

## ตั้งเป้าเพิ่มส่วนแบ่งการตลาด 2% พร้อมดัน C-Vitt หนุนการเติบโต

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อแผนธุรกิจ 5 ปีของบริษัท จากการขยายตลาดใหม่ไปยังตลาดร้านอาหารผ่านการออกสินค้าใหม่ M150 sparkling ขณะที่บริษัทตั้งเป้าเพิ่มส่วนแบ่งการตลาด 2% เป็น 47.9% ใน ณ สิ้นปี 2024 จาก 45.9% ใน 4Q23 ซึ่งค่อนข้างท้าทายในมุมมองของเรา โดยเราคาดว่าส่วนแบ่งการตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศแตะจุดต่ำสุดใน 4Q23 และคาดว่าจะทรงตัวในช่วง 46.0%-47.0% ในปี 2024-25 ส่วนแบ่งการตลาดช่วง YTD'2024 ดีขึ้น MoM ตั้งแต่เดือนธ.ค.2023 จะเป็นปัจจัยหนุนผลประกอบการใน 1Q24 เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 24.00 บาท

## วางแผน 5 ปี สู้เป้าหมาย 4 หมื่นล้านบาท (+9% CAGR 2024-2028)

- ตั้งเป้ารายได้แตะ 4 หมื่นล้านบาท ในปี 2028 จาก 2.6 หมื่นล้านบาท ในปี 2023 (+9% CAGR 2024-2028) แบ่งเป็น
  - ยอดขายเครื่องดื่มในประเทศ (สัดส่วน 56% ของยอดขายรวมในปี 2028 VS 63% ปี 2023) เติบโต 7% CAGR (Energy drinks +5%, Functional drinks โต Double digit) จากกลยุทธ์ปกป้องฐานลูกค้าเดิม เพิ่มเติมฐานลูกค้าใหม่ โดย 1) การขยายช่องทางจัดจำหน่ายในบางแบรนด์ให้ครอบคลุมมากขึ้น เช่น นำสินค้าแบรนด์ลิโพรที่ได้รับคามนิยมสูงในภาคใต้ขยายไปในภาคอีสานมากขึ้น เพิ่มสินค้าใหม่ M150 sparkling ไปขายในช่องทางร้านอาหาร 2) เพิ่มสินค้าใหม่ โดยการเข้าสู่ตลาด Soft drinks
  - ยอดขายเครื่องดื่มในตปท. (สัดส่วน 22% ของยอดขายรวมในปี 2028 VS 18% ปี 2023) เติบโต 2 เท่า จากการเพิ่มสินค้าใหม่ในตลาดพม่าขยายช่องทางจำหน่ายในอินโดนีเซีย กลับเข้าสู่ตลาดเวียดนาม หลังจากเคยเข้าไปปี 2019
  - ยอดขายกลุ่ม Personal Care (สัดส่วน 12% ของยอดขายรวมในปี 2028 VS 11% ปี 2023) เติบโต 10% CAGR จากกลยุทธ์ขยายกลุ่มลูกค้า โดยเน้นจับกลุ่มผู้สูงอายุที่ต้องการสินค้าที่มีความอ่อนโยนมากขึ้น จากเดิมที่มีกลุ่มลูกค้าหลักคือกลุ่มแม่และเด็ก

## ภาพรวมตลาดปี 2023

- ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศ 21,700 ล้านบาท (+5.9% YoY) ในปี 2023 หนุนจากแคมเปญการจัดโปรโมชันและการขึ้นราคาขยปลีกจากกลุ่มผู้เล่นหลักอย่าง 'กระทิ๊งแดง' ตั้งแต่ช่วงเดือน มี.ค. 2023 ขณะที่ OSP ส่วนแบ่งการตลาดลดลงเป็น 45.9% ใน 4Q23 และ 46.6% ในปี 2023 จากระดับก่อนการปรับราคาขยปลีกบางสินค้าเป็น 12 บาท/ขวด ที่ 54.6% ในปี 2021
- มูลค่าตลาดเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพ 7,400 ล้านบาท (-12.8% YoY) ในปี 2023 แต่อย่างไรก็ตาม C-Vitt ส่วนแบ่งการตลาดเครื่องดื่มวิตามินเพิ่มขึ้นเป็น 68.7% ในปี 2023 จาก 65.7% ในปี 2022

## 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

บริษัทประกาศจ่ายปันผลระหว่างกาลที่ 0.45 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ 2.2% ขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 2 พ.ค. 2024 ทำให้ทั้งปี 2023 จ่ายปันผลรวม 1.65 บาทต่อหุ้น (รวมปันผลพิเศษจากการจำหน่ายเงินลงทุนในบริษัท ยูนิ.ชาร์ม (ประเทศไทย) จำกัด 0.80 บาทต่อหุ้น)

## BUY

Fair price: Bt24.00

Upside (Downside): 17%

### Key Statistics

Bloomberg Ticker	OSP TB
Current price (Bt)	20.60
Market Cap. (Bt m)	61,577
Shares issued (mn)	3,004
Par value (Bt)	1.00
52 Week high/low (Bt)	33.0 / 20.5
Foreign limit/ actual (%)	49/25.11
NVDR Shareholders (%)	6.5
Free float (%)	51.7
Number of retail holders	19,837
Dividend policy (%)	60
Industry	Agro & Food
Sector	Food & Beverage
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	N.A.
SET ESG Ratings	AA

### Major Shareholders

9 Mar 2023

Mr. Niti Osathanugrah	24.1
BANK JULIUS BAER & CO. LTD, SINGAPORE	8.7
Thai NVDR Company Limited	6.9
Mr. Pasuree Osathanugrah	3.5
Miss Quesera Osathanugrah	3.1

### Key Financial Summary

Year End Dec	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	27,266	26,062	27,143	28,171
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)	32.0	25.8	23.4	21.9
BPS (Bt)	6.1	5.5	5.5	5.5
PBV (x)	3.4	3.7	3.7	3.7
DPS (Bt)	0.90	1.65	0.95	0.99
Div. Yield (%)	4.4	8.0	4.6	4.8
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 review

(Bt m)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	%QoQ	%YoY
Revenue	6,432	6,545	6,709	6,277	6,530	4.0	1.5
Cost of sales	(4,507)	(4,360)	(4,428)	(4,058)	(4,213)	3.8	(6.5)
Gross profit	1,925	2,186	2,281	2,220	2,317	4.4	20.3
SG&A	(1,638)	(1,703)	(1,661)	(1,624)	(1,623)	(0.1)	(0.9)
Other (exp)/inc	33	41	49	28	51	79.2	52.1
EBIT	320	524	669	624	744	19.3	132.7
Finance cost	(24)	(24)	(24)	(26)	(34)	28.1	41.3
Other inc/(exp)	5	306	10	9	9	2	82
Earnings before taxes	301	806	654	607	720	18.7	139.1
Income tax	(34)	(54)	(110)	(96)	(171)	78.4	396.5
Earnings after taxes	267	752	545	511	549	7.5	105.9
Equity income	62	39	13	51	43	(16.3)	(31.4)
Minority interest	(11)	(13)	(9)	1	0	(47.3)	(102.6)
Earnings from cont. operations	318	778	549	562	592	5.3	86.1
Forex gain/(loss) & unusual items	-	-	-	80	(159)	N.M.	N.M.
Net profit	318	778	549	642	433	(32.6)	36.1
EBITDA	794	1,265	1,078	1,149	1,018	(11.3)	28.3
Recurring EPS (Bt)	0.11	0.26	0.18	0.19	0.20	5.3	86.1
Reported EPS (Bt)	0.11	0.26	0.18	0.21	0.14	(32.6)	36.1
Profits (%)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	chg QoQ	chg YoY
Gross margin	29.9	33.4	34.0	35.4	35.5	0.1	5.5
Operating margin	5.0	8.0	10.0	9.9	11.4	1.5	6.4
Net margin	4.9	11.9	8.2	10.2	6.6	(3.6)	1.7

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	23	34	26	22	(16)	29	18	1.4	2.5	2.9	17.0	19.7	21.1
OSP	BUY	24.00	17	26	23	22	24	10	7	8.0	4.6	4.8	14.5	16.0	17.1
ICHI	BUY	20.00	10	22	20	18	72	10	10	5.5	6.0	6.6	18.8	21.0	23.6
SAPPE	BUY	111.00	18	27	23	19	64	18	22	2.3	3.1	3.7	27.6	28.5	30.3
COCOCO	BUY	11.50	7	29	23	20	7	27	16	4.2	3.0	3.5	16.1	18.6	19.9
Average				27.5	23.0	20.1	30.2	18.8	14.7	4.3	3.8	4.3	18.8	20.8	22.4

Source : Company Data, Pi Research

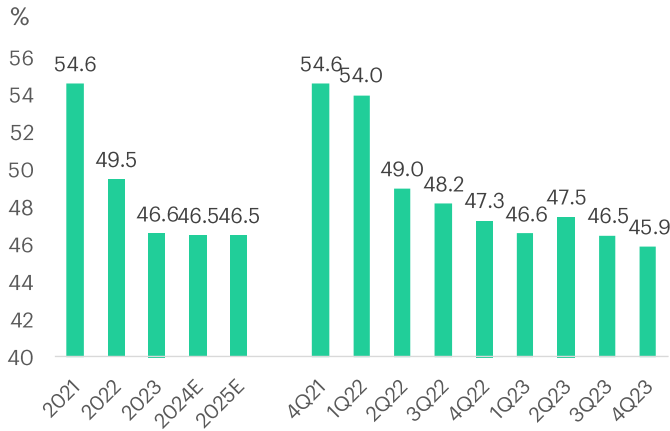
# Stock Update



15 Mar 2024

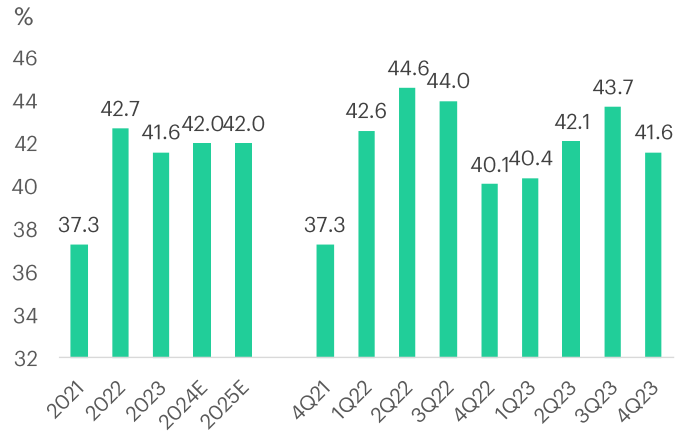
OSP Osotspa PCL

## ส่วนแบ่งการตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศ



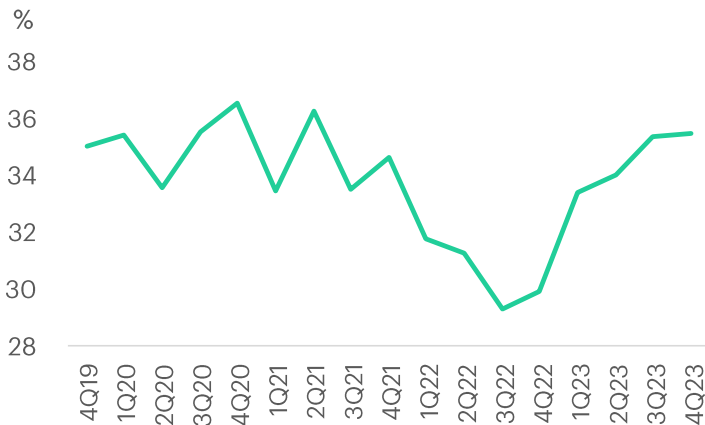
Source: Pi research, company data

## ส่วนแบ่งการตลาดเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพในประเทศ



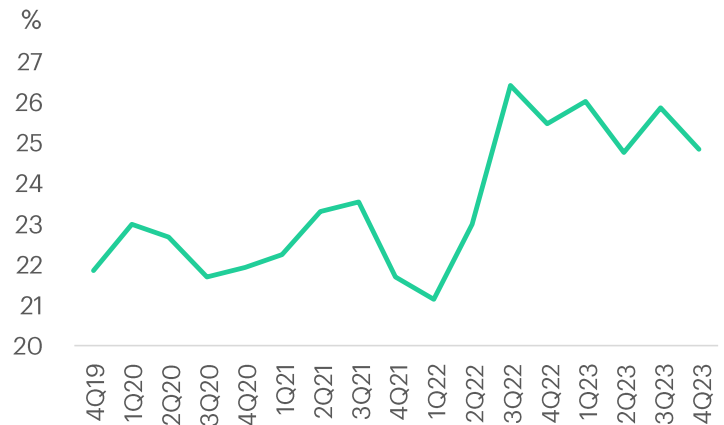
Source: Pi research, company data

## อัตรากำไรขั้นต้นรายไตรมาส



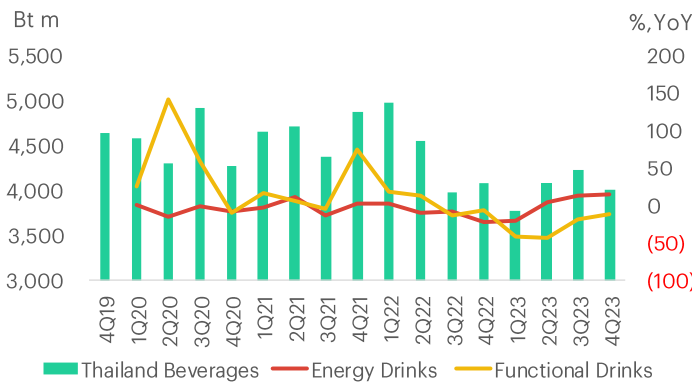
Source: Pi research, company data

## อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร



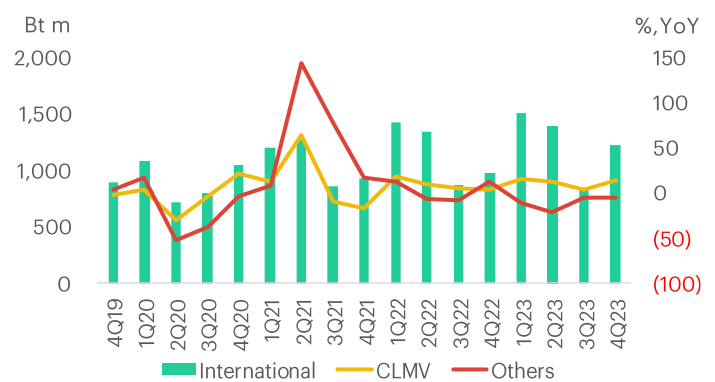
Source: Pi research, company data

## ยอดขายเครื่องดื่มในประเทศไทยไตรมาส



Source: Pi research, company data

## ยอดขายในต่างประเทศรายไตรมาส



Source: Pi research, company data

# Stock Update



15 Mar 2024

OSP Osotspa PCL

## Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Cash & equivalents	2,493	1,087	1,339	2,628	3,207
Accounts receivable	2,913	3,415	3,696	3,363	3,499
Inventories	2,658	3,147	3,627	3,222	3,075
Other current assets	763	652	715	783	859
<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>#####</b>	<b>24,531</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	2,245	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>#####</b>	<b>24,531</b>
Income Statement (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	26,762	27,266	26,062	27,143	28,171
Cost of goods sold	(17,619)	(18,915)	(17,059)	(17,481)	(18,143)
<b>Gross profit</b>	<b>9,143</b>	<b>8,350</b>	<b>9,003</b>	<b>9,662</b>	<b>10,028</b>
SG&A	(5,978)	(6,500)	(6,610)	(6,773)	(6,852)
Other income / (expense)	195	172	169	169	169
<b>EBIT</b>	<b>3,360</b>	<b>2,023</b>	<b>2,561</b>	<b>3,058</b>	<b>3,345</b>
Depreciation	1,518	1,598	1,548	1,589	1,645
<b>EBITDA</b>	<b>5,463</b>	<b>3,999</b>	<b>4,510</b>	<b>4,844</b>	<b>5,192</b>
Finance costs	(96)	(89)	(108)	(118)	(115)
Non-other income / (expense)	321	44	334	40	40
<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

Cashflow Statement (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
CF from operation	4,522	2,141	1,943	5,223	4,618
CF from investing	(1,058)	(824)	2,711	(1,050)	(1,050)
CF from financing	(3,501)	(2,724)	(4,401)	(2,884)	(2,989)
Net change in cash	(37)	(1,407)	253	1,289	579

Valuation	2021	2022	2023	2024E	2025E
EPS (Bt)	1.08	0.64	0.80	0.88	0.94
Core EPS (Bt)	1.08	0.64	0.83	0.88	0.94
DPS (Bt)	1.10	0.90	1.65	0.95	0.99
BVPS (Bt)	6.6	6.1	5.5	5.5	5.5
EV per share (Bt)	20.0	20.7	20.9	20.4	20.2
PER (x)	19.0	32.0	25.8	23.4	21.9
Core PER (x)	19.0	32.3	24.9	23.4	21.9
PBV (x)	3.1	3.4	3.7	3.7	3.7
EV/EBITDA (x)	11.0	15.6	13.9	12.7	11.7
Dividend Yield (%)	5.3	4.4	8.0	4.6	4.8

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



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