เจริญโภคภัณฑ์อาหาร (CPF)

Company Visit

23 สิงหาคม 2555

ราคาปัจจุบัน	32.75 บาท	คำแนะนำ	ซื้อ	Target Price (ปี 56)	41.0 บาท

Highlight Issue:

- ***CPV ช่วงสั้นอาจกดดันจากราคาขายเนื้อสัตว์บกตกต่ำ...แต่ระยะยาว เรามองจะเป็นอีกแรงสำคัญในการขับเคลื่อนกำไรของ CPF***
- ***หลายแรงกดดันที่รุมเร้าเพิ่มทั้งใน&ต่างประเทศ ทำให้ระยะสั้น ผลการดำเนินงาน 3Q55 อาจไม่ดีดังที่เคยคาดหวังในช่วงก่อนหน้า***
- ***ถึงคาดกำไรปกติปี 55 เหลือเพียง 10,457 ล้านบาท(-27%YoY)...แต่มองกำลังผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว คงคาดกำไรปี 56 ฟื้นตัว 56%YoY***
- ***ด้วย Downside risk ทางธุรกิจต่ำมากแล้ว ปัจจุบัน รอเพียงการฟื้นตัวราคาขายเนื้อสัตว์บกเป็นหลัก จึงมองเป็นจังหวะในการทยอยเข้าสะสมหุ้นแล้ว โดยปรับใช้ราคาเป้าหมายใหม่เป็นปี 56 ที่ 41.0 บาทอิงวิธี Sum of the parts***

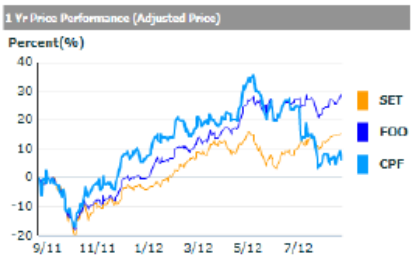
จำนวนหุ้น	7,742.9	ล้านหุ้น
ราคา Par	1	บาท
มูลค่าตลาด	253,581	ล้านบาท
Free Float	46.6%	
Foreign Limit	40.0%	

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ :

1) บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด
2) บริษัท เจริญโภคภัณฑ์โฮลดิ้ง จำกัด

การดำเนินธุรกิจ :

เป็นผู้นำธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมครบวงจรของไทย ด้านการเลี้ยงสัตว์และผลิตเนื้อสัตว์ทั้งในและต่างประเทศ โดยมีสัดส่วนรายได้หลักมาจากธุรกิจสัตว์บกในประเทศราว 38% ของยอดขาย, สัตว์น้ำราว 13%ของยอดขายและที่เหลือมาจากการประกอบธุรกิจในต่างประเทศ



นักวิเคราะห์

ณัฐพล คำนวณผล 02-684-8796

nuttapon@aira.co.th

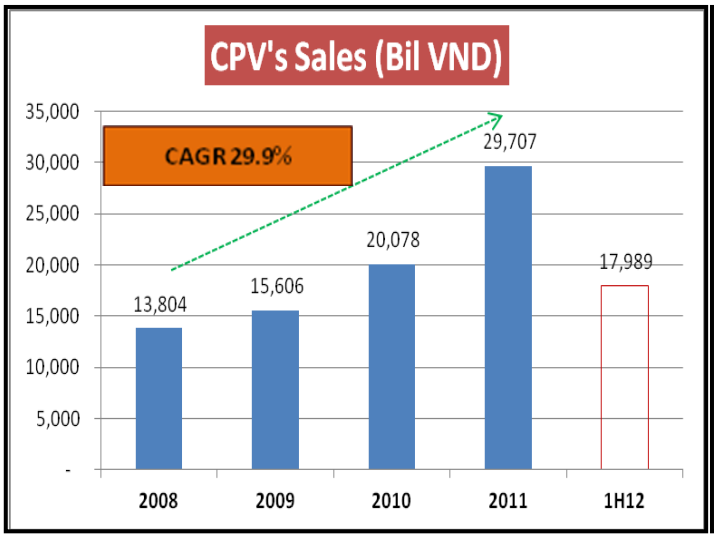
มอง CPV จะเป็นอีกแรงที่สำคัญในการขับเคลื่อนกำไรของ CPF

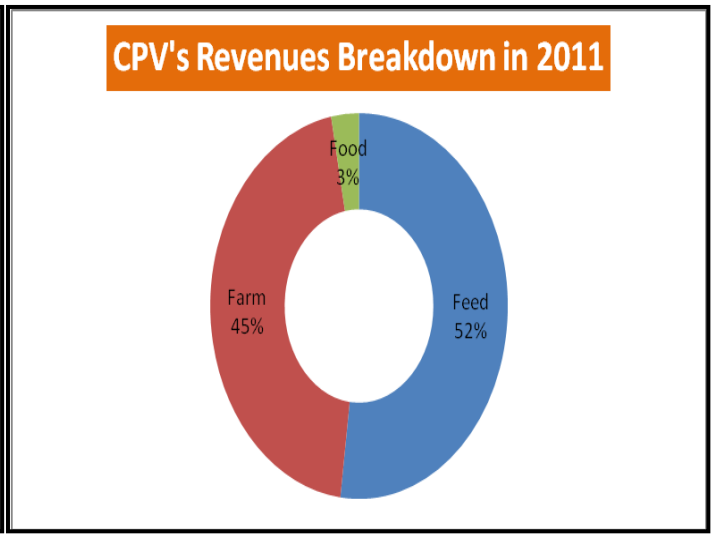
โดยเรามีมุมมองที่ดีต่อการได้เข้าเยี่ยมชมกิจการ CPV (CPF ถือทั้งสิ้น 82%) และคาดจะเป็นอีกแรงที่สำคัญในการขับเคลื่อนกำไรระยะยาวของ CPF เนื่องจาก 1) มีอัตราการเติบโตของยอดขายในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาค่อนข้างสูง (ปี 52-54) เฉลี่ยกว่า 30%ต่อปี โดย 1H55 CPF รับรู้ยอดขายจาก CPV กว่า 19,328 ล้านบาทแล้วหรือคิดเป็นสัดส่วนราว 12%ของยอดขายรวม ซึ่งหากแยกรายได้ตามกลุ่มสินค้าจะพบว่า รายได้หลักกว่า 52% มาจากธุรกิจอาหารสัตว์และอีกราว 45% มาจากธุรกิจฟาร์ม ส่วนที่เหลือ 3% เป็นกลุ่มธุรกิจอาหาร โดยกลุ่มธุรกิจอาหารสัตว์บกและธุรกิจฟาร์มหมู (คิดเป็นสัดส่วนรวมราว 55.5%) ถือว่าเป็นจุดแข็งที่สำคัญของ CPV เนื่องจากเป็นผู้นำกลุ่มธุรกิจดังกล่าวและมีประสิทธิภาพในการผลิตและการเลี้ยงในระบบปิดที่ค่อนข้างสูง ทำให้สินค้าที่ได้มีคุณภาพสูงกว่าคู่แข่งขันในอุตสาหกรรมเดียวกันภายใต้ต้นทุนการผลิตต่อหน่วยที่ต่ำกว่า เพราะมีผลประโยชน์ต่อการประหยัดต่อขนาด (อัตราการใช้กำลังการผลิตโรงอาหารสัตว์บกรวมเฉลี่ยสูงกว่า 94%แล้ว จึงอยู่ระหว่างเพิ่มกำลังการผลิตอีก 2 โรงจาก 4 โรงในปัจจุบันภายใน 2 ปีข้างหน้า) ทำให้ธุรกิจดังกล่าวมีอัตราทำกำไรสูงกว่าคู่แข่งทั่วไป อย่างไรก็ตาม ด้วยกำลังซื้อของผู้บริโภคในประเทศที่ชะลอตัวลงตามภาวะเศรษฐกิจ รวมถึง ผลกระทบเกิดปัญหา Oversupply จากปริมาณสินค้านำเข้าและการขยายกำลังการผลิตของหลายผู้ประกอบการที่มากขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ก็ทำให้ราคาเนื้อสัตว์บกในช่วงที่ผ่านมาที่ตกต่ำลง โดยไก่ราคาเริ่มลดลงตั้งแต่ต้นปี ส่วนราคาหมูลดลงมากในช่วงเดือนที่ผ่านมา ดังนั้น เราจึงคาดเป็นแรงกดดันเพิ่มเติมต่อแนวโน้มอัตราทำกำไรในระยะสั้น ซึ่ง**ล่าสุด ในช่วง 2-3 วันที่ผ่านมาก็เริ่มเห็นการฟื้นตัวของราคาทั้งไก่และหมูในประเทศแล้ว** หลังมีผู้เลี้ยงบางรายประสบภาวะขาดทุนและเริ่มมีโรคระบาดในหมู จึงทำให้เราประเมินทิศทางราคาเนื้อสัตว์บกจะทยอยฟื้นตัวในไม่ช้า นอกจากนั้น ในด้านธุรกิจสัตว์น้ำ แม้ CPV เพิ่งรุกขยายลงทุนด้านนี้ไม่นานเพียง 2-3 ปีที่ผ่านมา แต่ด้วยอาศัยจุดแข็งในการเลี้ยงและพัฒนาพันธุ์กุ้งของ CPF ก็ผลักดันธุรกิจดังกล่าวมีโอกาสขยายตัวอย่างโดดเด่นเช่นกัน จึงมีแผนขยายกำลังการเลี้ยงฟาร์มกุ้งจากปัจจุบันที่ 3,000 ตันในปัจจุบันเป็นกว่า 10,000 ตันภายใน 2 ปีข้างหน้า จึงทำให้เรามอง CPV จะเป็นอีกแรงที่สำคัญในการขับเคลื่อนกำไรของ CPF ในระยะยาว

Financial Summary	FY09A	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
Revenue	165,063	189,049	206,099	338,754	381,943	428,307
Growth (%)	*5.6%*	*14.5%*	*9.0%*	*64.4%*	*12.7%*	*12.1%*
Net Profit	10,190	13,563	15,837	19,852	16,352	19,899
Growth (%)	*225.7%*	*33.1%*	*16.8%*	*25.4%*	*-17.6%*	*21.7%*
EPS	1.36	1.80	2.25	2.56	2.11	2.57
BV	6.90	7.71	8.46	12.06	13.12	14.40
Dividend	0.73	1.05	1.20	1.3	1.1	1.28
PE	24.17	18.16	14.58	12.77	15.51	12.74
PBV	4.75	4.25	3.87	2.72	2.50	2.27
Dividend Yield	*2.2%*	*3.2%*	*3.7%*	*3.9%*	*3.2%*	*3.9%*
Source: Company Data , AIRA Estimates						

- **ถึงคาดกำไรปกติปี 55 เหลือเพียง 10,457 ล้านบาท (-27%YoY)...แต่มองกำลังผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว**

ถึงแม้ว่าในระยะสั้น CPF จะมีหลายแรงกดดันที่รุมเร้าเพิ่มทั้งในและต่างประเทศ (เช่น ต้นทุนวัตถุดิบขึ้น, CPV ประสบราคาขายเนื้อสัตว์ตกต่ำ) และทำให้แนวโน้มผลการดำเนินงาน 3Q55 อาจไม่ดีดังที่เราเคยคาดหวังในช่วงก่อนหน้า โดยเบื้องต้นประเมินกำไรเหลือแค่ใกล้เคียงกับช่วง 2Q55 ที่ 2,537 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ด้วยเริ่มเห็นสัญญาณที่ดีขึ้นทั้งในแง่ของ 1) ราคาที่ได้ฟื้นขึ้นแล้วในกลุ่มสินค้าหมูและกุ้งโดยปัจจุบันอยู่ที่ 59-60 บาท/ก.ก. และ 145 บาท/ก.ก. ตามลำดับ, 2) ความคาดหวังต่อกำลังผู้บริโภคที่จะทยอยเพิ่มขึ้นหลังได้รับปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ และ 3) การทยอยฟื้นตัวในธุรกิจต่างประเทศอย่างเช่นใน CPV ดังนั้น เราจึงคงมองผลการดำเนินงานของ CPF กำลังผ่านพ้นจุดต่ำสุดไปแล้ว โดยเราปรับประมาณการกำไรปกติทั้งปี 55 เหลือ 10,457 ล้านบาท ขณะเดียวกัน ก็คาดจะกลับมาฟื้นตัวอย่างโดดเด่นอีกครั้งในปี 56 ที่ 16,352 ล้านบาท (+56%YoY) โดยให้น้ำหนักจุดเปลี่ยนที่สำคัญอยู่ที่การฟื้นตัวของราคาขายเนื้อสัตว์ในประเทศเป็นหลักอิงสมมติฐานราคาขายไก่และหมูเฉลี่ยปี 56 ที่ก.ก.ละ 40 บาทและ 65 บาท ตามลำดับ





	2012F		2013F	
Assumption Factor	Old	New	Old	New
Brolier Price Per Kg	38.0	38.0	40	40.0
Swine Price Per Kg	65.0	60.0	65.0	65.0
Sales From Livestock overseas (M)	144,879	151,556	166,611	174,290
Gross Margin of Livestock overseas	15.0%	14.0%	15.0%	15.0%
Sales(Mbaht)	333,952	338,754	374,264	381,943.2
% chg from old projection		1.4%		2.1%
Gross Profit Margin (%)	14.9%	13.5%	15.79%	14.89%
% chg from old projection		-142Basispoints		-90Basispoints
SG&A/Sales (%)	8.7%	9.4%	8.7%	9.4%
% chg from old projection		+69Basispoints		+64Basispoints
Effecttive tax rate	17.5%	30.0%	15.0%	25.0%
Normalise profit after MI (Mbaht)	*17,772.25*	*10,457.42*	*22,564.57*	*16,352.15*
% chg from old projection		-41.2%		-27.5%
Net Profit (M.Baht)	27,166.6	19,851.8	22,564.6	16,352.2
% chg from old projection		-26.9%		-27.5%

ที่มา : บริษัท,ประมาณการโดย AIRA

- **Downside risk ทางธุรกิจต่ำมากแล้ว จึงมองเป็นจังหวะเหมาะในการเข้าสะสมหุ้น โดยมีราคาเป้าหมายปี 56 ที่ 41.0 บาท**

ด้วยเราประเมิน Downside risk ทางธุรกิจที่ต่ำมากแล้วในปัจจุบันประกอบกับมุมมองที่ดีต่อกลยุทธ์การกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจตั้งแต่อุตสาหกรรมต้นน้ำ (อย่างเช่น CPP) จนกระทั่งปลายน้ำ (อย่างเช่น CPALL) ที่มีมากขึ้นของกลุ่มบริษัท ซึ่งทำให้ลดความผันผวนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ได้ดีกว่าอดีต โดยล่าสุด ผู้บริหารคาดมีแผนซื้อและควบรวมกิจการเพิ่มเติมอีกราว 1 กิจการที่เบื้องต้นจะได้ข้อยุติทันในปีนี้ด้วย อีกทั้ง ยังมีมูลค่าแฝงที่ยังไม่รับรู้ ของการถือหุ้น CPALL ในสัดส่วนกว่า 30.9% ด้วย โดยต้นทุนได้มาเฉลี่ยของ CPF ณ 2Q55 อยู่ที่ 5.4 บาท/หุ้นเทียบกับราคาหุ้น CPALL ที่วานนี้ปิด 33.75 บาท/หุ้นประกอบกับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สม่ำเสมอทุกครึ่งปีราว 4-5%ต่อปี ดังนั้น เราจึงมองเป็นจังหวะในการทยอยสะสมหุ้นในปัจจุบัน จึงคงคำแนะนำ“ซื้อ” โดยมีราคาเป้าหมายปี 56 ใหม่ที่ 41 บาทอ้างอิงวิธี SOTP

Business	Method	FV at Y13E
CPF and subsidaries	PE 15x	24
CPALL (CPF ถือ 31%)	DCF	16
Total CPF		41
Source: Company Data , AIRA Estimates		

CORPORATE GOVERNANCE REPORT 2011 (IOD)

Score Range 90-100: Excellent

ADVANC	PS
AOT	PSL
BAFS	PTT
BANPU	PTTAR***
BAY	PTTCH***
BBL	PTTEP
BCP	QH
BKI	RATCH
BMCL	ROBINS
CPN	RS
CSL	SAT
EASTW	SC
EGCO	SCB
ERW	SCC
GRAMMY	SE-ED
HEMRAJ	SIS
ICC	THRE
IRPC	TIP
KBANK	TIPCO
KK	TISCO
KTB	TKT
LPN	TMB
MCOT	TOP
NMG	

*** วันที่ 18 ตุลาคม 2554 PTTAR และ PTTCH ควบรวมกิจการเป็น PTTGC

Score Range 80-89: Very Good

ACAP	HANA	PB	TCAP
AF	HMPRO	PG	TFD
AMANAH	HTC	PHATRA	TFI
AMATA	IFEC	PM	THAI
AP	INET	PR	THCOM
ASIMAR	INTUCH	PRANDA	THIP
ASP	IVL	PRG	TIC
AYUD	JAS	PT	TK
BEC	KCE	PYLON	TMT
BECL	KEST	S & J	TNITY
BFIT	KGI	S&P	TNL
BH	KSL	SABINA	TOG
BIGC	KWC	SAMCO	TPC
BJC	L&E	SCCC	TRC
BLA	LANNA	SCG	TRT
BROOK	LH	SCSMG	TRU
BTS	LOXLEY	SEAFCO	TRUE
BWG	LRH	SFP	TSC
CENTEL	LST	SICCO***	TSTE
CGS	MACO	SINGER	TSTH
CIMBT	MAJOR	SIRI	TTA
CK	MAKRO	SITHAI	TTW
CM	MBK	SMT	TUF
CPALL	MFC	SNC	TVO
CPF	MFEC	SPALI	TYM
CSC	MILL	SPI	UAC
DELTA	MINT	SPPT	UMI
DEMCO	MK	SSF	UP
DRT	MTI	SSSC	UPOIC
DTAC	NBC	STA	UV
DTC	NCH	STANLY	VNT
ECL	NINE	STEC	WACOAL
FORTH	NKI	SUSCO	WAVE
GBX	NOBLE	SVI	ZMICO
GC	OCC	SYMC	
GFPT	OGC	SYNTEC	
GLOW	OISHI	TASCO	

***SICCO ขอเพิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในวันที่ 7 ตุลาคม 2554

Score Range 70-79: Good

2S	FE	NNCL	SYNEX
A	FOCUS	NSI	TBSP
AEONTS	FSS	NTV	TCB
AFC	GENCO	NWR	TCC
AGE	GFM	OFM	TCP
AH	GL	PAF	TEAM
AHC	GLAND	PAP	TF
AI	GOLD	PATO	TGCI
AIT	GUNKUL	PDI	THANA
AJ	GYT	PHOL	THANI
AKR	HFT	PICO	TICON
APRINT	HTECH	PL	TIW
APURE	IFS	POST	TKS
AS	ILINK	PPM	TLUXE
ASK	IRC	PREB	TMD
BAT-3K	IRCP	PRECHA	TNH
BGT	IT	PRIN	TNPC
BLAND	ITD	PTL	TOPP
BNC	JTS	Q-CON	TPA
BOL	JUTHA	QLT	TPAC
BROCK	KASET	RASA	TPCORP
BSBM	KDH	RCI	TPIPL
BTNC	KH	RCL	TPP
CCET	KKC	ROJNA	TR
CFRESH	KMC	RPC	TTCL
CHARAN	KTC	SAUCE	TTI
CI	KWH	SCBLIF	TWFP
CITY	KYE	SCP	TWZ
CMO	LALIN	SENA	TYCN
CMR	LEE	SHANG	UBIS
CNS	LHK	SIAM	UEC
CNT	MATCH	SIMAT	UOBKH
CPI	MATI	SKR	UPF
CPL	MBAX	SMIT	US
CRANE	M-CHAI	SMK	UT
CSP	MCS	SMM	UVAN
CSR	MDX	SPC	VARO
CTW	MJD	SPG	VIBHA
DCC	MOONG	SST	VNG
DRACO	MPIC	STAR	WG
EASON	MSC	SUC	WORK
EIC	NC	SVOA	YUASA
ESSO	NEP	SWC	

Source: Thai Institute of Directors Association (IOD)

Score Range	Number of Logo	Description
90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Lower than 50	No logo given	N/A

รายงานฉบับนี้จัดทำในนามของบริษัทหลักทรัพย์ ไอร่า จำกัด (มหาชน) ("ไอร่า") เพื่อเป็นข้อมูลให้กับลูกค้าของไอร่าเท่านั้น มิได้เป็นการชี้นำหรือเสนอแนะหรือเชิญชวน เพื่อการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ผู้อ่านควรตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยใช้วิจารณญาณของตนเอง ไอร่ารวมทั้งพนักงานของบริษัท ปราศจากความรับผิดในความเสียหายอันเกิดจากการใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม ทั้งหมด หรือบางส่วน และไม่ถือเป็นการรับประกันความถูกต้อง สมบูรณ์ และเชื่อถือได้ของข้อมูลในรายงานนี้ ไอร่า และ/หรือ กรรมการบริษัท, พนักงาน ที่เกี่ยวข้องอาจมีความสัมพันธ์กับ หรืออาจให้บริการทางด้านวาณิชธนกิจ และ/หรือ บริการทางการเงินอื่นๆ กับบริษัทที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ ไอร่าขอสงวนสิทธิในการเปลี่ยนแปลงความคิดเห็น หรือข้อมูลโดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า เอกสารฉบับนี้ใช้ภายในไอร่าเท่านั้น มิได้จัดทำขึ้นสำหรับการลงตีพิมพ์ในหนังสือพิมพ์หรือสื่ออื่นๆ แต่อย่างใด