

21 March 2025

## Food & Beverage (Energy drink)

ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังปี 25E โต +3% YoY, ก.พ. โตต่อ +2.7% YoY

Recommendation Neutral (maintained)

เราคองน้ำหนักรลงทุนกลุ่ม Food & Beverage (Energy Drink) ที่ “เท่ากับตลาด” เราคาดมูลค่าตลาดเครื่องดื่มชูกำลังปี 2025E จะอยู่ที่ 23,850 ล้านบาท ขยายตัว +3% YoY (ปี 2024 โต +6.1%) สำหรับเดือน ก.พ. 2025 ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศเดือน ก.พ. (by % sales volume) เติบโต +2.7% YoY, -4% MoM โดย OSP มี market share อยู่ที่ 43.6% (-190 bps YoY, ทรงตัว MoM), CBG อยู่ที่ 25.8% (+150 bps YoY, +10 bps MoM) และ TCP อยู่ที่ 19.4% (+20 bps YoY, +20 bps MoM) โดยเดือน ก.พ. OSP และ TCP จัดโปรโมชั่นใน CVS อีกทั้ง OSP เริ่มกระจายสินค้า M-150 (Yellow) ราคา 10 บาท สู่อ Traditional Trade และ Makro ทั่วประเทศเป็นเดือนแรก โดยจะครบทั้งหมดในเดือนมี.ค. ด้าน CBG ยังไม่ได้จัดโปรโมชั่น โดยมีแผนที่จะจัดในปลายมี.ค. - ต้นเม.ย. เราอยู่ระหว่างรอผลตอบรับของผู้บริโภคและ market share หลัง OSP กระจายสินค้า M-150 (10 บาท - Yellow) ครบทั่วประเทศ และ CBG จัดโปรโมชั่นใน CVS ในช่วงปลายมี.ค.

สำหรับภาชนะน้ำตาลที่จะปรับขึ้น ระยะที่ 4 ตั้งแต่ 1 เม.ย. ปัจจุบัน OSP และ TCP ไม่ต้องเสียภาษีน้ำตาล ด้าน CBG เสียภาษีน้ำตาลที่ 0.045 บาทต่อขวด อย่างไรก็ตาม บริษัทได้รับสูตรลดน้ำตาลเรียบร้อยแล้ว โดยสูตรใหม่จะไม่ต้องเสียภาษีน้ำตาล (0 บาท/ขวด) ทั้งนี้ หากกรมสรรพสามิต เลื่อนการปรับขึ้นภาษีน้ำตาล บริษัทฯจะใช้เครื่องดื่มชูกำลังสูตรปัจจุบันต่อไป

ค่างาไรปกติกลุ่มใน 1Q25E โต YoY, QoQ จากรายได้และ GPM ขยายตัว หนุนโดยต้นทุนวัตถุดิบและ packaging ที่ปรับตัวลดลง เราคงประมาณการกำไรสุทธิกลุ่มปี 2025E ที่ 6,413 ล้านบาท (+9% YoY) จากรายได้รวมที่ขยายตัวต่อเนื่อง จากรายได้ทั้งในและต่างประเทศขยายตัวจากการบริโภคฟื้นตัว

ราคาหุ้นกลุ่ม Food & Beverage (Energy Drink) ทรงตัวเมื่อเทียบกับ SET ใน 1 เดือนที่ผ่านมา เราเลือก CBG (ซื้อ/เป้า 95.00 บาท) เป็น Top pick กลุ่ม จาก 1) market share เครื่องดื่มคาราบาวแดงซึ่งอยู่ในทิศทางขาขึ้น เราคาดปีต่อปี 28% (บริษัทคาด 29%), 2) valuation ไม่แพง ปัจจุบัน CBG เทรดอยู่ที่ 2025E PER 17.7x ยังไม่สะท้อน 2024-26E EPS CAGR +19% และมี upside จากการปรับ packaging, เปิดโรงงานพม่าและเขมร และ 3) มี short term catalyst จากกำไร 1Q25E ที่สูงที่สุดในรอบ 15 ไตรมาส

### Event: Sector update

□ คาดตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศปี 2025E โตต่อ +3% YoY เราคาดมูลค่าตลาดเครื่องดื่มชูกำลังปี 2025E จะอยู่ที่ 23,850 ล้านบาท ขยายตัว +3% YoY จาก 1) การเติบโตของเครื่องดื่มชูกำลังราคา 10 บาทและกลุ่ม premium, 2) จำนวน blue collar ที่เพิ่มขึ้น ตามงานรับเหมาที่เพิ่มขึ้น, 3) การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ และ 4) ขยายฐานลูกค้าสู่กลุ่ม white collar มากขึ้น เช่น เครื่องดื่มชูกำลังอัดก๊าซแบบกระป๋อง

□ ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศ ก.พ. ยังเติบโตต่อ +2.7% YoY จากข้อมูล Nielsen ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศเดือน ก.พ. (by sales volume) เติบโต +2.7% YoY, -4% MoM ทั้งนี้ market share เดือน ก.พ. มีดังนี้

Manufacturer	Market share (% sales volume)	change YoY (bps)	change MoM (bps)
OSP	43.6	-190	0
CBG	25.8	+150	+10
TCP	19.4	+20	+20

Brand	Market share (% sales volume)	change YoY (bps)	change MoM (bps)
M-150	30.2	-40	+10
Carabao Dang	25.5	+210	+10
Krating Daeng	13	-100	+20

Source: Nielsen, Company

Analyst: Jacqueline Nham (Reg. No. 028916)

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

เดือน ก.พ. เป็นเดือนแรก ที่ M-150 (Yellow) 10 บาท เริ่มวางตลาดในช่องทาง Traditional Trade และ Makro ทั่วประเทศ โดย M-150 (Yellow) มี market share (by sales volume) ที่ 0.5% และ M-150 (12 บาท, Gold) อยู่ที่ 23.4% (+40 bps MoM) โดย M-150 มี market share ที่เพิ่มขึ้น 2 เดือนติดต่อกัน เราคาดว่า market share ส่วนหนึ่งที่ปรับตัวขึ้นมาจากการจัดโปรโมชันในช่องทาง Modern Trade อย่างไรก็ตาม เราแนะนำให้ wait & see ผลตอบรับจากผู้บริโภคหลัง OSP กระจายสินค้า M-150 (10 บาท - Yellow) ครอบคลุมทั่วประเทศในช่วงปลายมี.ค.

สำหรับ CBG บริษัทยังไม่ได้จัดโปรโมชันในช่องทาง Modern Trade ช่วงเดือน ม.ค. - ก.พ. โดยมีแผนที่จะจัดโปรโมชันในช่วงปลายมี.ค. - ต้นเม.ย. เราอยู่ระหว่างรอดูผลตอบรับของผู้บริโภคและ market share

□ **การปรับภาซีน้ำตาลขึ้น 1 เม.ย. เป็นต้นไปเป็นปัจจัย Overhang** กรมสรรพสามิตมีแผนปรับขึ้นภาษีความหวาน (ภาซีน้ำตาล) ตั้งแต่วันที่ 1 เม.ย. 2025 เป็นต้นไป ซึ่งเป็นภาษีความหวานระยะที่ 4 โดยมีรายละเอียดตาม Fig 8 และ 12 ปัจจุบัน OSP และ TCP ไม่ต้องเสียภาษีน้ำตาล เนื่องจากน้ำตาลอยู่ในเกณฑ์ 0-5g/100 ml. ด้าน CBG เสียภาษีน้ำตาลที่ 0.045 บาทต่อขวด หากภาซีน้ำตาลปรับขึ้นใน เม.ย. 2025 และบริษัทยังคงสูตรเดิมจะส่งผลให้เสียภาษีน้ำตาลถึง 0.15 บาท/ขวด (+233%) อย่างไรก็ตาม บริษัทได้ปรับสูตรลดน้ำตาลเรียบร้อยแล้ว โดยสูตรใหม่จะไม่ต้องเสียภาษีน้ำตาล (0 บาท/ขวด) ทั้งนี้ หากกรมสรรพสามิต เลื่อนการปรับขึ้นภาซีน้ำตาล บริษัทจะใช้เครื่องตีหมูกำลังสูตรปัจจุบันต่อไป

#### Implication

**คาดกำไร 1Q25E โตต่อ** สำหรับ CBG บริษัทคาดว่าจะกำไรสุทธิ 1Q25E จะโต YoY, QoQ และสูงสุดในรอบ 15 ไตรมาส หนุนโดย i) รายได้รวมขยายตัว YoY ลดลง QoQ ตามฤดูกาล โดยรายได้ domestic branded own +40% YoY, -10% QoQ จาก low season โดยใน 1Q24 CBG มีการบริหารสต็อกให้เอเจนต์ (คาดยอดขาย 1Q25 อยู่ที่ 240 ล้านขวด, 1Q24 = 170 ล้านขวด, 4Q24 = 260 ล้านขวด), ต่างประเทศรายได้ลดลง -13% YoY, -5% QoQ เนื่องจากรายได้กัมพูชาลดลง และรายได้พม่าปรับตัวลงเล็กน้อย สำหรับรายได้สุราข้าวหอม +60% YoY, ii) GPM ขยายตัว +2% คาดอยู่ที่ 28% -29% (1Q24 = 26.8%, 4Q24 = 26.7%) เบื้องต้น เราคาดว่ากำไรสุทธิ 1Q25E จะอยู่ในกรอบ 800-820 ล้านบาท ขยายตัว YoY, QoQ จาก GPM ขยายตัว และค่าใช้จ่ายปรับตัวลดลงเนื่องจาก 4Q24 มีโบนัสพิเศษ

ด้าน OSP เราคาดว่ากำไรสุทธิ 1Q25E จะทรงตัว YoY แต่โต QoQ จาก high season และรายได้ต่างประเทศขยายตัว ด้านรายได้เครื่องดื่มในประเทศคาดลดลง YoY จากฐานสูงแต่โต QoQ, คาด GPM ขยายตัว จากต้นทุนวัตถุดิบและ packaging ที่ปรับตัวลดลง ทั้งนี้ เราคาดว่า OSP จะรับรู้ gain จากการขายโรงแก๊วประมาณ 130 ล้านบาทใน 1Q25E

□ **คงประมาณการกำไรปกติกลุ่มปี 2025E** เราคงประมาณการกำไรสุทธิกลุ่มปี 2025E ที่ 6,413 ล้านบาท (+9% YoY) จากรายได้รวมที่ขยายตัวต่อเนื่อง จากรายได้ทั้งในและต่างประเทศขยายตัว ตามการบริโภคที่ฟื้นตัว

**CBG:** เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2025E ที่ 3,525 ล้านบาท (+24% YoY) หนุนโดย 1) รายได้รวมขยายตัว +18% YoY จากรายได้ domestic branded own +14% YoY, distribution +30%, overseas +10% YoY และ 2) GPM ขยายตัว จากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง ทั้งนี้เรายังไม่ได้รวมการปรับขนาดขวดแก้วและกระป๋องให้บางลงในประมาณการ

**OSP:** เราคงประมาณการกำไรสุทธิที่ 2,896 ล้านบาท (+76% YoY) และกำไรปกติ -5% YoY จาก 1) รายได้รวม +6% YoY จากรายได้ domestic beverage +4% YoY, personal care +10% YoY, others -30% YoY, international beverage +20% YoY, 2) GPM ลดลงเล็กน้อยจาก GPM ของสินค้าใหม่ที่ปรับตัวลดลง และ 3) SG&A expenses ปรับตัวเพิ่มขึ้น จาก A&P ที่เพิ่มขึ้น เพื่อ regain market share

#### Valuation/Catalyst/Risk

เราคงน้ำหนักการลงทุนกลุ่ม Food & Beverage (Energy Drink) ที่ “เท่ากับตลาด” เราเลือก CBG (ซื้อ/เป้า 95.00 บาท) เป็น Top pick กลุ่ม จาก 1) market share เครื่องดื่มคาราบาวแดงซึ่งอยู่ใน

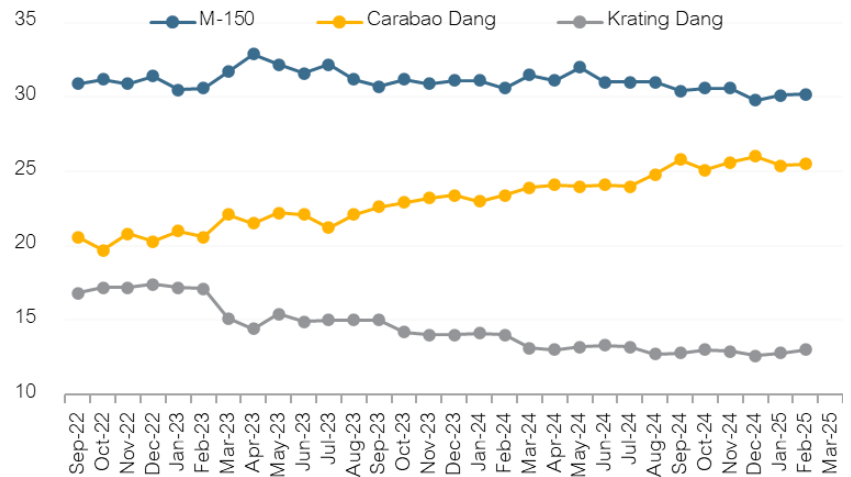
ทิศทางขาขึ้น เราคาดปิดปีที่ 28% (บริษัทคาด 29%) แม้ market share จะอยู่ที่ 25.8% จากแผนการจัด promotion ใน Modern Trade อย่างไรก็ตาม เราคาด market share จะปรับตัวขึ้นใน มี.ค. เป็นต้นไป จากการรุกทำการตลาดใน CVS เพิ่มขึ้น, 2) valuation ไม่แพง ปัจจุบัน CBG เทรดอยู่ที่ 2025E PER 17.7x ยังไม่สะท้อน 2024-26E EPS CAGR +19% และมี upside จากการปรับ packaging, โรงงานพม่าและเขมร และ 3) มี short term catalyst จากกำไร 1Q25E ที่จะสูงสุดในรอบ 15 ไตรมาส

Fig 1: Peer comparison

Stock	Rec	Price 20-Mar-25	Target price	Upside (%)	Net profit gwth (%)		Core profit gwth (%)		PER (x)		PBV (x)		Div. yield (%)		ROE (%)	
					25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
CBG	BUY	62.25	95.00	52.6	24.0	14.0	24.0	14.0	17.7	15.5	4.2	3.7	2.8	3.2	23.7	23.8
OSP	HOLD	15.20	15.50	2.0	76.3	7.9	-5.0	7.9	15.8	14.7	2.8	2.6	5.7	6.1	18.1	18.3
Sector					43.1	11.2	9.0	11.2	16.7	15.1	3.5	3.1	4.3	4.7	20.9	21.1

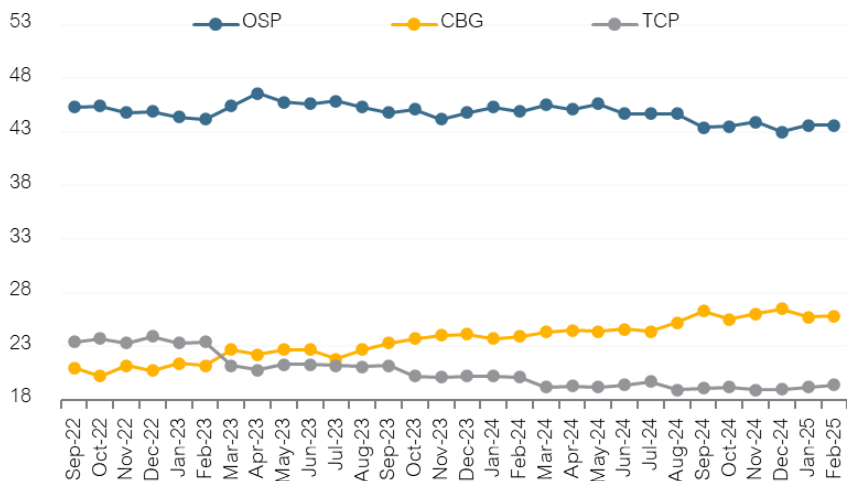
Sources: Setsmart, DAOL

Fig 2: Monthly domestic market share by brand (% sales volume)



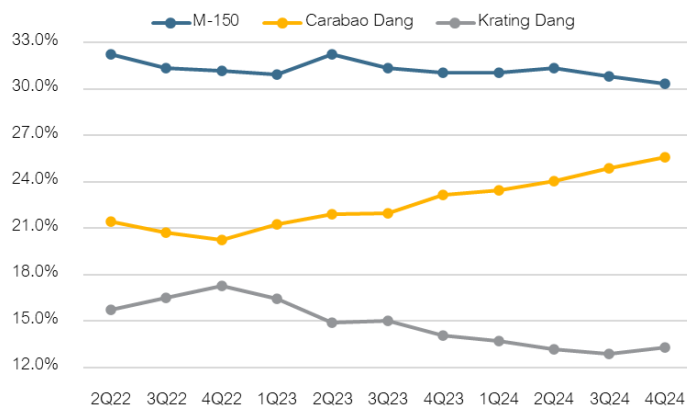
Sources: Nielsen, Company

Fig 3: Monthly domestic market share by manufacturer (% sales volume)



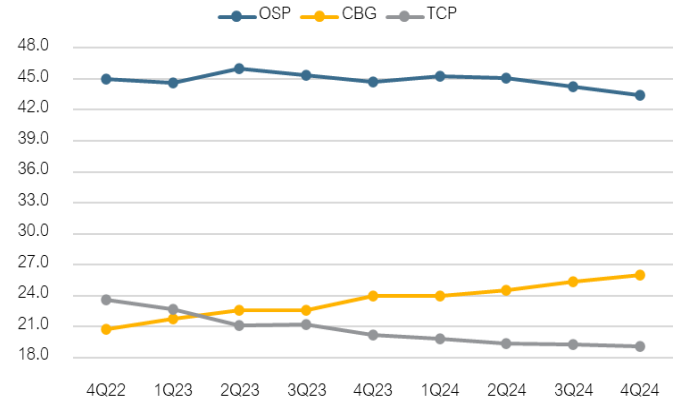
Sources: Nielsen, Company

Fig 4: Quarterly domestic market share by brand (% sales volume)



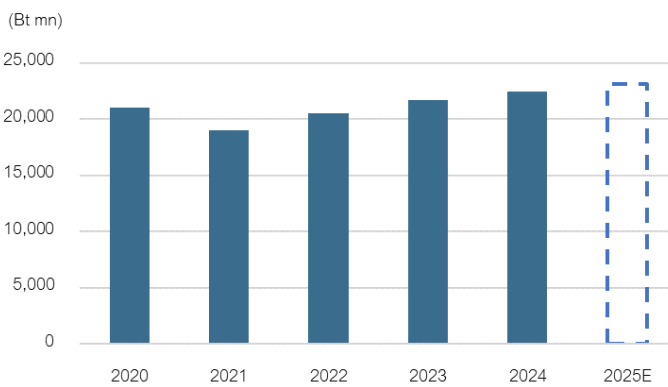
Source: Nielsen

Fig 5: Quarterly domestic market share by manufacturer (% sales volume)



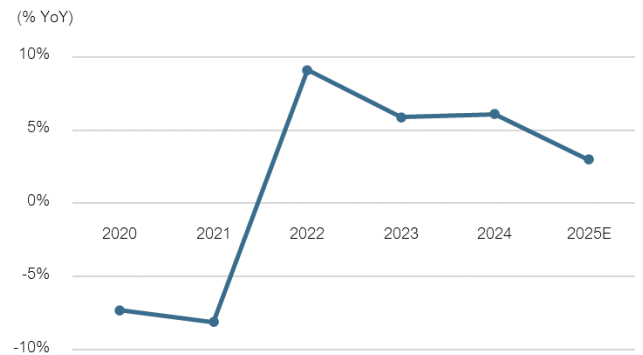
Source: Nielsen

Fig 6: Yearly market value (Bt mn)



Sources: Nielsen, DAOL

Fig 7: Yearly domestic energy drink market growth



Sources: Nielsen, DAOL

Fig 8: Sugar Tax

Sugar content/100ml	Tax rates according to sugar content (Bt/litre)			
	0	0.10	0.30	1.00
0g-6g	0	0	0	0
6g-8g	0.10	0.10	0.30	1.00
8g-10g	0.30	0.30	0.30	1.00
10g-14g	0.50	1.00	3.00	5.00
14g-18g	1.00	3.00	5.00	5.00
>18g	1.00	5.00	5.00	5.00
Original schedule	16/9/2017 - 30/9/2019	1/10/2019 - 30/9/2021	1/10/2021 - 30/9/2023	1/10/2023 onwards
1st extension	16/9/2017 - 30/9/2019	1/10/2019 - 30/9/2021	1/10/2021 - 30/9/2024	1/10/2024 onwards
2nd extension	16/9/2017 - 30/9/2019	1/10/2019 - 31/3/2023	1/4/2023 - 31/3/2025	1/4/2025 onwards

Source: Excise Department

Fig 9: Carabao Dang (Bt 10.00) – Sugar 12g/150 ml



Source: DAOL

Fig 10: M-150 (Bt 12.00) – Sugar 8g/150 ml



Source: DAOL

Fig 11: Krating Daeng (Bt12.00) – Sugar 8g/150 ml



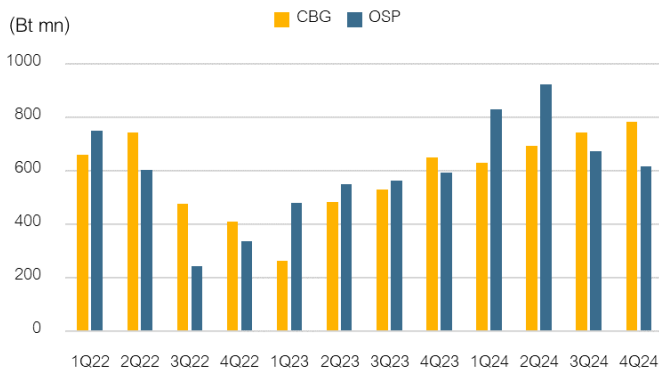
Source: DAOL

Fig 12: Sugar Tax (1/4/2023-31/3/2025)

Brand	1/4/2023 - 31/3/2025	1/4/2025 onwards	1/4/2025 onwards
			(reformulation - sugar reduction)
Carabao Dang (Bt10.00)	0.045 Bt/bottle	0.15 Bt/Bottle (+233%)	0 Bt/bottle
M-150 (Bt12.00)	0 Bt/bottle	0 Bt/bottle	0 Bt/bottle
Krating Daeng (Bt12.00)	0 Bt/bottle	0 Bt/bottle	0 Bt/bottle

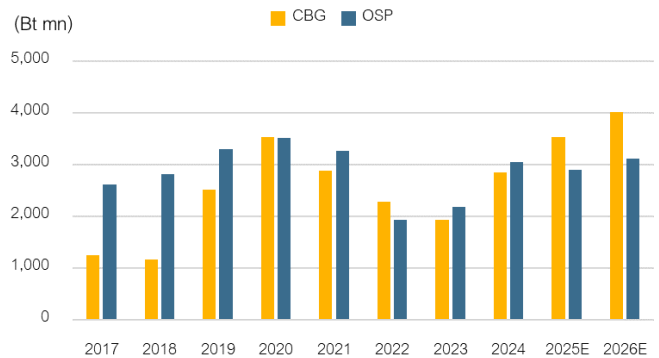
Source: DAOL

Fig 13: Quarterly net profit



Source: Company

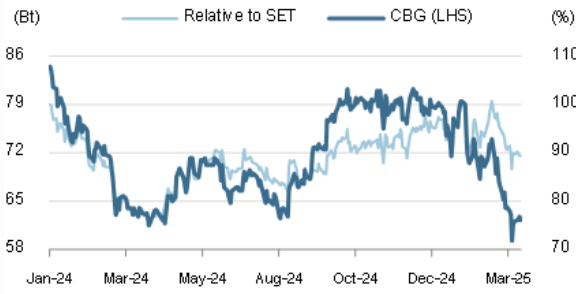
Fig 14: Yearly net profit



Sources: DAOL, Company

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 5

Fig 15: CBG's price performance



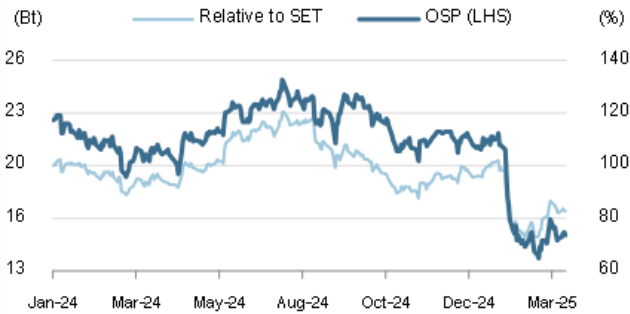
Sources: Setsmart, DAOL

Fig 16: CBG's PER band



Sources: Setsmart, DAOL

Fig 17: OSP's price performance



Sources: Setsmart, DAOL

Fig 18: OSP's PER band



Sources: Setsmart, DAOL

## CBG's Quarterly income statement

(Bt mn)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Sales	5,316	4,935	4,954	5,098	5,978
Cost of sales	(3,975)	(3,613)	(3,583)	(3,667)	(4,381)
Gross profit	1,341	1,322	1,371	1,431	1,597
SG&A	(564)	(576)	(533)	(576)	(663)
EBITDA	982	951	1,043	1,061	1,135
Finance costs	(52)	(45)	(37)	(33)	(31)
Core profit	649	628	691	741	783
Net profit	649	628	691	741	783
EPS	0.65	0.63	0.69	0.74	0.78
Gross margin	25.2%	26.8%	27.7%	28.1%	26.7%
EBITDA margin	18.5%	19.3%	21.1%	20.8%	19.0%
Net profit margin	12.2%	12.7%	13.9%	14.5%	13.1%

## CBG's Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Cash & deposits	936	1,184	1,384	5,229	10,609
Accounts receivable	2,533	2,192	1,434	2,068	2,339
Inventories	2,718	2,295	2,224	2,685	2,587
Other current assets	160	131	97	303	281
<b>Total cur. assets</b>	<b>6,347</b>	<b>5,802</b>	<b>5,139</b>	<b>10,284</b>	<b>15,816</b>
Investments	0	0	0	0	0
Fixed assets	13,464	13,504	12,983	12,646	12,862
Other assets	228	238	256	303	281
<b>Total assets</b>	<b>20,039</b>	<b>19,544</b>	<b>18,378</b>	<b>23,233</b>	<b>28,958</b>
Short-term loans	3,518	1,225	82	1,241	4,211
Accounts payable	1,853	2,045	1,540	1,989	3,375
Current maturities	2,680	870	588	1,563	1,563
Other current liabilities	137	143	1,975	2,233	842
<b>Total cur. liabilities</b>	<b>8,187</b>	<b>4,283</b>	<b>4,185</b>	<b>5,598</b>	<b>9,991</b>
Long-term debt	1,082	3,747	849	2,481	1,825
Other LT liabilities	205	201	254	300	281
<b>Total LT liabilities</b>	<b>1,287</b>	<b>3,948</b>	<b>1,102</b>	<b>2,781</b>	<b>2,105</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>9,474</b>	<b>8,231</b>	<b>5,287</b>	<b>8,380</b>	<b>12,096</b>
Registered capital	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Paid-up capital	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Share premium	3,963	3,963	3,963	3,963	3,963
Retained earnings	6,055	6,824	8,560	10,323	12,332
Others	(336)	(296)	(314)	(314)	(314)
Minority interests	(118)	(178)	(119)	(119)	(119)
<b>Shares' equity</b>	<b>10,565</b>	<b>11,312</b>	<b>13,091</b>	<b>14,853</b>	<b>16,862</b>

## Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Net profit	2,286	1,924	2,843	3,525	4,018
Depreciation	813	818	818	837	784
Chg in working capital	(1,074)	957	324	(646)	1,212
Others	(74)	21	1,901	52	(1,366)
<b>CF from operations</b>	<b>1,951</b>	<b>3,720</b>	<b>5,886</b>	<b>3,768</b>	<b>4,647</b>
Capital expenditure	(643)	(858)	(297)	(500)	(1,000)
Others	0	0	0	0	0
<b>CF from investing</b>	<b>(643)</b>	<b>(858)</b>	<b>(297)</b>	<b>(500)</b>	<b>(1,000)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>1,308</b>	<b>2,862</b>	<b>5,589</b>	<b>3,268</b>	<b>3,647</b>
Net borrowings	326	(1,438)	(4,324)	2,339	3,741
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,750)	(1,150)	(1,100)	(1,763)	(2,009)
Others	(82)	(27)	36	0	0
<b>CF from financing</b>	<b>(1,506)</b>	<b>(2,614)</b>	<b>(5,388)</b>	<b>577</b>	<b>1,732</b>
<b>Net change in cash</b>	<b>(198)</b>	<b>248</b>	<b>200</b>	<b>3,845</b>	<b>5,380</b>

## CBG's Forward PER band



## CBG's Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Sales	19,215	18,853	20,964	24,811	28,073
Cost of sales	(13,582)	(13,974)	(15,243)	(17,901)	(20,248)
<b>Gross profit</b>	<b>5,633</b>	<b>4,879</b>	<b>5,721</b>	<b>6,910</b>	<b>7,825</b>
SG&A	(3,078)	(2,660)	(2,349)	(2,754)	(3,172)
<b>EBITDA</b>	<b>3,612</b>	<b>3,239</b>	<b>4,410</b>	<b>5,218</b>	<b>5,676</b>
Depre. & amortization	813	818	818	837	784
Equity income	5	8	14	14	14
Other income	240	193	206	210	225
<b>EBIT</b>	<b>2,799</b>	<b>2,420</b>	<b>3,592</b>	<b>4,380</b>	<b>4,891</b>
Finance costs	(115)	(183)	(146)	(154)	(160)
Income taxes	(433)	(337)	(619)	(718)	(733)
<b>Net profit before MI</b>	<b>2,251</b>	<b>1,900</b>	<b>2,827</b>	<b>3,508</b>	<b>3,998</b>
Minority interest	35	24	15	18	20
<b>Core profit</b>	<b>2,286</b>	<b>1,924</b>	<b>2,843</b>	<b>3,525</b>	<b>4,018</b>
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>2,286</b>	<b>1,924</b>	<b>2,843</b>	<b>3,525</b>	<b>4,018</b>

## Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>Growth YoY</b>					
Revenue	10.7%	-1.9%	11.2%	18.3%	13.1%
EBITDA	-14.0%	-10.3%	36.2%	18.3%	8.8%
Net profit	-20.6%	-15.8%	47.7%	24.0%	14.0%
Core profit	-20.6%	-15.8%	47.7%	24.0%	14.0%
<b>Profitability ratio</b>					
Gross profit margin	29.3%	25.9%	27.3%	27.9%	27.9%
EBITDA margin	18.8%	17.2%	21.0%	21.0%	20.2%
Core profit margin	11.9%	10.2%	13.6%	14.2%	14.3%
Net profit margin	11.9%	10.2%	13.6%	14.2%	14.3%
ROA	11.4%	9.8%	15.5%	15.2%	13.9%
ROE	21.6%	17.0%	21.7%	23.7%	23.8%
<b>Stability</b>					
D/E (x)	0.90	0.73	0.40	0.56	0.72
Net D/E (x)	0.60	0.41	0.01	Cash	Cash
Interest coverage ratio	24.32	13.21	24.65	28.39	30.51
Current ratio (x)	0.78	1.35	1.23	1.84	1.58
Quick ratio (x)	0.42	0.79	0.67	1.30	1.30
<b>Per share (Bt)</b>					
Reported EPS	2.29	1.92	2.84	3.53	4.02
Core EPS	2.29	1.92	2.84	3.53	4.02
Book value	10.57	11.31	13.09	14.85	16.86
Dividend	1.50	0.90	1.30	1.76	2.01
<b>Valuation (x)</b>					
PER	27.2	32.4	21.9	17.7	15.5
Core PER	27.2	32.4	21.9	17.7	15.5
P/BV	5.9	5.5	4.8	4.2	3.7
EV/EBITDA	19.0	20.6	14.1	11.6	10.4
Dividend yield	2.4%	1.4%	2.1%	2.8%	3.2%

### OSP's Quarterly income statement

(Bt mn)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Sales	6,530	7,260	7,345	6,043	6,422
Cost of sales	4,213	4,613	4,541	3,863	3,949
Gross profit	2,317	2,647	2,804	2,180	2,472
SG&A	(1,623)	(1,797)	(1,765)	(1,572)	(1,818)
EBITDA	1,075	1,221	1,412	980	1,026
Finance costs	(34)	(29)	(26)	(27)	(35)
Core profit	592	828	923	672	615
Net profit	433	828	604	(361)	567
EPS	0.14	0.28	0.20	(0.12)	0.19
Gross margin	35.5%	36.5%	38.2%	36.1%	38.5%
EBITDA margin	16.5%	16.8%	19.2%	16.2%	16.0%
Net profit margin	6.6%	11.4%	8.2%	-6.0%	8.8%

### OSP's Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Cash & deposits	1,087	1,339	2,190	2,690	3,190
Accounts receivable	3,415	3,696	4,214	4,453	4,758
Inventories	3,147	3,627	3,696	3,921	4,189
Other current assets	652	715	1,092	1,092	1,092
<b>Total cur. assets</b>	<b>8,301</b>	<b>9,376</b>	<b>11,192</b>	<b>12,156</b>	<b>13,228</b>
Investments	1,246	1,206	695	716	737
Fixed assets	13,480	13,020	12,426	11,943	11,533
Other assets	3,127	800	822	868	928
<b>Total assets</b>	<b>26,154</b>	<b>24,402</b>	<b>25,134</b>	<b>25,683</b>	<b>26,426</b>
Short-term loans	1,048	1,903	1,665	1,748	0
Accounts payable	2,499	2,092	3,093	3,281	3,505
Current maturities	113	78	97	100	0
Other current liabilities	2,404	2,779	3,338	3,289	3,642
<b>Total cur. liabilities</b>	<b>6,064</b>	<b>6,852</b>	<b>8,193</b>	<b>8,418</b>	<b>7,147</b>
Long-term debt	460	267	358	358	0
Other LT liabilities	1,175	773	791	(18)	1,194
<b>Total LT liabilities</b>	<b>1,635</b>	<b>1,040</b>	<b>1,150</b>	<b>341</b>	<b>1,194</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>7,699</b>	<b>7,892</b>	<b>9,343</b>	<b>8,759</b>	<b>8,340</b>
Registered capital	3,004	3,004	3,004	3,004	3,004
Paid-up capital	3,004	3,004	3,004	3,004	3,004
Share premium	11,848	11,848	11,848	11,848	11,848
Retained earnings	2,400	2,218	1,602	2,609	3,639
Others	1,212	(744)	(961)	(961)	(961)
Minority interests	(9)	184	299	425	557
<b>Shares' equity</b>	<b>18,455</b>	<b>16,510</b>	<b>15,792</b>	<b>16,924</b>	<b>18,086</b>

### Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Net profit	1,934	2,402	1,638	2,888	3,116
Depreciation	1,598	1,548	1,488	1,404	1,360
Chg in working capital	(801)	(1,168)	414	(276)	(348)
Others	(236)	312	182	(49)	352
<b>CF from operations</b>	<b>2,494</b>	<b>3,095</b>	<b>3,722</b>	<b>3,967</b>	<b>4,480</b>
Capital expenditure	(1,194)	(1,048)	(383)	(942)	(971)
Others	(3)	1,925	(4)	(856)	1,152
<b>CF from investing</b>	<b>(1,197)</b>	<b>877</b>	<b>(387)</b>	<b>(1,798)</b>	<b>181</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>1,298</b>	<b>3,972</b>	<b>3,335</b>	<b>2,169</b>	<b>4,662</b>
Net borrowings	678	628	(128)	86	(2,207)
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,304)	(4,956)	(1,802)	(2,599)	(2,805)
Others	(79)	609	(554)	844	850
<b>CF from financing</b>	<b>(2,704)</b>	<b>(3,719)</b>	<b>(2,484)</b>	<b>(1,669)</b>	<b>(4,162)</b>
<b>Net change in cash</b>	<b>(1,407)</b>	<b>253</b>	<b>851</b>	<b>500</b>	<b>500</b>

### OSP's Forward PER band



### OSP's Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Sales	27,266	26,062	27,069	28,609	30,565
Cost of sales	18,915	17,059	16,966	17,995	19,226
<b>Gross profit</b>	<b>8,350</b>	<b>9,003</b>	<b>10,103</b>	<b>10,614</b>	<b>11,340</b>
SG&A	6,500	6,610	6,952	7,295	7,794
<b>EBITDA</b>	<b>3,448</b>	<b>3,941</b>	<b>4,639</b>	<b>4,723</b>	<b>4,905</b>
Depre. & amortization	1,598	1,548	1,488	1,404	1,360
Equity income	315	146	208	240	259
Other income	172	169	270	200	214
<b>EBIT</b>	<b>1,934</b>	<b>2,453</b>	<b>3,304</b>	<b>3,409</b>	<b>3,676</b>
Finance costs	(89)	(108)	(118)	(110)	(84)
Income taxes	369	431	398	682	735
<b>Net profit before MI</b>	<b>1,565</b>	<b>2,023</b>	<b>2,906</b>	<b>2,727</b>	<b>2,940</b>
Minority interest	10	(21)	(120)	(126)	(132)
<b>Core profit</b>	<b>1,934</b>	<b>2,181</b>	<b>3,038</b>	<b>2,888</b>	<b>3,116</b>
Extraordinary items	0	221	(1,400)	0	0
<b>Net profit</b>	<b>1,934</b>	<b>2,402</b>	<b>1,638</b>	<b>2,888</b>	<b>3,116</b>

### Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>Growth YoY</b>					
Revenue	1.9%	-4.4%	3.9%	5.7%	6.8%
EBITDA	-26.4%	14.3%	17.7%	1.8%	3.9%
Net profit	-40.6%	24.2%	-31.8%	76.3%	7.9%
Core profit	-40.6%	12.8%	39.3%	-5.0%	7.9%
<b>Profitability ratio</b>					
Gross profit margin	30.6%	34.5%	37.3%	37.1%	37.1%
EBITDA margin	12.6%	15.1%	17.1%	16.5%	16.0%
Core profit margin	7.1%	8.4%	11.2%	10.1%	10.2%
Net profit margin	7.1%	9.2%	6.1%	10.1%	10.2%
ROA	7.3%	8.6%	12.3%	11.4%	12.0%
ROE	10.1%	12.5%	19.1%	18.1%	18.3%
<b>Stability</b>					
D/E (x)	0.09	0.14	0.14	0.13	0.00
Net D/E (x)	0.03	0.06	(0.00)	(0.03)	(0.18)
Interest coverage ratio	20.8	22.2	26.8	30.2	42.2
Current ratio (x)	1.37	1.37	1.37	1.44	1.85
Quick ratio (x)	0.85	0.84	0.91	0.98	1.26
<b>Per share (Bt)</b>					
Reported EPS	0.64	0.80	0.55	0.96	1.04
Core EPS	0.64	0.73	1.01	0.96	1.04
Book value	6.15	5.44	5.16	5.49	5.84
Dividend	0.90	1.65	0.60	0.87	0.93
<b>Valuation (x)</b>					
PER	23.6	19.0	27.9	15.8	14.7
Core PER	23.6	20.9	15.0	15.8	14.7
P/BV	2.5	2.8	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	21.1	22.1	23.1	23.1	24.1
Dividend yield	5.9%	10.9%	3.9%	5.7%	6.1%



Corporate governance report of Thai listed companies 2024

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

Score	Symbol	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	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: 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 that 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.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

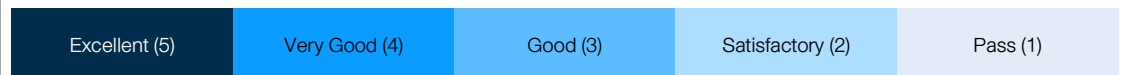
Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- ❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินงาน ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทร่วมกับบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนกับบริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่



สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.
- ❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.
- ❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings



DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 10