

## ปี 24 หันมาเน้นตลาดยุโรป

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” XO เช่นเดิม ด้วยมูลค่าพื้นฐาน 30 บาท (16XPER'24E) โดยมองว่าการหันไปทำการตลาดประเทศหลักอย่างกลุ่มสหภาพยุโรปจะช่วยลดความผันผวนของตลาดสหรัฐฯ ที่ผู้นำซอสมะเขือเทศกลับเข้าสู่ตลาด ซึ่งผู้บริหารตั้งเป้าหมายรายได้ในปี 24 จะเติบโตได้ 20%YoY โดยในช่วง 1Q24 ยังคงเติบโตดีเมื่อเทียบกับปี 23 (แต่ลดลงจาก 4Q23 เพราะตลาดสหรัฐฯ ที่คำสั่งซื้อลดลง) หลังมีคำสั่งซื้อจากลูกค้าเดิมเข้ามาแล้วกว่า 700 ล้านบาท ทั้งนี้เราประเมินผลประกอบการปี 24 จะเติบโตได้ 3%YoY มาอยู่ที่ 805 ล้านบาท โดยตามการลงทุนใน XO เราแนะนำเป็นรูปแบบเก็งกำไรเท่านั้นเพราะรูปแบบคำสั่งซื้อของ XO จะทราบล่วงหน้าไม่นานนักจึงอาจจะทำให้เห็นความผันผวนระหว่างไตรมาส

### 4Q23 กำไรสุทธิ 228 ล้านบาท (+178%YoY, -8%QoQ)

- 4Q23 กำไรสุทธิ 228 ล้านบาท (+178%YoY, -8%QoQ) เทียบกับปีก่อนเติบโตจากตลาดใหม่อย่างสหรัฐฯ และตลาดเดิมอย่างสหภาพยุโรป ส่วนลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าสาเหตุหลักมาจากค่าใช้จ่ายโบนัสพนักงาน หากไม่รวมรายการพิเศษอย่างผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนและการปรับปรุงมูลค่าเงินลงทุนกว่า 19 ล้านบาท กำไรปกติอยู่ที่ 247 ล้านบาท (+207%YoY, -1%QoQ)
- รายได้ 811 ล้านบาท (+110%YoY, +16%QoQ) เทียบกับปีก่อนเติบโตมากทุกตลาดโดยเฉพาะที่สหรัฐฯ (+596%YoY) ส่วนเทียบกับ 3Q23 เติบโตดีจากสหภาพยุโรปและออสเตรเลีย +22%QoQ และ 63%QoQ ตามลำดับ ส่วนสหรัฐฯ ยอดขายทรงตัว
- กำไรขั้นต้นเหลือ 46% ดีขึ้นจาก 40% ใน 4Q22 แต่ลดลงจาก 48% ใน 3Q23 ทางผู้บริหารให้เหตุว่ามีการใช้วัตถุดิบน้ำตาลมาเพิ่มจากที่ทำสัญญาไว้ ทำให้ราคาที่ใช้อ้างอิงสูงกว่าที่เคยล็อกไว้ (กลับสู่ราคาที่ล็อกไว้ล่วงหน้าและต่ำกว่าราคาตลาดในช่วงปลาย ม.ค. 24 แล้ว)
- ค่าใช้จ่ายในการขายและบริการที่ 121 ล้านบาท (+45%YoY, +62%QoQ) ส่วนใหญ่เป็นค่าโบนัสพนักงาน

### ปี 24 กลับมาเน้นตลาดยุโรป

หลังจากในปี 23 XO มียอดขายในตลาดสหรัฐฯ มูลค่ากว่า 570 ล้านบาท (คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 23% ของรายได้ จากที่มีเพียง 5% ในปี 22) หลังจากได้รับผลดีของการที่เจ้าตลาดอย่าง Huy Fong มีปัญหาด้านวัตถุดิบ แต่ในช่วงปลายปี 23 มีการกลับมาขายตามปกติและทำการปรับลดราคาสินค้าลง ส่งผลให้ผู้ผลิตรายอื่นได้รับผลกระทบตามไปด้วย ซึ่ง XO ได้รับผลกระทบเช่นกันเห็นได้จากยอดคำสั่งซื้อช่วง 1Q24 อาจจะเหลือต่ำกว่า 50 ล้านบาท จาก 230 ล้านบาทใน 4Q23 ทำให้ทาง XO มีการกลับไปหาตลาดสหภาพยุโรปที่เป็นตลาดหลัก แทน โดยล่าสุดมีคำสั่งซื้อในช่วง 1Q24 เข้ามาแล้วกว่า 700 ล้านบาท เป็นเหตุให้ XO ยังคงตั้งเป้าหมายเติบโตของยอดขายที่ระดับ 20%YoY

แผนขยายกำลังการผลิตล่าสุดคือไลน์ผลิตใหม่จะเสร็จช่วงปลายปีนี้ ส่วนโรงงานใหม่คาดว่าจะเริ่มก่อสร้างกลางปี 25

### แนะนำ “ซื้อ” แต่เป็นรูปแบบเก็งกำไรเท่านั้น

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” แต่รูปแบบเก็งกำไรเท่านั้นเพราะผลประกอบการมีความผันผวนรายไตรมาสอย่างมากจากคำสั่งซื้อที่รู้ล่วงหน้าไม่มากนัก โดยประเมินมูลค่าเหมาะสมได้ใหม่ที่ 30.2 บาท (16XPER'24E) ทั้งนี้เราประเมินกำไรปี 24 อยู่ที่ 805 ล้านบาท (+3%YoY)

## BUY

Fair price: Bt 30

Upside (Downside): +31%

### Key Statistics

Bloomberg Ticker	XO TB
Current Price (Bt)	22.9
Market Cap. (Bt m)	9,774
Shares issued (mn)	427
Par value (Bt)	0.50
52 Week high/low (Bt)	36.25/11.5
Foreign limit/ actual (%)	49.0/7.18
NVDR Shareholders (%)	5.5
Free float (%)	34.6
Number of retail holders	7,761
Dividend policy (%)	50
Industry	MAI
Sector	Agro&Food Industrial
First Trade Date	25 Aug 2014
CG Rate	▲▲▲▲
Thai CAC	Certified
SET ESG Ratings	

### Major Shareholders

1 September 2023

Mrs. Soyphet Jantarach	24.4
Miss Vasana Jantarach	14.3
Mr. Jittiporn Jantarach	9.8
Mr. Wattana Jantarach	9.3
Thai NVDR Co.,Ltd	6.3

### Key Financial Summary

Year End (Dec)	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	1,455	2,521	2,630	2,752
Net Profit (Bt m)	340	785	805	844
NP Growth (%)	-26%	131%	3%	5%
EPS (Bt)	0.80	1.84	1.89	1.98
PER (x)	21.79	13.83	12.14	11.59
BPS (Bt)	2.91	4.23	5.22	6.26
PBV (x)	6.00	6.02	4.38	3.66
DPS (Bt)	0.40	0.89	0.94	2.95
Div. Yield (%)	2.3%	3.5%	4.1%	12.9%
ROA (%)	21.7%	35.4%	30.4%	27.4%
ROE (%)	27.5%	43.5%	36.1%	31.6%

Source: Pi Estimated

Analyst: Dome Kunprayoonsawad

Registration No.10196

Email: dome.ku@pi.financial

## Earnings Review

(Bt m)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	%QoQ	%YoY
Revenue	386	395	616	699	811	16.0	110.0
Cost of sales	(232)	(220)	(319)	(362)	(441)	21.8	90.5
<b>Gross profit</b>	<b>155</b>	<b>175</b>	<b>297</b>	<b>337</b>	<b>370</b>	<b>9.8</b>	<b>139.2</b>
SG&A	(84)	(71)	(80)	(75)	(121)	61.6	44.6
Other (exp)/inc							
<b>EBIT</b>	<b>71</b>	<b>105</b>	<b>217</b>	<b>262</b>	<b>249</b>	<b>(5.0)</b>	<b>250.7</b>
Finance cost	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(13.0)	(32.5)
Other inc/(exp)	15	3	2	3	5	53.6	(63.7)
<b>Earnings before taxes</b>	<b>85</b>	<b>106</b>	<b>218</b>	<b>265</b>	<b>253</b>	<b>(4.2)</b>	<b>199.8</b>
Income tax	(4)	1	(2)	(15)	(7)	(56.3)	66.6
<b>Earnings after taxes</b>	<b>80</b>	<b>107</b>	<b>216</b>	<b>249</b>	<b>247</b>	<b>(1.0)</b>	<b>206.5</b>
Equity income							
Minority interest	-	-	-	-	-		
<b>Earnings from cont. operations</b>	<b>80</b>	<b>107</b>	<b>216</b>	<b>249</b>	<b>247</b>	<b>(1.0)</b>	<b>206.5</b>
Forex gain/(loss) & unusual items	1	(11)	(3)	(1)	(19)	1,729.4	N.M.
<b>Net profit</b>	<b>82</b>	<b>96</b>	<b>213</b>	<b>248</b>	<b>228</b>	<b>(8.3)</b>	<b>178.3</b>
EBITDA	87	119	233	277	264	(4.7)	204.8
Recurring EPS (Bt)	0.19	0.25	0.51	0.59	0.58	(1.0)	206.5
Reported EPS (Bt)	0.19	0.23	0.50	0.58	0.54	(8.3)	178.3
<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	40.0	44.3	48.2	48.2	45.6	(2.6)	5.6
Operating margin	18.4	26.5	35.3	37.5	30.7	(6.8)	12.3
Net margin	21.2	24.4	34.5	35.5	28.1	(7.4)	6.9

Source : Company Data, Pi Research

# Stock Update

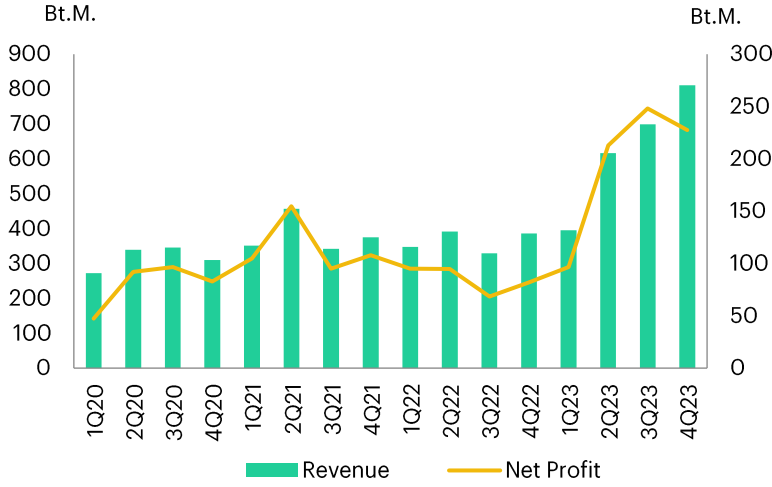


11 MAR 2024

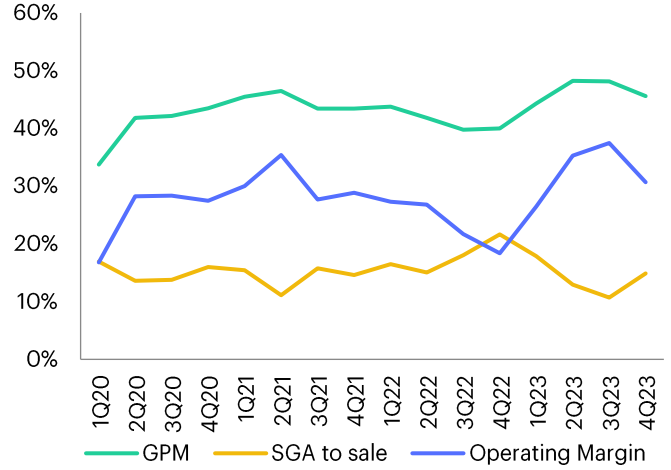
XO

Exotic Foods PCL.

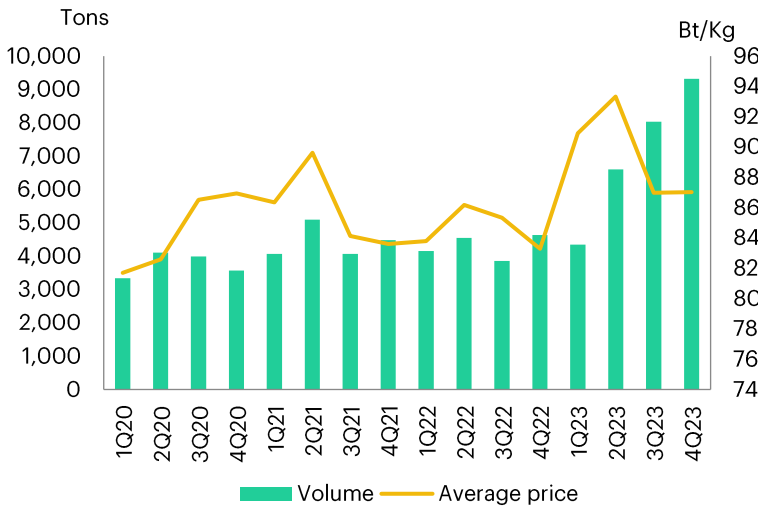
## รายได้และกำไรสุทธิรายไตรมาส



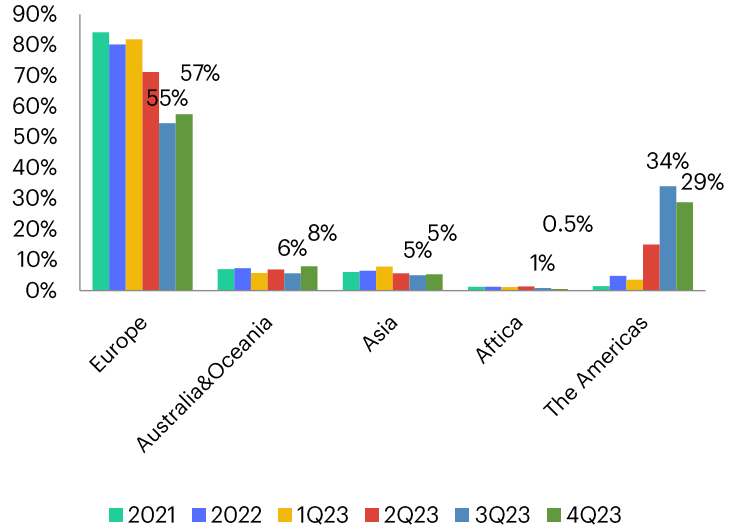
## อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ



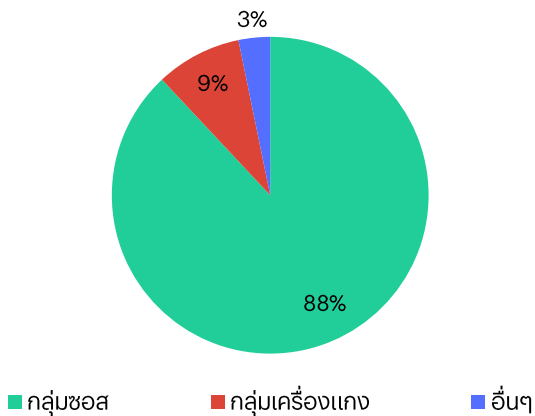
## ปริมาณขายและราคาขายเฉลี่ย



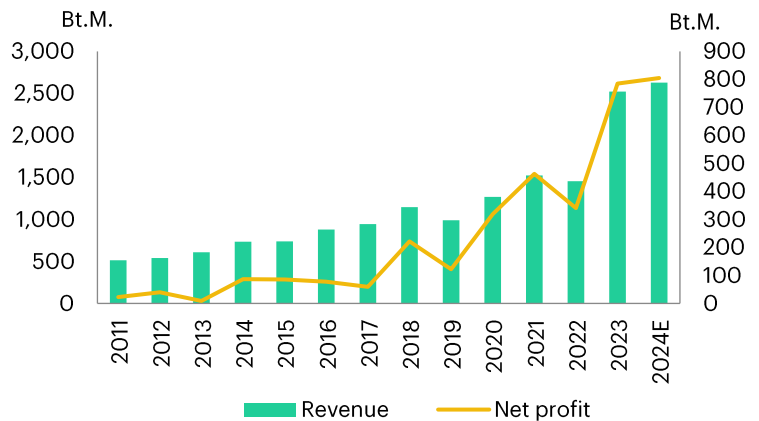
## สัดส่วนลูกค้าหลักรายทวีป



## สัดส่วนรายได้ตามประเภทสินค้า



## รายได้และกำไรสุทธิรายปี



Source: Pi research, company data



Pi Securities



@pisecurities



support@pi.financial



www.pi.financial

Investing, simplified.

# Stock Update

11 MAR 2024

XO

Exotic Foods PCL.

pi

## Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
Cash & equivalents	486	911	1,187	1,465
Accounts receivable	101	290	289	303
Inventories	113	150	158	165
Other current assets	3	2	6	6
<b>Total current assets</b>	<b>702</b>	<b>1,353</b>	<b>1,640</b>	<b>1,938</b>
Invest. in subs & others	-	-	-	-
Fixed assets - net	863	850	994	1,128
Other assets	5	13	15	16
<b>Total assets</b>	<b>1,570</b>	<b>2,217</b>	<b>2,649</b>	<b>3,082</b>
Short-term debt	36	21	36	9
Accounts payable	182	327	299	313
Other current liabilities	5	29	28	31
<b>Total current liabilities</b>	<b>223</b>	<b>376</b>	<b>362</b>	<b>353</b>
Long-term debt	103	31	51	51
Other liabilities	6	6	6	6
<b>Total liabilities</b>	<b>331</b>	<b>414</b>	<b>419</b>	<b>410</b>
Paid-up capital	213	213	213	213
Premium-on-share	389	409	409	409
Others	13	14	14	14
Retained earnings	624	1,167	1,593	2,035
Non-controlling interests				
<b>Total equity</b>	<b>1,239</b>	<b>1,804</b>	<b>2,230</b>	<b>2,672</b>
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>1,570</b>	<b>2,217</b>	<b>2,649</b>	<b>3,082</b>
Income Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	1,455	2,521	2,630	2,752
Cost of goods sold	(853)	(1,342)	(1,431)	(1,499)
<b>Gross profit</b>	<b>602</b>	<b>1,179</b>	<b>1,199</b>	<b>1,253</b>
SG&A	(259)	(346)	(380)	(396)
Other income / (expense)				
<b>EBIT</b>	<b>342</b>	<b>833</b>	<b>819</b>	<b>856</b>
Depreciation	60	60	57	65
<b>EBITDA</b>	<b>428</b>	<b>906</b>	<b>889</b>	<b>935</b>
Finance costs	(2)	(4)	(4)	(2)
Other income / (expense)	26	13	13	14
<b>Earnings before taxes (EBT)</b>	<b>366</b>	<b>842</b>	<b>828</b>	<b>868</b>
Income taxes	(14)	(23)	(23)	(24)
<b>Earnings after taxes (EAT)</b>	<b>352</b>	<b>819</b>	<b>805</b>	<b>844</b>
Equity income	-			
Non-controlling interests				
<b>Core Profit</b>	<b>352</b>	<b>819</b>	<b>805</b>	<b>844</b>
FX Gain/Loss & Extraordinary	(12)	-34		
<b>Net profit</b>	<b>340</b>	<b>785</b>	<b>805</b>	<b>844</b>
EPS (Bt)	0.79	1.83	1.88	1.97

Cashflow Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
CF from operation	464	822	820	905
CF from investing	(201)	132	(200)	(201)
CF from financing	(161)	(337)	(344)	(426)
<b>Net change in cash</b>	<b>103</b>	<b>617</b>	<b>276</b>	<b>278</b>

Valuation	2022	2023	2024E	2025E
EPS (Bt)	0.79	1.83	1.88	1.97
Core EPS (Bt)	0.82	1.91	1.88	1.97
DPS (Bt)	0.81	0.40	0.89	0.94
BVPS (Bt)	2.9	4.2	5.2	6.2
EV per share (Bt)	16.6	23.4	20.3	19.6
PER (x)	22.0	13.9	12.2	11.6
Core PER (x)	21.2	13.3	12.2	11.6
PBV (x)	6.0	6.0	4.4	3.7
EV/EBITDA (x)	16.7	11.1	9.8	9.0
Dividend Yield (%)	4.6	1.6	3.9	4.1

Profitability Ratios (%)	2022	2023	2024E	2025E
Gross profit margin	41.4	46.8	45.6	45.5
EBITDA margin	29.4	35.9	33.8	34.0
EBIT margin	23.5	33.0	31.1	31.1
Net profit margin	23.4	31.1	30.6	30.7
ROA	21.7	35.4	30.4	27.4
ROE	27.5	43.5	36.1	31.6

Financial Strength Ratios	2022	2023	2024E	2025E
Current ratio (x)	3.2	3.6	4.5	5.5
Quick ratio (x)	2.6	3.2	4.1	5.0
Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.1	0.0	0.0	0.0
Net Debt/Equity (x)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage (x)	164.2	224.1	205.4	382.8
Inventory day (days)	49	41	40	40
Receivable day (days)	25	42	40	40
Payable day (days)	78	89	76	76
Cash conversion cycle	(4)	(6)	4	4

Growth (% YoY)	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	(4.6)	73.3	4.3	4.6
EBITDA	(20.8)	111.7	(1.8)	5.2
EBIT	(27.2)	143.3	(1.7)	4.6
Core profit	(23.8)	132.5	(1.7)	4.8
Net profit	(26.4)	130.8	2.5	4.8
EPS	(26.4)	130.8	2.5	4.8

Source : Company Data, Pi Research



Pi Securities



@pisecurities



support@pi.financial



www.pi.financial

Investing. simplified.

## Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2022

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

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฝาย 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 จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีเจตนาที่จะนำไปสู่การขึ้นนำแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้งานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย