

14 March 2023

Sector: Food & Beverage

Royal Plus

ผู้นำด้านส่งออกเครื่องดื่มน้ำนมมะพร้าว

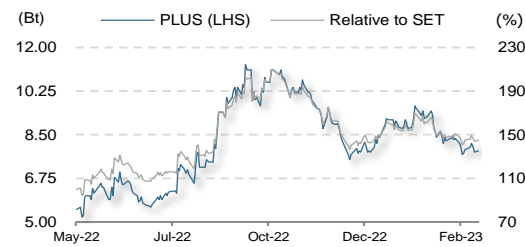
Bloomberg ticker	PLUS TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt7.40
Target price	Bt12.00
Upside/Downside	+62%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt10.20
Bloomberg consensus	Buy 2 / Hold 1 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt9.70 / Bt2.48
Market cap. (Bt mn)	5,360
Shares outstanding (mn)	670
Avg. daily turnover (Bt mn)	93
Free float	45%
CG rating	n.a.
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue	1,003	1,428	1,917	2,222
EBITDA	153	295	383	467
Net profit	86	206	264	329
EPS (Bt)	0.17	0.34	0.44	0.54
Growth	50.9%	98.4%	28.1%	24.6%
Core EPS (Bt)	0.17	0.32	0.44	0.54
Growth	50.9%	86.4%	36.4%	24.6%
DPS (Bt)	0.12	0.10	0.17	0.22
Div. yield	1.6%	1.3%	2.4%	2.9%
PER (x)	43.2	21.8	17.0	13.6
Core PER (x)	43.2	23.2	17.0	13.6
EV/EBITDA (x)	30.0	13.3	10.0	8.0
PBV (x)	10.2	3.6	3.2	2.7

Bloomberg consensus				
Net profit	86	208	214	255
EPS (Bt)	0.17	0.34	0.32	0.38



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-14.0%	3.9%	-13.0%	n.a.
Relative to SET	-10.2%	4.8%	-12.1%	n.a.

Major shareholders	Holding
1. Mr. Phonsaeng Saebe	34.43%
2. Miss Amornrat Ketvesate	15.02%
3. Mr. Sueduan Ma	5.56%

Analyst: Jacqueline Nham (Reg. No. 112603)
Assistant Analyst: Piraya Throngkitpaisan

เราเริ่มต้นจัดทำทวิเคราะห์ PLUS ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 12.00 บาท ถึง 2023E PER ที่ 27x (+0.5SD 5-yr avg PER) โดยหุ้น PLUS มีความน่าสนใจจาก 1) การเติบโตต่อเนื่องของการบริโภคเครื่องดื่มผลไม้และจากพืช โดยตลาดเครื่องดื่มผลไม้โลกมีการเติบโตมากถึง +12.7% CAGR 2020-24E จากเทรนด์การรักสุขภาพมากขึ้น, 2) การขยายฐานผลิตภัณฑ์ PET รวบรวม +30% จากกำลังผลิตเดิมที่ 197.8 ล้านขวดต่อปี, 3) ลูกคามีการขยายสาขาอีก 28 สาขา จากเดิม 4,742 สาขา และ 4) การเพิ่มสินค้าใหม่ที่ตรงกับความต้องการของผู้บริโภคมากขึ้น เช่น coconut yogurt และ coconut milk plant-based

เราประเมินกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 264 ล้านบาท (+28% YoY) และปี 2024E ที่ 324 ล้านบาท (+23% YoY) จากประเทศจีนกลับมาเปิดประเทศ เนื่องจากคนจีนนิยมเครื่องดื่มน้ำมะพร้าวและน้ำนมมะพร้าว ทำให้ยอดขายในประเทศจีนดีขึ้น รวมถึงยอดขายที่จะขยายตัวตามจำนวนสาขาของลูกค้า และผลิตภัณฑ์ใหม่จะสามารถแข่งขันในตลาดได้ดีและขยายตลาดให้กับทาง PLUS อีกด้วย

ราคาหุ้น outperform SET +5% ใน 3 เดือนที่ผ่านมา แต่ underperform -10% ในช่วง 1 เดือนจากการผ่านช่วง high season ของธุรกิจไปแล้ว อย่างไรก็ตามเรามองว่า valuation น่าสนใจ ปัจจุบัน PLUS เทรดอยู่ที่ 2023E PER 17.0x เทียบค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเครื่องดื่มไทย 4 บริษัท (CBG, ICHI, OSP, SAPPE) อยู่ที่ 26.5x

KEY HIGHLIGHTS

□ **ผู้นำการส่งออกน้ำนมมะพร้าวและน้ำผลไม้ไปทั่วโลก** โดยทาง PLUS เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องดื่มน้ำมะพร้าว (Coco royal), น้ำผลไม้ผสมเม็ดแมงลักและเมล็ดเจีย (Nita), น้ำผลไม้ผสมวุ้นมะพร้าว และชานผสมนมทุเรียน (MABU) และเครื่องดื่มวิตามิน (C-Boom) ทางบริษัทส่งออกผลิตภัณฑ์ไปหลายประเทศมากกว่า 106 ประเทศ โดยสินค้าเป็นรูปแบบ ODM (original design manufacturer) และ house brand โดยมีเป้าหมายที่จะพัฒนาสินค้าใหม่ภายใต้แบรนด์บริษัทอย่างน้อยปีละ 2 ผลิตภัณฑ์ ซึ่งมีอัตรากำไรสูงขึ้น จากการใช้วัตถุดิบเดียวกับสินค้าเดิม ทำให้มีการต่อรองราคาวัตถุดิบได้มากขึ้น

□ **การบริโภคเครื่องดื่มผลไม้และเครื่องดื่มจากพืชของโลกโต +12.7% CAGR 2020-24E** จากการใช้วัตถุดิบมะพร้าวในประเทศไทย ที่มีรสชาติที่ดีที่สุดในโลก ซึ่ง PLUS เป็นบริษัทเดียว ที่ส่งออกสินค้าน้ำนมมะพร้าว (จากบริษัท 5 อันดับแรกที่มีมูลค่าส่งออกน้ำผลไม้ผสมทั่วโลก) โดยคู่แข่งส่งออกเพียงน้ำมะพร้าวและน้ำผลไม้ทั่วไป นอกจากนั้นน้ำนมมะพร้าวที่เป็นผลิตภัณฑ์ชาดียังมีน้ำผลไม้ผสมเม็ดแมงลักกับเม็ดเจียที่ PLUS ขายดีเป็นอันดับ 2 โดยกลุ่มลูกค้าจะเป็นวัยทำงานที่ต้องการคูน้ำหนัก รวมถึงชาวมุสลิมในช่วงถือศีลอด ปัจจุบันบริษัทกำลังจะออกผลิตภัณฑ์ใหม่ในเครื่องดื่ม plant-based และเครื่องดื่มโยเกิร์ต คาดจะขายในปี 2023E โดยผลิตภัณฑ์ใหม่จะทำให้ยอดขายให้บริษัทเติบโตโดดเด่นและตลาดเครื่องดื่มจากพืชจะมีการเติบโตมากถึง +12.7% CAGR 2020-24E

□ **เราประเมินกำไรสุทธิปี 2023E-24E เติบโตต่อเนื่องจากขยายฐานลูกค้า, เพิ่มสินค้า และขยายกำลังผลิต** โดยคาดการณ์กำไรปี 2023E/24E อยู่ที่ 264 ล้านบาท (+28% YoY) และ 324 ล้านบาท (+23% YoY) โดยการเติบโตในปี 2023E มาจากการเงินเริ่มเปิดประเทศต้นเดือน ม.ค. 23 ทำให้ยอดขายที่ประเทศจีนจะปรับตัวสูงขึ้น หลังจากที่ถูกระงับจากการปิดประเทศ โดยเรามองว่ายอดขายที่ประเทศจีนจะเติบโตมากถึง +68% YoY นอกจากนั้นทางลูกค้าจะมีการขยายสาขาเพิ่มในปี 2023E โดยทาง Walmart จะเพิ่มสาขาอีก 28 สาขา จาก 4,742 สาขา ทำให้ยอดขายของ PLUS เติบโตไปพร้อมจำนวนสาขาของลูกค้า ทำให้ยอดขายที่สหรัฐขยายตัวอีก +30% YoY ส่วนในปี 2024E เติบโตต่อเนื่องจากการผลิตผลิตภัณฑ์ใหม่ (plant-based และ coconut yogurt) เป็นที่รู้จักมากขึ้น และทำให้ผู้บริโภคชื่นชอบ ทำให้ยอดขายเติบโตต่อเนื่อง รวมถึงผลิตภัณฑ์ในขวด PET อีกด้วย ทำให้เรามองว่า GPM อยู่ที่ 32% จากการควบคุมการผลิตได้ดีขึ้น จากจำนวนในการผลิตที่เยอะขึ้น

Valuation/Catalyst/Risk

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 12.00 บาท ถึง 2023E PER 27x (+0.75SD 5-yr avg. Food PER) โดยมองว่า PLUS จะมีอัตรากำไรเติบโตกำไรปี 2022-24E รวบรวม 16.3% CAGR ซึ่งมีการเติบโตที่โดดเด่นในกลุ่ม

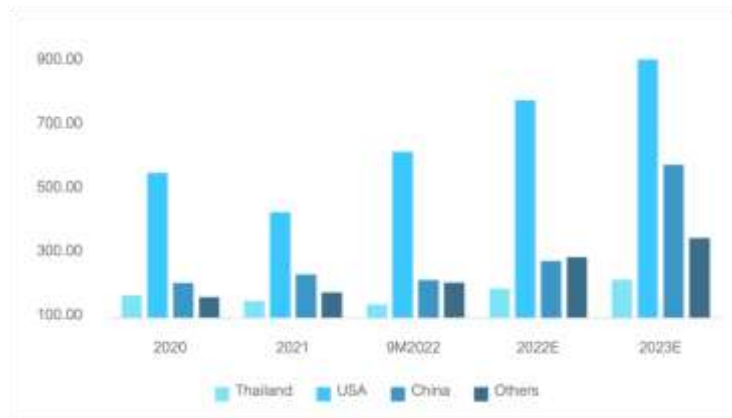
Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein 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.

KEY INVESTMENT HIGHLIGHTS

□ ผู้นำในการส่งออกน้ำมันมะพร้าวและน้ำผลไม้ไปยังทั่วโลก

บริษัท โรแยล พลัส จำกัด (มหาชน) หรือ PLUS เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องดื่มมะพร้าว (Coco royal), น้ำผลไม้ผสมเม็ดแมงลักและเมล็ดเชีย (Nita), น้ำผลไม้ผสมวุ้นมะพร้าว และชานมผสมไข่มุกบุก (MABU) และเครื่องดื่มวิตามิน (C-Boom) ทางบริษัทส่งออกผลิตภัณฑ์ไปหลายประเทศและขายบางผลิตภัณฑ์ภายในประเทศ ในปี 2022 มีสัดส่วนรายได้ต่างประเทศที่ 87% และในประเทศ 13% ส่งออกมากกว่า 106 ประเทศ โดยประเทศอเมริกามีสัดส่วนรายได้ที่ 52% ของรายได้รวม, ประเทศจีนมีสัดส่วนรายได้ 17% ของรายได้รวม และประเทศอื่น ๆ มีสัดส่วนรายได้ 18% ของรายได้รวม โดยรายได้ปี 2022 เติบโตโดดเด่นจากการเปิดประเทศหลังถูกผลกระทบจากโควิดในปี 2020-2021 รวมถึงหลังจากการระบอบของโควิดทำให้เทรนด์ในการดูแลสุขภาพเพิ่มขึ้น โดยน้ำมันมะพร้าวมีคุณสมบัติเป็นไขมันดีต่อร่างกาย โดยช่วยบำรุงหัวใจ ขยายหลอดเลือด และอีกหลายสรรพคุณ ทำให้ยอดขายปี 2022 ที่ประเทศอเมริกาเติบโตขึ้นราว +71% YoY ประเทศไทย +18% YoY ประเทศจีน +6% YoY และประเทศอื่นราว +42% YoY ช่องทางจำหน่ายในตลาดต่างประเทศผ่านบริษัทนำเข้าสินค้า กับบริษัทส่งออกสินค้าจากประเทศไทย โดยขายผ่านช่องทางร้านค้า Modern trade, traditional trade และ ออนไลน์ โดยส่วนที่สหรัฐอเมริกาจะขายให้กับห้างชั้นนำขนาดใหญ่อย่าง Walmart ส่วนช่องทางจำหน่ายภายในประเทศ Foodland, BigC, Jiffy, Shoppee, และ Maknet

Fig 1: Revenue by geography (in mn baht)



Source: Company, DAOL SEC

Fig 2: PLUS's customers



Source: Company, DAOL SEC

□ ผู้บริโภคน้ำดื่มผลไม้และเครื่องดื่มจากพืชมีการเติบโตมากกว่า 12.7% CAGR 2020-2024E

ทาง PLUS ใช้วัตถุดิบของไทยหลักนั้นเป็นมะพร้าว ซึ่งมะพร้าวในประเทศไทยมีรสชาติที่อร่อยที่สุดในโลก ซึ่งชาวต่างชาติติดใจนำมะพร้าวบ้านเรามากที่สุดทำให้ความต้องการเติบโตต่อเนื่อง เนื่องจากได้ความอร่อยแล้วยังมีประโยชน์อีกด้วย จึงทำให้มีผู้บริโภคอยู่หลากหลายตั้งแต่เด็กเล็กจนถึงผู้ใหญ่ ซึ่งบริษัท 5 อันดับแรกที่มูลค่าส่งออกน้ำผลไม้ผสมทั่วโลกโดยเรียงจากมากไปหาน้อยนั้น มีเพียงแค่ PLUS ที่ส่งออกสินค้าน้ำมันมะพร้าวเป็นเจ้าเดียว โดยคู่แข่งจะส่งออกเพียงน้ำมะพร้าวและน้ำผลไม้ทั่วไป ทำให้ PLUS โดดเด่นในการส่งออกน้ำมันมะพร้าว นอกจากน้ำมันมะพร้าวที่เป็นผลิตภัณฑ์ขายดียังมีน้ำผลไม้ผสมเม็ดแมงลักกับเมล็ดเชียที่ทาง PLUS ขายดีรองเป็นอันดับ 2 โดยกลุ่มลูกค้าจะเป็นวัยทำงานที่ต้องการควบน้ำหนัก รวมถึงชาวมุสลิมในช่วงถือศีลอด ในปี 2022 ทาง PLUS มีมูลค่าการส่งออกน้ำผลไม้ผสมอยู่ที่อันดับ 1 เนื่องจากทาง PLUS มีสินค้าที่ตอบสนองความต้องการของผู้บริโภค รวมถึงรสชาติ และปริมาณน้ำตาลที่น้อยกว่าคู่แข่งในตลาด ทำให้มีส่วนแบ่งการตลาดเติบโต ทั้งนี้ทาง PLUS มีสินค้าในรูปแบบ ODM และ house brand โดยทางบริษัทมีเป้าหมายที่จะพัฒนาผลิตภัณฑ์แบรนด์ของบริษัทอย่างน้อยปีละ 2 ผลิตภัณฑ์ ซึ่งสินค้าภายใต้แบรนด์บริษัทจะสามารถทำอัตรากำไรสูงขึ้น โดยใช้วัตถุดิบเดียวกับสินค้าที่ผลิตให้กับลูกค้า ทำให้มีการต่อรองในการสั่งวัตถุดิบได้มากขึ้น ปัจจุบันบริษัทกำลังจะออกผลิตภัณฑ์ใหม่ในตัวเครื่องดื่ม plant-based และเครื่องดื่มโยเกิร์ต คาดจะขายในตลาดในปี 2023E โดยตลาดเครื่องดื่มจากพืชจะมีการเติบโตมากถึง 12.7% CAGR 2020-2024E ผลิตภัณฑ์ใหม่เครื่องดื่ม plant-based จะไม่มีส่วนผสมของนม และน้ำตาล โดยผลิตภัณฑ์จะเป็น vegan, dairy free, sugar free และ lactose free ซึ่งจะตอบโจทย์ลูกค้าที่รักสุขภาพมากขึ้น รวมถึงผู้บริโภคที่แพ้นมสามารถรับประทานได้ จากข้อมูลของ NIDDK พบว่า ราว 70% ของประชากรทั่ว

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. 2

โลกมีปัญหาร่างกายผลิตเอนไซม์ lactase ลดลงหลังจากแรกเกิด ซึ่งส่วนมากจะพบในทวีปแอฟริกา, เอเชีย, ยุโรป และสหรัฐอเมริกา โดยประมาณ 36% ของประชากรสหรัฐอเมริกาแพ้นมวัว ทำให้ผลิตภัณฑ์ของ PLUS มีโอกาสสูงมากที่ ยอดขายจะเติบโตโดดเด่น เนื่องจากจำนวนคู่แข่งยังน้อยและสามารถที่จะทำตลาดได้เร็วกว่าคู่แข่ง นอกจากนี้เครื่องดื่มโยเกิร์ตพร้อมดื่มจากน้ำนมมะพร้าวเป็นทางเลือกให้ทางผู้บริโภค และยังสามารถเก็บรักษาได้นานกว่าโยเกิร์ตทั่วไปหลายเท่าด้วย โดยมีอายุเก็บรักษาได้นานถึง 18 เดือน ในอุดมภูมิปกติ คาดว่าเป็นเจ้าแรกในไทยที่สามารถพัฒนาสินค้าที่มีอายุการเก็บรักษายาวกว่าโยเกิร์ตทั่วไป ซึ่งโดยปกติส่วนใหญ่โยเกิร์ตมีอายุเก็บรักษาได้ประมาณ 2-3 สัปดาห์เป็นอย่างน้อย และอย่างมากสุดราว 3 เดือน ทำให้สะดวกต่อการบริโภคและจัดจำหน่าย ซึ่งจะเพิ่มโอกาสในการขายไปยังตลาดต่างประเทศได้อีกด้วย โดยทางบริษัทจะนำผลิตภัณฑ์ตัวใหม่เจาะไปยังตลาดอเมริกา

Fig 3: Current products in the market



Source: Company, DAOL SEC

Fig 4: Upcoming products in 2023E



Source: Company, DAOL SEC

Fig 5: Export value for mixed juice

ลำดับ	2021	2022
1	UFC	PLUS
2	Thai sun food	Thai sun food
3	PLUS	CB coconut
4	CB coconut	Tipco F&B
5	Tipco F&B	UFC

Source: MOC, DAOL SEC

Fig 6: Comparing basil seed drink with competitors



Source: Company, DAOL SEC

□ ขยายกำลังผลิตขวด PET เพิ่ม

ทาง PLUS กำลังอยู่ในขบวนการติดตั้งเครื่องจักรไลน์ใหม่สำหรับขวด PET โดยการขยายไลน์ใหม่นี้จะเพิ่มกำลังผลิตให้อยู่ที่ 76.6 ล้านขวด หรือเพิ่มขึ้นราว 30% โดยเดิมมีกำลังผลิตขวดแก้ว 197.8 ล้านขวดต่อปี ซึ่งการเพิ่มไลน์ผลิต PET นี้จะทำให้การผลิตขวดแก้วได้เพิ่มขึ้นมากกว่าเดิม เนื่องจากสายผลิต 1 ใน 5 สามารถผลิตได้ทั้งขวดแก้วและพลาสติก โดยขวด PET จะเน้นส่งออกไปยังทวีปเอเชียเป็นหลัก และยังคงส่งออกผลิตภัณฑ์ขวดแก้วไปยังทวีปอเมริกา และยุโรป โดยขวดแก้วจะสามารถมองเห็นสินค้าได้ชัดเจนและมี shelf life ได้นานถึง 2 ปี ส่วนขวด PET จะมี shelf life ราว 1 ปี ซึ่งจะทำให้ลูกค้าสั่งซื้อระยะเวลาเร็วขึ้น เนื่องจากว่าผลิตภัณฑ์มีระยะเวลาสั้นกว่าขวดแก้ว จึงเป็นข้อได้เปรียบของทางบริษัท รวมถึงในตลาดเอเชียมีความนิยมในขวด PET มากกว่าขวดแก้วอีกด้วย การที่ทาง PLUS ผลิตและพัฒนาสินค้าในขวด PET นี้จะตอบสนองความต้องการลูกค้าโซนเอเชียมากขึ้น

□ แนวโน้มอุตสาหกรรมน้ำผลไม้และน้ำนมมะพร้าว

หลังจากที่สถานการณ์ระบาดของโควิดเกิดทำให้ผู้บริโภคใส่ใจในรับประทานอาหารและเครื่องดื่มเพื่อเสริมสร้างภูมิคุ้มกันทางสุขภาพมากขึ้น รวมถึงชาวต่างชาติมองว่าน้ำมะพร้าวเป็นเครื่องดื่มเกลือแร่จากพืชและมีปริมาณน้ำตาลน้อยอีกด้วย ซึ่งได้เป็นที่ยอมรับในวงการกีฬาทำให้แนวโน้มการดื่มน้ำพร้าวและน้ำนมมะพร้าวเติบโตต่อเนื่อง โดยในปี 2021ประเทศไทยติดอันดับ 8 ของโลกในการเป็นผู้ส่งออกน้ำผลไม้ โดย PLUS ติดอันดับที่ 12 ในการส่งออกน้ำผลไม้ของไทยตามมูลค่าการส่งออก และอันดับที่ 3 ในการส่งออกน้ำผลไม้ผสมของไทย แนวโน้มอุตสาหกรรมน้ำผลไม้และผักมีแนวโน้มการเติบโตตั้งแต่ปี 2021-2027E CAGR ของตลาดโลกที่ 2% และตลาดจีน 7% ในตลาดน้ำมะพร้าวมีแนวโน้มการเติบโตตั้งแต่ปี 2021-2027E CAGR ของตลาดโลกที่ 17.1% และส่วนตลาดน้ำนมมะพร้าว มีแนวโน้มการเติบโตตั้งแต่ปี 2021-2027E CAGR ของตลาดโลกที่ 11.6% ซึ่งทาง PLUS มีตลาดขายน้ำนมมะพร้าวไปทั่วโลก และมองว่าแนวโน้มการเติบโตต่อเนื่องเนื่องจากเป็นเจ้าในไทยที่มีบรรจุภัณฑ์เป็นขวดแก้ว ซึ่งเป็นสิ่งที่แตกต่างจากคู่แข่งในท้องตลาดอีกด้วย โดยส่วนมากจะเป็นขวดพลาสติก รวมถึงการการเติบโตของ PLUS จะเติบโตไปพร้อมกับจำนวนสาขาร้านสะดวกซื้อ ซูเปอร์มาร์เก็ตของลูกค้า

Fig 7: Fruit & Vegetable drink growth in 2021-2027E

	มูลค่าตลาดปี 2563	ประมาณการการเติบโตเฉลี่ยต่อปี 2564-2570 (CAGR)
ตลาดน้ำผลไม้		
โลก	USD 172,000 ล้าน	2.1%-2.4%
• สหรัฐอเมริกา	USD 39,100 ล้าน (22.7%)	n/a
• จีน	USD 16,300 ล้าน (9.5%)	7.2%
ตลาดน้ำมะพร้าว (Coconut Water)		
โลก	USD 4,570 ล้าน	17.1%
• สหรัฐอเมริกา	USD 1,600 ล้าน (35.0%)	n/a
ตลาดน้ำนมมะพร้าว (Coconut Milk Drink)		
โลก	USD 919.6 ล้าน	11.6%

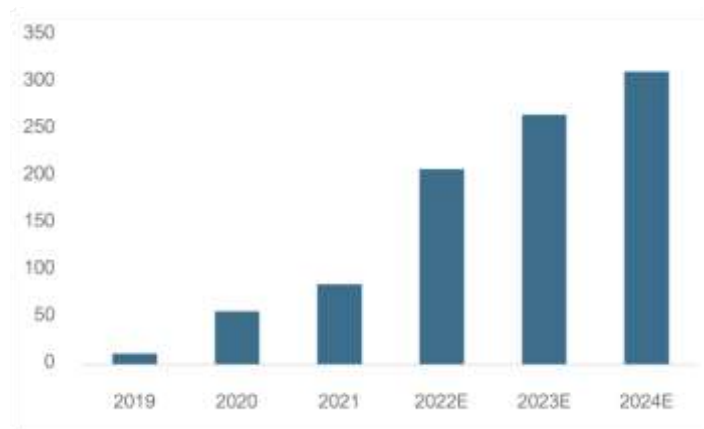
Source: Global Newswire, DAOL SEC

□ ประเมินกำไรสุทธิปี 2023E/24E เติบโตต่อเนื่องจากการขยายฐานลูกค้าและผลิตภัณฑ์

เราประเมินกำไรสุทธิปี 2023E/24E ที่ 264 ล้านบาท (+28% YoY) และ 324 ล้านบาท (+23% YoY) โดยการเติบโตในปี 2023E มาจากการเงินเริ่มเปิดประเทศต้นเดือน ม.ค. 23 ทำให้ยอดขายที่ประเทศจีนจะปรับตัวสูงขึ้น หลังจากที่ถูกกดดันจากการปิดประเทศ โดยเรามองว่ายอดขายที่ประเทศจีนจะเติบโตมากถึง +68% YoY ประเทศอเมริกา +30% ในประเทศไทย +15% และประเทศอื่นๆเติบโตอีก 27% YoY รวมถึงการเพิ่ม product line ใหม่อีกด้วย นอกจากนี้ทางลูกค้าจะมีการขยายสาขาเพิ่มในปี 2023E โดยทาง Walmart จะเพิ่ม 28 สาขา หลังจากที่ย้ายไปมากกว่า 1,100 สาขาในปี 2022 โดยปัจจุบันมีทั้งหมด 4,742 สาขา ทำให้ยอดขายของ PLUS เติบโตไปพร้อมจำนวนสาขาของลูกค้า ในเรื่องของค่าเงินบาทที่มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นอยู่ราว 33-34 บาท/ดอลลาร์ ในปี 2022 ค่าเงินเฉลี่ยอยู่ที่ 32 บาท/ดอลลาร์ ทำให้ค่าเฉลี่ยต่อขวดราว 12.2 บาท โดยเรามองว่าปี 2023E ค่าเฉลี่ยต่อขวดอยู่ราว 12.3 บาท เนื่องจากทางบริษัทจะมีการปรับเปลี่ยนกับทางลูกค้าอยู่เสมอ โดยราคาขึ้นอยู่กับค่าเงิน ต้นทุนวัตถุดิบ และจำนวนในการส่งผลิตภัณฑ์ต่อล็อต รวมถึงการทดลองของลูกค้าเป็นไปได้อย่าง เนื่องจากสูตรผลิตภัณฑ์เป็นของบริษัท ซึ่งต่อลูกค้าที่จะเปลี่ยนเจ้าผลิต จึงเป็นต่อกับทาง PLUS

ส่วนในปี 2024E เติบโตต่อเนื่องจากการผลิตภัณฑ์ใหม่ (plant-based และ coconut yogurt) เป็นที่รู้จักมากขึ้นและทำให้ผู้บริโภคชื่นชอบ ทำให้ยอดขายเติบโตต่อเนื่อง รวมถึงผลิตภัณฑ์ในขวด PET อีกด้วย โดยมองว่ายอดขายขยายตัวจากประเทศจีน +22% YoY ประเทศอเมริกา +11% YoY ในประเทศไทย +5% YoY และประเทศอื่นๆ +15% YoY จากยอดขายที่เติบโตต่อเนื่องทำให้เรามองว่า GPM อยู่ที่ 32% จากการควบคุมการผลิตได้ดีขึ้น จากจำนวนในการผลิตที่เยอะขึ้น

Fig 8: Forecast net profit in 2023E-24E (in mn baht)



Source: Company, DAOL SEC

VALUATION

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 12.00 บาท

เราประเมินมูลค่าของ PLUS โดยเทียบกับบริษัทที่มีลักษณะธุรกิจคล้ายคลึงกันในด้านของการขายเครื่องดื่มได้แก่ CBG, ICHI, OSP และ SAPPE โดยค่าเฉลี่ยปัจจุบันอยู่ที่ 26.5x แม้ PLUS จะมีธุรกิจขนาดเล็กกว่า แต่ผลิตภัณฑ์มีความเป็นเอกลักษณ์เฉพาะตัวที่ทำให้ลูกค้าต่างชาติชื่นชอบรสชาติ รวมถึงสรรพคุณที่มีประโยชน์ต่อผู้บริโภค โดยเรามองว่าการเติบโตของผลประกอบการในอนาคตของบริษัทจะเติบโตต่อเนื่องจากการขยายการตลาดทั้งในประเทศและต่างประเทศ รวมถึงการขยายสาขาของลูกค้าอีกด้วย และการมีสูตรเฉพาะตัวของทาง PLUS ทำให้ยากต่อลูกค้าที่จะเปลี่ยน suppliers เราจึงมองว่า PLUS ควรเทรดสูงกว่ากลุ่ม รวมถึงมีการเติบโตที่โดดเด่นกว่าในกลุ่มอีกด้วย โดยมีกำไรสุทธิ CAGR 2022-24E 16.3% โดยมีการเติบโตใกล้เคียงกับ CBG ที่ 14.9% เราจึงให้ PLUS เทรดต่ำกว่า CBG เนื่องจากว่า CBG ขนาดธุรกิจใหญ่กว่าและผลิตภัณฑ์เป็นที่รู้จักมากกว่า ทั้งนี้เราประเมินมูลค่าของ PLUS ปี 2023E PER 27.0x (+0.75SD 5-year average Food PER) ที่ 12.00 บาท

Fig 9: Peer comparison

Stock	Rec	Price 13-Mar-23	Target price	Upside (%)	Net profit gwth (%)		Core profit gwth (%)		EPS growth (%)		PER (x)		PBV (x)		Div. yield (%)		ROE (%)	
					23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
CBG	HOLD	100.00	105.00	5.0	24.6	14.8	24.6	14.8	24.6	14.8	35.1	30.6	8.5	7.6	1.7	1.9	24.2	24.9
* ICHI	NR	12.40	14.36	15.8	15.5	8.5	14.9	8.5	19.2	9.2	21.2	19.4	2.6	2.7	5.0	5.5	12.3	13.7
OSP	HOLD	32.50	30.00	-7.7	11.3	30.6	11.3	30.6	19.8	30.6	26.8	32.6	4.6	4.4	1.6	2.1	11.0	13.9
* SAPPE	NR	56.78	60.65	6.9	16.2	14.9	16.9	15.7	16.2	15.9	23.0	19.9	5.0	4.6	3.1	3.5	22.3	23.6
Sector					20.9	19.6	20.9	19.7	19.9	17.6	26.5	25.6	5.2	4.8	2.8	3.2	17.5	19.0

Stock	Rec	Price 13-Mar-23	Target price	Upside (%)	Net profit gwth (%)		Core profit gwth (%)		EPS growth (%)		PER (x)		PBV (x)		Div. yield (%)		ROE (%)	
					23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
PLUS	BUY	7.40	12.00	62.2	28.1	22.7	36.3	22.7	28.1	22.7	17.0	13.9	3.2	2.7	2.4	2.9	18.8	19.7
Sector					28.1	22.7	36.3	22.7	28.1	22.7	17.0	13.9	3.2	2.7	2.4	2.9	18.8	19.7

Sources: *Bloomberg consensus, DAOL SEC

Fig 10: Peer comparison

		2022E	2023E	2024E
PLUS	Revenue	1,569	1,966	2,222
	Gross margin	30.5%	31.0%	32.0%
	Net Profit	206	264	324
	Net Profit growth		28%	23%
	PER	24.9	19.4	15.6
	CAGR		16.30%	
SAPPE	Revenue	4569	5348	6066
	Gross margin	40.41%	40.64%	40.83%
	Net Profit	635	727	831
	Net Profit growth		15%	14%
	PER	24.76	22.07	19.08
	CAGR		9.40%	
ICHI	Revenue	6293	7029	7500
	Gross margin	18.10%	21.17%	21.14%
	Net Profit	623,667	725	776
	Net Profit growth		16%	7%
	PER	25.47	21.21	19.52
	CAGR		7.60%	
OSP	Revenue	27517	29531	31907
	Gross margin	30.70%	32.03%	32.84%
	Net Profit	2104	2821	3201
	Net Profit growth		34%	13%
	PER	46.57	33.24	28.8
	CAGR		52.10%	
CBG	Revenue	19215	21888	24163
	Gross margin	29.31%	31.09%	31.87%
	Net Profit	2286	2970	3470
	Net Profit growth		30%	17%
	PER	44.08	33.83	28.95
	CAGR		14.90%	

Sources: *Bloomberg consensus, DAOL SEC

Quarterly income statement

(Bt mn)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Sales	241	385	434	376	233
Cost of sales	(176)	(275)	(294)	(259)	(174)
Gross profit	64	110	140	117	58
SG&A	(37)	(57)	(51)	(57)	(29)
EBITDA	39	70	103	75	48
Finance costs	(1.6)	(0.5)	(1.0)	(0.0)	(0.0)
Core profit	22	47	71	50	26
Net profit	25	47	77	53	29
EPS	0.05	0.09	0.13	0.08	0.04
Gross margin	26.8%	28.7%	32.3%	31.1%	25.1%
EBITDA margin	16.1%	18.1%	23.6%	20.0%	20.4%
Net profit margin	10.4%	12.2%	17.8%	14.1%	12.5%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
Cash & deposits	9	38	578	684	756
Accounts receivable	27	61	88	91	105
Inventories	140	119	120	231	264
Other current assets	22	14	35	38	44
Total cur. assets	198	231	821	1,044	1,169
Investments	0	0	0	0	0
Fixed assets	472	467	548	649	747
Other assets	19	28	83	58	67
Total assets	688	727	1,452	1,751	1,983
Short-term loans	78	45	0	29	0
Accounts payable	202	204	163	261	298
Current maturities	32	28	0	0	0
Other current liabilities	48	22	24	19	22
Total cur. liabilities	360	300	187	309	320
Long-term debt	46	57	0	0	0
Other LT liabilities	7	8	12	19	22
Total LT liabilities	53	66	12	19	22
Total liabilities	413	366	199	328	342
Registered capital	250	335	335	335	335
Paid-up capital	250	250	335	300	300
Share premium	13	13	674	674	674
Retained earnings	13	99	245	449	667
Others	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Shares' equity	276	361	1,254	1,423	1,641

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
Net profit	57	86	206	264	324
Depreciation	40	37	47	49	52
Chg in working capital	35	(10)	(70)	(16)	(10)
Others	14	(26)	(70)	24	(9)
CF from operations	146	87	113	322	356
Capital expenditure	(512)	(33)	(129)	(150)	(150)
Others	0	0	0	0	0
CF from investing	(512)	(33)	(129)	(150)	(150)
Free cash flow	(366)	54	(15)	172	206
Net borrowings	156	(25)	(131)	29	(29)
Equity capital raised	263	0	746	(35)	0
Dividends paid	0	(60)	(60)	(60)	(106)
Others	(44)	60	0	0	0
CF from financing	374	(25)	556	(66)	(134)
Net change in cash	9	29	540	106	72

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
Sales	1,103	1,003	1,428	1,917	2,222
Cost of sales	(823)	(729)	(1,002)	(1,342)	(1,533)
Gross profit	280	274	426	575	689
SG&A	(187)	(165)	(195)	(249)	(289)
EBITDA	137	153	295	383	461
Depre. & amortization	40	37	47	49	52
Equity income	0	0	0	0	0
Other income	4	6	17	8	9
EBIT	97	116	248	334	409
Finance costs	(21)	(9)	(1)	(0)	0
Income taxes	(19)	(21)	(51)	(69)	(85)
Net profit before MI	57	86	195	264	324
Minority interest	(0)	0	(1)	0	0
Core profit	57	86	194	264	324
Exchange gain (loss)	0	0	12	0	0
Net profit	57	86	206	264	324

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
Growth YoY					
Revenue	23.7%	-9.0%	42.4%	34.2%	15.9%
EBITDA	89.3%	11.5%	93.2%	29.6%	20.5%
Net profit	386.6%	50.9%	140.7%	28.1%	22.6%
Core profit	386.6%	50.9%	126.2%	36.4%	22.6%
Profitability ratio					
Gross profit margin	25.4%	27.3%	29.8%	30.0%	31.0%
EBITDA margin	12.4%	15.2%	20.7%	20.0%	20.7%
Core profit margin	5.1%	8.5%	13.6%	13.8%	14.6%
Net profit margin	5.1%	8.5%	14.4%	13.8%	14.6%
ROA	8.2%	11.8%	14.2%	15.1%	16.3%
ROE	20.6%	23.7%	16.4%	18.6%	19.7%
Stability					
D/E (x)	1.50	1.01	0.16	0.23	0.21
Net D/E (x)	0.53	0.26	Cash	Cash	Cash
Interest coverage ratio	4.69	13.22	167.13	997,595.14	n.m.
Current ratio (x)	0.55	0.77	4.40	3.38	3.65
Quick ratio (x)	0.10	0.33	3.57	2.51	2.69
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.11	0.17	0.34	0.44	0.53
Core EPS	0.11	0.17	0.32	0.44	0.53
Book value	0.55	0.72	2.07	2.35	2.70
Dividend	0.00	0.12	0.10	0.17	0.21
Valuation (x)					
PER	65.18	43.21	21.78	17.00	13.87
Core PER	65.18	43.21	23.18	17.00	13.87
P/BV	13.43	10.24	3.58	3.16	2.74
EV/EBITDA	33.83	30.00	13.25	10.02	8.10
Dividend yield	0.0%	1.6%	1.3%	2.4%	2.9%

Corporate governance report of Thai listed companies 2022

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ 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 รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติตามแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **ธรรมาภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

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

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

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. **9**