

## คาดงบ 1Q24 ดีขึ้น YoY แม้ไม่มีเงินปันผล

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 24.00 บาท เราเชื่อว่าราคาหุ้น OSP ปรับลดลง 22% ในปี 2023 และ 8% ตั้งแต่ต้นปี 2024 สะท้อนความกังวลเกี่ยวกับส่วนแบ่งการตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศที่ลดลง และปัจจัยลบระยะสั้นไปแล้ว โดยเราคาดว่าส่วนแบ่งการตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศจะแตะจุดต่ำสุดใน 4Q23 และคาดว่าจะทรงตัวในช่วง 46.5%-47.0% ในปี 2024-25 โดยเริ่มเห็นการฟื้นตัวในช่วง ธ.ค. 2023 และคาดว่าส่วนแบ่งการตลาดจะฟื้นตัว 50 bps QoQ เป็น 46.4% ใน 1Q24 โดยเราคาดการณ์กำไรสุทธิ 828 ล้านบาท (+6%YoY, +91%QoQ) หนุนจากอัตราค่าไรขึ้นต้นที่ขยายตัวทั้ง YoY และ QoQ พร้อมกับยอดขายในต่างประเทศที่เติบโตดีไม่มีเหตุการณ์ความไม่สงบในประเทศเพื่อนบ้าน

## คาดการณ์ 1Q24 ดีขึ้น YoY แม้ไม่มีปันผลจาก Unicharm

- คาดกำไรเติบโต YoY และ QoQ แม้ว่าไม่มีเงินปันผลจาก Unicharm
- คาดตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศจะเติบโต 4% YoY ใน 1Q24 หนุนจากสภาวะอากาศที่ร้อนมากขึ้น โดยเราประเมินว่าส่วนแบ่งของ OSP ในตลาดเครื่องดื่มชูกำลังของไทยจะลดลงเป็น 46.4% ใน 1Q24 จาก 46.6% ใน 1Q23 แต่ดีขึ้น QoQ จาก 45.9% ใน 4Q23 จากยอดขายลิโพอที่เติบโต ยอดขาย M-150 น้ำผึ้งจากการทำโปรโมชัน ขณะที่ M-150 สีเหลืองยังสามารถทรงตัวได้
- มูลค่าตลาดเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพปรับดีขึ้น 0.4%YoY ใน 1Q24 โดยเราคาดว่าส่วนแบ่งการตลาดจะเพิ่มขึ้นเป็น 42.9% ใน 1Q24 จาก 40.4% ใน 1Q23 และ 41.6% ใน 4Q23 หนุนจากทั้งยอดขายจาก C-Vitt และ Peptin's
- คาดรายได้ 1Q24 ที่ 7.2 พันล้านบาท (+11%YoY, +4%QoQ) เพราะอาจมีสงส์จากยอดขายในประเทศ (สัดส่วนราว 60% ของยอดขายรวม) เพิ่มขึ้น 4.2 พันล้านบาท (+12%YoY) สำหรับยอดขายผลิตภัณฑ์ส่วนบุคคลเพิ่มเป็น 611 ล้านบาท (+10%YoY) และ ยอดขายเครื่องดื่มระหว่างประเทศปรับเพิ่มเป็น 1.9 พันล้านบาท (+25%YoY) จากยอดขายในพม่าที่เติบโตได้ดีกว่าตลาด แม้ว่าตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในกัมพูชาจะซบเซาจากกำลังซื้อที่ลดลงตามภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ซึ่งยอดขายทั้งสามส่วนสามารถหักลบกับยอดขายรับจ้างผลิต (OEM) ที่ลดลง YoY ได้
- คาดอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) จะปรับดีขึ้นทั้ง YoY และ QoQ เป็น 35.7% ใน 1Q24 จาก 33.4% ใน 1Q23 และ 35.5% ใน 4Q23 หนุนจากอานิสงส์จากราคาข้าวธรรมชาติและค่าไฟฟ้าที่ลดลง ซึ่งสองปัจจัยดังกล่าวสามารถหักลบกับอัตรากำไรที่ลดลงจากสัดส่วนสินค้าที่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าที่เพิ่มขึ้น
- คาดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อยอดขายจะลดลง QoQ และ YoY ที่ 24.1% ใน 1Q24 จาก 26.0% ใน 1Q23 และ 24.9% ใน 4Q23 จากยอดขายที่เติบโตสูงและไม่มีการทำโปรโมชันมากนัก

## คงคำแนะนำ "ซื้อ" ผลตอบแทนเงินปันผลน่าสนใจ

มูลค่าพื้นฐาน 24.00 บาท คำนวณด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) ด้วย WACC 8.0% และ TG 1.5% เทียบเท่า 27xPE'24E หรือ -1SD ของค่าเฉลี่ยการซื้อขายในรอบ 3 ปี

## BUY

Fair price: Bt24.00

Upside (Downside): 18%

### Key Statistics

Bloomberg Ticker	OSP TB
Current price (Bt)	20.30
Market Cap. (Bt m)	57,071
Shares issued (mn)	3,004
Par value (Bt)	1.00
52 Week high/low (Bt)	32.0 / 18.3
Foreign limit/ actual (%)	49/21.79
NVDR Shareholders (%)	4.5
Free float (%)	51.7
Number of retail holders	21,924
Dividend policy (%)	60
Industry	Agro & Food
Sector	Food & Beverage
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	N.A.
SET ESG Ratings	AA

### Major Shareholders

9 Mar 2024

Mr. Niti Osathanugrah	24.1
BANK JULIUS BAER & CO. LTD, SINGAPORE	8.7
Thai NVDR Company Limited	4.8
Mr. Pasuree Osathanugrah	3.6
Miss Qesera Osathanugrah	3.1

### Key Financial Summary

Year End Dec	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	27,266	26,062	27,144	28,172
Net Profit (Bt m)	1,934	2,402	2,646	2,827
NP Growth (%)	(40.6)	24.2	10.2	6.8
EPS (Bt)	0.64	0.80	0.88	0.94
PER (x)	31.5	25.4	23.0	21.6
BPS (Bt)	6.1	5.5	5.5	5.5
PBV (x)	3.3	3.7	3.7	3.7
DPS (Bt)	0.90	1.65	0.95	0.99
Div. Yield (%)	4.4	8.1	4.7	4.9
ROA (%)	7.4	9.8	10.8	11.5
ROE (%)	10.5	14.5	16.0	17.1

Source: Pi Estimated

Analyst: Thanawich Boonchuwong

Registration No.110556

Email: thanawich.bo@pi.financial

## Earnings preview

(Bt m)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	%QoQ	%YoY
Revenue	6,545	6,709	6,277	6,530	7,249	11.0	10.8
Cost of sales	(4,360)	(4,428)	(4,058)	(4,213)	(4,661)	10.6	6.9
Gross profit	2,186	2,281	2,220	2,317	2,588	11.7	18.4
SG&A	(1,703)	(1,661)	(1,624)	(1,623)	(1,750)	7.8	2.8
Other (exp)/inc	41	49	28	51	50	(1.0)	21.1
EBIT	524	669	624	744	888	19.3	69.4
Finance cost	(24)	(24)	(26)	(34)	(34)	0.8	42.3
Other inc/(exp)	306	10	9	9	10	7	(97)
Earnings before taxes	806	654	607	720	864	20.0	7.2
Income tax	(54)	(110)	(96)	(171)	(86)	(49.5)	60.2
Earnings after taxes	752	545	511	549	778	41.7	3.3
Equity income	39	13	51	43	50	17.5	29.2
Minority interest	(13)	(9)	1	0	-	N.M.	N.M.
Earnings from cont. operations	778	549	562	592	828	39.9	6.4
Forex gain/(loss) & unusual items	-	-	80	(159)	-	N.M.	N.M.
Net profit	778	549	642	433	828	91.2	6.4
EBITDA	1,265	1,078	1,149	1,018	1,333	30.9	5.4
Recurring EPS (Bt)	0.26	0.18	0.19	0.20	0.28	39.9	6.4
Reported EPS (Bt)	0.26	0.18	0.21	0.14	0.28	91.2	6.4
Profits (%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	chg QoQ	chg YoY
Gross margin	33.4	34.0	35.4	35.5	35.7	0.2	2.3
Operating margin	8.0	10.0	9.9	11.4	12.2	0.9	4.2
Net margin	11.9	8.2	10.2	6.6	11.4	4.8	(0.5)

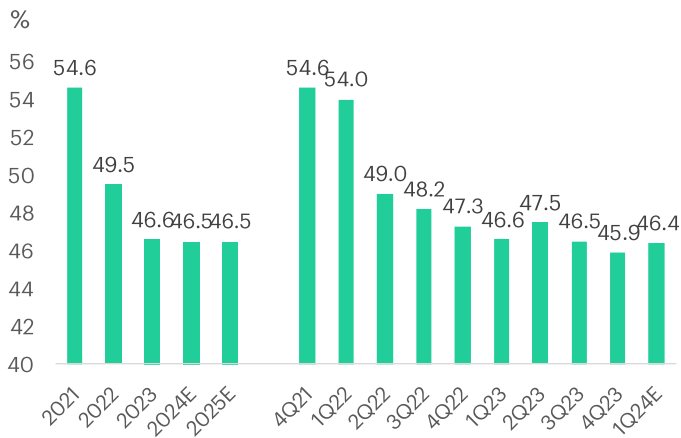
Source: Pi research, company data

## Sector summary

Company	Rec	TP (Bt)	Upside (%)	P/E (X)			EPS Growth (%)			Dividend Yield (%)			ROE(%)		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	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	18	25	23	22	24	10	7	8.1	4.7	4.9	14.5	16.0	17.1
ICHI	BUY	20.00	21	19	18	16	72	10	10	6.1	6.7	7.3	18.8	21.0	23.6
SAPPE	BUY	111.00	23	26	22	18	64	18	22	2.4	3.2	3.9	27.6	28.5	30.3
COCOCO	BUY	11.50	4	30	24	21	7	27	16	4.1	2.9	3.4	16.1	18.6	19.9
Average				27.0	22.6	19.7	30.2	18.8	14.7	4.4	4.0	4.5	18.8	20.8	22.4

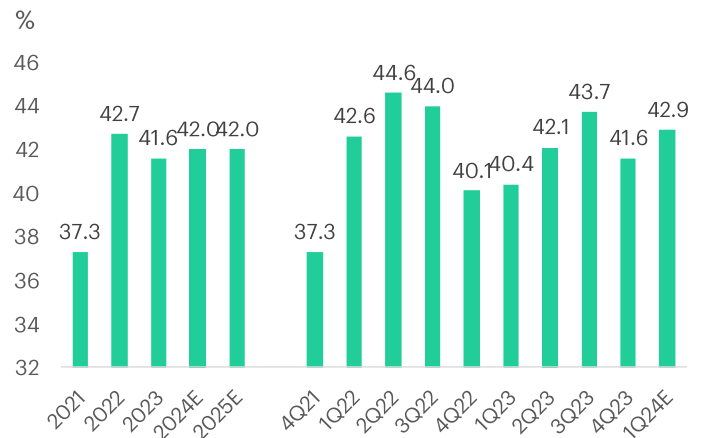
Source : Company Data, Pi Research

## ส่วนแบ่งการตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศ



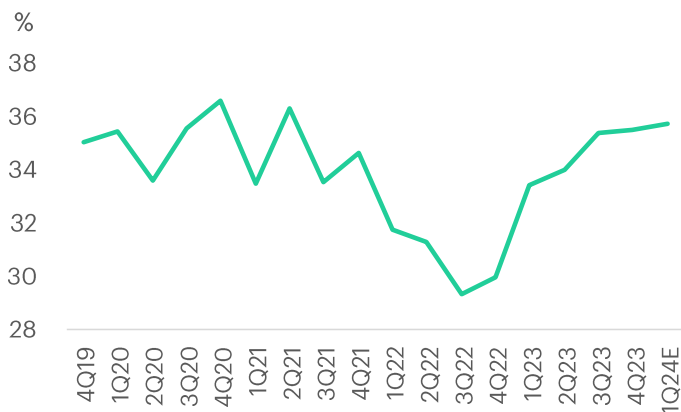
Source: Pi research, company data

## ส่วนแบ่งการตลาดเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพในประเทศ



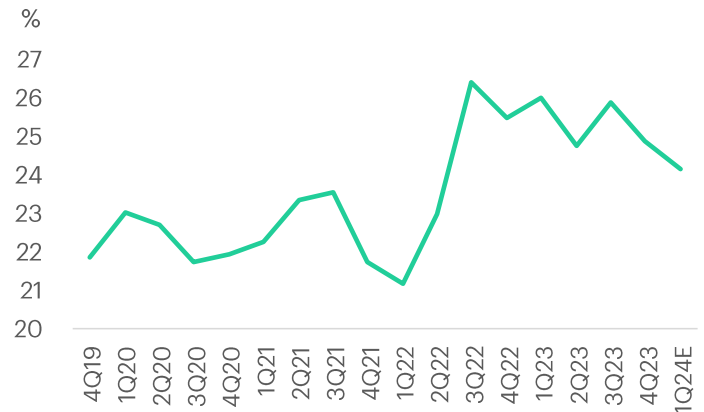
Source: Pi research, company data

## อัตรากำไรขั้นต้นรายไตรมาส



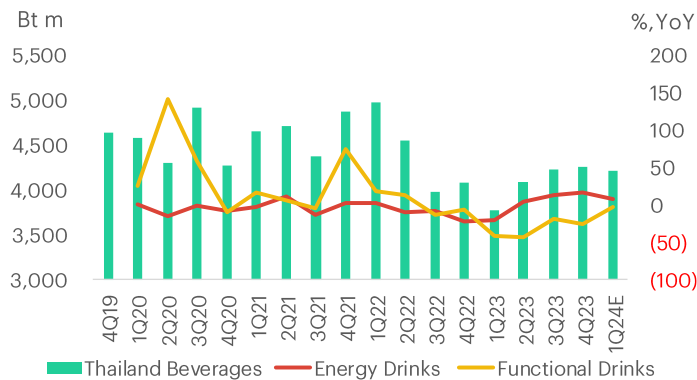
Source: Pi research, company data

## อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร



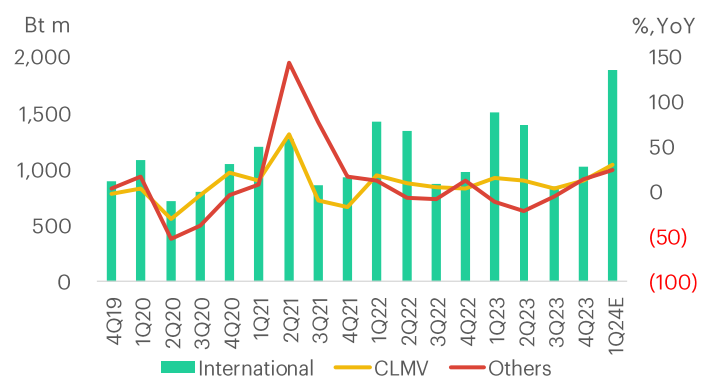
Source: Pi research, company data

## ยอดขายเครื่องดื่มในประเทศไทยรายไตรมาส



Source: Pi research, company data

## ยอดขายในต่างประเทศรายไตรมาส



Source: Pi research, company data

## Summary financials

Balance Sheet (Bt m)						Cashflow Statement (Bt m)					
2021	2022	2023	2024E	2025E		2021	2022	2023	2024E	2025E	
Cash & equivalents	2,493	1,087	1,339	2,628	3,208	CF from operation	4,522	2,141	1,943	5,223	4,619
Accounts receivable	2,913	3,415	3,696	3,363	3,499	CF from investing	(1,058)	(824)	2,711	(1,050)	(1,050)
Inventories	2,658	3,147	3,627	3,222	3,075	CF from financing	(3,501)	(2,724)	(4,401)	(2,884)	(2,990)
Other current assets	763	652	715	783	859	Net change in cash	(37)	(1,407)	253	1,289	579
<b>Total current assets</b>	<b>8,827</b>	<b>8,301</b>	<b>9,376</b>	<b>9,997</b>	<b>10,640</b>						
Invest. in subs & others	1,399	1,246	1,206	1,206	1,206						
Fixed assets - net	14,310	14,019	13,467	12,928	12,333						
Other assets	2,605	2,588	352	352	352						
<b>Total assets</b>	<b>27,142</b>	<b>26,154</b>	<b>24,402</b>	<b>24,484</b>	<b>24,532</b>						
Short-term debt	308	1,048	2,090	1,956	1,946						
Accounts payable	2,309	2,499	2,092	2,333	2,465						
Other current liabilities	2,913	2,517	2,670	2,670	2,670						
<b>Total current liabilities</b>	<b>5,530</b>	<b>6,064</b>	<b>6,852</b>	<b>6,959</b>	<b>7,081</b>						
Long-term debt	473	460	267	214	171						
Other liabilities	1,236	1,175	773	773	773						
<b>Total liabilities</b>	<b>7,238</b>	<b>7,699</b>	<b>7,892</b>	<b>7,946</b>	<b>8,025</b>						
Paid-up capital	3,004	3,004	3,004	3,004	3,004						
Premium-on-share	11,907	11,907	11,897	11,897	11,897						
Others	1,378	1,153	(792)	(792)	(792)						
Retained earnings	3,596	2,400	2,218	2,246	2,214						
Non-controlling interests	19	(9)	184	184	184						
<b>Total equity</b>	<b>19,904</b>	<b>18,455</b>	<b>16,510</b>	<b>16,538</b>	<b>16,507</b>						
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>27,142</b>	<b>26,154</b>	<b>24,402</b>	<b>24,484</b>	<b>24,532</b>						
Income Statement (Bt m)						Valuation					
2021	2022	2023	2024E	2025E		2021	2022	2023	2024E	2025E	
Revenue	26,762	27,266	26,062	27,144	28,172	EPS (Bt)	1.08	0.64	0.80	0.88	0.94
Cost of goods sold	(17,619)	(18,915)	(17,059)	(17,481)	(18,144)	Core EPS (Bt)	1.08	0.64	0.83	0.88	0.94
<b>Gross profit</b>	<b>9,143</b>	<b>8,350</b>	<b>9,003</b>	<b>9,663</b>	<b>10,029</b>	DPS (Bt)	1.10	0.90	1.65	0.95	0.99
SG&A	(5,978)	(6,500)	(6,610)	(6,773)	(6,852)	BVPS (Bt)	6.6	6.1	5.5	5.5	5.5
Other income / (expense)	195	172	169	169	169	EV per share (Bt)	19.7	20.4	20.6	20.1	19.9
<b>EBIT</b>	<b>3,360</b>	<b>2,023</b>	<b>2,561</b>	<b>3,059</b>	<b>3,345</b>	PER (x)	18.7	31.5	25.4	23.0	21.6
Depreciation	1,518	1,598	1,548	1,589	1,645	Core PER (x)	18.7	31.9	24.6	23.0	21.6
<b>EBITDA</b>	<b>5,463</b>	<b>3,999</b>	<b>4,510</b>	<b>4,844</b>	<b>5,192</b>	PBV (x)	3.1	3.3	3.7	3.7	3.7
Finance costs	(96)	(89)	(108)	(118)	(115)	EV/EBITDA (x)	10.8	15.4	13.7	12.5	11.5
Non-other income / (expense)	321	44	334	40	40	Dividend Yield (%)	5.4	4.4	8.1	4.7	4.9
<b>Earnings before taxes (EBT)</b>	<b>3,585</b>	<b>1,978</b>	<b>2,787</b>	<b>2,981</b>	<b>3,270</b>						
Income taxes	(664)	(389)	(431)	(492)	(605)						
<b>Earnings after taxes (EAT)</b>	<b>2,921</b>	<b>1,589</b>	<b>2,357</b>	<b>2,489</b>	<b>2,665</b>						
Equity income	263	315	146	157	162						
Non-controlling interests	70	10	(21)	-	-						
<b>Core Profit</b>	<b>3,255</b>	<b>1,914</b>	<b>2,481</b>	<b>2,646</b>	<b>2,827</b>						
FX Gain/Loss & Extraordinary items	-	20	(79)	-	-						
<b>Net profit</b>	<b>3,255</b>	<b>1,934</b>	<b>2,402</b>	<b>2,646</b>	<b>2,827</b>						
EPS (Bt)	1.08	0.64	0.80	0.88	0.94						
						Profitability Ratios (%)					
						2021	2022	2023	2024E	2025E	
						Gross profit margin	34.2	30.6	34.5	35.6	35.6
						EBITDA margin	20.4	14.7	17.3	17.8	18.4
						EBIT margin	12.6	7.4	9.8	11.3	11.9
						Net profit margin	12.2	7.1	9.2	9.7	10.0
						ROA	12.0	7.4	9.8	10.8	11.5
						ROE	16.4	10.5	14.5	16.0	17.1
						Financial Strength Ratios					
						2021	2022	2023	2024E	2025E	
						Current ratio (x)	1.6	1.4	1.4	1.4	1.5
						Quick ratio (x)	1.1	0.8	0.8	1.0	1.1
						Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
						Net Debt/Equity (x)	(0.1)	0.0	0.1	(0.0)	(0.1)
						Interest coverage (x)	35.2	22.8	23.8	26.0	29.1
						Inventory day (days)	49	56	72	65	60
						Receivable day (days)	40	42	50	45	45
						Payable day (days)	43	46	49	50	50
						Cash conversion cycle (days)	46	52	73	60	55
						Growth (% YoY)					
						2021	2022	2023	2024E	2025E	
						Revenue	4.6	1.9	(4.4)	4.2	3.8
						EBITDA	1.6	(26.8)	12.8	7.4	7.2
						EBIT	(5.1)	(39.8)	26.6	19.4	9.4
						Core profit	(3.4)	(41.2)	29.6	6.7	6.8
						Net profit	(7.1)	(40.6)	24.2	10.2	6.8
						EPS	(7.1)	(40.6)	24.2	10.2	6.8

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 และเป็นข้อมูลที่สามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ทั้งนี้ 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 โดยมิได้เจตนาที่จะนำไปสู่การขึ้นนำแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย