลลาร์สหรัฐจากการเข้าซื้อธุรกิจหมูในจีน
- **ราคาเนื้อหมูที่สูงขึ้นเป็นวิถูปกติใหม่ (New Normal)** ผู้บริหารมองว่าการระบาดของโรคอหิวาต์แอฟริกาในสุกร (ASF) ในจีน และเวียดนามจะใช้เวลาประมาณ 10 ปี ก่อนที่จะคลี่คลายลงอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากอุตสาหกรรมฟาร์มหมูในประเทศเหล่านี้มีความกระจุกกระจายมาก เนื่องจากเกษตรกรรายย่อยมีส่วนแบ่งการตลาดมากกว่าเกษตรกรรายใหญ่ ซึ่งทำให้ยากที่จะควบคุมการระบาดของโรคได้ เนื่องจากปกติแล้วฟาร์มหมูรายย่อยจะมีมาตรฐานด้านสุขอนามัยที่ต่ำกว่า ดังนั้น ราคาเนื้อหมูในเวียดนาม จีน และไทยน่าจะแข็งแกร่งไปอีก 2-3 ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารมองว่าราคาเนื้อหมูในเวียดนาม และจีนจะลดลง 10-20% yoy ในปี 2021 จากอุปทานเนื้อหมูที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย
- **คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2021 จะลดลง yoy** เราคาดว่ากำไรสุทธิจะลดลง 15% yoy ในปี 2021 เนื่องจาก : 1) ไม่มีกำไรที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว (one-off) 2) อัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงจากต้นทุนอาหารสัตว์ที่เพิ่มขึ้น และราคาเนื้อสัตว์ที่ลดลง

### EARNINGS REVISION/RISK

- เราปรับลดการคาดการณ์กำไรสุทธิสำหรับปี 2021 ของเราลง 3% เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังต่ออัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมในปี 2021 ของ CPF มากขึ้นจากราคาเนื้อหมูในเวียดนามที่ลดลง

### EARNINGS REVISION

	2019	2020F		2021F	
		Old	New	Old	New
Net profit (Btm)	18,456	25,704	25,654	21,877	21,112
% chg		5	0	-8	-3
yoy % chg	19	39	39	-15	-18
Core profit (Btm)	10,169	20,463	20,093	18,791	18,230
% chg		11	-2	-8	-3
yoy % chg	564	101	98	-8	-9
Gross margin (%)	14.3	17.9	18.1	16.5	16.4
Sales growth (%)	-1.7	2.2	4.7	-11.1	-9.3
Domestic chicken price (Bt/kg)	35.25	34.17	33.92	36.56	36.56
Domestic swine price (Bt/kg)	68.41	75.58	75.33	79.74	79.48

Source: UOB Kay Hian

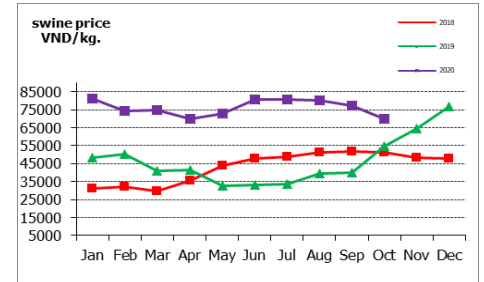
### VALUATION/RECOMMENDATION

- **ปรับลดคำแนะนำลงเป็น ถือ ด้วยราคาเป้าหมายที่ลดลงอยู่ที่ 29.50 บาท** อิง PE 2021F ที่ 12 เท่า หรือ -0.5SD เป็นค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ราคาเข้าซื้อที่ 24.00 บาท เราคิดว่าแนวโน้มกำไรปี 2021 ไม่น่าตื่นเต้น แต่ต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผลปี 2020 ยังน่าสนใจอยู่ที่ 3.9%

### SHARE PRICE CATALYST

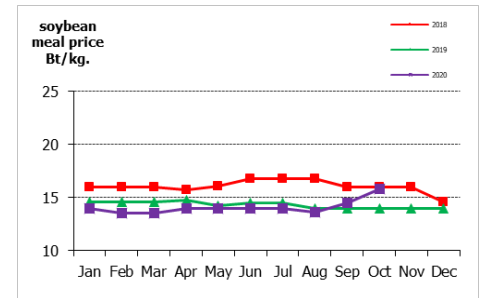
- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และการเพิ่มขึ้นของประชากรจะนำไปสู่ความต้องการอาหารที่สูงขึ้น

### VIETNAM SWINE PRICES



Source: CPF

### SOYBEAN MEAL PRICES



Source: CPF

### CPF: FORWARD PE BAND



Source: UOB Kay Hian