Stock Update

24 APR 2024 **CBG** Carabao PCL

คาดกำไร 1Q24 โตแรง YoY แต่อ่อนตัวลง QoQ

BUY

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 80.00 บาท เราเชื่อว่าราคาหุ้น CBG ปรับลดลง 19% ตั้งแต่ต้นปี 2024 สะท้อนความกังวลเกี่ยวกับรายได้ที่เกี่ยวข้องกับเบียร์ต่ำกว่าคาด ขณะที่ส่วนแบ่งการตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศในเชิงปริมาณเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็น 23.5 % ใน 1Q24 จาก 22.0% ใน 1Q23 โดยเราคาดรายงานกำไรสุทธิ 580 ล้านบาท (+120%YoY, -11%QoQ) หนุนจากรายได้ที่เติบโต 20%YoY อัตรากำไรขั้นต้นที่ขยายตัว 140 bps YoY และอัตราส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหารที่ลดลง YoY จากค่าใช้จ่ายสนับสนุนการขายที่ลดลงหลังโรงเบียร์เข้ามาแชร์ค่าใช้จ่าย Carabao Cup 50%

คาดกำไร 1Q24 โตแรง YoY แต่ลดลง QoQ

- เราคาดว่ากำไร 1Q24 จะเติบโต YoY หนุนจาก 1) ยอดขายสินค้า Branded own ในประเทศ ซึ่งส่วนใหญ่เครื่องดื่มชูกำลัง ที่ 1.4 พันล้านบาท (+20%YoY) จากส่วนแบ่งการตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศในเชิงปริมาณเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็น 23.5% ใน 1Q24 จาก 22.0% ใน 1Q23 2) ยอดขายเครื่องดื่มชูกำลังใน CLMV ที่คาดว่าจะเติบโต 8%YoY จากยอดขายในกัมพูชาที่ฟื้นตัวได้บ้าง แต่ได้แรงหนุนหลักจากยอดขายเวียดนามที่โต 100% จากฐานที่ต่ำ และ 3) อัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น YoY จากอัตรากำไรขั้นต้นสินค้า Branded own ที่เพิ่มขึ้นเป็น 37.6 % ใน 1Q24 ทรงตัว QoQ จาก 4Q23 ผลจากการประหยัดต่อขนาดจากกำลังการผลิตที่สูงขึ้น
- เราคาดว่ากำไร 1Q24 จะลดลง QoQ ผลจาก 1) ยอดขายเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศที่คาดว่าจะอ่อนตัวลง QoQ จากการทำโปรโมชั่นลดลง และร้านค้าเครือข่ายต้องเก็บสต็อกเบียร์ด้วยส่วนนึง ทำให้ต้องลดสต็อกเครื่องดื่มชูกำลังลงบางส่วน ขณะที่ส่วนแบ่งการตลาดเดือน มี.ค. 2024 ดีขึ้นมาที่ 23.9% หลังทำโปรโมชั่นในร้านสะดวกซื้อมากขึ้น 2) รายได้การจัดจำหน่ายและผลิตบรรจุภัณฑ์เบียร์ลดลง QoQ และ 3) ค่าใช้จ่ายสนับสนุนการขายที่เพิ่มขึ้น QoQ

ยังมี 2 ความท้าทายที่ต้องเผชิญใน 2H24

- ต้นทุนอลูมิเนียม (15% ของต้นทุน) มีแนวโน้มสูงขึ้นในช่วงปลาย 2Q24 ตามราคาอลูมิเนียมปรับตัวสูงเป็น 2,585 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน +9% YTD'2024 ขณะที่การปรับราคาขายน่าจะทำได้ยาก ทำให้อัตรากำไรมีโอกาสอ่อนตัวลงได้
- รายได้การจัดจำหน่ายและผลิตบรรจุภัณฑ์เบียร์ยังมีความท้าทายโดยปัจจุบันบริษัทอยู่ระหว่างการปรับกลยุทธ์เพื่อเจาะตลาดเบียร์ โดยเรายังคงสมมติฐาน CBG มีรายได้จากการจัดจำหน่ายเบียร์ 1.95 พันล้านบาทในปี 2024 จาก 500 ล้านบาทในปี 2023 (เริ่มจำหน่าย พ.ย. 2023) โดยคาดเบียร์คาราบาวและเบียร์ตะวันแดงมีส่วนแบ่งการตลาดเบียร์ในประเทศไทยรวมกันที่ 1.5% ในปี 2024 และ 2.0% ในปี 2025 จากมูลค่าตลาด 2.6 แสนล้านบาท และไม่รวมรายได้จัดจำหน่ายเบียร์ในส่วนของ MT โดยเราเชื่อว่ายังเติบโตได้จากตลาดเฉพาะกลุ่ม กล่าวคือเราเชื่อว่ามีตลาดสำหรับเบียร์รสชาติอื่นๆ ที่ไม่ใช่เบียร์ LAGER เช่น เบียร์ IPA หรือเบียร์กลิ่นผลไม้อย่าง WEIZEN และ ROSE

คงคำแนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 80.00 บาท

มูลค่าพื้นฐาน 80.00 บาท คำนวณด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) ด้วย WACC 8.6% และ TG 3% เทียบเท่า 32xPE'24E ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยกลุ่มเครื่องดื่มชูกำลัง

Fair price: Bt80.00

Upside (Downside): 22%

Key Statistics	
Bloomberg Ticker	CBG TB
Current price (Bt)	65.50
Market Cap. (Bt m)	65,500
Shares issued (mn)	1,000
Par value (Bt)	1.00
52 Week high/low (Bt)	89.5 / 61.3
Foreign limit/ actual (%)	49/6.63
NVDR Shareholders (%)	3.4
Free float (%)	28.6
Number of retail holders	22,100
Dividend policy (%)	40
Industry	Agro & Food
Sector	Food & Beverage
CG Rate	
Thai CAC	N.A.
SET ESG Ratings	A

Major Shareholders	1 March 2024
Sathientham Holding Co.,Ltd.	25.0
Ms. Nutchamai Thanombooncharoen	21.0
Mr. Yuenyong Opakul	7.1
UBS AG SINGAPORE BRANCH	4.5
Thai NVDR Company Limited	3.6

Key Financial Summary

Year End Dec	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	19,215	18,853	21,485	23,501
Net Profit (Bt m)	2,286	1,924	2,485	2,938
NP Growth (%)	(20.6)	(15.8)	29.1	18.2
EPS (Bt)	2.3	1.9	2.5	2.9
PER (x)	28.7	34.0	26.4	22.3
BPS (Bt)	10.6	11.3	12.6	13.9
PBV (x)	6.2	5.8	5.2	4.7
DPS (Bt)	1.50	0.90	1.61	1.91
Div. Yield (%)	2.3	1.4	2.5	2.9
ROA (%)	11.4	9.8	11.8	13.5
ROE (%)	21.6	17.0	19.7	21.1

Source: Pi Estimated

Analyst: Thanawich Boonchuwong
Registration No.110556
Email: thanawich.bo@pi.financial

Earnings review

(Bt m)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	%QoQ	%YoY
Revenue	4,124	4,707	4,707	5,316	4,953	(6.8)	20.1
Cost of sales	(3,107)	(3,447)	(3,445)	(3,975)	(3,662)	(7.9)	17.9
Gross profit	**1,017**	**1,260**	**1,262**	**1,341**	**1,291**	**(3.7)**	**26.9**
SG&A	(729)	(712)	(655)	(564)	(615)	9.1	(15.6)
Other (exp)/inc	62	40	43	42	45	7.5	(27.9)
EBIT	**350**	**588**	**650**	**819**	**721**	**(12.0)**	**105.7**
Finance cost	(36)	(44)	(51)	(52)	(50)	(4.6)	38.4
Other inc/(exp)	0	1	0	3	2	(35.4)	N.M
Earnings before taxes	**314**	**546**	**599**	**770**	**673**	**(12.6)**	**114.0**
Income tax	(61)	(80)	(80)	(115)	(101)	(12.8)	65.4
Earnings after taxes	**253**	**465**	**519**	**654**	**572**	**(12.6)**	**125.7**
Equity income	3	9	2	(6)	3	(153.3)	16.1
Minority interest	8	7	9	1	5	469.7	(35.6)
Earnings from cont. operations	**264**	**481**	**530**	**649**	**580**	**(10.7)**	**119.9**
Forex gain/(loss) & unusual items	-	-	-	-	-	N.A.	N.A.
Net profit	**264**	**481**	**530**	**649**	**580**	**(10.7)**	**119.9**
EBITDA	557	804	857	1,021	931	(8.9)	67.2
Recurring EPS (Bt)	0.26	0.48	0.53	0.65	0.58	(10.7)	119.9
Reported EPS (Bt)	0.26	0.48	0.53	0.65	0.58	(10.7)	119.9
Profits (%)	**1Q23**	**2Q23**	**3Q23**	**4Q23**	**1Q24E**	**chg QoQ**	**chg YoY**
Gross margin	24.7	26.8	26.8	25.2	26.1	0.8	1.4
Operating margin	8.5	12.5	13.8	15.4	14.5	(0.9)	6.1
Net margin	6.4	10.2	11.3	12.2	11.7	(0.5)	5.3

Source: Pi research, company data

Sector summary

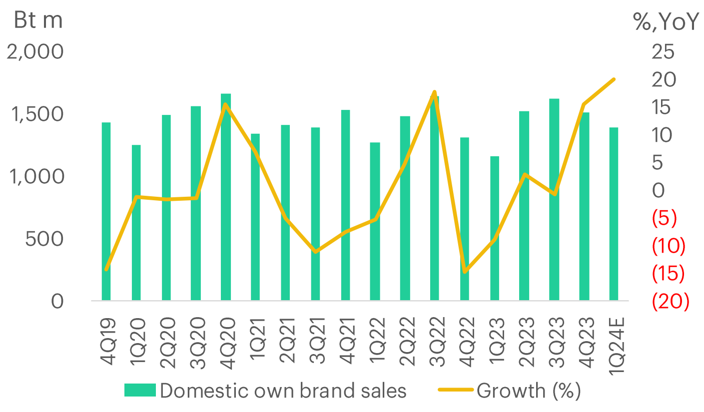
Company	Rec	TP (Bt)	Upside (%)	P/E (X) 2023	P/E (X) 2024E	P/E (X) 2025E	EPS Growth (%) 2023	EPS Growth (%) 2024E	EPS Growth (%) 2025E	Dividend Yield (%) 2023	Dividend Yield (%) 2024E	Dividend Yield (%) 2025E	ROE(%) 2023	ROE(%) 2024E	ROE(%) 2025E
CBG	BUY	80.00	22	34	26	22	(16)	29	18	1.4	2.5	2.9	17.0	19.7	21.1
OSP	BUY	24.00	13	27	24	23	24	10	7	7.8	4.5	4.7	14.5	16.0	17.1
ICHI	BUY	20.00	16	20	18	17	72	10	10	5.8	6.4	7.0	18.8	21.0	23.6
SAPPE	BUY	111.00	19	27	23	18	64	18	22	2.3	3.1	3.8	27.6	28.5	30.3
COCOCO	BUY	11.50	(6)	33	26	23	7	27	16	3.7	2.7	3.1	16.1	18.6	19.9
Average				**28.2**	**23.5**	**20.5**	**30.2**	**18.8**	**14.7**	**4.2**	**3.8**	**4.3**	**18.8**	**20.8**	**22.4**

Source : Company Data, Pi Research

Stock Update

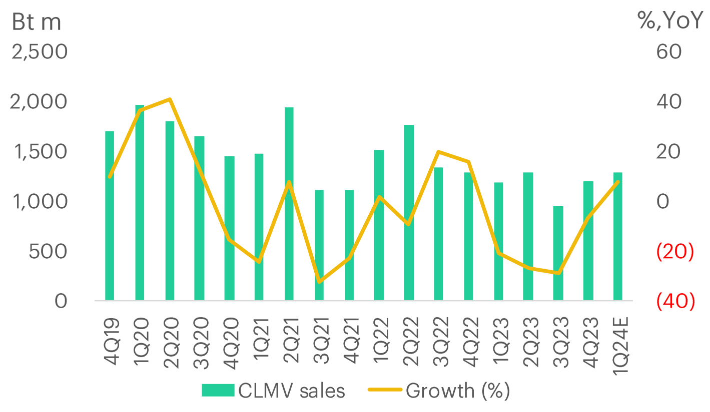
24 APR 2024 **CBG** Carabao PCL

ยอดขายสินค้าแบรนด์ตนเองในประเทศ



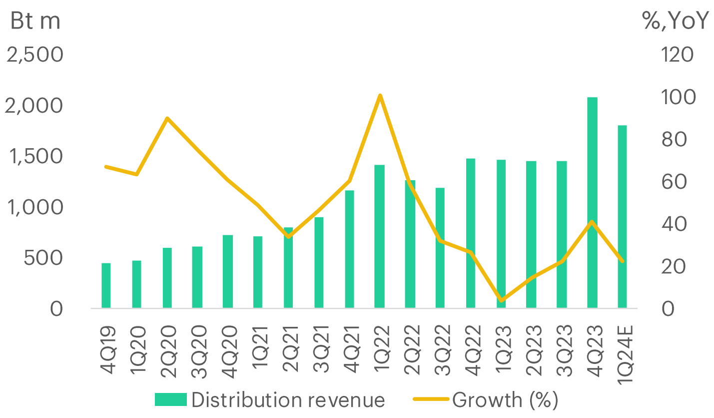
Source: Pi research, company data

ยอดขายใน CLMV



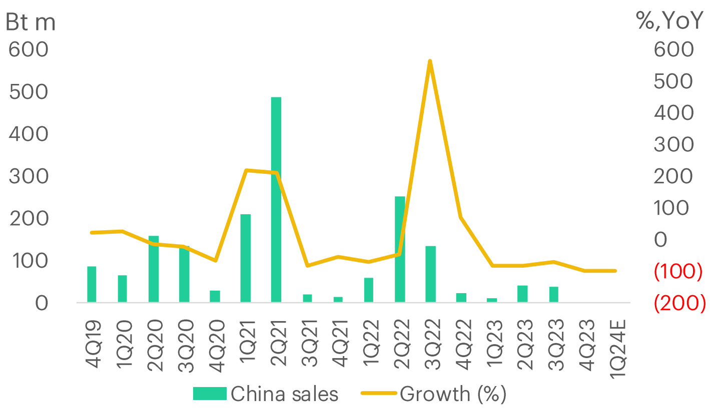
Source: Pi research, company data

รายได้ธุรกิจจัดจำหน่าย



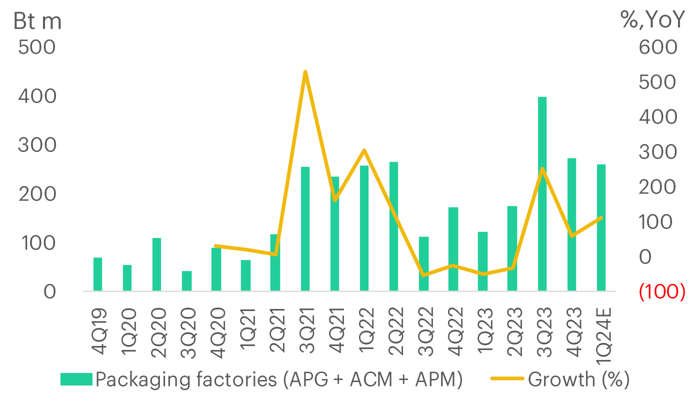
Source: Pi research, company data

ยอดขายในประเทศจีน



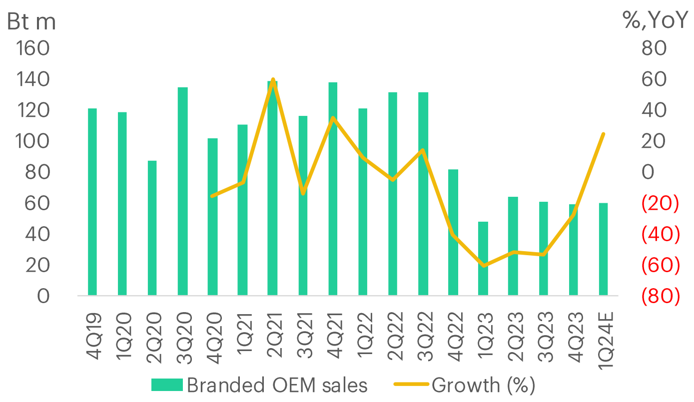
Source: Pi research, company data

รายได้ธุรกิจบรรจุภัณฑ์



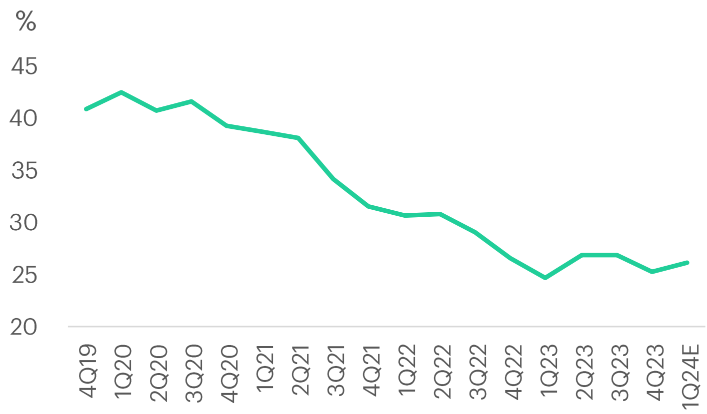
Source: Pi research, company data

ยอดขายจากสินค้าจ้างผลิต OEM



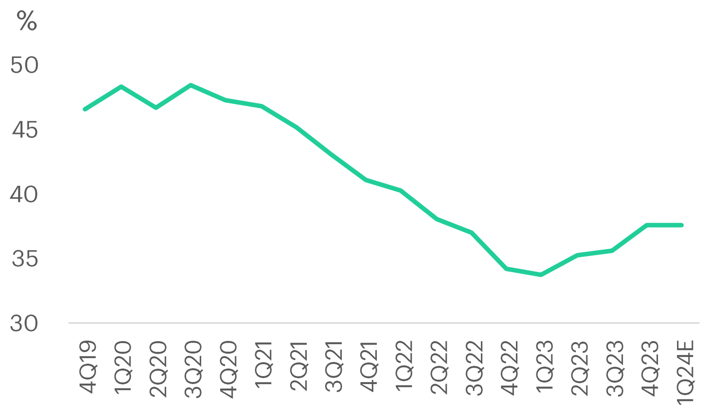
Source: Pi research, company data

อัตรากำไรขั้นต้น (GPM)



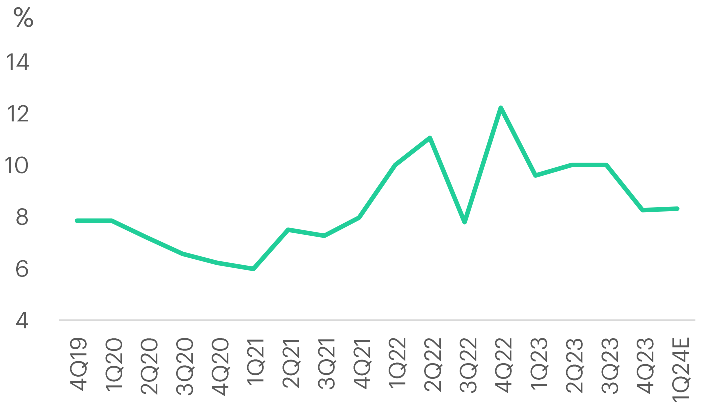
Source: Pi research, company data

อัตรากำไรขั้นต้นสินค้าภายใต้แบรนด์ของตัวเอง



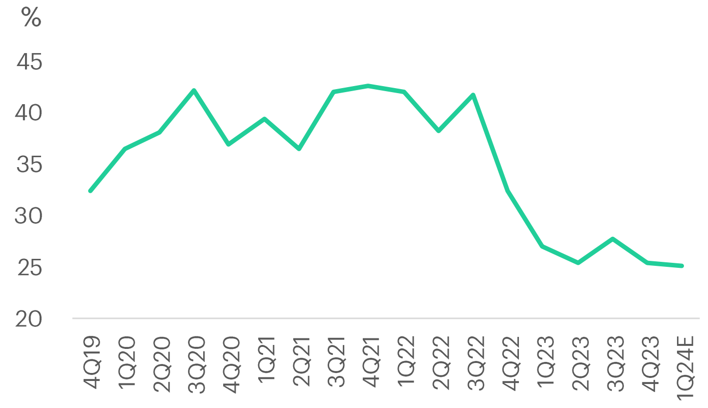
Source: Pi research, company data

อัตรากำไรขั้นต้นธุรกิจจัดจำหน่าย



Source: Pi research, company data

อัตรากำไรขั้นต้นจากธุรกิจบรรจุภัณฑ์



Source: Pi research, company data

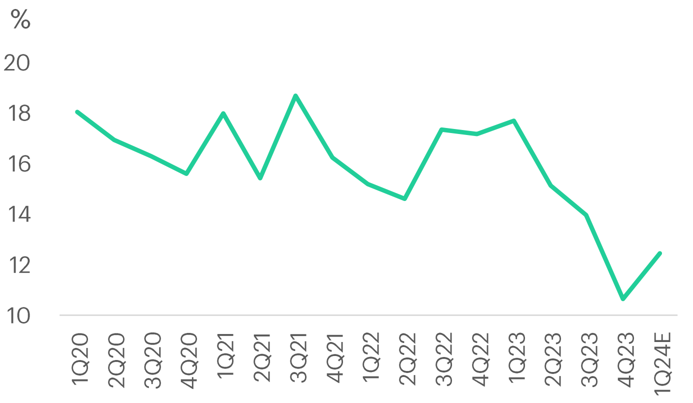
ราคาน้ำตาล

Source: ASPEN

ราคาอลูมิเนียม

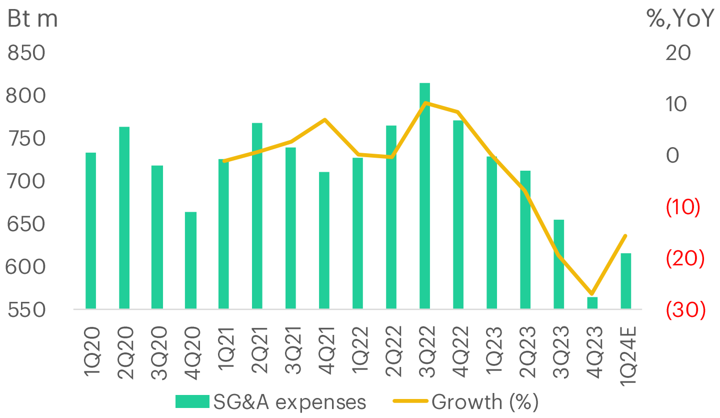
Source: ASPEN

อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อ



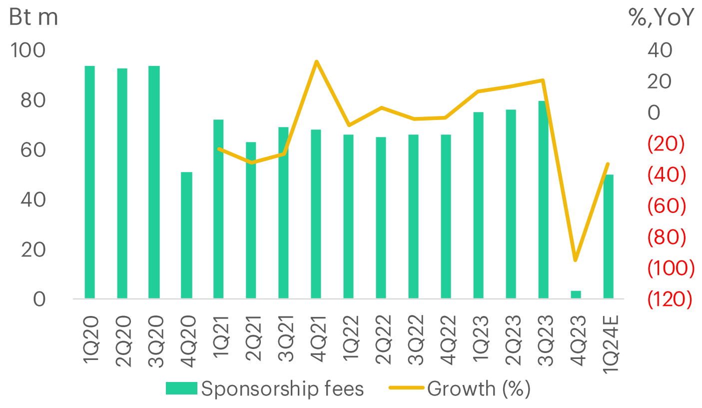
Source: Pi research, company data

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร



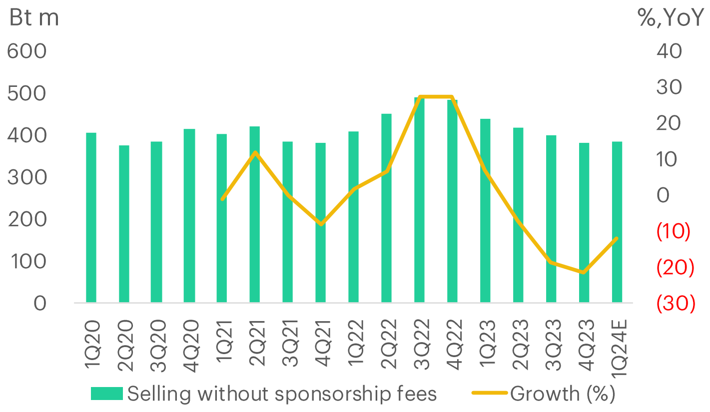
Source: Pi research, company data

ค่าธรรมเนียมการเป็นผู้สนับสนุนกีฬาฟุตบอล



Source: Pi research, company data

ค่าใช้จ่ายในการขายที่ไม่รวมเงินสนับสนุนกีฬา



Source: Pi research, company data

Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Cash & equivalents	1,134	936	1,184	1,400	1,417
Accounts receivable	1,756	2,533	2,192	2,662	2,918
Inventories	2,337	2,718	2,295	3,107	3,372
Other current assets	155	160	131	132	134
Total current assets	**5,382**	**6,347**	**5,802**	**7,301**	**7,840**
Invest. in subs & others	-	56	64	64	64
Fixed assets - net	13,293	12,939	13,098	13,194	13,258
Other assets	511	697	579	583	587
Total assets	**19,186**	**20,039**	**19,544**	**21,142**	**21,750**
Short-term debt	2,812	3,518	1,225	2,025	2,025
Accounts payable	1,769	1,853	2,045	2,342	2,481
Other current liabilities	847	2,816	1,013	1,081	863
Total current liabilities	**5,427**	**8,187**	**4,283**	**5,448**	**5,369**
Long-term debt	3,123	555	3,326	2,495	1,871
Other liabilities	525	731	621	577	579
Total liabilities	**9,075**	**9,474**	**8,231**	**8,520**	**7,819**
Paid-up capital	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Premium-on-share	3,680	3,742	3,742	3,742	3,742
Others	-	(115)	(75)	(75)	(75)
Retained earnings	5,530	6,055	6,824	8,154	9,477
Non-controlling interests	(99)	(118)	(178)	(198)	(213)
Total equity	**10,111**	**10,565**	**11,312**	**12,622**	**13,930**
Total liabilities & equity	**19,186**	**20,039**	**19,544**	**21,142**	**21,750**

Income Statement (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	17,364	19,215	18,853	21,485	23,501
Cost of goods sold	(11,181)	(13,582)	(13,974)	(15,997)	(17,493)
Gross profit	**6,183**	**5,633**	**4,879**	**5,488**	**6,008**
SG&A	(2,945)	(3,078)	(2,660)	(2,550)	(2,573)
Other income / (expense)	140	219	160	160	160
EBIT	**3,379**	**2,774**	**2,379**	**3,098**	**3,596**
Depreciation	753	813	818	851	883
EBITDA	**4,198**	**3,612**	**3,239**	**3,968**	**4,499**
Finance costs	(89)	(115)	(183)	(186)	(139)
Non-other income / (expense)	1	1	5	5	5
Earnings before taxes (EBT)	**3,291**	**2,660**	**2,201**	**2,918**	**3,462**
Income taxes	(513)	(433)	(337)	(467)	(554)
Earnings after taxes (EAT)	**2,778**	**2,227**	**1,864**	**2,451**	**2,908**
Equity income	-	5	8	14	15
Non-controlling interests	38	35	24	20	15
Core Profit	**2,816**	**2,267**	**1,896**	**2,485**	**2,938**
FX Gain/Loss & Extraordinary items	65	20	28	-	-
Net profit	**2,881**	**2,286**	**1,924**	**2,485**	**2,938**
EPS (Bt)	2.88	2.29	1.92	2.48	2.94

Cashflow Statement (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
CF from operation	2,469	2,131	3,903	2,420	3,485
CF from investing	(1,176)	(498)	(863)	(805)	(805)
CF from financing	(1,116)	(1,830)	(2,803)	(1,399)	(2,663)
Net change in cash	177	(197)	238	216	17

Valuation	2021	2022	2023	2024E	2025E
EPS (Bt)	2.88	2.29	1.92	2.48	2.94
Core EPS (Bt)	2.82	2.27	1.90	2.48	2.94
DPS (Bt)	1.90	1.50	0.90	1.61	1.91
BVPS (Bt)	10.1	10.6	11.3	12.6	13.9
EV per share (Bt)	70.3	68.6	68.9	68.6	68.0
PER (x)	22.7	28.7	34.0	26.4	22.3
Core PER (x)	23.3	28.9	34.5	26.4	22.3
PBV (x)	6.5	6.2	5.8	5.2	4.7
EV/EBITDA (x)	16.7	19.0	21.3	17.3	15.1
Dividend Yield (%)	2.9	2.3	1.4	2.5	2.9

Profitability Ratios (%)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Gross profit margin	35.6	29.3	25.9	25.5	25.6
EBITDA margin	24.2	18.8	17.2	18.5	19.1
EBIT margin	19.5	14.4	12.6	14.4	15.3
Net profit margin	16.6	11.9	10.2	11.6	12.5
ROA	15.0	11.4	9.8	11.8	13.5
ROE	28.5	21.6	17.0	19.7	21.1

Financial Strength Ratios	2021	2022	2023	2024E	2025E
Current ratio (x)	1.0	0.8	1.4	1.3	1.5
Quick ratio (x)	0.6	0.4	0.8	0.8	0.8
Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
Net Debt/Equity (x)	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
Interest coverage (x)	38.1	24.1	13.0	16.7	25.9
Inventory day (days)	62	68	66	65	65
Receivable day (days)	33	41	46	45	45
Payable day (days)	55	49	51	51	51
Cash conversion cycle (days)	41	60	60	59	59

Growth (%, YoY)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	0.8	10.7	(1.9)	14.0	9.4
EBITDA	(16.1)	(14.0)	(10.3)	22.5	13.4
EBIT	(20.9)	(17.9)	(14.2)	30.2	16.1
Core profit	(18.8)	(19.5)	(16.3)	31.0	18.2
Net profit	(18.3)	(20.6)	(15.8)	29.1	18.2
EPS	(18.3)	(20.6)	(15.8)	29.1	18.2

Source : Company Data, Pi Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2022

CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสารวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกากับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสารวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสารวจนี้ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ พาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100	5 logos	Excellent	ดีเลิศ
80-89	4 logos	Very Good	ดีมาก
70-79	3 logos	Good	ดี
60-69	2 logos	Satisfactory	ดีพอใช้
50-59	1 logo	Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

ความหมายของคำแนะนำ

"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

Stock Rating Definition

BUY	The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
HOLD	The stock's total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
SELL	The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมิได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้นำแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย