

## ยอดขายในประเทศโตเด่น หนุนกำไรสูงสุดในรอบ 6 ไตรมาส

ผลประกอบการ 4Q23 พื้นตัวสู่ระดับสูงสุดในรอบ 6 ไตรมาส ที่ 649 ล้านบาท (+59%YoY, +23%QoQ) เป็นไปตามที่เราและ BB consensus คาดได้แรงหนุนจาก (1) ส่วนแบ่งการตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศที่เพิ่มขึ้น 3% ทำให้ยอดขายเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศเติบโตเป็น 1.5 พันล้านบาท (+13%YoY) (2) ยอดขายใน CLMV ที่พื้นตัว QoQ ตามปัจจัยฤดูกาล (3) รับรู้รายได้จัดจำหน่ายเบียร์เป็นไตรมาสแรก (4) รับรู้รายได้ผลิตบรรจุภัณฑ์เบียร์ต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่สอง และ 5) ค่าใช้จ่ายสนับสนุนการขายที่ลดลง YoY หลังโรงเบียร์เข้ามาแชร์ค่าใช้จ่าย Carabao Cup 50% คาดผลประกอบการปี 2024 พื้นตัวต่อเนื่อง 46%YoY จากยอดขายใน CLMV ที่พื้นตัว ขณะที่ราคาหุ้นลงมาซื้อขายที่ระดับ -2SD ของคาดการณ์กำไรปี 2024 เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 101.00 บาท

## ผลประกอบการ 4Q23 ทำจุดสูงสุดในรอบ 6 ไตรมาส

- ยอดขายรวมทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 5.3 พันล้านบาท (+18%YoY) ผลจาก
  - 1) ยอดขาย Branded own products ใน 4Q23 ที่ 2.9 พันล้านบาท (+5%YoY, +4%QoQ) ผลจากส่วนแบ่งการตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากช่วงปลายปี 2022 ที่ 20.6% เป็น 23.6% ณ สิ้นปี 2023 หลังยื่นราคาขายปลีกที่ 10 บาทต่อขวด ต่ำกว่าคู่แข่งหลักในตลาดที่ราคา 12 บาทต่อขวด ขณะที่ยอดขายในตลาด CLMV ที่พื้นตัวตามปัจจัยฤดูกาล และการทำกิจกรรมส่งเสริมการขาย
  - 2) รายได้จัดจำหน่ายที่ 2.1 พันล้านบาท (+41%YoY, +44%QoQ) ใน 4Q23 จากการจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์เบียร์เป็นไตรมาสแรก แต่อย่างไรก็ตามอัตรากำไรขั้นต้นธุรกิจจัดจำหน่ายลดลงเหลือ 8.2% ใน 4Q23 จาก 12.2% ใน 4Q22 และ 10.0% ใน 3Q23 ทำให้กำไรขั้นต้นของธุรกิจจัดจำหน่ายลดลง 5%YoY ใน 4Q23
  - 3) ยอดขายจากสินค้าจ้างผลิต OEM ที่ 232 ล้านบาท (-28%YoY, -4%QoQ) ใน 4Q23 จากการยกเลิกจำหน่ายกาแฟ RTD ในช่วงตั้งแต่ 1Q23 และเพิกกลับมาจำหน่ายในช่วงธ.ค. 2023 หลัง ปรับสูตรใหม่เป็นกาแฟแก้วสด
  - 4) รายได้ผลิตบรรจุภัณฑ์ที่ 273 ล้านบาท (+57%YoY, -31%QoQ) จากการรับรู้รายได้ผลิตบรรจุภัณฑ์เบียร์เป็นไตรมาสที่สอง
- อัตรากำไรขั้นต้นรวม (GPM) ลดลงเหลือ 25.2% ใน 4Q23 จาก 26.5% ใน 4Q22 และ 26.8% ใน 3Q23 เนื่องจากสัดส่วนรายได้จัดจำหน่ายที่มีอัตรากำไรต่ำกว่ารายได้ประเภทอื่น ๆ เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะสำคัญ แม้ว่าอัตรากำไรขั้นต้นกลุ่มสินค้าภายใต้แบรนด์ของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเป็น 37.6% ใน 4Q23 จาก 34.2% ใน 4Q22 และ 35.6% ใน 3Q23
- ค่าใช้จ่ายการขายและบริหาร (SG&A) ลดลงเป็น 564 ล้านบาท (-27%YoY, -14%QoQ) จากค่าใช้จ่ายสนับสนุนการขายที่ลดลง YoY หลังโรงเบียร์เข้ามาแชร์ค่าใช้จ่าย Carabao Cup 50% ทำให้อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายลดลงเป็น 10.6% ใน 4Q23 จาก 17.2% ใน 4Q22 และ 13.9% ใน 3Q23

## คงคำแนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 101 บาท

มูลค่าพื้นฐาน 101.00 บาท คำนวณด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) ด้วย WACC 8.6% และ TG 3% เทียบเท่า 36xPE'24E ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยกลุ่มเครื่องดื่มชูกำลัง

ประกาศจ่ายปันผลระหว่างกาล 0.5 บาทต่อหุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ 0.6% ขึ้น XD วันที่ 29 ก.พ. 2024

## BUY

Fair price: Bt101.00

Upside (Downside): 38%

### Key Statistics

Bloomberg Ticker	CBG TB
Current price (Bt)	73.25
Market Cap. (Bt m)	73,250
Shares issued (mn)	1,000
Par value (Bt)	1.00
52 Week high/low (Bt)	103.0 / 61.3
Foreign limit/ actual (%)	49/10.59
NVDR Shareholders (%)	4.2
Free float (%)	28.6
Number of retail holders	23,844
Dividend policy (%)	40
Industry	Agro & Food
Sector	Food & Beverage
CG Rate	▲▲▲▲
Thai CAC	N.A.
SET ESG Ratings	A

### Major Shareholders

3 March 2023

Sathientham Holding Co.,Ltd.	25.0
Ms. Nutchamai Thanombooncharoen	21.0
Mr. Yuenyong Opaku!	7.1
UBS AG SINGAPORE BRANCH	4.5
Thai NVDR Company Limited	3.8

### Key Financial Summary

Year End Dec	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	19,215	18,853	23,942	28,881
Net Profit (Bt m)	2,286	1,924	2,816	3,384
NP Growth (%)	(20.6)	(15.8)	46.3	20.2
EPS (Bt)	2.3	1.9	2.8	3.4
PER (x)	32.0	38.1	26.0	21.6
BPS (Bt)	10.6	11.3	12.9	14.4
PBV (x)	6.9	6.5	5.7	5.1
DPS (Bt)	1.50	0.90	1.85	2.27
Div. Yield (%)	2.0	1.2	2.5	3.1
ROA (%)	11.4	9.8	13.1	15.2
ROE (%)	21.6	17.0	21.9	23.6

Source: Pi Estimated

Analyst: Thanawich Boonchuwong

Registration No.110556

Email: thanawich.bo@pi.financial

## Earnings review

(Bt m)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	%QoQ	%YoY
Revenue	4,491	4,124	4,707	4,707	5,316	12.9	18.4
Cost of sales	(3,301)	(3,107)	(3,447)	(3,445)	(3,975)	15.4	20.4
<b>Gross profit</b>	<b>1,190</b>	<b>1,017</b>	<b>1,260</b>	<b>1,262</b>	<b>1,341</b>	<b>6.2</b>	<b>12.7</b>
SG&A	(772)	(729)	(712)	(655)	(564)	(13.9)	(26.9)
Other (exp)/inc	72	62	40	43	42	(3.4)	(42.2)
<b>EBIT</b>	<b>491</b>	<b>350</b>	<b>588</b>	<b>650</b>	<b>819</b>	<b>26.0</b>	<b>66.8</b>
Finance cost	(34)	(36)	(44)	(51)	(52)	2.6	53.1
Other inc/(exp)	0	0	1	0	3	938.9	539.4
<b>Earnings before taxes</b>	<b>457</b>	<b>314</b>	<b>546</b>	<b>599</b>	<b>770</b>	<b>28.4</b>	<b>68.4</b>
Income tax	(54)	(61)	(80)	(80)	(115)	43.5	112.0
<b>Earnings after taxes</b>	<b>403</b>	<b>253</b>	<b>465</b>	<b>519</b>	<b>654</b>	<b>26.1</b>	<b>62.5</b>
Equity income	5	3	9	2	(6)	(359.8)	(223.5)
Minority interest	0	8	7	9	1	(89.7)	103.7
<b>Earnings from cont. operations</b>	<b>408</b>	<b>264</b>	<b>481</b>	<b>530</b>	<b>649</b>	<b>22.6</b>	<b>59.3</b>
Forex gain/(loss) & unusual items	-	-	-	-	-	N.A.	N.A.
<b>Net profit</b>	<b>408</b>	<b>264</b>	<b>481</b>	<b>530</b>	<b>649</b>	<b>22.6</b>	<b>59.3</b>
EBITDA	703	557	804	857	1,021	19.2	45.2
Recurring EPS (Bt)	0.41	0.26	0.48	0.53	0.65	22.6	59.3
Reported EPS (Bt)	0.41	0.26	0.48	0.53	0.65	22.6	59.3
<b>Profits (%)</b>	<b>4Q22</b>	<b>1Q23</b>	<b>2Q23</b>	<b>3Q23</b>	<b>4Q23</b>	<b>chg QoQ</b>	<b>chg YoY</b>
Gross margin	26.5	24.7	26.8	26.8	25.2	(1.6)	(1.3)
Operating margin	10.9	8.5	12.5	13.8	15.4	1.6	4.5
Net margin	9.1	6.4	10.2	11.3	12.2	1.0	3.1

Source: Pi research, company data

## Sector summary

Company	Rec	TP (Bt)	Upside (%)	P/E (X)			EPS Growth (%)			Dividend Yield (%)			ROE(%)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
CBG	BUY	101.00	38	32	38	26	(21)	(16)	46	2.0	1.2	2.5	21.6	17.0	21.9
OSP	BUY	24.00	14	33	25	24	(41)	29	6	4.3	4.3	4.5	10.5	13.6	14.6
ICHI	BUY	18.00	5	35	21	20	17	67	2	3.5	6.0	6.0	10.4	16.6	17.7
SAPPE	HOLD	88.00	3	40	24	22	58	69	10	2.1	3.4	3.7	19.4	28.3	28.8
COCOCO	BUY	11.50	41	24	22	17	28	8	26	2.2	2.5	3.1	28.4	14.9	17.0
<b>Average</b>				<b>32.6</b>	<b>26.0</b>	<b>21.8</b>	<b>8.4</b>	<b>31.4</b>	<b>18.2</b>	<b>2.8</b>	<b>3.5</b>	<b>4.0</b>	<b>18.1</b>	<b>18.1</b>	<b>20.0</b>

Source : Company Data, PI Research

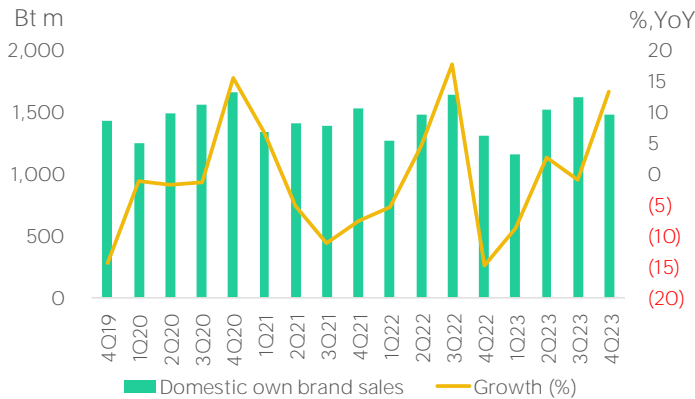
# Stock Update



19 Feb 2024

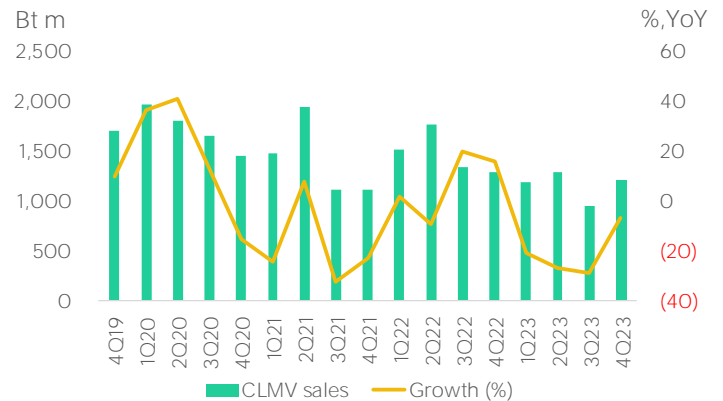
CBG Carabao PCL

## ยอดขายสินค้าแบรนด์ตนเองในประเทศ



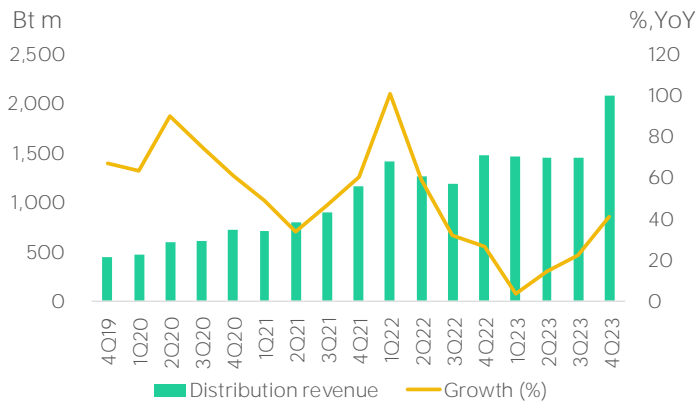
Source: Pi research, company data

## ยอดขายใน CLMV



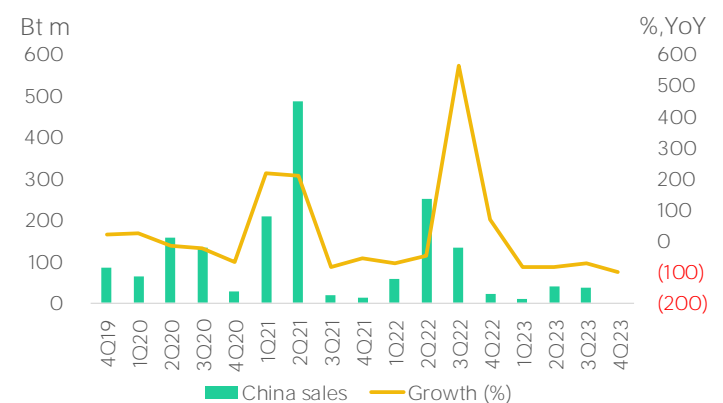
Source: Pi research, company data

## รายได้ธุรกิจจัดจำหน่าย



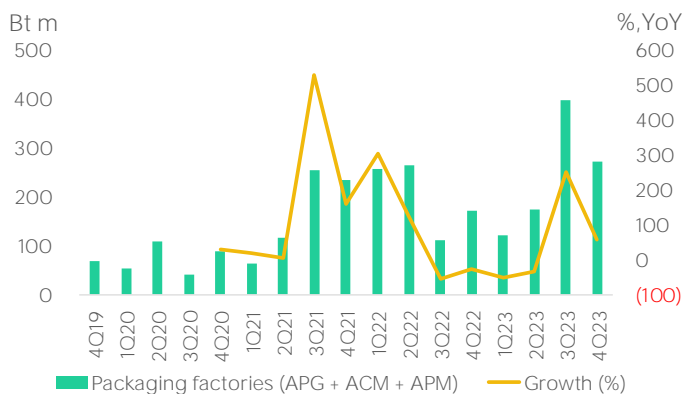
Source: Pi research, company data

## ยอดขายในประเทศจีน



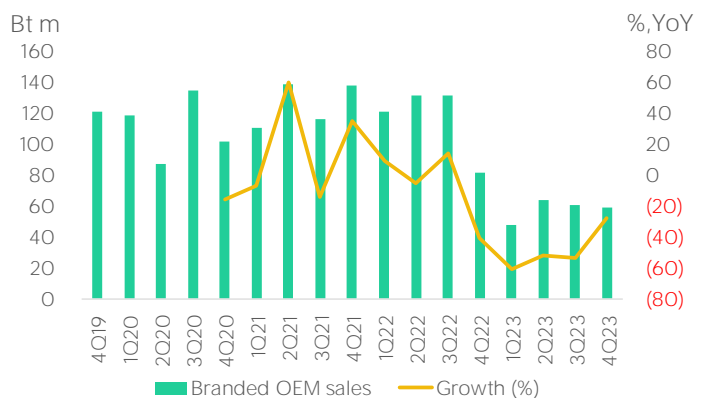
Source: Pi research, company data

## รายได้ธุรกิจบรรจุภัณฑ์



Source: Pi research, company data

## ยอดขายจากสินค้าจ้างผลิต OEM



Source: Pi research, company data

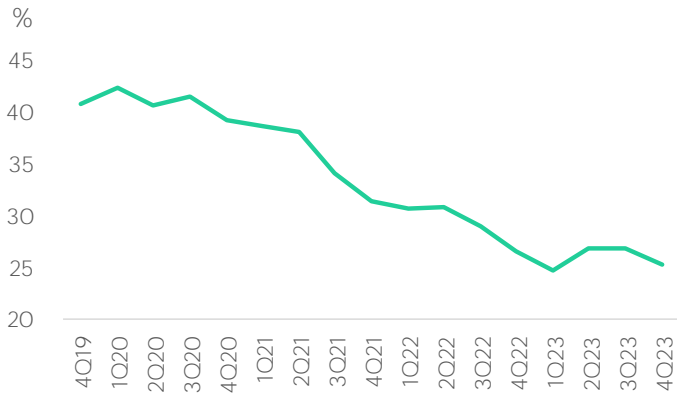
# Stock Update



19 Feb 2024

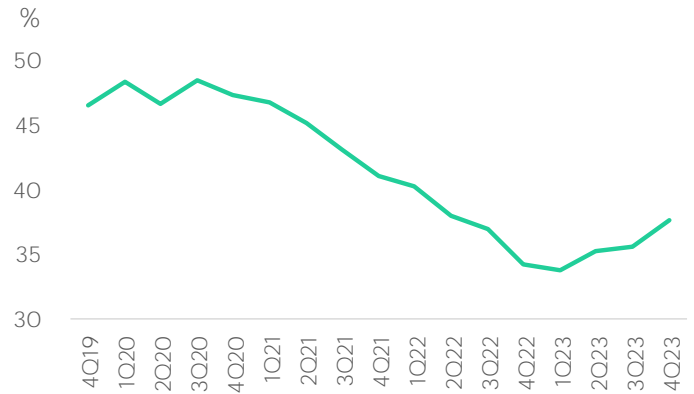
CBG Carabao PCL

## อัตรากำไรขั้นต้น (GPM)



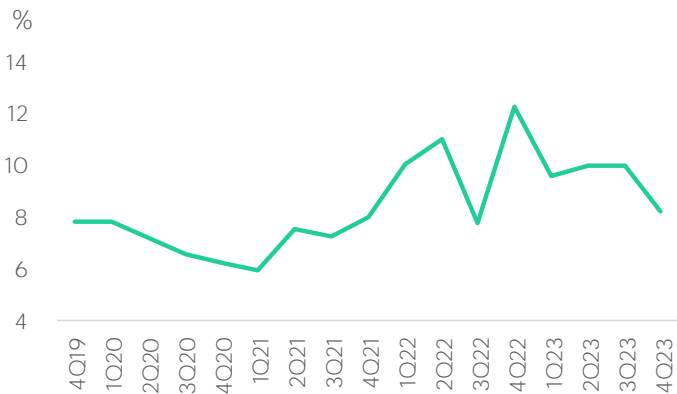
Source: Pi research, company data

## อัตรากำไรขั้นต้นสินค้าภายใต้แบรนด์ของตัวเอง



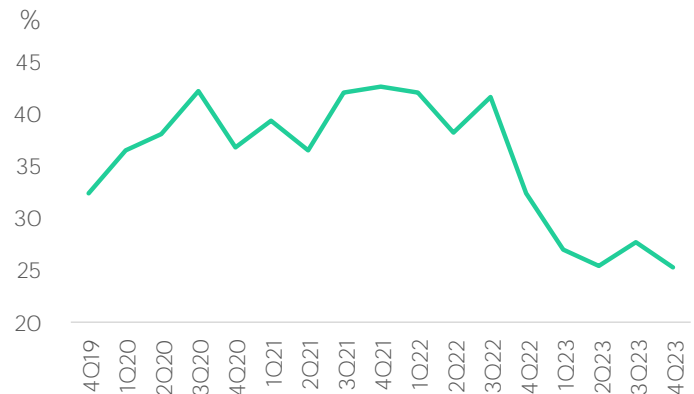
Source: Pi research, company data

## อัตรากำไรขั้นต้นธุรกิจจัดจำหน่าย



Source: Pi research, company data

## อัตรากำไรขั้นต้นจากธุรกิจบรรจุกัญชา



Source: Pi research, company data

## ราคาน้ำตา



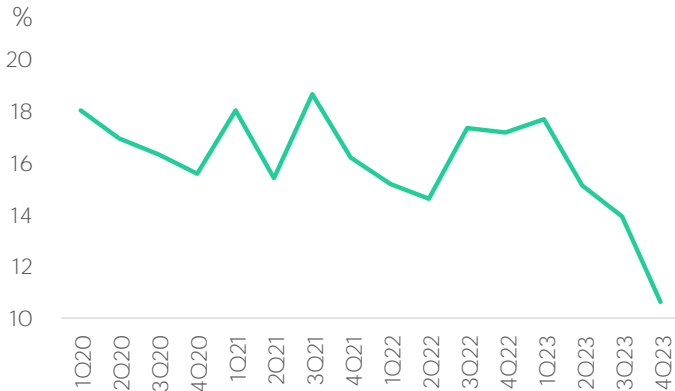
Source: ASPEN

## ราคาอลูมิเนียม



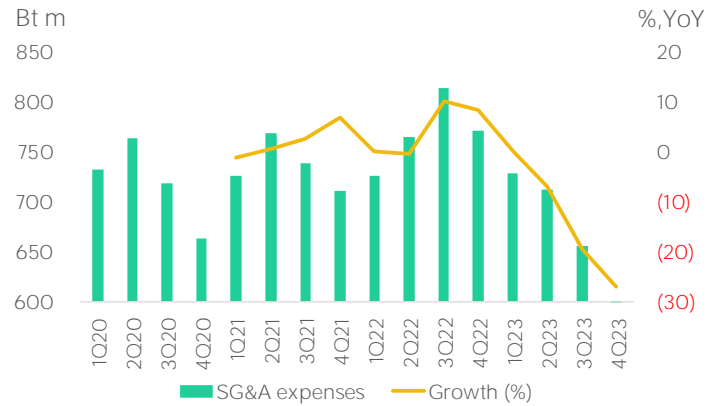
Source: ASPEN

## อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อ



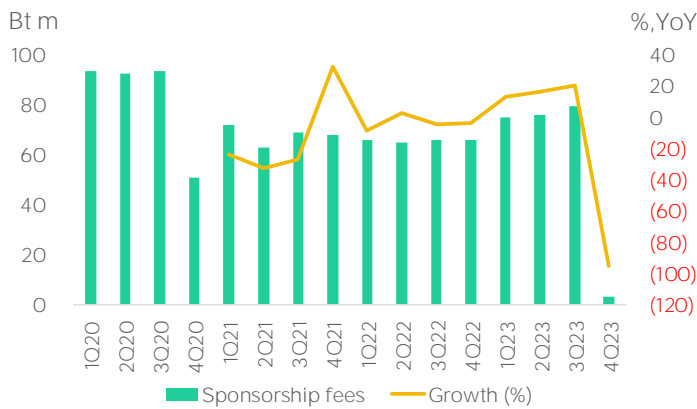
Source: Pi research, company data

## ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร



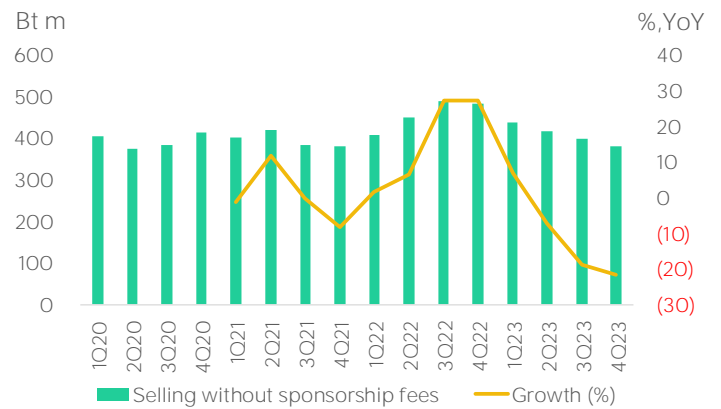
Source: Pi research, company data

## ค่าธรรมเนียมการเป็นผู้สนับสนุนกีฬาฟุตบอล



Source: Pi research, company data

## ค่าใช้จ่ายในการขายที่ไม่รวมเงินสนับสนุนกีฬา



Source: Pi research, company data

# Stock Update



19 Feb 2024

CBG Carabao PCL

## Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Cash & equivalents	1,134	936	1,184	1,170	1,138
Accounts receivable	1,756	2,533	2,192	2,635	2,787
Inventories	2,337	2,718	2,295	3,663	4,243
Other current assets	155	160	131	132	134
<b>Total current assets</b>	<b>5,382</b>	<b>6,347</b>	<b>5,802</b>	<b>7,600</b>	<b>8,301</b>
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
<b>Total assets</b>	<b>19,186</b>	<b>20,039</b>	<b>19,544</b>	<b>21,441</b>	<b>22,210</b>
Short-term debt	2,812	3,518	1,225	1,725	1,325
Accounts payable	1,769	1,853	2,045	2,706	3,203
Other current liabilities	847	2,816	1,013	1,081	863
<b>Total current liabilities</b>	<b>5,427</b>	<b>8,187</b>	<b>4,283</b>	<b>5,512</b>	<b>5,391</b>
Long-term debt	3,123	555	3,326	2,495	1,871
Other liabilities	525	731	621	577	579
<b>Total liabilities</b>	<b>9,075</b>	<b>9,474</b>	<b>8,231</b>	<b>8,584</b>	<b>7,841</b>
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	8,389	9,920
Non-controlling interests	(99)	(118)	(178)	(198)	(218)
<b>Total equity</b>	<b>10,111</b>	<b>10,565</b>	<b>11,312</b>	<b>12,858</b>	<b>14,369</b>
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>19,186</b>	<b>20,039</b>	<b>19,544</b>	<b>21,441</b>	<b>22,210</b>
Income Statement (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	17,364	19,215	18,853	23,942	28,881
Cost of goods sold	(11,181)	(13,582)	(13,974)	(18,051)	(22,346)
<b>Gross profit</b>	<b>6,183</b>	<b>5,633</b>	<b>4,879</b>	<b>5,891</b>	<b>6,536</b>
SG&A	(2,945)	(3,078)	(2,660)	(2,550)	(2,598)
Other income / (expense)	140	219	160	160	170
<b>EBIT</b>	<b>3,379</b>	<b>2,774</b>	<b>2,379</b>	<b>3,501</b>	<b>4,108</b>
Depreciation	753	813	818	851	883
<b>EBITDA</b>	<b>4,198</b>	<b>3,612</b>	<b>3,239</b>	<b>4,375</b>	<b>5,022</b>
Finance costs	(89)	(115)	(183)	(199)	(138)
Non-other income / (expense)	1	1	5	8	10
<b>Earnings before taxes (EBT)</b>	<b>3,291</b>	<b>2,660</b>	<b>2,201</b>	<b>3,309</b>	<b>3,980</b>
Income taxes	(513)	(433)	(337)	(529)	(637)
<b>Earnings after taxes (EAT)</b>	<b>2,778</b>	<b>2,227</b>	<b>1,864</b>	<b>2,780</b>	<b>3,343</b>
Equity income	-	5	8	16	21
Non-controlling interests	38	35	24	20	20
<b>Core Profit</b>	<b>2,816</b>	<b>2,267</b>	<b>1,896</b>	<b>2,816</b>	<b>3,384</b>
FX Gain/Loss & Extraordinary items	65	20	28	-	-
<b>Net profit</b>	<b>2,881</b>	<b>2,286</b>	<b>1,924</b>	<b>2,816</b>	<b>3,384</b>
EPS (Bt)	2.88	2.29	1.92	2.82	3.38

Cashflow Statement (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
CF from operation	2,469	2,131	3,903	2,586	4,074
CF from investing	(1,176)	(498)	(863)	(805)	(805)
CF from financing	(1,116)	(1,830)	(2,803)	(1,795)	(3,301)
Net change in cash	177	(197)	238	(14)	(32)

Valuation	2021	2022	2023	2024E	2025E
EPS (Bt)	2.88	2.29	1.92	2.82	3.38
Core EPS (Bt)	2.82	2.27	1.90	2.82	3.38
DPS (Bt)	1.90	1.50	0.90	1.85	2.27
BVPS (Bt)	10.1	10.6	11.3	12.9	14.4
EV per share (Bt)	78.1	76.4	76.6	76.3	75.3
PER (x)	25.4	32.0	38.1	26.0	21.6
Core PER (x)	26.0	32.3	38.6	26.0	21.6
PBV (x)	7.2	6.9	6.5	5.7	5.1
EV/EBITDA (x)	18.6	21.1	23.7	17.4	15.0
Dividend Yield (%)	2.6	2.0	1.2	2.5	3.1

Profitability Ratios (%)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Gross profit margin	35.6	29.3	25.9	24.6	22.6
EBITDA margin	24.2	18.8	17.2	18.3	17.4
EBIT margin	19.5	14.4	12.6	14.6	14.2
Net profit margin	16.6	11.9	10.2	11.8	11.7
ROA	15.0	11.4	9.8	13.1	15.2
ROE	28.5	21.6	17.0	21.9	23.6

Financial Strength Ratios	2021	2022	2023	2024E	2025E
Current ratio (x)	1.0	0.8	1.4	1.4	1.5
Quick ratio (x)	0.6	0.4	0.8	0.7	0.8
Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.6	0.4	0.4	0.3	0.2
Net Debt/Equity (x)	0.5	0.3	0.3	0.2	0.1
Interest coverage (x)	38.1	24.1	13.0	17.6	29.7
Inventory day (days)	62	68	66	60	60
Receivable day (days)	33	41	46	40	35
Payable day (days)	55	49	51	51	51
Cash conversion cycle (days)	41	60	60	49	44

Growth (% YoY)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	0.8	10.7	(1.9)	27.0	20.6
EBITDA	(16.1)	(14.0)	(10.3)	35.1	14.8
EBIT	(20.9)	(17.9)	(14.2)	47.1	17.4
Core profit	(18.8)	(19.5)	(16.3)	48.5	20.2
Net profit	(18.3)	(20.6)	(15.8)	46.3	20.2
EPS	(18.3)	(20.6)	(15.8)	46.3	20.2

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) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ พาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		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 โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย