

### COCOCO : บมจ.ไทย โคโคเน็กซ์ มะพร้าวน้ำหอม, Soft power

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” COCOCO ราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 10.70 บาท/ หุ้น โดยบริษัทกำลังจะทำการทำ IPO เป็นสัปดาห์ใหม่ติดต่อกันอย่างน้อย 3 ปีข้างหน้า (2024-26) พร้อมกับผลตอบแทนเงินปันผล 5.0% ต่อปี ขณะที่ราคาหุ้นวันนี้ซื้อขายที่ P/E24E เพียง 12.0x มีส่วนลดจากกลุ่มเครื่องดื่ม 24.1% ขณะที่ คาด EPS24E growth สูงถึง +61.5% y-y

**IPO ได้จังหวะที่ดีมาก** : บริษัทเสนอขายหุ้นในจังหวะที่กำลังปรับแผนธุรกิจไปเพิ่มการผลิตน้ำมะพร้าว ซึ่งน้ำมะพร้าวเพิ่งจะจุดติดในจีนเมื่อปี 2020 เห็นได้จากการค้นหา “ประโยชน์ของน้ำมะพร้าว” บน search engine Baidu โดยวิกฤติ COVID-19 ทำให้ชาวจีนตระหนักถึงสุขภาพมากขึ้น และใช้คุณประโยชน์ของน้ำมะพร้าวในการเสริมสุขภาพเป็นประจำ ซึ่งเงิน IPO 2 พัน ลบ. ทำให้ บพ.สามารถเพิ่มกำลังการผลิตใหม่ได้ทุกไตรมาสในปี 2024 และขึ้นจะไปแตะ 391,299 ตัน ในปี 2026 หรือเพิ่มขึ้นถึง 3.5 เท่าตัวจากปี 2023

**All time high จะมาเรื่อย ๆ** : คาดกำไรสุทธิ 512 ลบ.ปี นี้ +35.2% y-y และปีหน้า 993 ลบ. เร่งตัว +94.1% y-y โดยอัตรากำไรกลุ่มน้ำมะพร้าวที่ลดลง 600bps เป็น 22.1% ใน 3Q23 เป็นเพียงผลกระทบระยะสั้นเนื่องจากคำสั่งซื้อที่มากกว่ากำลังการผลิต จึงต้องมีฝั่งทำงานบรรจุไป outsource โรงงานอื่น เลยต้องแบ่งมาร์จิ้นไปบางส่วน ซึ่งคาดกลับมาปกติหลังได้กำลังการผลิตใหม่ในปลายปีนี้ เราคาดว่าไตรมาส 4Q23 ที่ 179 ลบ. +13.0% q-q สูงเป็นสถิติใหม่ติดต่อกันไตรมาส

**ราคาเหมาะสม 10.70 บาท** : เราประเมินมูลค่าด้วยการอิง P/E เป้าหมายที่ 15.8 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ย P/E24E ของกลุ่มเครื่องดื่ม (SAPPE ICHI HTC และ PLUS) ซึ่งมองว่าอนุรักษ์นิยม เพราะ EPS24E growth ของบริษัท สูงถึง +61.5% y-y vs กลุ่มที่ +13.3% y-y

**ความเสี่ยง** : ปรากฏการณ์เอลนีโญในปี 2024 อาจกระทบกับผลผลิตมะพร้าวของไทยได้ ซึ่งมะพร้าวมีส่วนต้นทุนราว 43% ของต้นทุนรวม ขณะที่อัตราการใช้กำลังการผลิตที่ต่ำกว่าสมมติฐาน 5.0% และส่งผลกระทบต่อราคาเหมาะสมลดลง -6.8%

จรรยาพัณณ์ วัฒนวงศ์  
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ #14076  
Jaroonpan.W@liberator.co.th

## COCOCO

**BUY**  
Rating

TP 24E From n.a. **THB10.70**

method P/E 15.8x

Closing price THB8.10  
Upside/Downside +32.0%

CG report n.a.  
CAC n.a.  
SET ESG Ratings n.a.

### ยิ่งกว่ากระแส คือ เทรนด์

“จังหวะการ IPO พร้อม ๆ กับการบริโภคน้ำมะพร้าวที่เพิ่งจุดติดในประเทศจีนได้ไม่นาน ทำให้เชื่อว่า จะเห็นกำไรเติบโตตลอด 3 ปีนี้ จากกำลังการผลิตใหม่ที่ทยอยเข้า และเราเชื่อว่าการดื่มน้ำมะพร้าวที่มีวัตถุประสงค์เพื่อบำรุงสุขภาพของคนจีน น่าจะทำให้หุ้นของบริษัทมีโอกาสลากยาวกว่าคาดได้”

เรามองว่าราคาหุ้นที่ผันผวนตามตลาด เป็นโอกาสดีสำหรับนักลงทุนระยะกลาง-ยาวในการซื้อสะสมหุ้นที่ผลกำไรจะทยอยกอบสถิติใหม่เป็นว่าเล่นนับจากนี้”

### KEY FINANCIALS

| FYE Dec (THBm)     | FY21  | FY22  | FY23E | FY24E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue            | 3,454 | 3,365 | 4,637 | 7,440 |
| Net Profit (Loss)  | 296   | 378   | 512   | 993   |
| EPS (THB)          | 0.27  | 0.34  | 0.42  | 0.68  |
| P/E (x)            | 30.1  | 23.6  | 19.4  | 12.0  |
| BVPS (THB)         | 1.12  | 1.21  | 2.98  | 2.80  |
| P/B (x)            | 7.2   | 6.7   | 2.7   | 2.9   |
| DPS (THB)          | -     | -     | 0.38  | 0.41  |
| Dividend Yield (%) | -     | -     | 4.6   | 5.0   |
| Debt/Equity (x)    | 1.5   | 1.3   | 0.5   | 0.5   |
| ROE (%)            | 26.3  | 29.4  | 20.5  | 25.6  |

Source: Company, LIB Research estimates

**การประกอบธุรกิจ :** บริษัทก่อตั้งปี 2008 ในชื่อ บจก.ซี แอนด์ เอ อินเตอร์ มาร์เก็ตติ้ง เริ่มต้นจากการเป็น Trading firm ส่งออกผลิตภัณฑ์อาหารรวมถึงน้ำกะทิไปยังต่างประเทศ ต่อมา เปลี่ยนเป็นผู้ผลิตน้ำกะทิแบบ UHT และเปลี่ยนชื่อเป็น บจก.ไทย โคโคเน็กซ์ บริษัทเตบโตะ และได้เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เมื่อ ก.ย. 2023 เสนอขาย IPO ในราคา 5.50 บาท พาร์ 0.50 บาท ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 735 ลบ.

ธุรกิจหลักปัจจุบัน คือ ผลิตและส่งออกผลิตภัณฑ์จากมะพร้าว เช่น น้ำมะพร้าว, กะทิ บรรจุลงในรูปแบบ UHT กระป๋อง ขวด และยังมีขนมต่าง ๆ รวมถึงผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงแบบเปียก และ อาหารจากโปรตีนพืชอีกด้วย

### รูปที่ 1 : ตัวอย่างลูกค้า และภูมิภาคที่ COCOCO ทำตลาด

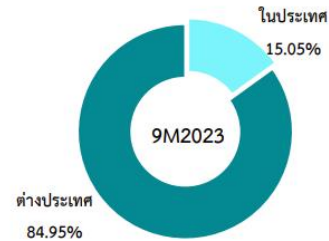
#### รายได้แยกกลุ่มประเภทลูกค้า

- รายได้ของบริษัทแบ่งเป็นรายได้จาก OEM คิดเป็น 91.00% และแบรนด์สินค้าของตัวเอง 9.00%
- กลุ่มลูกค้าประเภท OEM ได้แก่ ผู้ซื้อที่เป็นตัวแทนจัดจำหน่าย ผู้ซื้อประเภท Chain Supermarket และผู้ผลิตสินค้า

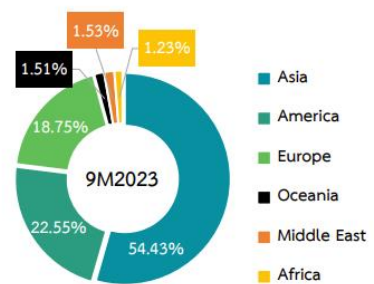


#### รายได้แยกตามภูมิภาค

หน่วย: ล้านบาท



หน่วย: ล้านบาท



ที่มา : Company report

รายได้ส่วนใหญ่มาจากการส่งออก 85% ไปยัง 90 ประเทศทั่วโลก กับลูกค้า 300+ ราย โดย 5 รายแรกมีสัดส่วนต่ำกว่า 20% เน้นไปที่ตลาดเอเชียสัดส่วน 54.4%, อเมริกา 22.6% และยุโรป 18.8% ทำให้มองได้ว่าการกระจายความเสี่ยงที่ดี

โดยผลิต จะเป็นแบบรับจ้างผลิต (OEM) สัดส่วน 91% ของรายได้รวม ด้วยสูตรอาหารที่บริษัทพัฒนาขึ้นเอง และร่วมออกแบบกับลูกค้า จึงทำให้บริษัทมีความสัมพันธ์เหนียวแน่นกับลูกค้าเป็นอย่างสูง ยากที่จะเปลี่ยนไปใช้ OEM รายอื่น

ลูกค้า OEM ส่วนใหญ่จะเป็น Chain Supermarket ชั้นนำทั่วโลก ซึ่งมีสัดส่วน 19.5% ของรายได้รวม ขณะที่ลูกค้ากลุ่มผู้ผลิตสินค้า (Manufacturer) มีสัดส่วน 61.5% ส่วนที่เหลืออีก 9% จะเป็นการผลิตภายใต้แบรนด์ของตัวเอง

**โครงสร้างบริษัท :** แบ่งเป็น 4 หน่วย ได้แก่บริษัท Thai Coconut จะเป็นบริษัทหลักในการผลิตผลิตภัณฑ์แปรรูปจากมะพร้าว และผลไม้ต่างๆ ในรูปแบบ OEM และมีแบรนด์ตนเอง เช่น Thai coco, BLANC COCO, COCO BURI และ KOKOS

บริษัทย่อย ThaiAwesome (TAS) จะผลิตอาหารสัตว์เลี้ยง ทั้งแบบ OEM และ แบรนด์มีของตนเอง ได้แก่ MOOCHIE ส่วนบริษัทย่อยใหม่ Thai Plant Based Food (TPF) จะรับจ้างผลิตแบบ OEM เช่นกัน และก็มีแบรนด์ตนเอง CHIM CHIM โดยทำอาหารแบบ Asian & Western Appetizer ส่วนบริษัทย่อย Just LIKE จะผลิตเนย ชีส จากพืชเพื่อใช้ในอาหารมังสวิรัต

### รูปที่ 2 : โครงสร้างกลุ่มบริษัท



ที่มา : Company report

### รูปที่ 4 : ผลิตภัณฑ์ของ ThaiAwesome



ที่มา : Company report

**กำลังการผลิต :** โรงงานของบริษัทตั้งอยู่ที่ จ.ราชบุรี ซึ่งเป็นแหล่งวัตถุดิบมะพร้าวน้ำหอมที่สำคัญของไทย ซึ่งมีพื้นที่เพาะปลูกกว่า 2 แสนไร่ ณ สิ้นปี 2022 จะแบ่งออกเป็น 3 สายการผลิต ได้แก่ กะทิ 99,300 ตัน/ ปี, น้ำมะพร้าว 33,400 ตัน/ ปี, อื่นๆ 18,200 ตัน/ ปี มีพนักงานรวมทั้งสิ้น 350 คนทำงาน 2กะ/วัน ส่วนบริษัท TAS มี 27,700 ตัน/ปี

ซึ่งด้วยการปรับแผนธุรกิจมาเน้นที่น้ำมะพร้าวที่มีอุปสงค์ที่สูงมาก บริษัทตัดสินใจเพิ่มกำลังการผลิต +230% เป็น 110,352 ตัน/ปี ภายในปี 2023 และมีแผนจะเพิ่มอีกตลอดปี 2024-26

### รูปที่ 3 : ผลิตภัณฑ์ของ Thai Coconut



ที่มา : Company report

### รูปที่ 5 : ผลิตภัณฑ์ของ TPF และ JuST LIKE

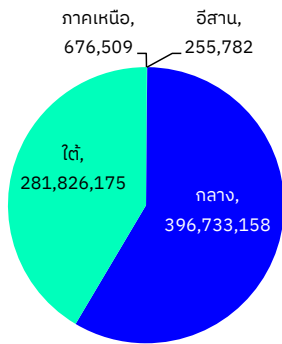


ที่มา : Company report

**วัตถุดิบมะพร้าว อยู่ในสถานการณ์ที่ปกติ :** มะพร้าวมี 2 ประเภท คือ มะพร้าวเพื่อ 1.อุตสาหกรรม เก็บเกี่ยวตอนแก่ ส่วนใหญ่เอาไปทำแกง 2.บริโภคสด แบ่งเป็น น้ำหอม น้ำหวาน และ ผลิตน้ำตาล ซึ่งด้วยการเป็นพืชที่ทนทานต่อภาวะอากาศ ศัตรูพืชหนอนหัวดำแทบไม่มีแล้ว ให้ผลผลิตทั้งปี (เก็บเกี่ยวได้ ทุก 20-30 วัน) ทำให้มะพร้าว ไม่ค่อยมีปัญหาด้านอุปทาน จะมีเพียงประเด็นฝนทิ้งช่วงที่ทำให้ผลผลิตต่อพื้นที่ลดลงบ้างในบางช่วงเวลา (โดยเฉลี่ย 809-819 ลูก/ไร่)

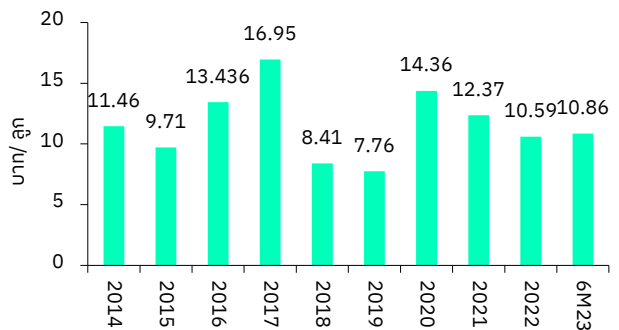
อย่างไรก็ดีผลผลิตโดยรวม มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหลังเกษตรกร ยางพารา ปลาย เริ่มหันมาปลูกมากขึ้นเรื่อย ๆ โดยการปลูกในปี 2018 กำลังเริ่มให้ผลผลิตได้แล้วปีนี้ (6-7 ปี) โดยพื้นที่ให้ผลผลิตมากที่สุดคือ ภาคกลาง 58.4% ของประเทศ (ส่วนใหญ่เป็นมะพร้าวน้ำหอม) และ ภาคใต้ 41.5% (มะพร้าวแกง) สำสุด สถานการณ์ราคาค่อนข้างนิ่ง ลงมาแกว่งตัวระหว่าง 10-11 บาท/ ลูก ง่ายต่อการจัดการ

**รูปที่ 6 : ปริมาณผลผลิตมะพร้าวของไทยตามพื้นที่**



ที่มา : Company report, LIB Research estimates

**รูปที่ 7 : ราคามะพร้าวผลแก่ ผลใหญ่ทั้งเปลือกเฉลี่ย**



ที่มา : กรมการค้าภายใน

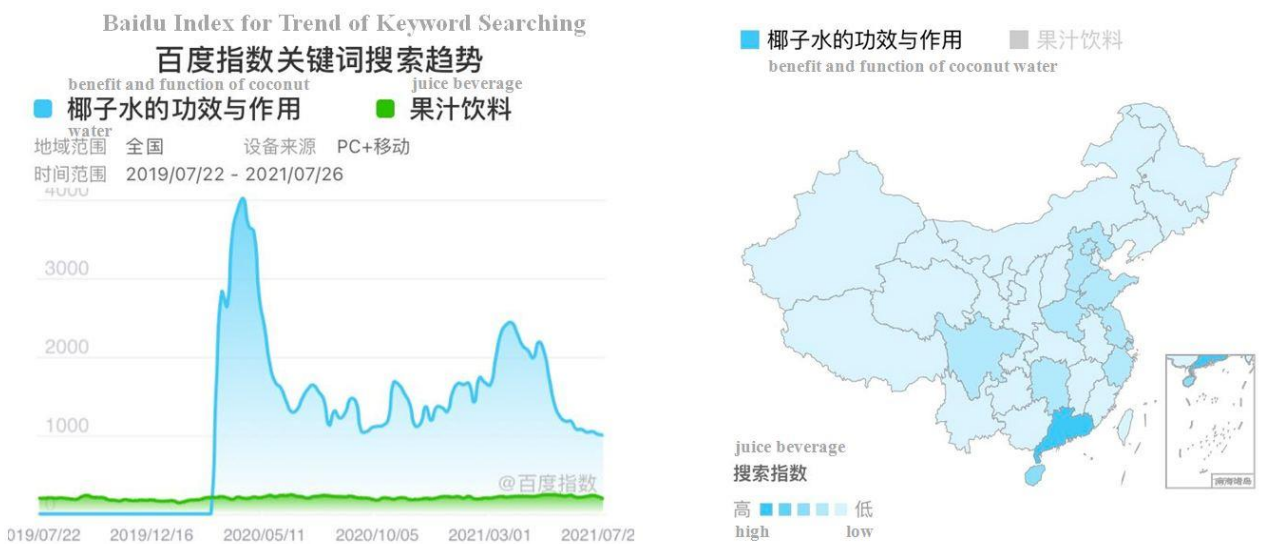
ผลผลิตรวมของไทยจะอยู่ที่ 679 ล้านลูกต่อปี หรืออนุมานได้ว่า จะมีมะพร้าวพร้อมให้ผู้ประกอบการนำไปผลิตแปรรูปได้ 1.86 ล้านลูก/ วัน ซึ่งเพียงพอกับความต้องการผลิตของบริษัทซึ่งเป็นผู้ผลิตรายใหญ่อันดับ 1 (ณ ปี 2022, ที่มา : CorpusX) ที่ต้องใช้วันละ 3 แสนลูก โดย สนง. เศรษฐกิจการค้าเกษตรคาดผลผลิตปีนี้จะเพิ่ม +0.9% y-y

ด้านการนำเข้า ผบห.มองว่า อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ เวียดนาม ถือเป็นทางเลือกสำรองได้ในกรณีที่วัตถุดิบขาดแคลน ซึ่งด้วยมาร์จินผลิตน้ำมะพร้าวที่สูง 25-30% ผบห.มองว่าสามารถรองรับค่าขนส่งได้

โดยในปี 2021 ประเทศไทยนำเข้ามะพร้าวคิดเป็นมูลค่า 4.2 พัน ลบ. vs การส่งออก 1.3 หมื่น ลบ. จะเห็นได้ว่าประเทศไทย มีอุปทานที่มากเพียงพอสำหรับการทำธุรกิจของบริษัท โดย 6M23 บริษัทมีการนำเข้าวัตถุดิบเพียง 8.8% ที่เหลือเป็นการจัดหาจากในประเทศ

**ภาวะตลาด :** ปัจจุบันเป็นที่รับรู้ในวงกว้างว่า น้ำมะพร้าว เป็นเครื่องดื่มจากธรรมชาติที่อุดมไปด้วยสารอาหาร วิตามิน และแร่ธาตุที่เป็นประโยชน์ต่อร่างกาย ดื่มแล้วปลอดภัย สดชื่น โดยเฉพาะมะพร้าวน้ำหอมไทย ซึ่งได้รับความนิยมสูงจากชาวต่างชาติ จากความอร่อย หอมหวานมีเอกลักษณ์เฉพาะตัว สำหรับประเทศจีน การดื่มน้ำมะพร้าวเริ่มเป็นที่นิยมมากขึ้น อย่างมีนัยสำคัญจากเหตุการณ์แพร่ระบาด COVID-19 ทำให้น้ำมะพร้าวถูกดื่มเพื่อวัตถุประสงค์บำรุงสุขภาพ

**รูปที่ 8 : การค้นหา “ประโยชน์ของน้ำมะพร้าว” ผ่าน Search engine Baidu เพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2020**



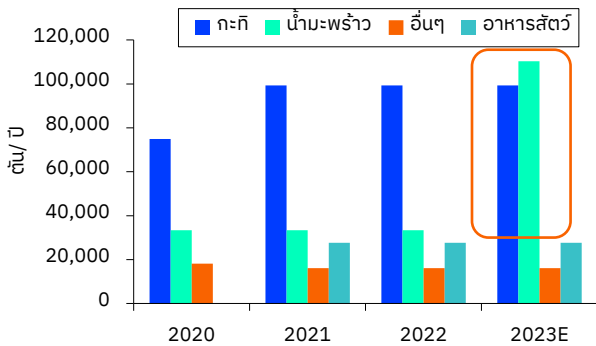
ที่มา : [Thaibizchina.com](http://Thaibizchina.com)

ประเด็น น้ำมะพร้าว กับ ประเทศจีน ที่น่าสนใจ มีดังนี้

- Fruit Observation รายงานว่า น้ำมะพร้าว เป็นเครื่องดื่มที่ขายดีแห่งยุค ตั้งแต่ต้นปี 2023 มีการบริโภคเพิ่มขึ้น +300% y-y เกิดภาวะผลผลิตในประเทศไม่พอกับอุปสงค์
- ข้อมูลศุลกากรจีนเผยว่า ในปี 2021 มีการนำเข้ามะพร้าว 872,000 ตัน และในปี 2023 มีการนำเข้า 1 ล้านตัน เพิ่มขึ้น +14.7% y-y
- น้ำมะพร้าวในจีนขวดบรรจุ 1 คนดื่ม จะมีราคาประมาณ 10 หยวน เป็นราคาที่คนชั้นกลางเข้าถึงได้ไม่ยาก ขณะที่ราคา มะพร้าวสดต่อลูกจะอยู่ที่ 5-7 หยวน (แพงกว่าไทย 3 เท่า)
- แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 14 ระยะ 5 ปี มีการตั้งเป้าปลูกมะพร้าวด้วย โดยในปี 2025 ตั้งเป้าผลผลิต 560 ล้านลูก vs ไทย ปัจจุบัน 680 ล้านลูก
- มูลค่าตลาดน้ำมะพร้าวในจีน ปัจจุบันมีมูลค่า 79,550 ลบ. ขยายตัว +4.7% y-y

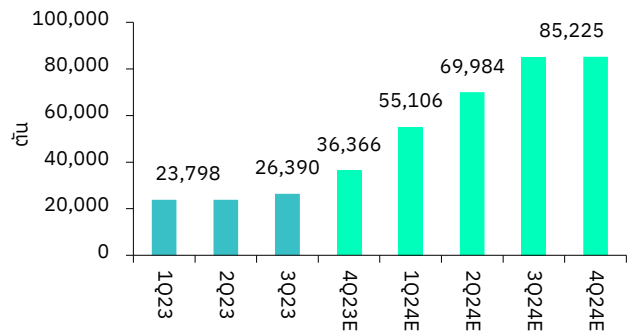
**การขยายธุรกิจ :** ช่วง 3 ปีนี้ บริษัทจะเน้นไปที่การขยายกำลังการผลิตน้ำมะพร้าวเป็นสำคัญ โดยปี 2023 ได้เพิ่มกำลังการผลิตไปแล้ว +230.4% y-y เป็น 110,352 ตัน/ปี ใช้เงินลงทุน 1.0 พัน ลบ. จากเงินที่ได้จากการ IPO ราว 1.97 พัน ลบ. ส่วนที่เหลืออีก 700 ลบ. จะทยอยนำไปขยายกำลังการผลิตน้ำมะพร้าวต่อในปี 2024 โดยแผนกำลังการผลิตใหม่จะทยอยเข้ารายไตรมาสดังรูปที่ 10

**รูปที่ 9 : กำลังการผลิตรายผลิตภัณฑ์ล่าสุด**



ที่มา : Company report

**รูปที่ 10 : การเพิ่มกำลังการผลิตรายไตรมาส (น้ำมะพร้าว)**

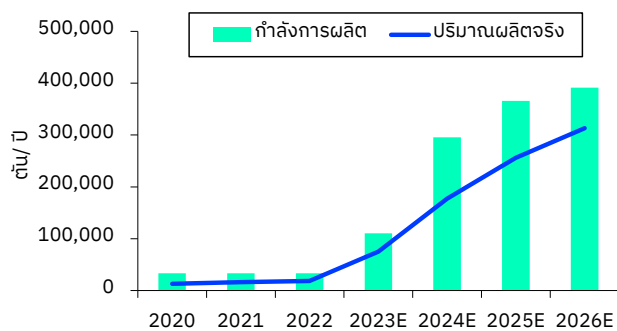


ที่มา : Company report

แผน 3 ปี บริษัทยังเน้นขยายกำลังการผลิตน้ำมะพร้าวเป็นสำคัญ โดยจะเพิ่มเป็น 391,299 ตัน/ปี ณ สิ้นปี 2026 ซึ่งจะทำให้รายได้น้ำมะพร้าวจะกลายเป็นรายได้หลักตั้งแต่ปี 2024 เป็นต้นไป ส่วนกำลังการผลิตกะทิ บริษัทจะคงไว้ที่ 99,300 ตัน/ปี ตามเดิม เพราะอัตราการใช้กำลังการผลิตยังเหลือ 50%

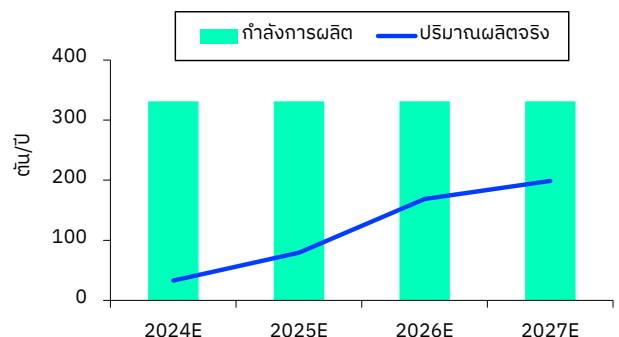
ส่วนปี 2024 บริษัท TPF จะเริ่มเดินเครื่องผลิตสินค้าในธุรกิจอาหารจากโปรตีนพืช โดยมีกำลังการผลิต 331 ตัน/ปี และมอบ. คาดจะมีการผลิตจริง 33 ตัน ในปีแรก และโตขึ้นไปเป็น 240 ตัน ในปี 2027 โดยเงินลงทุนไม่มากเพียง 50 ลบ.

**รูปที่ 11 : กำลังการผลิต น้ำมะพร้าว**



ที่มา : Company report , LIB Research estimates

**รูปที่ 12 : กำลังการผลิต Plant based food**

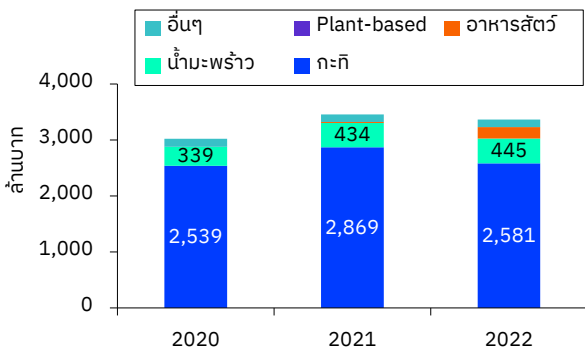


ที่มา : Company report , LIB Research estimates

**ผลการดำเนินงาน 3 ปีที่ผ่านมา :** กำไรสุทธิเริ่มเดินหน้าเติบโตมาตั้งแต่ปี 2021 โดยมีกำไรสุทธิ 296 ลบ. ขยายตัว +190.2% y-y จากต้นทุนราคามะพร้าวลดลง -13.9% y-y ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นพุ่งสูงขึ้น 350bps เป็น 19.4% ขณะที่โครงสร้างค่าใช้จ่ายอื่นๆคงเดิม

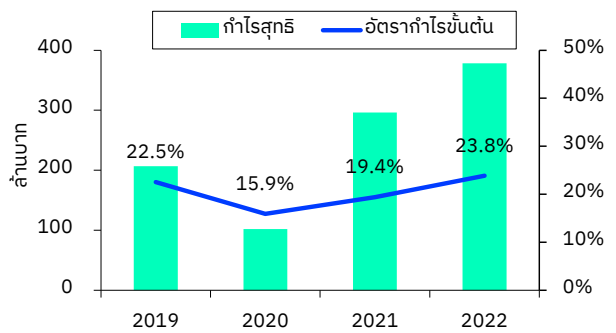
ปี 2022 กำไรสุทธิ 378 ลบ. ขยายตัวต่ออีก +27.7% y-y เป็นสถิติใหม่ของบริษัท ซึ่งเป็นผลมาจากราคามะพร้าวลดลงต่อเนื่องอีก -14.4% y-y ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นพุ่งสูงขึ้นไปอีก 440bps เป็น 23.8% อย่างไรก็ตามในปี 2022 พบว่ารายได้กลับลดลง -2.6% y-y โดยยอดขายกระทิลดลง -10.0% y-y เนื่องจากเศรษฐกิจยุโรปอ่อนแอ

**รูปที่ 13 : โครงสร้างรายได้ก่อน IPO**



ที่มา : Company report, LIB Research estimates

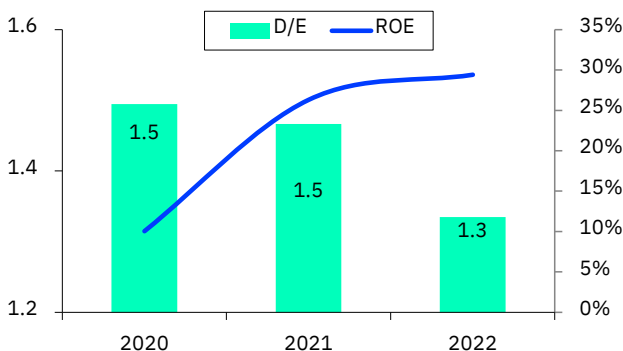
**รูปที่ 14 : ปี 2021 กำไรจูงตัวจากต้นทุนมะพร้าวที่ลดลง**



ที่มา : Company report, LIB Research estimates

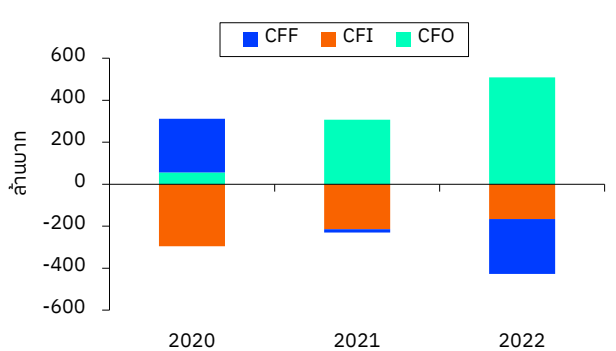
รายได้จากน้ํามะพร้าวเริ่มโดดเด่นในปี 2023 จาก 400 ลบ./ปี ระหว่างปี 2021-22 เป็น 1.5 พัน ลบ.ใน 9M23 จากความนิยมที่พุ่งสูงในตลาดจีน ทำให้อัดขยายน้ํามะพร้าวทะยาน +347.9% y-y และมีสัดส่วนเพิ่มจาก 13.2% ปีก่อน เป็น 47.5% ปีนี้ จนบริษัทต้องเร่งขยายกำลังการผลิตเพิ่มเติม ขณะที่ความเสี่ยงทางการเงินลดลงจากกำไรที่ดี และการเพิ่มทุนในปี 2021 ทำให้ D/E ลดเหลือ 1.3 เท่า ก่อนจะ IPO และ ROE สูง 29.4% ส่วนวงจรเงินสด 84.1 วัน สอดคล้องธุรกิจส่งออก

**รูปที่ 15 : อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และ ROE**



ที่มา : Company report, LIB Research estimates

**รูปที่ 16 : เงินสดถูกใช้ในการขยายกำลังการผลิตตลอด 3 ปี**



ที่มา : Company report, LIB Research estimates

**การดำเนินงาน 3Q23** : บริษัทมีกำไรปกติ 3Q23 ที่ 158 ลบ. ขยายตัว +5.3% q-q และ +7.5% y-y เป็นสถิติใหม่ของบริษัท หลังจากการขยายกำลังผลิตน้ำมะพร้าวระหว่างปี เพื่อรองรับความต้องการที่สูงในตลาดจีน รวมถึงรายได้จากการขายอาหารสัตว์ที่สูงขึ้น ส่งผลให้รายได้รวมทำสถิติใหม่ที่ 1,286 ลบ. เติบโต +15.2% q-q และ +42.5% y-y

อย่างไรก็ดี ตลาดผิดหวังกับอัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่มน้ำมะพร้าวที่ลดลงจาก 28.1% เป็น 22.1% แม้อัตรากำไรขั้นต้นรวมจะตรงตัวที่ 26.9% ได้ก็ตาม ซึ่ง ผบ.อธิบายว่าเป็นผลระยะสั้นจากคำสั่งซื้อที่สิ้นเกินกำลังการผลิต ทำให้ต้องขนส่งน้ำมะพร้าวไปว่าจ้างโรงงานภายนอกบรรจุ จึงสูญเสียมาร์จิ้นไปราว 5-10% ซึ่งสถานการณ์นี้จะกลับสู่ปกติใน 4Q23

### รูปที่ 17 : ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

| (THBm)                    | 4Q23E      | 3Q23       | q-q          | 4Q22       | y-y           |
|---------------------------|------------|------------|--------------|------------|---------------|
| Revenues                  | 1,355      | 1,286      | 5.4%         | 784        | 72.9%         |
| COGs                      | 977        | 940        | 3.9%         | 616        | 58.5%         |
| <b>Gross profits</b>      | <b>378</b> | <b>346</b> | <b>9.5%</b>  | <b>167</b> | <b>126.0%</b> |
| Gross margin (%)          | 27.9%      | 26.9%      | -            | 21.4%      | -             |
| SG&A                      | 187        | 178        | 5.4%         | 111        | 68.6%         |
| Operating profit          | 191        | 168        | 13.9%        | 56         | 239.6%        |
| Operating margin (%)      | 14.1%      | 13.0%      | -            | 7.2%       | -             |
| <b>EBITDA</b>             | <b>241</b> | <b>216</b> | <b>11.4%</b> | <b>105</b> | <b>128.8%</b> |
| EBITDA margin (%)         | 17.8%      | 16.8%      | -            | 13.4%      | -             |
| Interest expense          | 12         | 11         | 4.8%         | 7          | 62.2%         |
| <b>Normalised earning</b> | <b>179</b> | <b>158</b> | <b>13.0%</b> | <b>63</b>  | <b>182.6%</b> |

Source : Company reports and LIB Research estimates

### สถิติชี้วัดสำคัญ

|                        | 4Q23E  | 3Q23   | q-q     | 4Q22 | y-y  |
|------------------------|--------|--------|---------|------|------|
| กำลังการผลิต (ตัน)     | 36,366 | 26,390 | 37.8%   | n.a. | n.a. |
| อัตรการใช้กำลังการผลิต | 68.0%  | 83.0%  | (18.1%) | n.a. | n.a. |
| <b>รายได้ตามประเภท</b> |        |        |         |      |      |
| กะทิ                   | 520    | 533    | (2.4%)  | n.a. | n.a. |
| น้ำมะพร้าว             | 660    | 584    | 12.9%   | n.a. | n.a. |
| อื่นๆ                  | 170    | 169    | 0.7%    | n.a. | n.a. |

Source : Company reports and LIB Research estimates

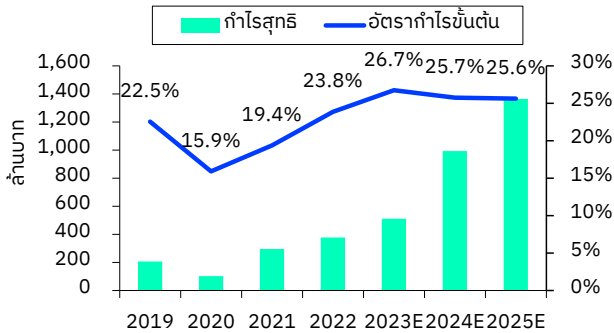
**แนวโน้ม 4Q23** : คาดบริษัทจะมีกำไรปกติ 179 ลบ. ขยายตัว +13.0% q-q และ +182.6% y-y สูงสุดเป็นสถิติใหม่ จากการขยายกำลังผลิตน้ำมะพร้าวเพิ่ม +37.8% q-q เป็น 36,366 ตัน บนอัตรการใช้กำลังการผลิตราว 68.0% เราคาดรายได้รวมจะเพิ่ม +5.4% q-q แล้วเร่งตัวชัดเจนใน 1Q24 ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นรวม คาดจะฟื้นมาที่ 27.9% ผลักดันจากกลุ่ม น้ำมะพร้าว ฟื้น 290bps เป็น 25.0% หลังกำลังการผลิตใหม่เข้า และลดการ outsource ลงมา ขณะที่ต้นทุนอื่นๆคงที่



### แนวคิดในการประมาณการปี 2023-25 :

- (1) เราคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นช่วงปี 2023-25 ที่ 26.7%, 25.7% และ 25.6% ตามลำดับ ให้ภาพอ่อนตัวลงจาก ความกังวลต่อภาวะเอลนีโญ ซึ่งความแห้งแล้งอาจทำให้ ผลผลิตมะพร้าวออกมา น้อยกว่าคาดได้ แม้อุปทานในตลาด ยังมากพอสำหรับบริษัทก็ตาม
- (2) เราให้สมมติฐานอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ 68.0% ในปีนี้ ส่วนปี 2024 ที่ 60.0% ต่ำกว่าเป้าบริษัท 400bps เพื่อเพื่อการล่าช้า และจากฐานกำลังการผลิตที่ใหญ่ขึ้น ขณะที่ปี 2025 ใช้ที่ 70% สอดคล้องบริษัท
- (3) จากอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง สะท้อนจากต้อง outsource ใน บางครั้ง เราให้สมมติฐานบริษัทปรับราคาได้ปีละ 1.0%

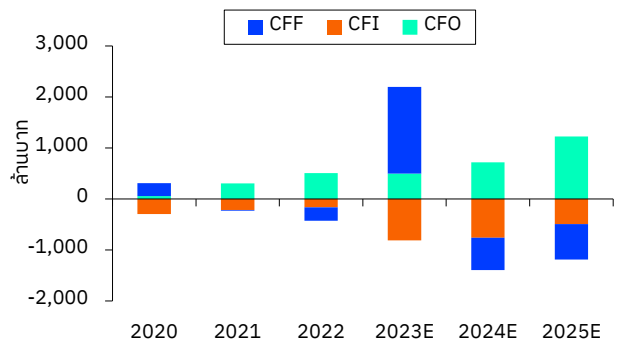
### รูปที่ 18 : กำไรสุทธิคาดการณ์ 2023-2025



ที่มา : Company report & LIB Research est.

เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023-25 ที่ 512 ลบ., 993 ลบ. และ 1,364 ลบ. ขยายตัว +35.2%, +94.1% และ +37.4% y-y ตามลำดับ ผลักดันจากกำลังการผลิตน้ำมันมะพร้าวใหม่ ขณะที่ คาดว่าราคามะพร้าวจะทรงตัวอยู่ระดับ 10-11 บาท/ ลูก ส่วน สถานการณ์เอลนีโญเชื่อว่าจะไม่รุนแรงมาก ขณะที่ผลิตภัณฑ์ อาหารจากโปรตีนพืชเริ่มรับรู้รายได้ปี 2024 คาดมีส่วนของ รายได้เพียง 0.3% ยังไม่มีนัยสำคัญ กระแสเงินสดจากการ ดำเนินงานเพียงพอจ่ายปันผล และ ขยายการผลิตตามแผน

### รูปที่ 19 : กระแสเงินสด 2023-25



ที่มา : Company report & LIB Research est.

### รูปที่ 20 : สมมติฐานสำคัญ

|                                    | 2020         | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| กำลังการผลิตน้ำมันมะพร้าว (ตัน/ปี) | 33,400       | 33,400       | 33,400       | 110,352      | 295,539      | 366,099      | 391,299      |
| <b>U rate % (น้ำมันมะพร้าว)</b>    | <b>38.0%</b> | <b>48.5%</b> | <b>54.5%</b> | <b>68.0%</b> | <b>60.0%</b> | <b>70.0%</b> | <b>80.0%</b> |
| avg. price change %                | 0.0%         | 0.0%         | 0.2%         | -8.8%        | 1.0%         | 1.0%         | 1.0%         |
| GPM% - กะทิ                        | 17.4%        | 20.6%        | 25.0%        | 25.0%        | 25.0%        | 25.0%        | 25.0%        |
| GPM% - น้ำมันมะพร้าว               | 12.0%        | 23.3%        | 28.0%        | 25.5%        | 25.0%        | 25.0%        | 25.0%        |
| GPM% - อื่นๆ                       | n.a.         | n.a.         | 23.3%        | 20.0%        | 20.0%        | 20.0%        | 20.0%        |
| <b>Total GPM %</b>                 | <b>15.9%</b> | <b>19.4%</b> | <b>23.8%</b> | <b>26.7%</b> | <b>25.7%</b> | <b>25.6%</b> | <b>25.7%</b> |

ที่มา : LIB Research est.

### ความเสี่ยงสำคัญ :

- ผลมะพร้าวสด เป็นวัตถุดิบหลัก 43% ของต้นทุนรวม มีความเสี่ยงที่จะขาดแคลนได้ หากเกิดภาวะฝนแล้ง หรือฝนทิ้งชว่นานกว่าคาด ซึ่งจะทำให้ผลผลิตต่อไร่ลดลงได้ ซึ่งบริษัทจัดการความเสี่ยงนี้โดยการประมาณการใช้วัตถุดิบทั้งในระยะสั้นและยาวเอาไว้ร่วมกับลูกค้า และจัดตารางให้ผู้ขาย/เกษตรกรมาส่งวัตถุดิบล่วงหน้าอย่างน้อย 1 วัน และมีการซื้อจากผู้ขายหลายๆรายเพื่อกระจายความเสี่ยง ซึ่งด้วยประสบการณ์ที่ยาวนาน 15 ปี จ่ายเงินตรงเวลา ทำให้บริษัทมีความสัมพันธ์ที่ดีกับเกษตรกร
- มะพร้าวเป็นผลผลิตทางการเกษตรที่มีราคาขึ้นลงทุกวัน ซึ่งราคาอาจปรับตัวขึ้นสูงในขณะที่ยังไม่สามารถปรับราคาขายตามได้ทัน บริษัทจึงต้องสั่งซื้อผลมะพร้าวตามประมาณการที่ต้องการจะใช้ล่วงหน้าเอาไว้เพื่อจำกัดราคาไม่ให้สูงเกินไปเมื่อถึงเวลานำไปผลิต อย่างไรก็ตามด้วยอัตรากำไรขั้นต้นที่กว้าง 25% จึงเชื่อว่าจัดการไม่ได้ลำบากเกินไปนัก
- ความเสี่ยงเรื่องอัตราแลกเปลี่ยน โดยบริษัทจะทำสัญญา forward กันที่ที่ได้รับ order ในปริมาณเท่า ๆ กันทำให้ผลกระทบต่อค่อนข้างจำกัด
- ความล่าช้าของกำลังการผลิตใหม่ จะทำให้ประมาณการกำไรของเราคลาดเคลื่อนออกไปได้

### รูปที่ 21 : ความอ่อนไหวของกำไรสุทธิ ราคาเหมาะสม vs x U rate%

| อัตราใช้กำลังการผลิตน้ำมันมะพร้าว | ค่ากำไรสุทธิ 24E | ราคาเหมาะสม 24E |
|-----------------------------------|------------------|-----------------|
| 70.0%                             | 1,129            | 12.14           |
| 65.0%                             | 1,064            | 11.40           |
| <b>60.0%</b>                      | <b>993</b>       | <b>10.67</b>    |
| 55.0%                             | 924              | 9.94            |
| 50.0%                             | 856              | 9.20            |

ที่มา : LIB Research est.

**งบกำไรขาดทุน**

| งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (ลบ.)          | 2021       | 2022       | 2023E        | 2024E        |
|-----------------------------------|------------|------------|--------------|--------------|
| รายได้                            | 3,454      | 3,365      | 4,637        | 7,440        |
| ต้นทุนขาย                         | 2,785      | 2,562      | 3,397        | 5,525        |
| <b>กำไรขั้นต้น</b>                | <b>669</b> | <b>802</b> | <b>1,240</b> | <b>1,915</b> |
| ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร            | 424        | 479        | 623          | 870          |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>434</b> | <b>510</b> | <b>845</b>   | <b>1,350</b> |
| รายได้อื่น                        | 21         | 18         | 40           | 42           |
| ส่วนแบ่งกำไร/ส่วน/กิจการร่วมค้า   | (0)        | (3)        | (3)          | (3)          |
| <b>กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย</b>       | <b>245</b> | <b>323</b> | <b>617</b>   | <b>1,045</b> |
| ดอกเบี้ยจ่าย                      | 26         | 28         | 74           | 67           |
| <b>กำไรก่อนภาษี</b>               | <b>239</b> | <b>313</b> | <b>583</b>   | <b>1,020</b> |
| ภาษีจ่าย                          | 4          | 7          | 14           | 24           |
| <b>กำไรหลังภาษี</b>               | <b>235</b> | <b>306</b> | <b>569</b>   | <b>996</b>   |
| รายการพิเศษ                       | 7          | 3          | (55)         | 0            |
| <b>กำไรก่อนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย</b> | <b>350</b> | <b>450</b> | <b>512</b>   | <b>993</b>   |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย         | 54         | 72         | 0            | 0            |
| <b>กำไร (ขาดทุน), ตามรายงาน</b>   | <b>296</b> | <b>378</b> | <b>512</b>   | <b>993</b>   |
| <b>กำไร (ขาดทุน) ปกติ</b>         | <b>289</b> | <b>375</b> | <b>567</b>   | <b>993</b>   |

**ข้อมูลต่อหุ้น**

| งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (บาท)              | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---------------------------------------|------|------|-------|-------|
| กำไร(ขาดทุน) ต่อหุ้น, ตามรายงาน (EPS) | 0.27 | 0.34 | 0.42  | 0.68  |
| กำไร(ขาดทุน) ปกติต่อหุ้น (Core EPS)   | 0.26 | 0.34 | 0.46  | 0.68  |
| เงินปันผลต่อหุ้น (DPS)                | 0.00 | 0.00 | 0.38  | 0.41  |
| มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS)          | 1.12 | 1.21 | 2.98  | 2.80  |

**งบแสดงฐานะการเงิน**

| งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (ลบ.)            | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| เงินสด                              | 217          | 299          | 1,686        | 1,013        |
| เงินลงทุนระยะสั้น                   | 10           | 0            | 0            | 0            |
| ลูกหนี้การค้า                       | 557          | 487          | 662          | 1,063        |
| สินค้าคงคลัง                        | 589          | 653          | 849          | 1,381        |
| สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น              | 0            | 3            | 3            | 4            |
| <b>สินทรัพย์หมุนเวียนรวม</b>        | <b>1,374</b> | <b>1,442</b> | <b>3,201</b> | <b>3,461</b> |
| ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์              | 1,517        | 1,451        | 2,027        | 2,472        |
| สินทรัพย์ไม่มีตัวตน                 | 10           | 10           | 10           | 10           |
| เงินลงทุน.ร่วม/กิจการร่วมค้า        | 0            | 3            | 3            | 3            |
| เงินลงทุนระยะยาว                    | 0            | 0            | 0            | 0            |
| สินทรัพย์ไม่มีหมุนเวียนอื่น         | 151          | 208          | 219          | 230          |
| <b>สินทรัพย์ไม่มีหมุนเวียนรวม</b>   | <b>1,679</b> | <b>1,673</b> | <b>2,259</b> | <b>2,714</b> |
| <b>สินทรัพย์รวม</b>                 | <b>3,052</b> | <b>3,115</b> | <b>5,460</b> | <b>6,175</b> |
| เงินกู้ระยะสั้น                     | 751          | 820          | 870          | 920          |
| เจ้าหนี้การค้า                      | 451          | 433          | 566          | 921          |
| หนี้สินหมุนเวียนอื่น                | 152          | 165          | 165          | 51           |
| <b>หนี้สินหมุนเวียนรวม</b>          | <b>1,354</b> | <b>1,419</b> | <b>1,601</b> | <b>1,892</b> |
| เงินกู้ระยะยาว                      | 304          | 210          | 48           | 0            |
| หุ้นกู้                             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| อื่นๆ                               | 156          | 152          | 160          | 167          |
| <b>หนี้สินรวม</b>                   | <b>1,815</b> | <b>1,781</b> | <b>1,809</b> | <b>2,060</b> |
| ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว                | 550          | 550          | 735          | 735          |
| ส่วนเกินมูลค่าหุ้น                  | 0            | 0            | 1,850        | 1,850        |
| กำไรสะสม                            | 593          | 772          | 1,053        | 1,518        |
| ผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม | 10           | (1)          | (1)          | (1)          |
| <b>ส่วนผู้ถือหุ้นรวม</b>            | <b>1,237</b> | <b>1,334</b> | <b>3,650</b> | <b>4,115</b> |

ที่มา: ข้อมูลบริษัท, LIB Research est., \* อิงราคาปิดล่าสุด

**งบกระแสเงินสด**

| งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (ลบ.)             | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน       |              |              |              |              |
| กำไรก่อนภาษี                         | 239          | 313          | 583          | 1,020        |
| ค่าเสื่อมราคา                        | 189          | 187          | 227          | 305          |
| การเปลี่ยนแปลงทุนหมุนเวียน           | (184)        | (11)         | (239)        | (578)        |
| เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน            | 244          | 489          | 572          | 748          |
| อื่นๆ                                | 63           | 19           | (72)         | (28)         |
| <b>เงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน</b>    | <b>307</b>   | <b>509</b>   | <b>500</b>   | <b>720</b>   |
| กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน           |              |              |              |              |
| เงินสดรับจากการขาย(จ่าย)เงินลงทุน    | (185)        | (155)        | (803)        | (750)        |
| <b>เงินสดสุทธิจากการลงทุน</b>        | <b>(215)</b> | <b>(166)</b> | <b>(813)</b> | <b>(761)</b> |
| กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน       |              |              |              |              |
| ออกหุ้นสามัญ                         | 0            | 0            | 2,035        | 0            |
| เงินกู้สุทธิ หักการจ่ายคืนหนี้       | 88           | (29)         | (112)        | (112)        |
| เงินปันผล                            | (100)        | (200)        | (230)        | (528)        |
| <b>เงินสดสุทธิจากการจัดหาเงิน</b>    | <b>(15)</b>  | <b>(261)</b> | <b>1,700</b> | <b>(632)</b> |
| <b>เงินสดเปลี่ยนแปลงสุทธิ</b>        | <b>78</b>    | <b>82</b>    | <b>1,387</b> | <b>(673)</b> |
| ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>เงินสด/เทียบเท่าเงินสดปลายงวด</b> | <b>217</b>   | <b>299</b>   | <b>1,686</b> | <b>1,013</b> |

**อัตราส่วนทางการเงิน**

| งบรวมสิ้นสุด ร.ค.                      | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|--|------|------|-------|-------|
| EBITDA margin (%)                      | 12.6 | 15.2 | 18.2  | 18.1  |
| ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร ต่อยอดขาย (%)   | 12.3 | 14.2 | 13.4  | 11.7  |
| อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (%)           | 7.1  | 9.6  | 13.3  | 14.0  |
| อัตรากำไรปกติ (%)                      | 8.4  | 11.2 | 12.2  | 13.3  |
| อัตรากำไรสุทธิ (%)                     | 8.6  | 11.2 | 11.0  | 13.3  |
| ROE (%)                                | 26.3 | 29.4 | 20.5  | 25.6  |
| ROA (%)                                | 10.6 | 12.3 | 11.9  | 17.1  |
| วงจรเงินสด (วัน)                       | 77.0 | 84.1 | 82.6  | 82.6  |
| อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (x)             | 1.5  | 1.3  | 0.5   | 0.5   |
| อัตราส่วนความสามารถการจ่ายดอกเบี้ย (x) | 9.3  | 11.5 | 8.4   | 15.7  |
| อัตราการจ่ายเป็นเงินผล (%) *           | 0.0  | 0.0  | 4.6   | 5.0   |

**อัตรากำไรขั้นต้น**

| งบรวมสิ้นสุด ร.ค., %   | 2021  | 2022 | 2023E | 2024E |
|------------------------|-------|------|-------|-------|
| รายได้                 | 14.3  | -2.6 | 37.8  | 60.4  |
| ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร | 15.0  | 13.1 | 29.9  | 39.7  |
| EBITDA                 | 76.1  | 17.6 | 65.5  | 59.8  |
| EBIT                   | 118.2 | 31.7 | 91.1  | 69.2  |
| กำไรปกติ               | 180.1 | 29.9 | 51.0  | 75.2  |
| กำไรสุทธิ              | 190.1 | 27.8 | 35.2  | 94.1  |

**สมมติฐานสำคัญ**

| งบรวมสิ้นสุด ร.ค.                | 2021   | 2022   | 2023E   | 2024E   |
|----------------------------------|--------|--------|---------|---------|
| กำลังการผลิตนำเข้า-พม่า (ตัน/ปี) | 33,400 | 33,400 | 110,352 | 295,539 |
| U rate % (นำเข้า-พม่า)           | 48.5%  | 54.5%  | 68.0%   | 60.0%   |
| การปรับราคาขึ้นนำเข้า-พม่า       | 0.2%   | -8.8%  | 1.0%    | 1.0%    |
| GPM% - กะทิ                      | 20.6%  | 25.0%  | 25.0%   | 25.0%   |
| GPM% - นำเข้า-พม่า               | 23.3%  | 28.0%  | 25.5%   | 25.0%   |
| GPM% - อื่นๆ                     | n.a.   | 23.3%  | 20.0%   | 20.0%   |
| Total GPM %                      | 19.4%  | 23.8%  | 26.7%   | 25.7%   |

## Disclosures & Disclaimer

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ นักลงทุนควรตระหนักเสมอว่า ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวผันผวน เพิ่มขึ้น และลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนการวิเคราะห์เชิงเทคนิค และทางปัจจัยพื้นฐาน อาจมีความแตกต่างกันได้ การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางพื้นฐาน อาจแตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงเทคนิค ซึ่งจะขึ้นกับปัจจัยทางด้านราคา(Price) และปริมาณการซื้อขาย(Volume) ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานซึ่งประเมินมาจากการคาดการณ์ผลการดำเนินงานบริษัท ดังนั้น ผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ ขณะที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่อ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก บล.ลิวอเรเตอร์ ดังนั้นผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง บล.ลิวอเรเตอร์ และ เจ้าหน้าที่, กรรมการ, และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรง หรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล, ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

ในบทวิเคราะห์นี้ อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ด้วยการใช้อำนาจ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ อาจมีการอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้าที่กล่าวนี้ จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังมีขึ้นอยู่ด้วยความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุน โดยหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป บล.ลิวอเรเตอร์ ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากจะมีข้อมูลใหม่ หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดเกิดขึ้น

บล.ลิวอเรเตอร์ รวมถึงเจ้าหน้าที่, กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ บล.ลิวอเรเตอร์ มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ, เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ บล.ลิวอเรเตอร์ ทำหนึ่งทำใด หรือมากกว่าหนึ่งทำ สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ ถูกทำขึ้นเพื่อลูกค้าของ บล.ลิวอเรเตอร์ และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก บล.ลิวอเรเตอร์ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ บล.ลิวอเรเตอร์ จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ได้ห้ามไว้ดังกล่าว

นิยาม : บล.ลิวอเรเตอร์ กำหนดคำแนะนำการลงทุนด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานไว้ 3 ระดับ ดังต่อไปนี้

ซื้อ (BUY) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาหุ้นในปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) มากกว่า 10%

ถือ (HOLD) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ระหว่าง -10% ถึง +10%

ขาย (SELL) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ตดลบมากกว่า 10% ขึ้นไป

โดยคำแนะนำด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานนี้ อาจ “เหมือน” หรือ “แตกต่าง” กับคำแนะนำทางเทคนิครายวัน หรือคำแนะนำในเชิงกลยุทธ์ได้ นักลงทุนควรพิจารณาคำแนะนำในบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบร่วมกับ ลักษณะพฤติกรรมกรรมการลงทุน และความสามารถในการรับความเสี่ยงได้ของนักลงทุน ก่อนตัดสินใจลงทุน

## Thai Institute of Directors Association (IOD) : Corporate Governance Report 2022

▲▲▲▲▲

|        |        |        |        |        |        |        |        |       |        |        |        |        |        |       |       |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|
| AAV    | ARIP   | BGRIM  | CNT    | EA     | GGC    | INTUCH | LANNA  | MOONG | PAP    | PTT    | SCB    | SIS    | SUSCO  | TISCO | TSTH  | WACOAL |
| ADVANC | ASP    | BIZ    | COLOR  | EASTW  | GLAND  | IP     | LHFG   | MSC   | PCSGH  | PTTEP  | SCC    | SITHAI | SUTHA  | TK    | TTA   | WAVE   |
| AF     | ASW    | BKI    | COM7   | ECF    | GLOBAL | IRC    | LIT    | MST   | PDG    | PTTGC  | SCCC   | SMPC   | SVI    | TKN   | TTB   | WHA    |
| AH     | AUCT   | BOL    | COMAN  | ECL    | GPI    | IRPC   | LOXLEY | MTC   | PDJ    | PYLON  | SCG    | SNC    | SYMC   | TKS   | TTCL  | WHAUP  |
| AIRA   | AWC    | BPP    | COTTO  | EE     | GPSC   | ITEL   | LPN    | MVP   | PG     | Q-CON  | SCGP   | SONIC  | SYNTEC | TKT   | TTW   | WICE   |
| AJ     | AYUD   | BRR    | CPALL  | EGCO   | GRAMMY | IVL    | LRH    | NCL   | PHOL   | QH     | SCM    | SORKON | TACC   | TMILL | TU    | WINNER |
| AKP    | BAFS   | BTS    | CPF    | EPG    | GULF   | JTS    | LST    | NEP   | PLANB  | QTC    | SCN    | SPALI  | TASCO  | TMT   | TVDH  | XPG    |
| AKR    | BAM    | BTW    | CPI    | ETC    | GUNKUL | JWD    | MACO   | NER   | PLANET | RATCH  | SDC    | SPI    | TCAP   | TNDT  | TVI   | ZEN    |
| ALLA   | BANPU  | BWG    | CPN    | ETE    | HANA   | K      | MAJOR  | NKI   | PLAT   | RBF    | SEAFCO | SPRC   | TEAMG  | TNITY | TVO   |        |
| ALT    | BAY    | CENDEL | CRC    | FN     | HARN   | KBANK  | MAKRO  | NOBLE | PORT   | RS     | SEAOIL | SPVI   | TFMAMA | TOA   | TWPC  |        |
| AMA    | BBIK   | CFRESH | CSS    | FNS    | HENG   | KCE    | MALEE  | NSI   | PPS    | S      | SE-ED  | SSC    | THANA  | TOP   | U     |        |
| AMARIN | BBL    | CGH    | DDD    | FPI    | HMPRO  | KEX    | MBK    | NVD   | PR9    | S&J    | SELIC  | SSSC   | THANI  | TPBI  | UAC   |        |
| AMATA  | BCP    | CHEWA  | DELTA  | FPT    | ICC    | KGI    | MC     | NYT   | PREB   | SAAM   | SENA   | SST    | THCOM  | TQM   | UBIS  |        |
| AMATAV | BCPG   | CHO    | DEMCO  | FSMART | ICHI   | KKP    | MCOT   | OISHI | PRG    | SABINA | SENAJ  | STA    | THG    | TRC   | UPOIC |        |
| ANAN   | BDMS   | CTMBT  | DOHOME | FVC    | III    | KSL    | METCO  | OR    | PRM    | SAMART | SGF    | STEC   | THIP   | TRUE  | UV    |        |
| AOT    | BEM    | CK     | DRT    | GC     | ILINK  | KTB    | MFEC   | ORI   | PSH    | SAMTEL | SHR    | STGT   | THRE   | TSC   | VCOM  |        |
| AP     | BEYOND | CKP    | DTAC   | GEL    | ILM    | KTC    | MINT   | OSP   | PSL    | SAT    | SICT   | STI    | THREL  | TSR   | VGI   |        |
| APURE  | BGC    | CM     | DUSIT  | GFPT   | IND    | LALIN  | MONO   | OTO   | PTG    | SC     | SIRI   | SUN    | TIPCO  | TSTE  | VIH   |        |

▲▲▲▲

|        |        |        |        |       |        |        |        |        |        |       |        |        |        |       |        |        |
|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 2S     | AQUA   | BH     | CIG    | DV8   | HPT    | JCKH   | LHK    | NDR    | PIMO   | PSTC  | SAPPE  | SMART  | SVOA   | TMD   | TSE    | WINMED |
| 7UP    | ARIN   | BIG    | CITY   | EASON | HTC    | JMT    | M      | NETBAY | PIN    | PT    | SAWAD  | SMD    | SVT    | TMI   | TVT    | WORK   |
| ABICO  | ARROW  | BJC    | CIVIL  | EFORL | HUMAN  | JR     | MATCH  | NEX    | PJW    | PTC   | SCAP   | SMIT   | SWC    | TNL   | TWP    | WP     |
| ABM    | AS     | BJCHI  | CMC    | ERW   | HYDRO  | KBS    | MBAX   | NINE   | PL     | QLT   | SCI    | SMT    | SYNEX  | TNP   | UBE    | XO     |
| ACE    | ASAP   | BLA    | CPL    | ESSO  | ICN    | KCAR   | MEGA   | NNCL   | PLE    | RCL   | SCP    | SNNP   | TAE    | TNR   | UEC    | YUASA  |
| ACG    | ASEFA  | BR     | CPW    | ESTAR | IFS    | KIAT   | META   | NOVA   | PM     | RICHY | SE     | SNP    | TAKUNI | TOG   | UKEM   | ZIGA   |
| ADB    | ASIA   | BRI    | CRANE  | FE    | IIG    | KISS   | MFC    | NPK    | PMTA   | RJH   | SECURE | SO     | TCC    | TPA   | UMI    |        |
| ADD    | ASIAN  | BROOK  | CRD    | FLOYD | IMH    | KK     | MGT    | NRF    | PPP    | ROJNA | SFLEX  | SPA    | TCMC   | TPAC  | UOBKH  |        |
| AEONTS | ASIMAR | BSM    | CSC    | FORTH | INET   | KOOL   | MICRO  | NTV    | PPPM   | RPC   | SFP    | SPC    | TFG    | TPCS  | UP     |        |
| AGE    | ASK    | BYD    | CSP    | FSS   | INGRS  | KTIIS  | MILL   | NUSA   | PRAPAT | RT    | SFT    | SPCG   | TFI    | TPIPL | UPF    |        |
| AHC    | ASN    | CBG    | CV     | FTE   | INSET  | KUMWEL | MITSI  | NWR    | PRECHA | RWI   | SGP    | SR     | TFM    | TPIPP | UTP    |        |
| AIE    | ATP30  | CEN    | CWT    | GBX   | INSURE | KUN    | MK     | OCC    | PRIME  | S11   | SIAM   | SRICHA | TGH    | TPLAS | VIBHA  |        |
| AIT    | B      | CHARAN | DCC    | GCAP  | IRCP   | KWC    | MODERN | OGC    | PRIN   | SA    | SINGER | SSF    | TIDLOR | TPS   | VL     |        |
| ALUCON | BA     | CHAYO  | DHOUSE | GENCO | IT     | KWM    | MTI    | ONEE   | PRINC  | SABUY | SKE    | SSP    | TIGER  | TQR   | VPO    |        |
| AMANA  | BC     | CHG    | DITTO  | GJS   | ITD    | L&E    | NATION | PACO   | PROEN  | SAK   | SKN    | STANLY | TIPH   | TRITN | VRANDA |        |
| AMR    | BCH    | CHOTI  | DMT    | GTB   | J      | LDC    | NBC    | PATO   | PROS   | SALEE | SKR    | STC    | TITLE  | TRT   | WGE    |        |
| APCO   | BE8    | CHOW   | DOD    | GYT   | JAS    | LEO    | NCAP   | PB     | PROUD  | SAMCO | SKY    | STPI   | TM     | TRU   | WIJK   |        |
| APCS   | BEC    | CI     | DPAINT | HEMP  | JCK    | LH     | NCH    | PICO   | PSG    | SANKO | SLP    | SUC    | TMC    | TRV   | WIN    |        |

▲▲▲

|        |        |       |        |      |        |        |        |      |       |        |       |       |       |       |       |     |
|--------|--------|-------|--------|------|--------|--------|--------|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| A      | AQ     | BROCK | CMO    | DCON | GIFT   | IHL    | KCM    | MCS  | NC    | PF     | ROCK  | SOLAR | SVH   | TKC   | TTI   | W   |
| A5     | AU     | BSBM  | CMR    | EKH  | GLOCON | INOX   | KWI    | MDX  | NEWS  | PK     | RP    | SPACK | TC    | TNH   | TYCN  | WFX |
| AI     | B52    | BTNC  | CPANEL | EMC  | GLORY  | JAK    | KYE    | MENA | NFC   | PPM    | RPH   | SPG   | TCCC  | TNPC  | UMS   | WPH |
| ALL    | BEAUTY | CAZ   | CPT    | EP   | GREEN  | JMART  | LEE    | MJD  | NSL   | PRAKIT | RSP   | SQ    | TCJ   | TOPP  | UNIQU | YGG |
| ALPHAX | BGT    | CCP   | CSR    | EVER | GSC    | JSP    | LPH    | MORE | NV    | PTECH  | SIMAT | STARK | TEAM  | TPCH  | UPA   |     |
| AMC    | BLAND  | CGD   | CTW    | F&D  | HL     | JUBILE | MATI   | MPIC | PAF   | PTL    | SISB  | STECH | THE   | TPOLY | UREKA |     |
| APP    | BM     | CMAN  | D      | FMT  | HTECH  | KASET  | M-CHAI | MUD  | PEACE | RAM    | SK    | SUPER | THMUI | TRUBB | VARO  |     |

| Score Range  | Number of Logo  | Description  |
|--------------|---|--------------|
| Less than 50 | No logo given   | -            |
| 50 – 59      |  | Pass         |
| 60 – 69      |  | Satisfactory |
| 70 – 79      |  | Good         |
| 80 – 89      |  | Very Good    |
| 90 – 100     |  | Excellent    |

คำอธิบาย : ข้อมูลข้างต้น นำมาจากรายงาน “Corporate Governance Report of Thailand Companies 2022” เผยแพร่เมื่อ 27 ตุลาคม 2565 โดย สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ซึ่งจัดทำขึ้นตามนโยบายของ ส.ง.ค. คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ด้วยการสำรวจ และเป็นจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) ดังนั้นผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันรายงานฉบับดังนี้ ทั้งนี้ บล.ลิเบอร์เตอริอัสสามารถรับรองความถูกต้องของรายงานฉบับดังกล่าวได้

## Anti-Corruption Progress Indicator : as of 7<sup>th</sup> July 2022

### ได้รับการรับรอง CAC

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

### ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC

|      |     |        |        |       |        |      |       |       |      |       |  |  |  |
|------|-----|--------|--------|-------|--------|------|-------|-------|------|-------|--|--|--|
| AH   | CHG | DHOUSE | EVER   | J     | KUMWEL | NRF  | RS    | SUPER | TQM  | VIBHA |  |  |  |
| ALT  | CI  | DOHOME | FLOYD  | JMART | LDC    | NUSA | SAK   | SVT   | TRT  | W     |  |  |  |
| APCO | CPR | ECF    | GLOBAL | JMT   | MEGA   | OR   | SIS   | TKN   | TSI  | WIN   |  |  |  |
| ASW  | CPW | EKH    | ILM    | JTS   | NCAP   | PIMO | SSS   | TMD   | VARO |       |  |  |  |
| B52  | DDD | ETC    | INOX   | KEX   | NOVA   | PLE  | STECH | TMI   | VCOM |       |  |  |  |

ที่มา : SEC.or.th, สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (7 ก.ค. 2565) โดยบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้รับการรับรอง CAC
- ได้ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC

## Liberator Research

|                                |   |  |
|--------------------------------|---|--|
| จรรุพนันต์ วัฒนวงษ์            | หัวหน้าฝ่ายวิเคราะห์, นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน | <a href="mailto:Jaronpan.w@liberator.co.th">Jaronpan.w@liberator.co.th</a> |
| ดร.บุญธรรม รจิตภิญโญเลิศ       | นักเศรษฐศาสตร์การลงทุน                          | <a href="mailto:Boontham.R@liberator.co.th">Boontham.R@liberator.co.th</a> |
| นารี อภิเสวตทานต์              | นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน                       | <a href="mailto:Naree.A@liberator.co.th">Naree.A@liberator.co.th</a>       |
| วิจิตร อารยะพิศิษฐ             | นักกลยุทธ์การลงทุน                              | <a href="mailto:Wijit.A@liberator.co.th">Wijit.A@liberator.co.th</a>       |
| อภิวัฒน์ ทวีศิริเวช, CFTe, CMT | นักวิเคราะห์ทางเทคนิค                           | <a href="mailto:Apiwat.T@liberator.co.th">Apiwat.T@liberator.co.th</a>     |

บริษัทหลักทรัพย์ ลิเบอเรเตอร์ จำกัด (สำนักงานใหญ่) เลขที่ 944 โครงการสามย่านมิตรทาวน์ ชั้น 28 ห้องเลขที่ 2810 และชั้นที่ 29 ห้องเลขที่ 2906 ถนนพระราม 4 แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน กทม. 10330 โทรศัพท์ : 02-028-7441