

# Fundamental Story

## Carabao Group Pcl (CBG TB) - BUY

## Earnings Preview

Pattadol Bunnak | Email: pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### คาดการณ์ผลการดำเนินงาน

- คาดการณ์ผลการดำเนินงาน 4Q22F
- พื้นตัวไม่มากในปี 2023F
- มีการแข่งขันที่รุนแรงในประเทศไทย
- การดำเนินงานในต่างประเทศมีปัญหาบางส่วน

เราคาดว่ากำไรของ CBG จะทรงตัวจากปีที่แล้ว แต่ปรับตัวดีขึ้นจากฐานที่ต่ำใน 3Q22 เราคาดว่ากำไรของ CBG จะฟื้นตัวต่อเนื่อง แต่น่าจะไม่มากนัก เนื่องจากการแข่งขันที่รุนแรงในประเทศไทย และปัญหาในตลาดส่งออกหลักในเมียนมาร์และกัมพูชา

- เราคาดว่ากำไร 4Q22F ของ CBG อยู่ที่ 570ลบ. ลดลง 8% y-y แต่ปรับตัวดีขึ้น 20% จากฐานต่ำใน 3Q22 เมื่อเผชิญกับราคาวัตถุดิบที่พุ่งสูงขึ้น เช่น ราคาอะลูมิเนียม และราคาก๊าซธรรมชาติ
- เมื่อเทียบกับ 4Q21 เราคาดว่ายอดขายของ CBG จะลดลง เนื่องจากยอดขายที่อ่อนตัวลง เนื่องจากความยากลำบากในการส่งออกไปยังเมียนมาร์ (เมียนมาร์ควบคุมการนำเข้าเพื่อรักษาค่าเงิน) ขณะที่การล็อกดาวน์ในจีนยังคงตันยอดขาย รายได้จากธุรกิจจัดจำหน่าย ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผลิตภัณฑ์สุราในประเทศไทยมีแนวโน้มลดลงเช่นกัน เนื่องจากการแข่งขันในกลุ่มผลิตภัณฑ์ของ CBG ซึ่งได้รับความนิยมมาก่อนหน้านี้ ส่วนที่เป็นบวกเพียงอย่างเดียวคือยอดขายเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศ ซึ่ง CBG ได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นหลังจาก บมจ.โอเอสเอส (OSP, “ชาย”) ขึ้นราคาขาย M-150 ตั้งแต่ต้นปี 2022 อัตรากำไรขั้นต้นของ CBG มีแนวโน้มลดลง เนื่องจากสัดส่วนที่ลดลงของเครื่องดื่มชูกำลังส่งออกที่มีอัตรากำไรสูง
- สำหรับปีหน้า CBG คาดว่ากำไรจะดีขึ้น แต่ยังคงระมัดระวังว่าการฟื้นตัวจะชัดเจนหรือไม่
- ส่วนที่เป็นบวก
  - ราคาวัตถุดิบ: CBG คาดว่าจะได้ประโยชน์จากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลกที่ลดลง Exhibit 2-3 แสดงราคาวัตถุดิบหลักของ CBG เช่น อะลูมิเนียมและก๊าซธรรมชาติ ซึ่งลดลงจากจุดสูงสุดในปีนี้
  - การส่งออกของจีน: CBG คาดว่ายอดขายจากธุรกิจในจีนจะดีขึ้นจากฐานที่ต่ำจากการล็อกดาวน์ในปี 2022

### Key Valuations

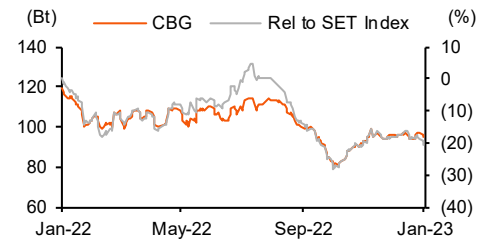
Y/E Dec (Bt m)	2021	2022F	2023F	2024F
Revenue	17,364	23,524	27,506	29,348
Net profit	2,881	4,058	5,275	5,864
Norm net profit	2,816	4,058	5,275	5,864
Norm EPS (Bt)	2.8	4.1	5.3	5.9
Norm EPS gr (%)	(19.8)	44.1	30.0	11.2
Norm PE (x)	33.6	23.3	18.0	16.2
EV/EBITDA (x)	23.7	17.1	13.5	12.2
P/BV (x)	9.3	7.9	6.7	5.9
Div. yield (%)	2.0	2.8	3.7	4.6
ROE (%)	27.9	36.6	40.3	38.7
Net D/E (%)	53.1	34.7	15.7	7.1

Source: Thanachart estimates

### Stock Data

Closing price (Bt)	94.75
Target price (Bt)	138.00
Market cap (US\$ m)	2,783
Avg daily turnover (US\$ m)	18.1
12M H/L price (Bt)	119.00/80.50

### Price Performance

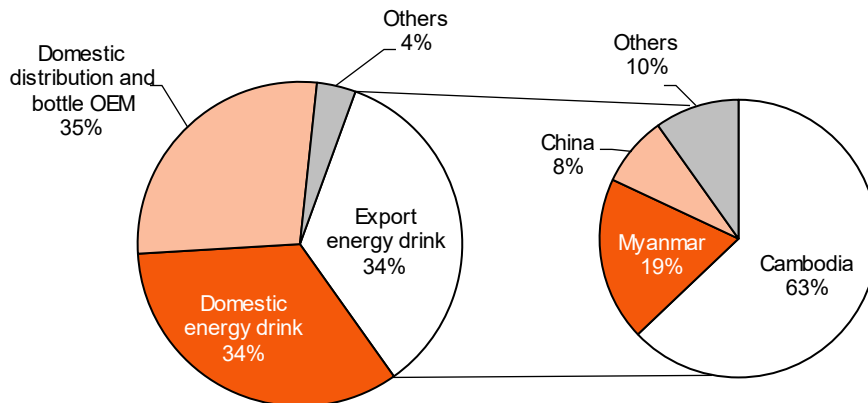


Source: Bloomberg

## Fundamental Story

- ส่วนที่ต้องให้ความระมัดระวัง
  - การแข่งขันที่รุนแรงสำหรับเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศ: CBG เชื่อว่าอาจต้องเพิ่มค่าใช้จ่ายทางการตลาดอย่างมีนัยสำคัญหลังจากผู้เล่นรายใหญ่อันดับสามอย่าง Red Bull Thailand ออกแคมเปญการตลาดอย่างหนักในปีนี CBG ยังไม่ได้สูญเสียส่วนแบ่งตลาด เนื่องจาก OSP เสียส่วนแบ่งไปเนื่องจากราคาขายสูงที่สุดในตลาด ปัจจุบัน CBG กังวลเกี่ยวกับตำแหน่งทางการตลาด
  - ปัญหาในพม่า: CBG เตรียมจัดตั้งโรงงานผลิตเครื่องดื่มชูกำลังในเมียนมาร์เพื่อรองรับมาตรการควบคุมการส่งออก บริษัท อยู่ระหว่างการซื้อโรงงานผลิตเครื่องดื่มขนาดเล็กในเมียนมาร์ และจะส่งเครื่องจักรจากไทยหลังจากนั้น หากการดำเนินการเป็นไปได้ด้วยดี CBG อาจสร้างโรงงานขนาดใหญ่ขึ้นภายหลัง
  - การบริโภคที่ชะลอลงในกัมพูชา: กัมพูชาคิดเป็น 25% ของรายได้ของ CBG ขณะที่อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกกดดันกิจกรรมการบริโภคทั้งหมด เครื่องดื่มชูกำลังของ CBG ในกัมพูชากลับได้รับผลกระทบมากกว่า เนื่องจากถือเป็นเครื่องดื่มที่มีราคาสูง (US\$1/หน่วย เทียบกับ US\$0.3 ในประเทศไทย)
- โดยรวมแล้ว เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" CBG แม้ว่าจะความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา ท่ามกลางแนวโน้มที่อ่อนแอกว่าที่คาดไว้ใน 2H22F และในปีหน้า เรายังคงชอบโอกาสในการเติบโตเชิงโครงสร้างของ CBG ในตลาดที่กำลังเติบโต เช่น เมียนมาร์ การทำกำไรได้สูงในกัมพูชา ความแข็งแกร่ง และประสิทธิภาพที่สูงของ CBG ทำให้มี ROE สูงสุดในอุตสาหกรรมที่ สูงกว่า 20% แม้ว่าปี 2022F จะมีปัจจัยสะกดก็ตาม

### Ex 1: Sales Margin Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

# Fundamental Story

**Ex 2: Aluminum Price**

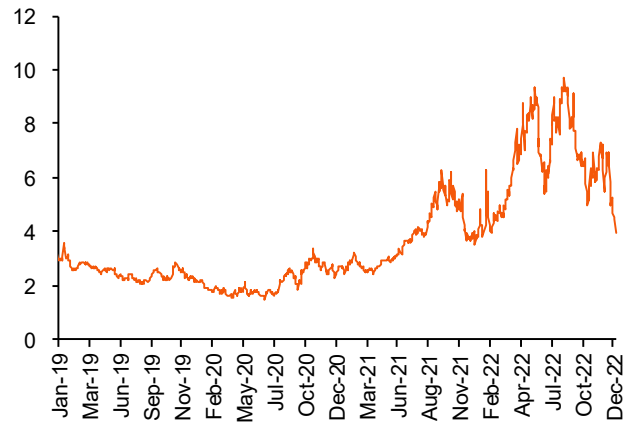
(US\$/tonne)



Source: Bloomberg

**Ex 3: Natural Gas Price**

(US\$/MMBTU)



Source: Bloomberg

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

### Recommendation Structure:

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

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

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 54 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2301A, JMART16C2303A, JMT16C2302A, KBANK16C2304A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2303A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2301A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2302A, SCB16C2301A, SCGP16C2303A, SET5016P2303A, SET5016C2303A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPN, CRC, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, MTC, PTTEP, RCL, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, VGI)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูชนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูชนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูชนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูชนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูชนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นาง อัคริณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลอติวิปเมเนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลอติวิปเมเนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท ส่วนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท ส่วนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)