

# Fundamental Story

**Carabao Group Pcl (CBG TB) - BUY, Price Bt81.00, TP Bt91.00**

Results Comment

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

## 3Q24 แข็งแกร่ง เป็นไปตามคาด

- กำไรปกติ 3Q24 เพิ่มขึ้น 40% y-y และ 7% q-q เป็นไปตามที่เราคาด
- แม้ไตรมาส 3 โดยปกติจะเป็นไตรมาสที่อ่อนแอที่สุด แต่ 3Q24 กลับเป็นไตรมาสที่แข็งแกร่งที่สุดในปีนี้ เนื่องมาจากส่วนแบ่งตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศที่เพิ่มขึ้น คำสั่งซื้อจากบุคคลภายนอกที่เพิ่มขึ้น ราคาของวัตถุดิบที่ลดลง และการลดต้นทุนภายในของ CBG ในด้านการตลาดและการส่งเสริมการขาย
- เครื่องดื่มชูกำลังในประเทศเพิ่มขึ้น 7% y-y และ 22% q-q แม้อัตราการขายจะชะงัก แต่ส่วนแบ่งตลาดของ CBG เพิ่มขึ้นกว่า 25% จาก 21% เมื่อปีที่แล้ว เนื่องจากราคาขายของ CBG ต่ำที่สุด
- ธุรกิจการจัดจำหน่ายเติบโต 26% y-y และ 6% q-q เนื่องจากลูกค้าที่เป็นผู้จำหน่ายเครื่องดื่มบุคคลที่สามของ CBG ได้รับส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น
- เครื่องดื่มชูกำลังส่งออกเติบโต 8% y-y โดยดีขึ้นในทุกตลาดจากฐานที่ต่ำ การลดลง 14% q-q เกิดจากผลกระทบตามฤดูกาลและความอ่อนแออย่างต่อเนื่องในเมียนมาร์ท่ามกลางความยากลำบากในการนำเข้า
- EBIT margin อยู่ที่ 16.8% เทียบกับ 12.9% เมื่อปีที่แล้ว เนื่องจากผลกระทบจาก operating leverage ราคาของวัตถุดิบที่ลดลง (เช่น อลูมิเนียมและเศษแก้ว) และการประหยัดต้นทุนของ CBG ตามที่กล่าวข้างต้น อัตรากำไรขั้นต้นคงที่จากไตรมาสก่อนหน้า แม้ว่าธุรกิจการจัดจำหน่ายที่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำจะมีสัดส่วนเพิ่มขึ้น แต่ได้แรงหนุนจากราคาของวัตถุดิบที่ลดลงของ CBG

| Income Statement (consolidated) |              |              |              |              |              | Income Statement 9M as   |          |           |           |              |              |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------|----------|-----------|-----------|--------------|--------------|
| Yr-end Dec (Bt m)               | 3Q23         | 4Q23         | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24         | (Bt m)                   | q-q%     | y-y%      | % 2024F   | 2024F        | 2025F        |
| Revenue                         | 4,707        | 5,316        | 4,935        | 4,954        | 5,098        | Revenue                  | 3        | 8         | 70        | 21,413       | 23,859       |
| <b>Gross profit</b>             | <b>1,262</b> | <b>1,341</b> | <b>1,322</b> | <b>1,371</b> | <b>1,431</b> | <b>Gross profit</b>      | <b>4</b> | <b>13</b> | <b>70</b> | <b>5,886</b> | <b>6,717</b> |
| SG&A                            | 655          | 564          | 576          | 533          | 576          | SG&A                     | 8        | (12)      | 69        | 2,440        | 2,520        |
| Operating profit                | 607          | 777          | 746          | 838          | 855          | Operating profit         | 2        | 41        | 71        | 3,446        | 4,198        |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>811</b>   | <b>982</b>   | <b>951</b>   | <b>1,043</b> | <b>1,061</b> | <b>EBITDA</b>            | <b>2</b> | <b>31</b> | <b>71</b> | <b>4,328</b> | <b>5,108</b> |
| Other income                    | 44           | 45           | 42           | 40           | 77           | Other income             | 91       | 77        | 93        | 171          | 191          |
| Other expense                   | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | Other expense            |          |           |           |              |              |
| Interest expense                | 51           | 52           | 45           | 37           | 33           | Interest expense         | (11)     | (36)      | 86        | 134          | 116          |
| <b>Profit before tax</b>        | <b>599</b>   | <b>769</b>   | <b>742</b>   | <b>841</b>   | <b>899</b>   | <b>Profit before tax</b> | <b>7</b> | <b>50</b> | <b>71</b> | <b>3,483</b> | <b>4,273</b> |
| Income tax                      | 80           | 115          | 123          | 158          | 168          | Income tax               | 7        | 109       | 78        | 577          | 707          |
| Equity & invest. income         | 2            | (6)          | 3            | 3            | 4            | Equity & invest. income  | 28       | 87        | na        | 0            | 0            |
| Minority interests              | 9            | 1            | 6            | 4            | 6            | Minority interests       | 38       | (35)      | 83        | 19           | 19           |
| Extraordinary items             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | Extraordinary items      |          |           |           |              |              |
| <b>Net profit</b>               | <b>530</b>   | <b>649</b>   | <b>628</b>   | <b>691</b>   | <b>741</b>   | <b>Net profit</b>        | <b>7</b> | <b>40</b> | <b>70</b> | <b>2,926</b> | <b>3,585</b> |
| <b>Normalized profit</b>        | <b>530</b>   | <b>649</b>   | <b>628</b>   | <b>691</b>   | <b>741</b>   | <b>Normalized profit</b> | <b>7</b> | <b>40</b> | <b>70</b> | <b>2,926</b> | <b>3,585</b> |
| EPS (Bt)                        | 0.53         | 0.65         | 0.63         | 0.69         | 0.74         | EPS (Bt)                 | 7        | 40        | 70        | 2.93         | 3.58         |
| Normalized EPS (Bt)             | 0.53         | 0.65         | 0.63         | 0.69         | 0.74         | Normalized EPS (Bt)      | 7        | 40        | 70        | 2.93         | 3.58         |

  

| Balance Sheet (consolidated) |               |               |               |               |               | Financial Ratios (%)     |      |      |       |      |      |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------------|------|------|-------|------|------|
| Yr-end Dec (Bt m)            | 3Q23          | 4Q23          | 1Q24          | 2Q24          | 3Q24          |                          | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24  | 2Q24 | 3Q24 |
| Cash & ST investment         | 909           | 1,184         | 788           | 938           | 1,254         | Sales grow th            | 0.3  | 18.4 | 19.7  | 5.3  | 8.3  |
| A/C receivable               | 2,538         | 2,192         | 1,738         | 1,545         | 1,416         | Operating profit grow th | 11.3 | 85.2 | 159.0 | 53.0 | 40.9 |
| Inventory                    | 2,105         | 2,295         | 2,285         | 2,394         | 2,502         | EBITDA grow th           | 7.9  | 56.6 | 93.5  | 38.5 | 30.8 |
| Other current assets         | 146           | 131           | 128           | 99            | 109           | Norm profit grow th      | 11.4 | 59.1 | 138.2 | 43.4 | 39.9 |
| Investment                   | 165           | 158           | 160           | 162           | 165           | Norm EPS grow th         | 11.4 | 59.1 | 138.2 | 43.4 | 39.9 |
| Fixed assets                 | 12,450        | 12,376        | 12,306        | 12,155        | 12,083        | Gross margin             | 26.8 | 25.2 | 26.8  | 27.7 | 28.1 |
| Other assets                 | 1,254         | 1,207         | 1,220         | 1,222         | 1,111         | Operating margin         | 12.9 | 14.6 | 15.1  | 16.9 | 16.8 |
| <b>Total assets</b>          | <b>19,567</b> | <b>19,544</b> | <b>18,625</b> | <b>18,514</b> | <b>18,639</b> | EBITDA margin            | 17.2 | 18.5 | 19.3  | 21.1 | 20.8 |
| S-T debt                     | 2,469         | 1,994         | 1,180         | 2,502         | 2,808         | Norm net margin          | 11.3 | 12.2 | 12.7  | 13.9 | 14.5 |
| A/C payable                  | 2,079         | 2,045         | 1,716         | 1,758         | 1,721         | D/E (x)                  | 0.6  | 0.5  | 0.3   | 0.3  | 0.3  |
| Other current liabilities    | 164           | 244           | 357           | 373           | 325           | Net D/E (x)              | 0.5  | 0.4  | 0.3   | 0.2  | 0.2  |
| L-T debt                     | 3,504         | 3,326         | 2,805         | 1,118         | 972           | Interest coverage (x)    | 15.9 | 18.7 | 21.0  | 28.3 | 32.4 |
| Other liabilities            | 646           | 621           | 609           | 614           | 564           | Interest rate            | 3.2  | 3.7  | 3.9   | 3.9  | 3.5  |
| Minority interest            | (142)         | (178)         | (181)         | (185)         | (204)         | Effective tax rate       | 13.4 | 15.0 | 16.5  | 18.8 | 18.7 |
| <b>Shareholders' equity</b>  | <b>10,847</b> | <b>11,491</b> | <b>12,139</b> | <b>12,335</b> | <b>12,453</b> | ROA                      | 10.7 | 13.3 | 13.2  | 14.9 | 16.0 |
| Working capital              | 2,564         | 2,442         | 2,308         | 2,181         | 2,196         | ROE                      | 19.6 | 23.3 | 21.3  | 22.6 | 23.9 |
| Total debt                   | 5,973         | 5,321         | 3,985         | 3,619         | 3,780         |                          |      |      |       |      |      |
| <b>Net debt</b>              | <b>5,064</b>  | <b>4,137</b>  | <b>3,196</b>  | <b>2,682</b>  | <b>2,526</b>  |                          |      |      |       |      |      |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข 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 และบริษัทจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: \* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 8/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"