

## เจริญโภคภัณฑ์อาหาร

CPF

บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร  
จำกัด (มหาชน)Bloomberg  
ReutersCPF TB  
CPF.BKInnovest<sup>x</sup>  
หลักทรัพย์อินโนเวสต์ เอกซ์

## 4Q66: ขาดทุนปกติมากกว่าคาด

CPF มีขาดทุนปกติ 8.1 พันลบ. ใน 4Q66 มากกว่าคาด โดยมีสาเหตุมาจากมาร์จินที่อ่อนแอจากราคาสุทธระดับต่ำและดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้น ด้วยต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลงและราคาสัตว์บกในประเทศไทยและเวียดนามที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป แต่ราคาสุทธในประเทศไทยยังอ่อนแอและดอกเบี้ยจ่ายสูงใน 1Q67TD เราจึงคาดว่าขาดทุนปกติใน 1Q67 จะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว YoY แต่จะลดลง QoQ เมื่อใช้สมมติฐานว่าธุรกิจสัตว์บกในประเทศไทยและธุรกิจต่างประเทศปรับตัวดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป ผลประกอบการของ CPF จะฟื้นตัวชัดเจนมากขึ้นใน 2H67 เราแนะนำ NEUTRAL สำหรับ CPF โดยให้ราคาเป้าหมายใหม่สิ้นปี 2567 อ้างอิงวิธี SOTP ที่ 22.5 บาท (จากราคาเป้าหมายกลางปี 2567 ที่ 22 บาท) ซึ่งประกอบด้วย 0.5 บาทจากธุรกิจของ CPF (PE 14x สำหรับธุรกิจอาหารสัตว์, 12x สำหรับธุรกิจฟาร์ม และ 16x สำหรับธุรกิจอาหาร) และ 22 บาทจากการถือหุ้นใน CPALL และ CPAXT

กำไรสุทธิ 4Q66 อยู่ที่ 121 ลบ. เทียบกับกำไรสุทธิ 1.8 พันลบ. ใน 4Q65 และขาดทุนสุทธิ 1.8 พันลบ. ใน 3Q66 สูงกว่าคาดจากกำไรพิเศษ 8.1 พันลบ. (2.7 พันลบ. จากการขายธุรกิจฟาร์มไก่ที่สร้างผลขาดทุนในประเทศจีนออกไปบางส่วนโดย CPP HK และ 5.4 พันลบ. จากการขายธุรกิจฟาร์มหมูในประเทศไทยโดย CTI) ขาดทุนปกติใน 4Q66 อยู่ที่ 8.1 พันลบ. แย่กว่าคาด โดยมีสาเหตุมาจาก: 1) อัตรากำไรขั้นต้นที่อ่อนแอเพราะราคาสุทธในประเทศไทยและประเทศเวียดนามอยู่ในระดับต่ำ; และ 2) ดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้น (+14% YoY, +8% QoQ) CPF งดจ่ายเงินปันผลจากผลการดำเนินงานปี 2566

ประเด็นสำคัญจากการประชุม ราคาสัตว์บกในประเทศไทยและต้นทุนอาหารสัตว์ ใน 1Q67TD ราคาสุทธในประเทศไทยอยู่ที่ 69 บาท/กก. (-21% YoY, +5% QoQ) เทียบกับจุดคุ้มทุนที่ระดับกำไรขั้นต้นที่ 64-68 บาท/กก. สำหรับผู้ประกอบการสุทธรายใหญ่ ขณะที่ราคาไก่เนื้อในประเทศไทยอยู่ที่ 40 บาท/กก. (-2% YoY, +5% QoQ) เทียบกับจุดคุ้มทุนที่ระดับกำไรขั้นต้นที่ 37-38 บาท/กก. ใน 1Q67TD อุปทานที่เพิ่มขึ้นทั่วโลกส่งผลกระทบต่อต้นทุนข้าวโพดและกากถั่วเหลืองนำเข้า (spot price) ปรับตัวลดลงสู่ 10.4 บาท/กก. (-22% YoY, -1% QoQ) และ 22.8 บาท/กก. (-3% YoY, +3% QoQ) ในปี 2567 CPF คาดว่าจะได้รับประโยชน์จากต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลงจากปีก่อน บริษัทคาดว่าราคาสุทธจะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น โดยส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นใน 2H67 จากการควบคุมเนื้อสุทธนำเข้าพิศดกกฎหมายได้ดีขึ้น และการลดอุปทานโดยสมาคมผู้เลี้ยงสุทธแห่งชาติ โดยผู้ประกอบการสุทธไทยจะร่วมมือกันลดการผลิตสุทธลง 5,000 ตัว/วัน (9-10% ของการผลิตต่อวัน) หรือ 0.5 ล้านตัว/90 วัน (3% ของการผลิตต่อปี) เริ่มตั้งแต่เดือนมี.ค. โดยจะเห็นอุปทานลดลงภายใน 6 เดือน ราคาไก่เนื้อจะปรับตัวดีขึ้นเมื่อความต้องการส่งออกกลับคืนมา โดยราคาสุทธที่ดีขึ้นจะเป็นปัจจัยสนับสนุนอีกทางหนึ่ง การดำเนินงานในประเทศไทยและประเทศจีน ราคาสุทธในประเทศไทยและประเทศจีนอยู่ที่ VND55,000/กก. (+10% YoY, +12% QoQ) และ CNY14.5/กก. (-6% YoY, -3% QoQ) เทียบกับจุดคุ้มทุนที่ระดับกำไรขั้นต้นที่ VND48,000/กก. และ CNY17.5/กก. CPF คาดว่าราคาในปี 2567 จะปรับตัวดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปจากอุปสงค์ที่ดีขึ้นและอุปทานที่ลดลง ทั้งนี้หลังจากขายธุรกิจฟาร์มไก่และฟาร์มสุทธที่สร้างผลขาดทุนในเงินออกไปบางส่วนโดยคิดเป็น 30% และ 20% ของกำลังการผลิตที่มีอยู่ใน 4Q66 เราคาดว่าผลขาดทุนจากธุรกิจเหล่านี้จะลดลง 3-7 พันลบ. ในปี 2567 ประเทศอื่นๆ หลังจากปรับปรุงธุรกิจในประเทศอินเดีย (ลดขนาดฟาร์มไก่เนื้อ) และ Bellesio (การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่) และมีการสั่งห้ามนำเข้าสุทธพิศดกกฎหมายตั้งแต่เดือนมี.ค. ในกัมพูชา เราคาดว่าผลขาดทุนจะลดลง YoY นอกจากนี้หลังจากขายธุรกิจที่สร้างผลขาดทุนในสหรัฐฯ ออกไปในช่วงกลางปี 2566 Hylife น่าจะกลับมาทำกำไรได้ในปี 2567 ดอกเบี้ยจ่าย จะยังอยู่ในระดับสูง เนื่องจากต้นทุนทางการเงินสูงที่ 4.3% ต่อปี ในปี 2566 อัตราส่วนหนี้สินสุทธต่อทุนอยู่ที่ 1.6 เท่า ณ สิ้นปี 2566 ต่ำกว่า debt covenant ที่ 2.0 เท่า CPF คาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธต่อทุนจะอยู่ที่ระดับนี้หรือต่ำกว่านี้ จากการควบคุมต้นทุน การลงทุนใหม่ลดลง การหยุดกิจการที่ไม่สามารถทำกำไร และการขายธุรกิจที่สร้างผลขาดทุน

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ อุปสงค์และราคาที่ลดลงจากเศรษฐกิจที่เปราะบางและอุปทานที่มากขึ้น และต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงขึ้น ปัจจัยเสี่ยง ESG ที่สำคัญ คือ การบริหารจัดการพลังงาน ของเสีย และน้ำผลิตภัณฑ์ที่ยั่งยืน (E) นโยบายด้านสุขภาพและความปลอดภัยของผู้บริโภค/พนักงาน (S)

## Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	614,197	585,844	597,731	617,963	639,201
EBITDA	(Btmn)	63,900	43,500	52,122	55,695	59,353
Core profit	(Btmn)	10,771	(17,329)	1,019	6,460	11,537
Reported profit	(Btmn)	13,970	(5,207)	1,019	6,460	11,537
Core EPS	(Bt)	1.29	(2.30)	0.05	0.75	1.39
DPS	(Bt)	0.75	0.00	0.02	0.20	0.40
P/E, core	(x)	14.8	n.a.	382.2	25.5	13.6
EPS growth, core	(%)	14,094.1	(278.4)	n.a.	1,399.8	87.1
P/BV, core	(x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	(%)	3.7	(5.9)	0.4	2.3	4.1
Dividend yield	(%)	3.9	0.0	0.1	1.1	2.1
EV/EBITDA	(x)	10.0	14.7	12.4	11.5	10.5

Source: InnovestX Research

ดูข้อมูลบริษัทในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

## Tactical: NEUTRAL

(3-month)

## Stock data

Last close (Feb 28) (Bt)	19.00
Target price (Bt)	22.50
Mkt cap (Btmn)	159.86
Mkt cap (US\$mn)	4,445

Beta	M
Mkt cap (%) SET	0.94
Sector % SET	0.46
Shares issued (mn)	8,414
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	22.4 / 17
Avg. daily 6m (US\$mn)	8.39
Foreign limit / actual (%)	40 / 24
Free float (%)	46.3
Dividend policy (%)	≥ 30

## Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	4.4	(3.6)	(13.6)
Relative to SET	4.0	(3.2)	1.2

Source: SET, InnovestX Research

## 2023 Sustainability / 2022 ESG Score

SET ESG Ratings	AAA
-----------------	-----

## ESG Bloomberg Rank in the sector

ESG Score Rank	3/55
Environmental Score Rank	3/55
Social Score Rank	5/55
Governance Score Rank	1/55

## ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

CPF มีคะแนน ESG สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนด้านธรรมาภิบาลดีที่สุดในกลุ่ม และคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมและด้านสังคมสูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมในปี 2565

Source: Bloomberg Finance L.P.

## นักวิเคราะห์

ศิริมา ดิสราร, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เรามองว่า CPF อยู่ในตำแหน่งผู้นำเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา เนื่องจากบริษัทกำหนดเป้าหมายและมีความคืบหน้าที่ชัดเจนในมิติด้านสิ่งแวดล้อม (เช่น การบริหารจัดการพลังงาน ของเสีย และน้ำ และผลิตภัณฑ์ที่ยั่งยืน) และด้านสังคม (เช่น การบริหารจัดการคุณภาพผลิตภัณฑ์ และนโยบายด้านสุขภาพและความปลอดภัยของลูกค้าและพนักงาน) สำหรับมิติด้านธรรมาภิบาล CPF อยู่ในตำแหน่งผู้ตาม เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในด้านบทบาทและความหลากหลายของกรรมการ และคำตอบแทนผู้บริหาร ความเสี่ยง ESG ที่สำคัญ คือ การบริหารจัดการพลังงาน ของเสีย และน้ำ ผลิตภัณฑ์ที่ยั่งยืนและคุณภาพ นโยบายด้านสุขภาพและความปลอดภัยของลูกค้าและพนักงาน

คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG

<b>Bloomberg ESG Score</b>	<b>62.09 (2022)</b>	<b>CG Rating</b>	<b>DJSI</b>	<b>SETESG</b>	<b>SET ESG Ratings</b>	
Rank in Sector	3/55	CPF	5	No	Yes	AAA

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)

- ภายในปี 2568 CPF ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกทางตรงและทางอ้อม 25% และลดปริมาณการดึงน้ำมาใช้ต่อหน่วยการผลิต 30% เมื่อเทียบกับปีฐาน 2558 (กิจการประเทศไทย) (เทียบกับ 23% และ 53% ในปี 2565)
- ภายในปี 2573 CPF ตั้งเป้าดูดซับก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ 200,000 ตันจากการอนุรักษ์และฟื้นฟูป่าในพื้นที่ยุทธศาสตร์และการเพิ่มพื้นที่สีเขียวในสถานประกอบการ (กิจการประเทศไทย) (เทียบกับ 27,000 ตันในปี 2565) และลดของเสียที่ถูกนำไปฝังกลบและเผาให้เป็นศูนย์ (เทียบกับ 17 ตัน สำหรับกิจการประเทศไทยในปี 2565), 100% ของวัตถุดิบหลักสามารถตรวจสอบย้อนกลับได้ (เทียบกับ 59% ในปี 2565) และเพิ่มพื้นที่ป่าไม้ 20,000 ไร่สำหรับกิจการประเทศไทย (เทียบกับ 14,870 ไร่ในปี 2565), 100% ของบรรจุภัณฑ์พลาสติกสำหรับบรรจุอาหารที่นำมาใช้จะต้องสามารถนำกลับมาใช้ซ้ำหรือนำมาใช้ใหม่ หรือสามารถย่อยสลายได้ (เทียบกับ 99.9% สำหรับกิจการประเทศไทยในปี 2565), 100% ของวัตถุดิบหลักมาจากพื้นที่ที่ปราศจากการตัดไม้ทำลายป่า (เทียบกับ 23% ในปี 2565) และลดปริมาณขยะอาหารในกระบวนการดำเนินธุรกิจของบริษัทให้เป็นศูนย์ (เทียบกับ 2,143 ตันในปี 2565)
- เรามองว่า CPF อยู่ในตำแหน่งผู้นำเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในด้านการให้ข้อมูลเกี่ยวกับการบริหารจัดการพลังงาน ของเสีย และน้ำ และอยู่ในตำแหน่งค่าเฉลี่ยในด้านผลิตภัณฑ์ที่ยั่งยืน

ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับธรรมาภิบาล (G)

- ในปี 2565 คณะกรรมการ CPF ประกอบด้วยกรรมการจำนวน 15 คน โดยมีกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 10 คน (67% ของกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 5 คน (33% ของกรรมการทั้งหมด) และกรรมการผู้หญิง 2 คน (13% ของกรรมการทั้งหมด)
- ในปี 2565 CPF มีคณะกรรมการบรรษัทภิบาลและการพัฒนาเพื่อความยั่งยืน คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนและสรรหากรรมการ คณะกรรมการตรวจสอบ และคณะกรรมการเทคโนโลยีและความมั่นคงปลอดภัยทางไซเบอร์
- ในปี 2565 พนักงาน 100% ของ CPF ได้เข้ารับการอบรมตามพระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคลของประเทศไทยและอบรมธรรมาภิบาลขั้นพื้นฐานในทุกประเทศ
- ในปี 2565 CPF ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศ (excellent) และได้รับการรับรอง Anti-Corruption Progress Indicator
- เรามองว่า CPF อยู่ในตำแหน่งผู้ตาม เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในด้านบทบาทและความหลากหลายของกรรมการ และคำตอบแทนผู้บริหาร

ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)

- ภายในปี 2573 CPF ตั้งเป้า 40% ของรายได้มาจากผลิตภัณฑ์สีเขียว (เทียบกับ 37% ในปี 2565) และการเรียกคืนสินค้าเป็นศูนย์ (เทียบกับศูนย์กรณีในปี 2565) CPF ตั้งเป้าเข้าถึงผู้บริโภคจำนวน 35 ล้านรายต่อวันด้วยอาหารและเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพที่ดี (เทียบกับ 23 ล้านคนในปี 2565) และ 50% ของผลิตภัณฑ์ใหม่ได้รับการพัฒนาเพื่อสุขภาพที่ดีและมีคุณค่าทางโภชนาการที่มากขึ้น (เทียบกับ 51% ในปี 2565)
- ภายในปี 2573 CPF ตั้งเป้า 100% ของฟาร์มสุกรมแม่พันธุ์อุ้มท้องได้รับการเลี้ยงดูในระบบคอกเชิงรวม (เทียบกับ 40% ในปี 2565) และ เพิ่มกำลังการผลิตของไข่ไก่ที่มาจากเลี้ยงแบบปล่อยอิสระในโรงเรือน 30% ต่อปีเมื่อเทียบกับปี 2563 (เทียบกับ 200% ในปี 2565) และ 100% ของการเลี้ยงไก่เนื้อได้รับการเสริมสภาพแวดล้อมทางกายภาพ (เทียบกับ 60% ในปี 2565)
- ภายในปี 2573 CPF ตั้งเป้า 100% มีการดำเนินการตรวจประเมินสถานะด้านสิทธิมนุษยชนอย่างรอบด้านในทุก 3 ปี (เทียบกับ 100% ในปี 2565) สนับสนุนการศึกษาและการฝึกอบรมบุคลากรจำนวน 3 ล้านชั่วโมง (เทียบกับ 3.1 ล้านชั่วโมงในปี 2565) และ 3 ล้านรายที่เชื่อมโยงกับการดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจของบริษัทได้รับการพัฒนาความเป็นอยู่ที่ดีขึ้น (เทียบกับ 2.5 ล้านรายในปี 2565)
- เรามองว่า CPF อยู่ในตำแหน่งผู้นำเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในด้านการให้ข้อมูลเกี่ยวกับการบริหารจัดการคุณภาพผลิตภัณฑ์ รวมถึงนโยบายด้านสุขภาพและความปลอดภัยของลูกค้าและพนักงาน

ESG Disclosure Score

	2021	2022
<b>ESG Disclosure Score</b>	<b>54.23</b>	<b>62.09</b>
<b>Environment</b>	<b>38.15</b>	<b>51.98</b>
GHG Scope 1 (*000 metric tonnes)	222.00	288.10
GHG Scope 2 Location-Based (*000 metric tonnes)	641.00	1,154.27
GHG Scope 3 (*000 metric tonnes)	4,132.00	4,412.00
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Waste Reduction Policy	Yes	Yes
Water Policy	Yes	Yes
<b>Social</b>	<b>37.06</b>	<b>44.32</b>
Pct Women in Management (%)	18.57	31.14
Pct Women in Workforce (%)	44.46	44.56
Number of Employees - CSR (persons)	128,548	135,284
Employee Turnover Pct (%)	13.28	10.98
Total Hours Spent by Firm - Employee Training (hours)	1,331,690	1,772,550
<b>Governance</b>	<b>87.36</b>	<b>89.86</b>
Size of the Board (persons)	15	15
Number of Non Executive Directors on Board (persons)	9	10
Number of Board Meetings for the Year (times)	11	9
Board Meeting Attendance Pct (%)	99	99
Number of Female Executives (persons)	2	6
Number of Women on Board (persons)	2	2

Source: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการให้ข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมีกรทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่อาจเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับวิธีการเปิดเผยข้อมูลของแต่ละบริษัท

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total revenue	(Btmn)	532,573	589,713	512,704	614,197	585,844	597,731	617,963	639,201
Cost of goods sold	(Btmn)	(455,325)	(482,470)	(446,815)	(532,324)	(524,643)	(530,053)	(546,543)	(563,146)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>77,248</b>	<b>107,243</b>	<b>65,890</b>	<b>81,873</b>	<b>61,201</b>	<b>67,678</b>	<b>71,420</b>	<b>76,055</b>
SG&A	(Btmn)	(53,951)	(57,665)	(50,880)	(55,001)	(55,875)	(54,543)	(55,617)	(57,528)
Other income	(Btmn)	4,202	4,304	4,880	4,821	4,943	5,043	5,214	5,393
Interest expense	(Btmn)	(13,785)	(16,818)	(16,596)	(20,358)	(25,506)	(27,817)	(28,091)	(27,663)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>13,714</b>	<b>37,065</b>	<b>3,293</b>	<b>11,335</b>	<b>(15,238)</b>	<b>(9,639)</b>	<b>(7,074)</b>	<b>(3,743)</b>
Corporate tax	(Btmn)	(3,828)	(10,686)	(2,176)	(3,792)	440	2,892	2,122	1,123
Equity a/c profits	(Btmn)	8,893	9,254	2,277	3,745	(210)	8,307	12,000	14,795
Minority interests	(Btmn)	(4,065)	(10,738)	(2,722)	(516)	(2,321)	(541)	(589)	(638)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>14,715</b>	<b>24,894</b>	<b>672</b>	<b>10,771</b>	<b>(17,329)</b>	<b>1,019</b>	<b>6,460</b>	<b>11,537</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	3,741	1,128	12,356	3,198	12,121	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>18,456</b>	<b>26,022</b>	<b>13,028</b>	<b>13,970</b>	<b>(5,207)</b>	<b>1,019</b>	<b>6,460</b>	<b>11,537</b>
EBITDA	(Btmn)	50,535	82,211	48,820	63,900	43,500	52,122	55,695	59,353
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1.72</b>	<b>3.00</b>	<b>0.01</b>	<b>1.29</b>	<b>(2.30)</b>	<b>0.05</b>	<b>0.75</b>	<b>1.39</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	2.18	3.14	1.56	1.69	(0.75)	0.05	0.75	1.39
DPS (Bt)	(Bt)	0.70	1.00	0.65	0.75	0.00	0.02	0.20	0.40

### Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total current assets	(Btmn)	178,646	194,670	216,550	233,219	209,116	215,799	221,222	226,612
Total fixed assets	(Btmn)	455,405	567,049	628,694	693,768	678,102	672,507	667,133	661,118
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>634,051</b>	<b>761,719</b>	<b>845,244</b>	<b>926,987</b>	<b>887,218</b>	<b>888,306</b>	<b>888,355</b>	<b>887,731</b>
Total loans	(Btmn)	334,225	416,111	464,617	520,553	515,112	525,789	517,344	504,540
Total current liabilities	(Btmn)	197,711	204,147	203,928	266,978	259,463	195,898	202,254	200,635
Total long-term liabilities	(Btmn)	217,467	295,394	351,965	360,166	342,722	418,367	406,459	398,262
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>415,178</b>	<b>499,541</b>	<b>555,893</b>	<b>627,144</b>	<b>602,185</b>	<b>614,264</b>	<b>608,713</b>	<b>598,898</b>
Paid-up capital	(Btmn)	8,611	8,611	8,611	8,611	8,414	8,414	8,414	8,414
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>218,872</b>	<b>262,179</b>	<b>289,352</b>	<b>299,844</b>	<b>285,033</b>	<b>274,042</b>	<b>279,642</b>	<b>288,833</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>26.74</b>	<b>32.35</b>	<b>36.31</b>	<b>37.78</b>	<b>36.45</b>	<b>35.05</b>	<b>35.76</b>	<b>36.94</b>

### Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Core Profit	(Btmn)	14,715	24,894	672	10,771	(17,329)	1,019	6,460	11,537
Depreciation and amortization	(Btmn)	23,036	28,328	28,931	32,207	33,232	33,944	34,678	35,434
Operating cash flow	(Btmn)	40,609	71,038	6,420	33,544	35,360	32,489	40,307	46,142
Investing cash flow	(Btmn)	(26,648)	(75,919)	(22,705)	(25,723)	(19,616)	(28,349)	(29,304)	(29,419)
Financing cash flow	(Btmn)	(12,035)	28,841	(5,744)	(12,858)	(19,282)	(1,333)	(9,305)	(15,149)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,927</b>	<b>23,960</b>	<b>(22,029)</b>	<b>(5,038)</b>	<b>(3,538)</b>	<b>2,807</b>	<b>1,698</b>	<b>1,574</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin	(%)	14.5	18.2	12.9	13.3	10.4	11.3	11.6	11.9
Operating margin	(%)	4.4	8.4	2.9	4.4	0.9	2.2	2.6	2.9
EBITDA margin	(%)	9.5	13.9	9.5	10.4	7.4	8.7	9.0	9.3
EBIT margin	(%)	5.2	9.1	3.9	5.2	1.8	3.0	3.4	3.7
Net profit margin	(%)	3.5	4.4	2.5	2.3	(0.9)	0.2	1.0	1.8
ROE	(%)	6.7	10.3	0.2	3.7	(5.9)	0.4	2.3	4.1
ROA	(%)	2.3	3.6	0.1	1.2	(1.9)	0.1	0.7	1.3
Net D/E	(x)	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.8	1.6
Interest coverage	(x)	3.7	4.9	2.9	3.1	1.7	1.9	2.0	2.1
Debt service coverage	(x)	0.3	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
Payout Ratio	(%)	32.1	31.9	41.7	44.4	0.0	40.2	26.8	28.7

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total sales growth	(%)	(1.7)	10.7	(13.1)	19.8	(4.6)	2.0	3.4	3.4
GPM from Thai-livestock	(%)	12.1	16.1	11.1	18.9	10.9	12.3	12.4	12.5
GPM from Thai-aquatic	(%)	7.5	12.4	9.4	8.5	9.2	9.3	9.5	9.8
GPM from CPP HK*	(%)	17.6	22.9	14.9	10.0	8.3	9.5	10.0	11.0
GPM from other overseas	(%)	13.0	13.8	13.3	11.5	11.8	12.0	12.1	12.2
FX	(Bt/US\$1)	31.0	31.3	32.0	35.1	34.8	35.0	35.0	35.0

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total revenue	(Btmn)	138,887	155,996	160,266	159,048	143,781	150,246	144,498	147,319
Cost of goods sold	(Btmn)	(121,096)	(133,372)	(136,287)	(141,569)	(128,202)	(133,750)	(128,940)	(133,750)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>17,791</b>	<b>22,624</b>	<b>23,979</b>	<b>17,479</b>	<b>15,579</b>	<b>16,496</b>	<b>15,558</b>	<b>13,569</b>
SG&A	(Btmn)	(12,124)	(13,564)	(14,385)	(14,928)	(12,787)	(13,868)	(14,079)	(15,141)
Other income	(Btmn)	686	1,260	1,188	1,687	1,151	1,245	1,124	1,422
Interest expense	(Btmn)	(4,469)	(4,360)	(5,494)	(6,035)	(6,068)	(6,157)	(6,377)	(6,903)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,883</b>	<b>5,960</b>	<b>5,288</b>	<b>(1,796)</b>	<b>(2,125)</b>	<b>(2,285)</b>	<b>(3,774)</b>	<b>(7,054)</b>
Corporate tax	(Btmn)	(839)	(1,686)	(2,015)	748	(259)	145	382	173
Equity a/c profits	(Btmn)	(336)	(793)	2,294	2,580	(1,088)	(293)	528	643
Minority interests	(Btmn)	44	(169)	(97)	(295)	174	(146)	(591)	(1,759)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>752</b>	<b>3,312</b>	<b>5,471</b>	<b>1,237</b>	<b>(3,298)</b>	<b>(2,579)</b>	<b>(3,455)</b>	<b>(7,997)</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	2,090	896	(363)	575	572	1,787	1,644	8,118
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,842</b>	<b>4,208</b>	<b>5,108</b>	<b>1,812</b>	<b>(2,725)</b>	<b>(792)</b>	<b>(1,811)</b>	<b>121</b>
EBITDA	(Btmn)	13,825	18,112	19,139	12,823	11,932	12,049	10,824	8,695
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.08</b>	<b>0.40</b>	<b>0.67</b>	<b>0.14</b>	<b>(0.44)</b>	<b>(0.35)</b>	<b>(0.46)</b>	<b>(1.05)</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.34	0.51	0.63	0.21	(0.37)	(0.12)	(0.25)	(0.01)

### Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total current assets	(Btmn)	206,285	222,807	232,773	233,219	221,441	220,310	218,595	209,116
Total fixed assets	(Btmn)	630,835	680,822	700,079	693,768	686,693	683,537	691,586	678,102
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>837,121</b>	<b>903,629</b>	<b>932,852</b>	<b>926,987</b>	<b>908,134</b>	<b>903,847</b>	<b>910,181</b>	<b>887,218</b>
Total loans	(Btmn)	430,706	507,052	528,323	520,553	515,415	526,103	534,380	515,112
Total current liabilities	(Btmn)	221,485	234,899	239,862	266,978	248,658	273,116	276,127	259,463
Total long-term liabilities	(Btmn)	353,929	371,983	390,745	360,166	367,971	347,375	353,453	342,722
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>575,414</b>	<b>606,881</b>	<b>630,606</b>	<b>627,144</b>	<b>616,630</b>	<b>620,491</b>	<b>629,580</b>	<b>602,185</b>
Paid-up capital	(Btmn)	131,183	133,370	135,781	137,854	135,401	130,593	128,867	123,286
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>261,706</b>	<b>296,748</b>	<b>302,246</b>	<b>299,844</b>	<b>291,504</b>	<b>283,356</b>	<b>280,601</b>	<b>285,033</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>32.98</b>	<b>37.39</b>	<b>38.09</b>	<b>37.78</b>	<b>37.28</b>	<b>36.24</b>	<b>35.89</b>	<b>36.45</b>

### Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Core Profit	(Btmn)	2,842	4,208	5,108	1,812	(2,725)	(792)	(1,811)	121
Depreciation and amortization	(Btmn)	7,473	7,792	8,357	8,585	7,989	8,176	8,221	8,846
Operating cash flow	(Btmn)	8,796	9,191	14,194	1,362	5,830	4,345	10,764	14,421
Investing cash flow	(Btmn)	(5,287)	(5,696)	(8,615)	(6,126)	(4,265)	(1,260)	(6,278)	(7,814)
Financing cash flow	(Btmn)	(14,825)	(3,972)	(2,312)	8,251	(9,386)	(4,162)	(4,083)	(1,651)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(11,316)</b>	<b>(476)</b>	<b>3,267</b>	<b>3,487</b>	<b>(7,821)</b>	<b>(1,077)</b>	<b>404</b>	<b>4,956</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Gross margin	(%)	12.8	14.5	15.0	11.0	10.8	11.0	10.8	9.2
Operating margin	(%)	4.1	5.8	6.0	1.6	1.9	1.7	1.0	(1.1)
EBITDA margin	(%)	10.0	11.6	11.9	8.1	8.3	8.0	7.5	5.9
EBIT margin	(%)	4.6	6.6	6.7	2.7	2.7	2.6	1.8	(0.1)
Net profit margin	(%)	2.0	2.7	3.2	1.1	(1.9)	(0.5)	(1.3)	0.1
ROE	(%)	1.1	4.7	7.3	1.6	(4.5)	(3.6)	(4.9)	(11.3)
ROA	(%)	0.4	1.5	2.4	0.5	(1.4)	(1.1)	(1.5)	(3.6)
Net D/E	(x)	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.7
Interest coverage	(x)	3.1	4.2	3.5	2.1	2.0	2.0	1.7	1.3
Debt service coverage	(x)	0.5	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total sales growth	(%)	16.4	20.3	27.3	15.4	3.5	(3.7)	(9.8)	(7.4)
GPM from Thai-livestock	(%)	15.4	19.1	21.3	19.4	14.4	10.9	9.5	8.7
GPM from Thai-aquatic	(%)	11.8	9.9	7.1	6.8	10.4	11.0	9.8	5.2
GPM from CPP HK*	(%)	10.0	11.3	11.9	6.7	6.0	10.0	11.0	5.3
GPM from other overseas	(%)	12.6	13.7	13.0	7.0	11.0	11.7	12.0	13.1
FX	(Bt/US\$1)	33.1	34.4	36.4	36.4	33.9	34.5	35.2	35.7

Figure 1: Earnings review

P & L (Btmn)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	% Chg YoY	% Chg QoQ	2022	2023	% Chg YoY
Total revenue	159,048	143,781	150,246	144,498	147,319	(7.4)	2.0	614,197	585,844	(4.6)
Gross profit	17,479	15,579	16,496	15,558	13,569	(22.4)	(12.8)	81,873	61,201	(25.2)
SG&A expense	(14,928)	(12,787)	(13,868)	(14,079)	(15,141)	1.4	7.5	(55,001)	(55,875)	1.6
Net other income/expense	1,687	1,151	1,245	1,124	1,422	(15.7)	26.4	4,821	4,943	2.5
Interest expense	(6,035)	(6,068)	(6,157)	(6,377)	(6,903)	14.4	8.2	(20,358)	(25,506)	25.3
Pre-tax profit	(1,796)	(2,125)	(2,285)	(3,774)	(7,054)	292.7	86.9	11,335	(15,238)	(234.4)
Corporate tax	748	(259)	145	382	173	(76.8)	(54.6)	(3,792)	440	(111.6)
Equity a/c profits	2,580	(1,088)	(293)	528	643	(75.1)	21.8	3,745	(210)	(105.6)
Minority interests	(295)	174	(146)	(591)	(1,759)	496.8	197.8	(516)	(2,321)	349.6
EBITDA	12,823	11,932	12,049	10,824	8,695	(32.2)	(19.7)	59,079	38,558	(34.7)
<b>Core profit</b>	<b>1,237</b>	<b>(3,298)</b>	<b>(2,579)</b>	<b>(3,455)</b>	<b>(7,997)</b>	<b>(746.5)</b>	<b>131.4</b>	<b>10,771</b>	<b>(17,329)</b>	<b>(260.9)</b>
Extra. Gain (Loss)	575	572	1,787	1,644	8,118	1,312.4	393.7	3,198	12,121	279.0
<b>Net Profit</b>	<b>1,812</b>	<b>(2,725)</b>	<b>(792)</b>	<b>(1,811)</b>	<b>121</b>	<b>(93.3)</b>	<b>(106.7)</b>	<b>13,970</b>	<b>(5,207)</b>	<b>(137.3)</b>
EPS	0.21	(0.37)	(0.12)	(0.25)	(0.01)	(106.4)	(94.6)	1.69	(0.75)	(144.2)
<b>Financial ratio (%)</b>										
Gross margin	11.0	10.8	11.0	10.8	9.2	(1.8)	(1.6)	13.3	10.4	(2.9)
EBITDA margin	8.1	8.3	8.0	7.5	5.9	(2.2)	(1.6)	9.6	6.6	(3.0)
Net profit margin	1.1	-1.9	-0.5	-1.3	0.1	(1.1)	1.3	2.3	(0.9)	(3.2)
SG&A expense/Revenue	9.4	8.9	9.2	9.7	10.3	0.9	0.5	9.0	9.5	0.6

Source: InnovestX Research

Figure 2: Operation breakdown by business unit

Key statistics	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	% Chg YoY	% Chg QoQ	2022	2023	% Chg YoY
<b>Sales (Bt mn)</b>										
Thai-Livestock	52,251	49,318	48,782	47,574	47,636	(8.8)	0.1	195,358	193,310	(1.0)
Thai-Aqua	7,342	6,791	7,812	6,736	6,606	(10.0)	(1.9)	28,998	27,945	(3.6)
Overseas-Livestock	88,602	76,458	79,172	78,728	81,938	(7.5)	4.1	335,164	316,296	(5.6)
Overseas-Aqua	10,853	11,214	14,480	11,460	11,139	2.6	(2.8)	54,677	48,293	(11.7)
<b>Total sales (Bt mn)</b>	<b>159,048</b>	<b>143,781</b>	<b>150,246</b>	<b>144,498</b>	<b>147,319</b>	<b>(7.4)</b>	<b>2.0</b>	<b>614,197</b>	<b>585,844</b>	<b>(4.6)</b>
<b>Gross margin (%)</b>										
Thai-Livestock	19.4	14.4	10.9	9.5	8.7	(10.7)	(0.8)	18.9	10.9	(8.0)
Thai-Aqua	6.8	10.4	11.0	9.8	5.2	(1.6)	(4.6)	8.5	9.2	0.7
Overseas-Livestock	7.2	8.5	11.2	12.6	10.1	2.9	(2.5)	11.2	10.6	(0.6)
Overseas-Aqua	4.2	11.6	9.8	4.4	7.7	3.5	3.3	8.7	8.5	(0.2)
<b>Total gross margin (%)</b>	<b>11.0</b>	<b>10.8</b>	<b>11.0</b>	<b>10.8</b>	<b>9.2</b>	<b>(1.8)</b>	<b>(1.6)</b>	<b>13.3</b>	<b>10.4</b>	<b>(2.9)</b>
<b>EBIT margin (%)</b>										
Thai-Livestock	9.9	6.6	2.6	(0.2)	(1.5)	(11.4)	(1.3)	10.4	1.9	(8.5)
Thai-Aqua	0.1	4.0	5.4	3.3	(10.3)	(10.4)	(13.6)	2.3	0.9	(1.4)
Overseas-Livestock	(0.3)	0.6	2.9	4.9	1.6	1.9	(3.3)	3.6	2.5	(1.1)
Overseas-Aqua	(4.1)	2.9	2.4	(5.2)	(3.0)	1.1	2.2	0.4	-0.5	(0.9)
<b>Total EBIT margin (%)</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>2.3</b>	<b>(0.3)</b>	<b>(3.1)</b>	<b>(2.6)</b>	<b>5.4</b>	<b>2.0</b>	<b>(3.4)</b>

Source: InnovestX Research

Figure 3: Valuation summary (price as of Feb 29, 2024)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
BTG	Outperform	22.50	27.0	21.1	4.6	n.m.	28.4	302	n.m.	n.m.	1.2	1.7	1.7	35	(4)	6	21.4	1.1	1.1	2.8	n.m.	17.0
CPF	Neutral	19.00	22.5	18.4	14.8	n.m.	382.2	14,094	n.m.	n.m.	0.5	0.5	0.5	4	(6)	0	3.9	0.0	0.1	10.0	14.7	12.4
GFPT	Outperform	11.70	14.5	25.2	7.2	11.4	10.3	1,324	(37)	11	0.9	0.8	0.8	13	8	8	1.7	1.3	1.9	6.2	7.1	6.4
TU	Outperform	14.50	17.5	24.4	9.9	14.6	12.4	(5)	(32)	17	0.8	1.0	0.9	9	6	8	5.8	3.7	4.8	8.1	9.8	8.9
<b>Average</b>					<b>9.1</b>	<b>13.0</b>	<b>108.3</b>	<b>3,929</b>	<b>(35)</b>	<b>14</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>15</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>8.2</b>	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>	<b>6.8</b>	<b>10.5</b>	<b>11.2</b>

Source: InnovestX Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกระณาดังนั้น นักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรีสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โอเทล ความเห็น ชั่ว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อหรือถือครองข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาความถูกต้องในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

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

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2023 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

7UP, AAV, ABM, ACE, ACG, ADB, ADD, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, APCO, APCS, ARIP, ARROW, ASEFA, ASK, ASP, ASW, ATP30, AUCT, AWC, AYUD, B, BA, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBIK, BBL, BC, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BJCHI, BKI, BLA, BOL, BPP, BRI, BROOK, BRR, BTS, BTW, BWG, BYD, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CM, CNT, COLOR, COM7, COTTO, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CSC, CSS, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FSX, FVC, GBX, GC, GCAP, GENCO, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, ICN, III, ILINK, ILM, IMH, IND, INET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JTS, KBANK, KCC, KCE, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, KUN, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MEGA, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NKI, NOBLE, NRF, NTV, NVD, NWR, NYT, OCC, OISHI<sup>1</sup>, ONEE, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PLANB, PLAT, PLUS, PM, POLY, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRINC, PRM, PRTR, PSH, PSL, PT, PTC, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPH, RS, RT, S, S&J, SA, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SAT, SBNEXT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFCO, SEAOL, SECURE, SELIC, SENA, SENX, SFP<sup>2</sup>, SFT, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SM, SMP, SMT, SNC, SNNP, SNP, SO, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSSC, STA, STC, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SVT, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAE, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDOR, TIPH, TISCO, TK, TKN, TKS, TKT, TLI, TM, TMC, TMD, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TNR, TOA, TOG, TOP, TPBI, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRT, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TT, TTCL, TTW, TURTLE, TVDH, TVH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UP, UPF, UPOIC, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, VL, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, XPG, YUASA, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, A5, AAI, AIE, ALUCON, AMR, APURE, ARIN, AS, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, AURA, BR, BSBM, BTG, CEN, CGH, CH, CHIC, CI, CIG, CMC, COMAN, CSP, DOD, DPAINT, DV8, EFORL, EKH, ESSO, ESTAR, EVER, FORTH, FSMART, FTI, GEL, GPI, HEALTH, HUMAN, IFS, INSET, IT, J, JCKH, JDF, JKN, JMART, JUBILE, K, KCAR, KGI, KIAT, KISS, KK, KTIS, KWC, KWM, LDC, LEO, LHK, MACO, METCO, MICRO, MK, MVP, NCAP, NOVA, NTSC, PACO, PIN, PQS, PREB, PRI, PRIME, PROEN, PROS, PROUD, PSTC, PTECH, PYLON, RCL, SALEE, SANKO, SCI, SCN, SE, SE-ED, SFLEX, SINGER, SKN, SONIC, SORKON, SPVI, SSP, SST, STANLY, STP, SUPER, SVOA, SWC, TCC, TEKA, TFM, TMILL, TNP, TPLAS, TPOLY, TRC, TRU, TRUBB, TSE, VRANDA, WAVE, WFX, WIUK, WIN, WP, XO

**Companies with Good CG Scoring**

24CS, AMANAH, AMARC, AMC, APP, ASAP, BCT, BE8, BIG, BIOTEC, BLESS, BSM, BVG, CAZ, CCET, CHARAN, CHAYO, CHOTI, CITY, CMAN, CMR, CRANE, CWT, DHOUSE, DTCENT, EASON, FNS, FTE, GIFT, GJS, GTB, GYV, GYT, HL, HTECH, HYDRO, IIG, INGRS, INSURE, IRCP, ITD, ITNS, JCK, JMT, JR, JSP, KBS, KGEN, KJL, L&E, LEE, MASTER, MBAX, MEB, MENA, META, MGT, MITSIB, MJD, MOSHI, MUD, NATION, NNCL, NPK, NSL, NV, OGC, PAF, PCC, PEACE, PICO, PK, PL, PLANET, PLE, PMTA, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PSG, RABBIT, READY, RUH, RSP, RWI, S11, SAAM, SAF, SAMCO, SAWAD, SCAP, SCP, SIAM, SKE, SKY, SMART, SMD, SMIT, SOLAR, SPA, STECH, STPI, SVR, TC, TCCC<sup>3</sup>, TEAM, TFI, TIGER, TITLE, TKC, TMI, TNH, TPA, TPAC, TRITN, UBA, UMI, UMS, UTP, VARO, VPO, W, WARRIX, WORK, WPH, YONG, 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. InnovestX 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 2022 to 31 October 2023) is publicized.

<sup>1</sup>OISHI was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on September 6, 2023

<sup>2</sup>SFP was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on July 19, 2023

<sup>3</sup>TCCC was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on August 25, 2023

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับอนุมัติ)**

2S, 7UP, AAI, ADVANC, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETC, ETE, FNS, FPI, FPM, FSMART, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, JAS, JKN, JR, JTS, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NKI, NOBLE, NRF, NWR, OCC, OGC, OR, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RML, RS, RWI, S&J, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMP, SNC, SNNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASC, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TRT, TRU, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UV, VCOM, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIUK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ได้ประกาศ)**

ACE, ADB, ALT, AMC, ASW, BLAND, BTG, BYD, CAZ, CBG, CV, DEXON, DMT, EKH, FSX, GLOBAL, GREEN, ICN, IHL, ITC, J, JMART, JMT, LEO, LH, MENA, MITSIB, MODERN, NER, NEX, OSP, OTO, PLUS, POLY, PQS, PRIME, PROEN, PRTR, RBF, RT, SA, SANKO, SCB, SENX, SFLEX, SIS, SKE, SM, SVOA, TBN, TEGH, TIPH, TKN, TPAC, TPLAS, TQM, TRUE, W, WPH, XPG

**N/A**

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALL, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMARIN, AMR, ANAN, ANI, AOT, APCO, APEX, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AURA, B52, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BRI, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHARAN, CHASE, CHAYO, CHG, CHIC, CHO, CI, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DITTO, DOD, DPAINT, DTCENT, DTICI, DV8, EASON, ECL, EE, EFORL, EMC, ETL, EURO, EVER, F&D, FANCY, FE, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HEALTH, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, I2, IFEC, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRC, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCKH, JCT, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KAMART, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LDC, LEE, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEGA, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MJD, MK, ML, MORE, MOSHI, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NDR, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYT, OHTL, ONEE, ORN, PACE, PACO, PAF, PANEL, PCC, PEACE, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLE, PLT, PMTA, POLAR, POMPUI, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROUD, PSG, PSP, PTC, PTL, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWAD, SAWANG, SBNEXT, SCAP, SCGD, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SINGER, SINO, SISB, SJWD, SK, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, SSS, STANLY, STARK, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVR, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THG, THML, TIGER, TITLE, TK, TKE, TLI, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPP, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTI, TTT, TTW, TURTLE, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VARO, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WIN, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, YGG, YONG, ZAA

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of November 1, 2023) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.