

อ่อนตัวลง QoQ ตามปัจจัยฤดูกาลและงบการตลาดที่เพิ่มขึ้น

เมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมากระหวงพลาบิซียรายงานตัวเลขการส่งออกเครื่องดื่มของไทย เราพบว่าตลาดหลักของ SAPPE มียอดส่งออกที่เติบโตโดดเด่น ทำให้เราคาดว่ายอดขาย 4Q23 จะเติบโต YoY หนุนให้กำไรขยายตัว YoY เป็น 169 ล้านบาท (+29%YoY, -48%QoQ) แม้จะใช้งบการตลาดที่สูงขึ้นกว่าช่วง 1H23 โดยเรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการเติบโตในระยะกลางถึงยาว เราเห็นโอกาสในการสร้าง Product Champion ตัวใหม่ ตัวอย่างเช่น SAPPE Aloe Vera ที่ขายดีในตะวันออกกลาง แม้ว่าปัจจุบันยอดขายส่วนใหญ่ในต่างประเทศกว่า 95% จะมาจาก MOGU MOGU แต่หากเทียบกับเมื่อ 3 ปีที่แล้วที่กว่า 100% มาจาก MOGU MOGU ก็เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะสำคัญ เราคงคำแนะนำ ถือ มูลค่าพื้นฐาน 88 บาท

คาดการณ์กำไรเติบโต YoY ในอัตราที่ลดลงเนื่องจากงบการตลาดที่เพิ่มขึ้น

- กะหวงพลาบิซียรายงานมูลค่าการส่งออกของไทยในกลุ่มเครื่องดื่มประเภทอื่นๆ โดยพบว่าตลาดหลักของ SAPPE ในช่วง 4Q23 มีภาพรวมการเติบโตเมื่อเทียบกับปีก่อนดังนี้ ฟิลิปปินส์ +2% อินโดนีเซีย +55% เกาหลีใต้ +18% อินเดีย +33% สหราชอาณาจักร +24% อเมริกา +286% มีเพียงแค่ฝรั่งเศส -58%
- เราเชื่อว่าตัวเลขดังกล่าวซึ่งเป็นนัยว่ายอดขายจากตลาดต่างประเทศของ SAPPE จะโต YoY ใน 4Q23 จึงคาดว่ารายได้รวมใน 4Q23 จะอยู่ที่ 1.23 พันล้านบาท (+19%YoY, -26%QoQ) หนุนจาก 1) ยอดขายจากตลาดอเมริกาที่เติบโตเด่น 2) การขยายช่องทางจัดจำหน่ายใน UK ซึ่งไปชดเชยยอดขายที่ลดลงในฝรั่งเศส และ 3) ปริมาณการบริโภค MOGU MOGU ที่สูงขึ้นความนิยมในประเทศเกาหลีใต้ อินโดนีเซีย อินเดียและในอีกหลายๆ ประเทศ ส่วนยอดขายในประเทศคาดว่าจะทรงตัว YoY ตามการบริโภคที่ชะลอตัวเห็นได้จากยอดขายสาขาเดิมของร้านค้าปลีกที่ติดลบจากปีก่อน แม้ว่าจะได้รับอานิสงส์จากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ฟื้นตัว
- คาดอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) จะขยายตัว YoY และทรงตัว QoQ ที่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 46.2% ใน 4Q23 จาก 40.7% ใน 4Q22 ผลจากต้นทุน PET Resin และอัตราค่าไฟฟ้าต่อหน่วยที่ลดลง พร้อมกันอัตราการใช้กำลังการผลิตที่คาดว่าจะสูงขึ้นเป็น 75% ใน 4Q23 จาก 72% ใน 4Q22
- คาดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายจะเพิ่มขึ้นเป็น 31.6% ใน 4Q23 จาก 27.5% ใน 4Q22 และ 23.4% ใน 3Q23 ผลจากการใช้งบการตลาดที่สูงกว่าช่วง 1H23 แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าบริษัทจะใช้งบการตลาดทั้งปี 2023 ที่ไม่เกิน 12% ของยอดขายตามแผน

คาดการณ์ปี 2024 ยังเติบโตต่อเนื่อง

เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2023 ลง 2% เพื่อสะท้อนงบการตลาดที่สูงกว่าที่คาด แต่ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2024 ขึ้น 5% เนื่องจากเราคาดว่าแนวโน้มยอดขายในตลาดอเมริกาจะเติบโตดีต่อเนื่องจากปี 2023 ซึ่งสะท้อนผ่านตัวเลขส่งออกเครื่องดื่มประเภทอื่นๆ ไปยังอเมริกาที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในเดือน พ.ค. 2023 และทรงตัวในระดับสูงต่อเนื่อง

คงคำแนะนำ "ถือ" เนื่องจาก upside จำกัด

แม้เราจะชอบ SAPPE จากแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวที่สดใส จากความนิยมในผลิตภัณฑ์ MOGU MOGU ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องและโอกาสในการเติบโตจาก Product Champion ตัวใหม่ แต่ด้วย Upside ที่จำกัดต่อมูลค่าพื้นฐานเราจึงแนะนำ "ถือ" มูลค่าพื้นฐานที่ 88.00 บาท คำนวณด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) ด้วย WACC 10% และ TG 3% เทียบเท่า 22xPE'24E ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยการซื้อขายในรอบ 5 ปี

HOLD

Fair price: Bt88.00

Upside (Downside): 4%

Key Statistics

Bloomberg Ticker	SAPPE TB
Current price (Bt)	85.00
Market Cap. (Bt m)	26,205
Shares issued (mn)	308
Par value (Bt)	1.00
52 Week high/low (Bt)	100.0 / 37.0
Foreign limit/ actual (%)	49/8.42
NVDR Shareholders (%)	5.8
Free float (%)	26.5
Number of retail holders	2,411
Dividend policy (%)	40
Industry	Agro & Food
Sector	Food & Beverage
CG Rate	▲▲▲▲
Thai CAC	Certified
SET ESG Ratings	BBB

Major Shareholders

10 May 2023

MS. PIYAJIT RUCKARIYAPONG	17.7
MR. ADISAK RUCKARIYAPONG	16.8
MR. ARNUPAP RUCKARIYAPONG	15.3
MR. TANARAT RUCKARIYAPONG	14.0
UBS AG SINGAPORE BRANCH	6.5

Key Financial Summary

Year End Dec	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue (Bt m)	3,444	4,566	6,074	6,837
Net Profit (Bt m)	410	653	1,103	1,217
NP Growth (%)	7.7	59.5	68.9	10.3
EPS (Bt)	1.34	2.12	3.58	3.95
PER (x)	63.5	40.1	23.7	21.5
BPS (Bt)	9.8	10.9	12.7	13.7
PBV (x)	8.7	7.8	6.7	6.2
DPS (Bt)	1.10	1.75	2.88	3.16
Div. Yield (%)	1.3	2.1	3.4	3.7
ROA (%)	10.6	14.3	21.2	21.9
ROE (%)	13.6	19.4	28.3	28.8

Source: Pi Estimated

Analyst: Thanawich Boonchuwong

Registration No.110556

Email: thanawich.bo@pi.financial

Stock Update



29 Jan 2024

SAPPE SAPPE PCL

Earnings preview

(Bt m)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	%QoQ	%YoY
Revenue	1,032	1,520	1,657	1,667	1,230	(26.2)	19.2
Cost of sales	(612)	(864)	(920)	(897)	(662)	(26.2)	8.1
Gross profit	420	656	737	770	568	(26.2)	35.4
SG&A	(284)	(354)	(352)	(389)	(389)	(0.0)	37.0
Other (exp)/inc	35	35	36	32	32	0.5	(8.6)
EBIT	171	337	421	412	211	(48.8)	23.8
Finance cost	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	10.6	8.1
Other inc/(exp)	-	-	-	-	-	N.A.	N.A.
Earnings before taxes	170	336	420	412	211	(48.8)	23.8
Income tax	(40)	(67)	(81)	(83)	(43)	(48.4)	6.7
Earnings after taxes	130	268	339	329	168	(48.9)	29.1
Equity income	(1)	(1)	(11)	(9)	(3)	(61.7)	405.0
Minority interest	2	12	2	5	5	(2.1)	174.0
Earnings from cont. operations	131	280	329	325	169	(47.9)	29.2
Forex gain/(loss) & unusual items	23	(5)	(17)	(6)		(100.0)	(100.0)
Net profit	154	275	312	319	169	(46.9)	9.8
EBITDA	237	374	438	442	253	(42.8)	6.9
Recurring EPS (Bt)	0.43	0.91	1.07	1.05	0.55	(47.9)	29.2
Reported EPS (Bt)	0.50	0.89	1.01	1.04	0.55	(46.9)	9.8
Profits (%)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	chg QoQ	chg YoY
Gross margin	40.7	43.2	44.5	46.2	46.2	0.0	5.5
Operating margin	16.6	22.1	25.4	24.7	17.2	(7.6)	0.6
Net margin	15.0	18.1	18.8	19.1	13.8	(5.4)	(1.2)

Source: Pi research, company data

Sector summary

Company	Rec	TP (Bt)	Upside (%)	P/E (X)			EPS Growth (%)			Dividend Yield (%)			ROE(%)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
CBG	BUY	101.00	36	32	39	26	(21)	(16)	46	2.0	1.8	2.6	21.6	17.6	22.6
OSP	BUY	24.00	13	33	26	24	(41)	29	6	4.2	4.3	4.5	10.5	13.6	14.6
ICHI	BUY	18.00	5	35	21	21	17	67	1	3.5	6.0	5.9	10.4	16.6	17.4
SAPPE	HOLD	88.00	4	40	24	22	58	69	10	2.1	3.4	3.7	19.4	28.3	28.8
COCOCO	BUY	11.50	35	25	23	18	28	7	26	2.1	2.4	3.0	28.4	14.9	17.0
Average				33.0	26.3	22.2	8.4	31.3	17.9	2.8	3.6	3.9	18.1	18.2	20.1

Source : Company Data, Pi Research



Pi Securities



@pisecurities



support@pi.financial



www.pi.financial

Investing, simplified.

Stock Update



29 Jan 2024

SAPPE SAPPE PCL

อัตราแลกเปลี่ยน USD/THB

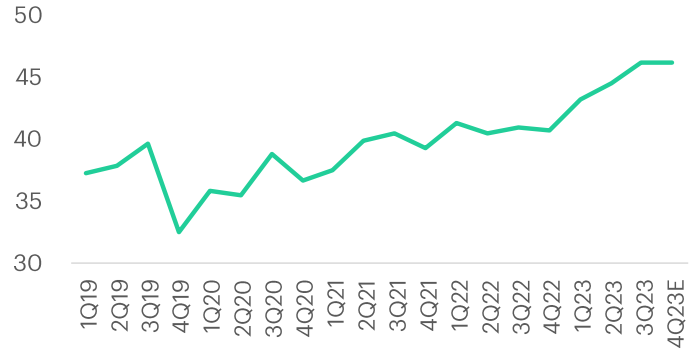
US\$/Baht



Source: ASPEN

อัตรากำไรขั้นต้นรายไตรมาส

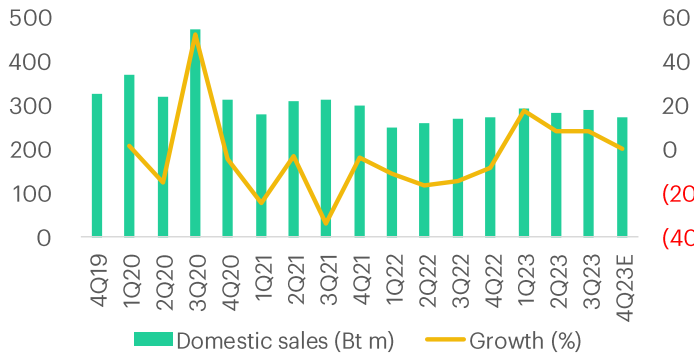
%



Source: Pi research, company data

ยอดขายในประเทศรายไตรมาส

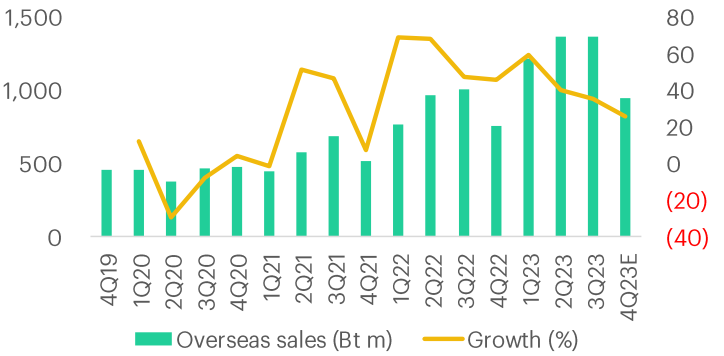
Bt m



Source: Pi research, company data

ยอดขายต่างประเทศรายไตรมาส

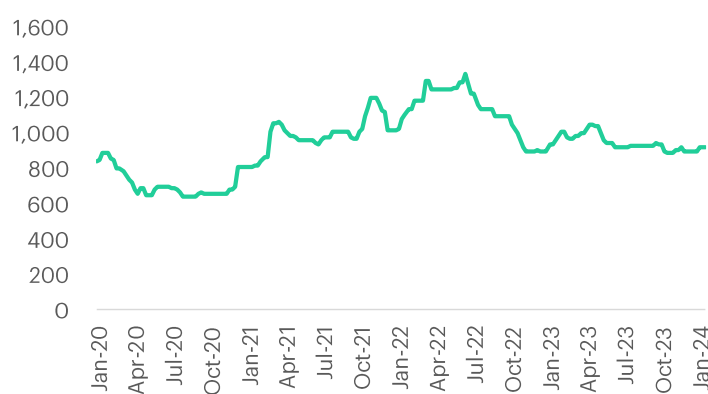
Bt m



Source: Pi research, company data

ราคาพลาสติกแบบ PET

US\$/Ton



Source: Bloomberg

ราคาน้ำตาลในตลาดโลก

US\$/lb



Source: ASPEN

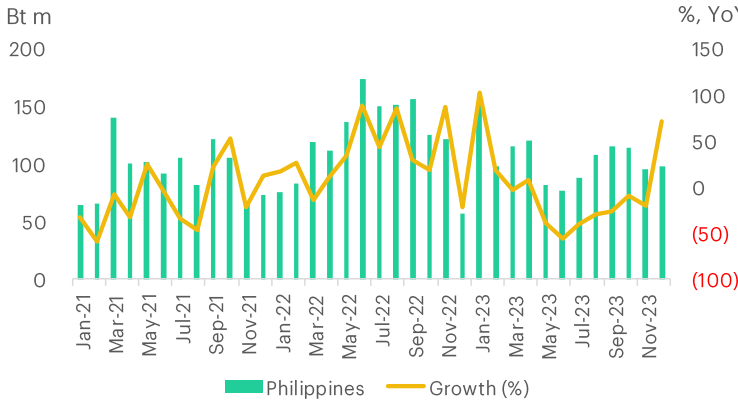
Stock Update



29 Jan 2024

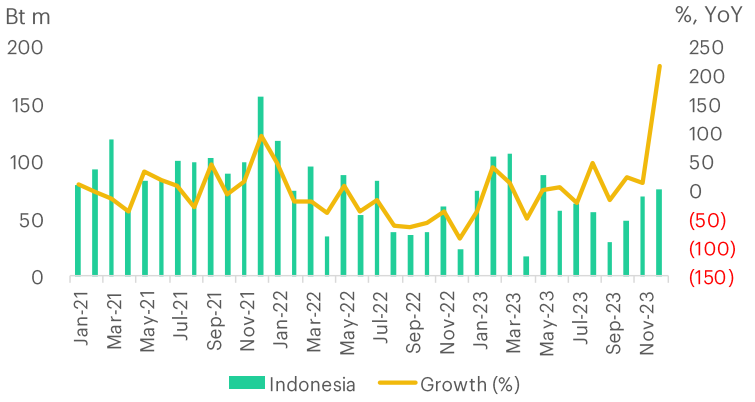
SAPPE SAPPE PCL

เครื่องต้นส่งออกประเภทอื่นๆไปยังฟิลิปปินส์



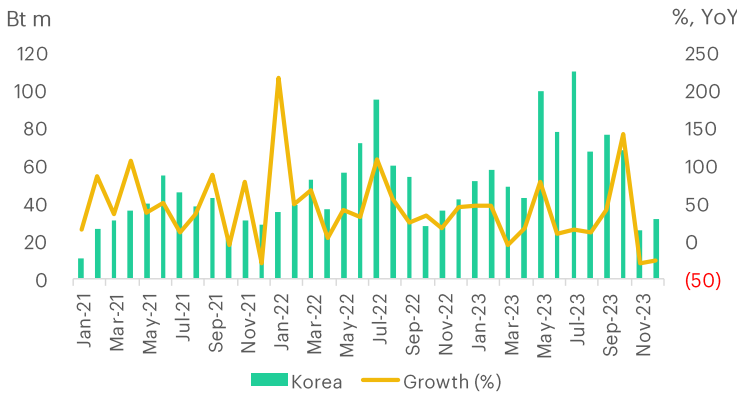
Source: Ministry of Commerce

เครื่องต้นส่งออกประเภทอื่นๆไปยังอินโดนีเซีย



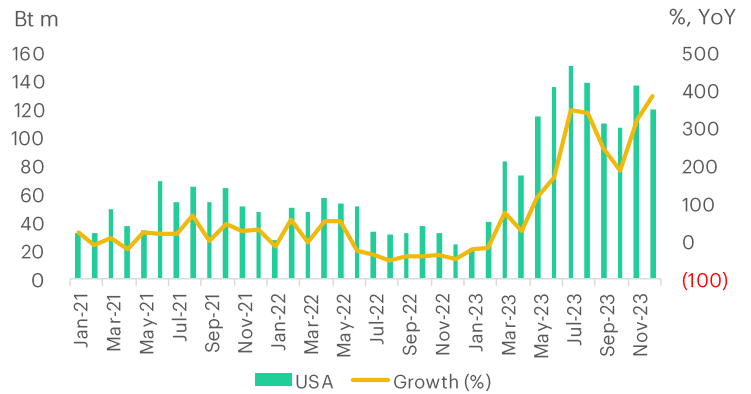
Source: Ministry of Commerce

เครื่องต้นส่งออกประเภทอื่นๆไปยังเกาหลีใต้



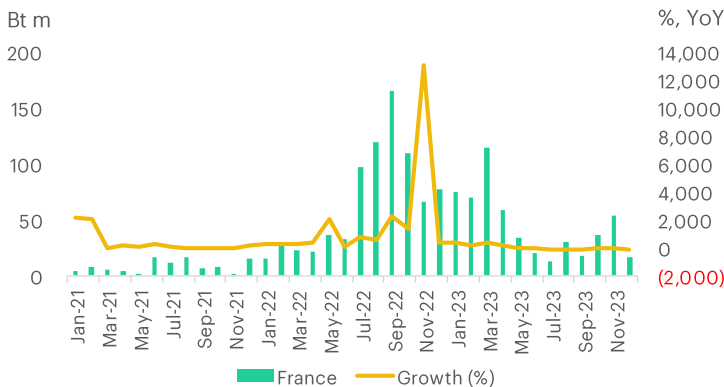
Source: Ministry of Commerce

เครื่องต้นส่งออกประเภทอื่นๆไปยังอเมริกา



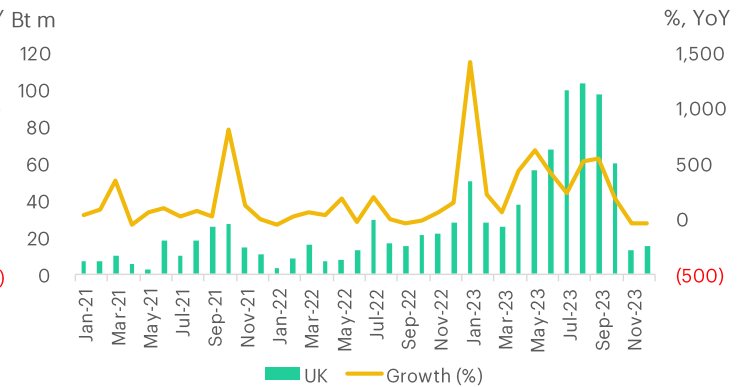
Source: Ministry of Commerce

เครื่องต้นส่งออกประเภทอื่นๆไปยังฝรั่งเศส



Source: Ministry of Commerce

เครื่องต้นส่งออกประเภทอื่นๆไปยังสหราชอาณาจักร



Source: Ministry of Commerce

Stock Update

29 Jan 2024

SAPPE SAPPE PCL

pi

Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Cash & equivalents	1,754	2,129	2,087	1,803	1,705
Accounts receivable	341	324	425	476	546
Inventories	291	444	416	474	522
Other current assets	139	182	188	193	199
Total current assets	2,524	3,079	3,115	2,946	2,972
Invest. in subs & others	89	119	119	119	119
Fixed assets - net	1,086	1,196	1,779	2,326	2,836
Other assets	150	167	182	177	174
Total assets	3,848	4,561	5,195	5,569	6,101
Short-term debt	11	10	1	1	1
Accounts payable	181	230	318	368	420
Other current liabilities	553	831	840	849	856
Total current liabilities	745	1,071	1,159	1,218	1,277
Long-term debt	-	-	-	-	-
Other liabilities	96	130	135	129	126
Total liabilities	842	1,201	1,294	1,348	1,403
Paid-up capital	306	308	308	308	308
Premium-on-share	1,036	1,078	1,078	1,078	1,078
Others	(1)	2	2	2	2
Retained earnings	1,564	1,870	2,435	2,765	3,241
Non-controlling interests	101	102	79	69	69
Total equity	3,006	3,360	3,901	4,221	4,697
Total liabilities & equity	3,848	4,561	5,195	5,569	6,101
Income Statement (Bt m)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	3,444	4,566	6,074	6,837	7,829
Cost of goods sold	(2,089)	(2,703)	(3,343)	(3,792)	(4,334)
Gross profit	1,355	1,863	2,731	3,045	3,495
SG&A	(1,078)	(1,366)	(1,485)	(1,641)	(1,801)
Other income / (expense)	267	333	135	125	136
EBIT	544	830	1,381	1,529	1,830
Depreciation	198	187	178	213	250
EBITDA	715	1,006	1,535	1,728	2,068
Finance costs	(3)	(2)	(3)	(3)	(3)
Non-other income / (expense)	-	-	-	-	-
Earnings before taxes (EBT)	542	828	1,379	1,526	1,827
Income taxes	(106)	(162)	(274)	(305)	(365)
Earnings after taxes (EAT)	436	666	1,104	1,221	1,462
Equity income	(20)	0	(24)	(14)	(12)
Non-controlling interests	1	(1)	24	10	-
Core Profit	416	666	1,103	1,217	1,450
FX Gain/Loss & Extraordinary items	(7)	(12)	-	-	-
Net profit	410	653	1,103	1,217	1,450
EPS (Bt)	1.34	2.12	3.58	3.95	4.70

Cashflow Statement (Bt m)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
CF from operation	693	1,015	1,286	1,374	1,642
CF from investing	(216)	(792)	(752)	(752)	(752)
CF from financing	(289)	(307)	(575)	(906)	(988)
Net change in cash	188	(84)	(42)	(284)	(98)

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EPS (Bt)	1.34	2.12	3.58	3.95	4.70
Core EPS (Bt)	1.36	2.16	3.58	3.95	4.70
DPS (Bt)	1.10	1.75	2.88	3.16	3.76
BVPS (Bt)	9.8	10.9	12.7	13.7	15.2
EV per share (Bt)	79.3	78.1	78.2	79.2	79.5
PER (x)	63.5	40.1	23.7	21.5	18.1
Core PER (x)	62.5	39.4	23.7	21.5	18.1
PBV (x)	8.7	7.8	6.7	6.2	5.6
EV/EBITDA (x)	33.9	24.0	15.7	14.1	11.8
Dividend Yield (%)	1.3	2.1	3.4	3.7	4.4

Profitability Ratios (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Gross profit margin	39.3	40.8	45.0	44.5	44.6
EBITDA margin	20.8	22.0	25.3	25.3	26.4
EBIT margin	15.8	18.2	22.7	22.4	23.4
Net profit margin	11.9	14.3	18.2	17.8	18.5
ROA	10.6	14.3	21.2	21.9	23.8
ROE	13.6	19.4	28.3	28.8	30.9

Financial Strength Ratios	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Current ratio (x)	3.4	2.9	2.7	2.4	2.3
Quick ratio (x)	3.0	2.5	2.3	2.0	1.9
Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Debt/Equity (x)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.4)
Interest coverage (x)	216.3	363.4	528.4	524.2	696.1
Inventory day (days)	45	50	40	40	40
Receivable day (days)	41	27	25	25	25
Payable day (days)	35	28	35	35	35
Cash conversion cycle (days)	51	48	30	30	30

Growth (% YoY)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	5.4	32.6	33.0	12.6	14.5
EBITDA	4.1	40.6	52.6	12.6	19.6
EBIT	8.0	52.6	66.3	10.7	19.7
Core profit	8.5	59.9	65.8	10.3	19.1
Net profit	7.7	59.5	68.9	10.3	19.1
EPS	7.1	58.3	68.9	10.3	19.1

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 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 จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมิได้เจตนาที่จะนำไปสู่การขึ้นนำแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย