

คาดโอลิมปิกปี 2024 ที่ปารีส และฟุตบอลยูโรหนุนการเติบโต

เราปรับคำแนะนำขึ้นจาก "ถือ" เป็น "ซื้อ" ที่มูลค่าพื้นฐาน 111.00 บาท (เดิม 88 บาท) หลังปรับประมาณการกำไรขึ้น 4% ในปี 2024 เพื่อสะท้อนยอดขายที่มีแนวโน้มเติบโตดีกว่าคาด โดยประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวานนี้ออกมาในโทนบวก ยอดขาย 1Q24 ทำได้ตามเป้า ขณะที่ช่วง 2Q24-3Q24 ยังมีแรงหนุนจากความต้องการที่เพิ่มขึ้นจากการแข่งขันโอลิมปิกปี 2024 ที่ปารีส และฟุตบอลชิงแชมป์แห่งชาติยุโรป

ประชุมนักวิเคราะห์ออกมาในโทนบวก

- ยังคงเป้าหมายยอดขายโต 20%-25% ในปี 2024 หนุนมาจากทุกทวีป โดยใช้กำลังการผลิตจากโรงงานของบริษัทที่เพิ่มขึ้น 25% ซึ่งจะเริ่มผลิตได้ปลายมี.ค. 2024 และยังจ้าง OEM ผลิตสินค้าในประเทศสัดส่วน 10% ของยอดขาย
- ในแง่อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) คาดจะทรงตัว YoY ที่ 44.8% ในปี 2024 จากการประหยัดต่อขนาด ซึ่งรวมผลกระทบจากค่าเสื่อมราคาเครื่องจักรใหม่ ต้นทุนวัตถุดิบและบรรจุภัณฑ์ โดยบริษัทลือคราคาต้นทุนน้ำตาลเพิ่มขึ้น 20%-25% YoY ส่วนต้นทุน PET resin มีแนวโน้มลดลง YoY
- ผู้บริหารยังคงมุมมองการสร้างแบรนด์ โดยตั้งเป้าใช้งบการตลาดในสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นจาก 12.4% ในปี 2023 (เราสมมติฐานที่ 13% ของยอดขาย) แต่อย่างไรก็ตามค่าใช้จ่าย Admin มีแนวโน้มลดลงด้วยการเติบโตของยอดขาย ทำให้เราคาดว่ามีส่วน SG&A-to-sales จะลดลง 10 bps YoY
- Update: การขยายกำลังการผลิต 20%-30% ต่อปี วางงบลงทุน 1,630 ล้านบาท (โรงงานใหม่) ในปี 2024 เริ่มผลิต 2Q25 กำลังการผลิตเพิ่ม 25%-30% และงบลงทุน 750 ล้านบาท ในปี 2025 เริ่มผลิตปี 2026 กำลังการผลิตเพิ่ม 20%-25%
- Update: ประเด็นตั้งสำรอง All COCO ราว 30 ล้านบาทในปี 2023 (10 ล้านบาทใน 4Q23) บริษัทคาดว่ามีโอกาสน้อยที่จะต้องตั้งสำรองเพิ่มเติมใน 2024
- ยอดขาย 1Q24 ทำได้ตามเป้าหมาย เราคาดว่ากำไร 1Q24 เติบโตทั้ง YoY และ QoQ หนุนจากยอดขายที่เติบโต เห็นได้จากตัวเลขที่กระทรวงพาณิชย์รายงานมูลค่าการส่งออกของไทยในกลุ่มเครื่องดื่มประเภทอื่น ๆ ในตลาดอเมริกาที่เติบโต +39% ในเดือนม.ค. 2024

Recap ผลประกอบการ 4Q23

- มีกำไรสุทธิ 168 ล้านบาท (+9%YoY) หลังหักรายการพิเศษจะมีกำไรปกติ 151 ล้านบาท (+15%YoY) หนุนจากยอดขายที่เติบโตกว่า 17%YoY พร้อมด้วยอัตรากำไรขั้นต้นที่ยาวตัว 469 bps YoY แม้ว่าจะใช้งบการตลาดเพิ่มขึ้น
- ยอดขายใน 4Q23 ที่ 1.2 พันล้านบาท (+17%YoY) หนุนจากยอดขายจากตลาดต่างประเทศที่ 927 ล้านบาท (+22%YoY) จากยอดขายจากตลาดอเมริกาและยุโรปที่เติบโต 144%YoY ตลาดเอเชียที่เติบโต 26%YoY ตามปริมาณการบริโภค MOGU MOGU ที่สูงขึ้นความนิยมในประเทศเกาหลีใต้ อินโดนีเซีย อินเดียและในอีกหลายๆประเทศ ส่วนยอดขายในประเทศเติบโต 3%YoY รับอานิสงส์จากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ฟื้นตัว
- อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ที่ 45.3% ใน 4Q23 จาก 40.7% ใน 4Q22 ผลจากต้นทุน PET resin และอัตราค่าไฟฟ้าต่อหน่วยที่ลดลง ประสิทธิภาพการผลิตที่เพิ่มขึ้น แม้ว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตจะลดลงเล็กน้อยเป็น 71% ใน 4Q23 จาก 72% ใน 4Q22
- อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายจะเพิ่มขึ้นเป็น 31.6% ใน 4Q23 จาก 27.5% ใน 4Q22 และ 23.4% ใน 3Q23 ผลจากการใช้งบการตลาดที่สูงกว่าช่วง 1H23 แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าบริษัทจะใช้งบการตลาดทั้งปี 2023ที่ไม่เกิน 12% ของยอดขายตามแผน

ปรับคำแนะนำขึ้นจาก "ถือ" เป็น "ซื้อ"

เราชอบ SAPPE จากแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวที่สดใส จากความนิยมในผลิตภัณฑ์ MOGU MOGU ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องและโอกาสในการเติบโตจาก Product Champion ตัวใหม่ เช่น SAPPE Aloe Vera ที่ขายดีในตะวันออกกลาง มูลค่าพื้นฐานที่ 111.00 บาท คำนวณด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) ด้วย WACC 10% และ TG 3% เทียบเท่า 27xPE'24E หรือ +1SD ของค่าเฉลี่ยการซื้อขายในรอบ 5 ปี

BUY

Fair price: Bt111.00

Upside (Downside): 23%

Key Statistics

Bloomberg Ticker	SAPPE TB
Current price (Bt)	90.00
Market Cap. (Bt m)	26,744
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 RUKARIYAPONG	14.0
UBS AG SINGAPORE BRANCH	6.5

Key Financial Summary

Year End Dec	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	4,566	6,053	7,224	8,418
Net Profit (Bt m)	653	1,074	1,268	1,552
NP Growth (%)	59.5	64.5	18.0	22.5
EPS (Bt)	2.12	3.48	4.11	5.04
PER (x)	42.5	25.8	21.9	17.9
BPS (Bt)	10.9	12.6	14.4	16.6
PBV (x)	8.3	7.1	6.2	5.4
DPS (Bt)	1.65	2.18	2.88	3.52
Div. Yield (%)	1.8	2.4	3.2	3.9
ROA (%)	14.3	18.9	20.7	22.7
ROE (%)	19.4	27.6	28.5	30.3

Source: Pi Estimated

Analyst: Thanawich Boonchuwong

Registration No.110556

Email: thanawich.bo@pi.financial

Stock Update

5 Mar 2024

SAPPE SAPPE PCL

pi

Earnings review

(Bt m)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	%QoQ	%YoY
Revenue	1,032	1,520	1,657	1,667	1,209	(27.5)	17.2
Cost of sales	(612)	(864)	(920)	(897)	(661)	(26.4)	7.9
Gross profit	420	656	737	770	548	(28.8)	30.7
SG&A	(284)	(354)	(352)	(389)	(403)	3.5	41.7
Other (exp)/inc	35	35	36	32	43	34.1	22.0
EBIT	171	337	421	412	189	(54.3)	10.4
Finance cost	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	0.4	(1.9)
Other inc/(exp)	-	-	-	-	-	N.A.	N.A.
Earnings before taxes	170	336	420	412	188	(54.4)	10.5
Income tax	(40)	(67)	(81)	(83)	(43)	(47.9)	7.7
Earnings after taxes	130	268	339	329	145	(56.0)	11.3
Equity income	(1)	(1)	(11)	(9)	1	(108.4)	(210.4)
Minority interest	2	12	2	5	5	1.0	182.8
Earnings from cont. operations	131	280	329	325	151	(53.6)	14.8
Forex gain/(loss) & unusual items	23	(5)	(17)	(6)	17	(392.9)	(25.1)
Net profit	154	275	312	319	168	(47.3)	8.9
EBITDA	237	374	438	442	252	(43.0)	6.4
Recurring EPS (Bt)	0.43	0.91	1.07	1.05	0.49	(53.6)	14.8
Reported EPS (Bt)	0.50	0.89	1.01	1.04	0.55	(47.3)	8.9
Profits (%)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	chg QoQ	chg YoY
Gross margin	40.7	43.2	44.5	46.2	45.3	(0.8)	4.7
Operating margin	16.6	22.1	25.4	24.7	15.6	(9.1)	(1.0)
Net margin	15.0	18.1	18.8	19.1	13.9	(5.2)	(1.1)

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	27	33	25	21	(16)	29	18	1.4	2.6	3.0	17.0	19.7	21.1
OSP	BUY	24.00	26	24	22	20	24	10	7	8.7	5.0	5.2	14.5	16.0	17.1
ICHI	BUY	20.00	8	22	20	18	72	10	10	5.4	5.9	6.5	18.8	21.0	23.6
SAPPE	BUY	111.00	23	26	22	18	64	18	22	2.4	3.2	3.9	27.6	28.5	30.3
COCOCO	BUY	11.50	5	30	24	20	7	27	16	4.1	3.0	3.4	16.1	18.6	19.9
Average				26.8	22.5	19.6	30.2	18.8	14.7	4.4	3.9	4.4	18.8	20.8	22.4

Source : Company Data, Pi Research

Stock Update

pi

5 Mar 2024

SAPPE SAPPE PCL

อัตราแลกเปลี่ยน USD/THB

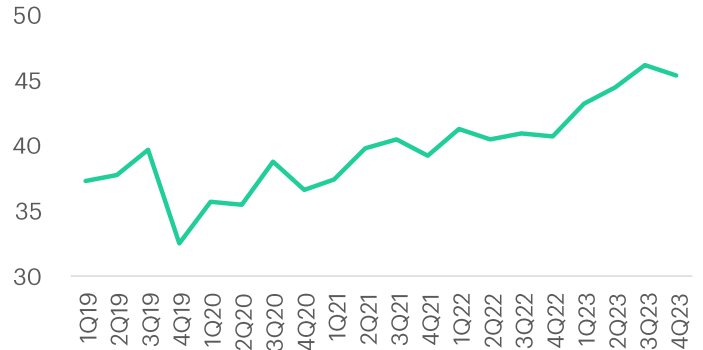
US\$/Baht



Source: ASPEN

อัตรากำไรขั้นต้นรายไตรมาส

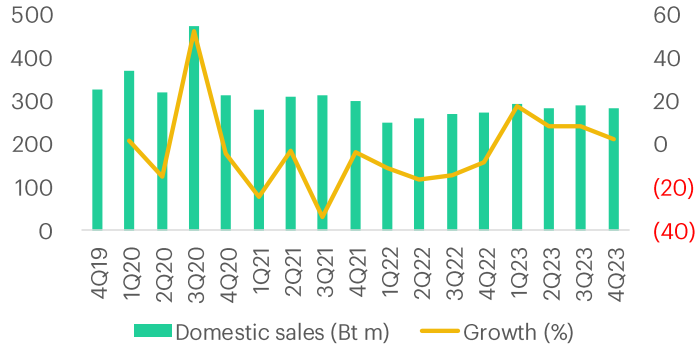
%



Source: Pi research, company data

ยอดขายในประเทศรายไตรมาส

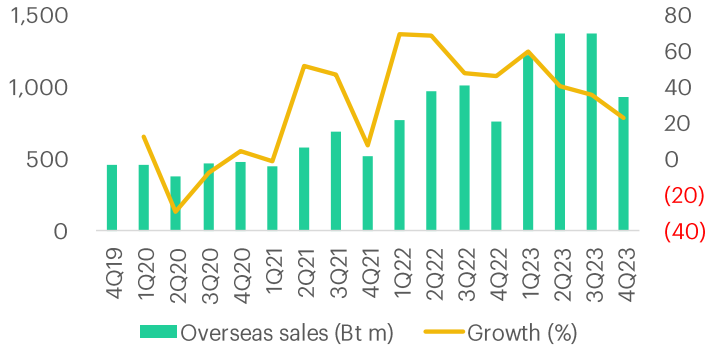
Bt m



Source: Pi research, company data

ยอดขายต่างประเทศรายไตรมาส

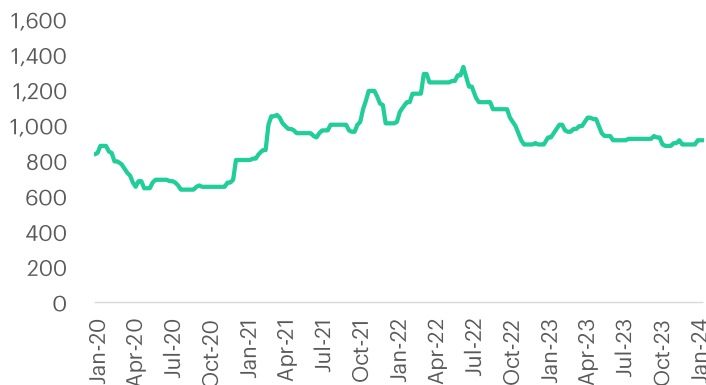
Bt m



Source: Pi research, company data

ราคาพลาสติกแบบ PET

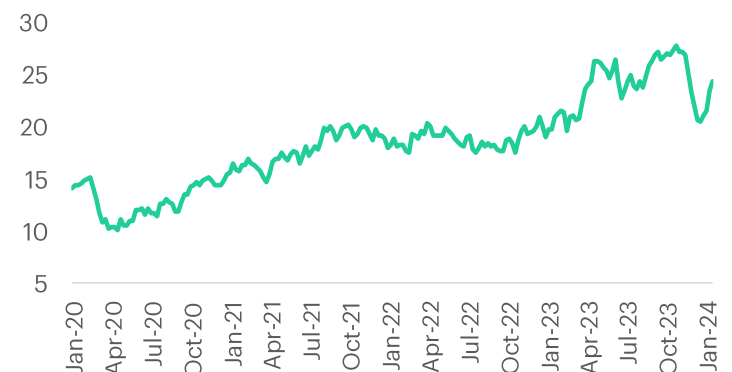
US\$/Ton



Source: Bloomberg

ราคาน้ำตาลในตลาดโลก

US\$/lb



Source: ASPEN

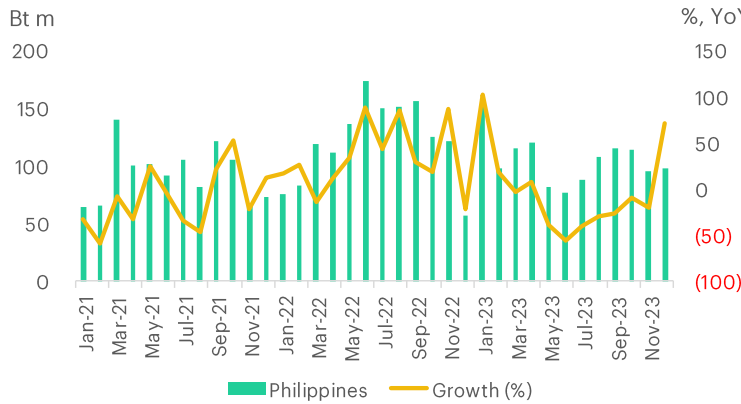
Stock Update

5 Mar 2024

SAPPE SAPPE PCL

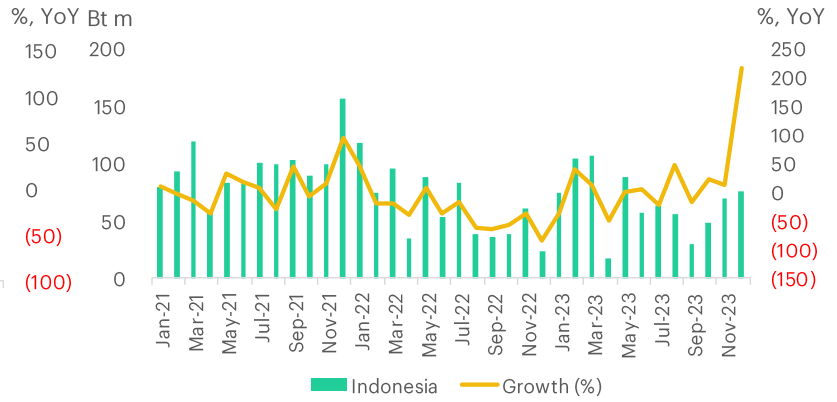
pi

เครื่องตั้งส่งออกประเภทอื่นๆไปยังฟิลิปปินส์



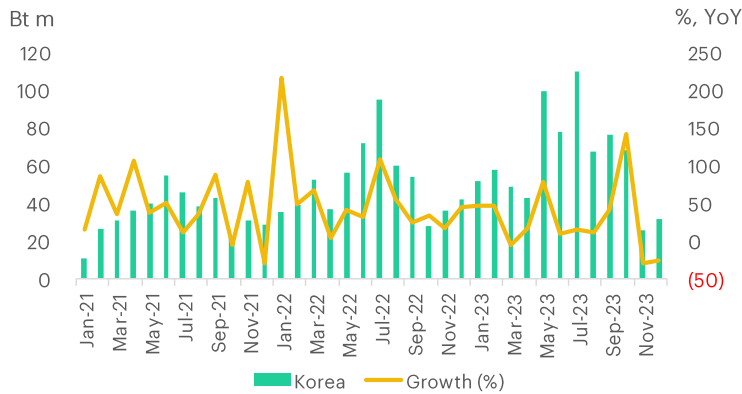
Source: Ministry of Commerce

เครื่องตั้งส่งออกประเภทอื่นๆไปยังอินโดนีเซีย



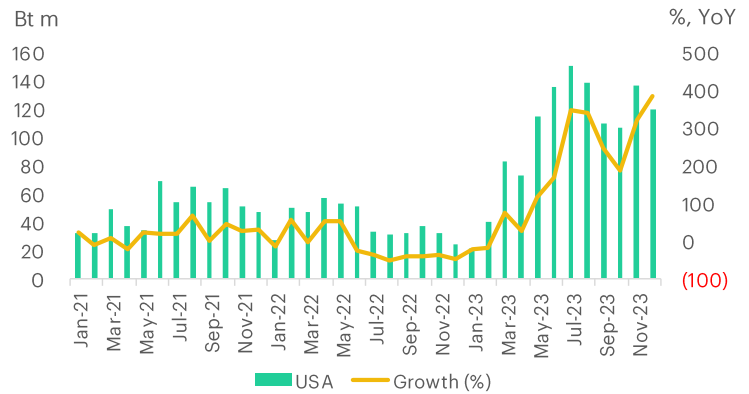
Source: Ministry of Commerce

เครื่องตั้งส่งออกประเภทอื่นๆไปยังเกาหลีใต้



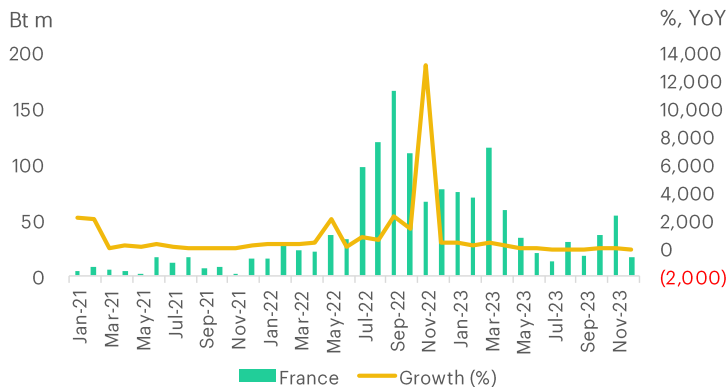
Source: Ministry of Commerce

เครื่องตั้งส่งออกประเภทอื่นๆไปยังอเมริกา



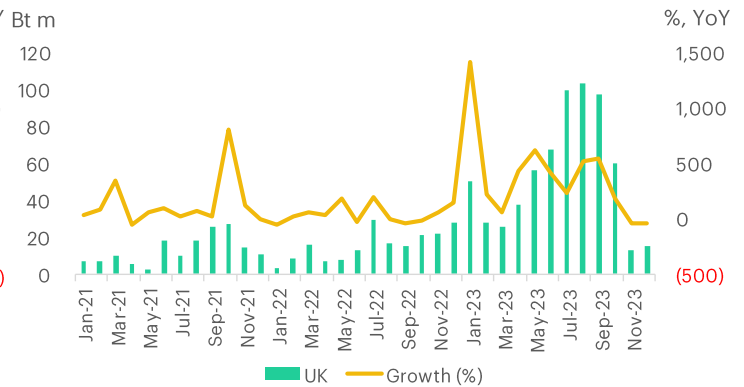
Source: Ministry of Commerce

เครื่องตั้งส่งออกประเภทอื่นๆไปยังฝรั่งเศส



Source: Ministry of Commerce

เครื่องตั้งส่งออกประเภทอื่นๆไปยังสหราชอาณาจักร



Source: Ministry of Commerce

Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Cash & equivalents	1,754	2,129	2,532	1,380	1,473
Accounts receivable	341	324	328	402	469
Inventories	291	444	438	564	631
Other current assets	139	182	358	369	380
Total current assets	2,524	3,079	3,656	2,715	2,953
Invest. in subs & others	89	119	99	99	99
Fixed assets - net	1,086	1,196	1,789	3,185	3,668
Other assets	150	167	137	134	132
Total assets	3,848	4,561	5,680	6,133	6,852
Short-term debt	11	10	9	-	-
Accounts payable	181	230	271	315	357
Other current liabilities	553	831	1,367	1,379	1,390
Total current liabilities	745	1,071	1,647	1,694	1,747
Long-term debt	-	-	-	-	-
Other liabilities	96	130	137	128	128
Total liabilities	842	1,201	1,784	1,822	1,876
Paid-up capital	306	308	308	308	308
Premium-on-share	1,036	1,078	1,071	1,071	1,071
Others	(1)	2	2	2	2
Retained earnings	1,564	1,870	2,436	3,005	3,670
Non-controlling interests	101	102	78	68	68
Total equity	3,006	3,360	3,896	4,455	5,119
Total liabilities & equity	3,848	4,561	5,680	6,276	6,995
Income Statement (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	3,444	4,566	6,053	7,224	8,418
Cost of goods sold	(2,089)	(2,703)	(3,341)	(3,986)	(4,586)
Gross profit	1,355	1,863	2,711	3,238	3,832
SG&A	(1,078)	(1,366)	(1,499)	(1,784)	(2,029)
Other income / (expense)	267	333	146	135	149
EBIT	544	830	1,358	1,589	1,952
Depreciation	198	187	178	261	299
EBITDA	715	1,006	1,506	1,837	2,243
Finance costs	(3)	(2)	(3)	(2)	(2)
Non-other income / (expense)	-	-	-	-	-
Earnings before taxes (EBT)	542	828	1,356	1,587	1,950
Income taxes	(106)	(162)	(275)	(317)	(390)
Earnings after taxes (EAT)	436	666	1,081	1,270	1,560
Equity income	(20)	0	(20)	(13)	(8)
Non-controlling interests	1	(1)	24	11	-
Core Profit	416	666	1,085	1,268	1,552
FX Gain/Loss & Extraordinary items	(7)	(12)	(10)	-	-
Net profit	410	653	1,074	1,268	1,552
EPS (Bt)	1.34	2.12	3.48	4.11	5.04

Cashflow Statement (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
CF from operation	693	1,015	1,664	1,370	1,764
CF from investing	(216)	(792)	(868)	(1,652)	(777)
CF from financing	(289)	(307)	(535)	(726)	(895)
Net change in cash	188	(84)	260	(1,008)	93

Valuation	2021	2022	2023	2024E	2025E
EPS (Bt)	1.34	2.12	3.48	4.11	5.04
Core EPS (Bt)	1.36	2.16	3.52	4.11	5.04
DPS (Bt)	1.10	1.65	2.18	2.88	3.52
BVPS (Bt)	9.8	10.9	12.6	14.4	16.6
EV per share (Bt)	84.3	83.1	81.8	85.5	85.2
PER (x)	67.3	42.5	25.8	21.9	17.9
Core PER (x)	66.2	41.7	25.6	21.9	17.9
PBV (x)	9.2	8.3	7.1	6.2	5.4
EV/EBITDA (x)	36.1	25.5	16.7	14.4	11.7
Dividend Yield (%)	1.2	1.8	2.4	3.2	3.9

Profitability Ratios (%)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Gross profit margin	39.3	40.8	44.8	44.8	45.5
EBITDA margin	20.8	22.0	24.9	25.4	26.6
EBIT margin	15.8	18.2	22.4	22.0	23.2
Net profit margin	11.9	14.3	17.7	17.5	18.4
ROA	10.6	14.3	18.9	20.7	22.7
ROE	13.6	19.4	27.6	28.5	30.3

Financial Strength Ratios	2021	2022	2023	2024E	2025E
Current ratio (x)	3.4	2.9	2.2	1.6	1.7
Quick ratio (x)	3.0	2.5	2.0	1.3	1.3
Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.0	0.0	0.0	-	-
Net Debt/Equity (x)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.3)	(0.3)
Interest coverage (x)	216.3	363.4	532.2	734.1	#####
Inventory day (days)	45	50	48	45	45
Receivable day (days)	41	27	20	20	20
Payable day (days)	35	28	27	28	28
Cash conversion cycle (days)	51	48	41	37	37

Growth (% YoY)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	5.4	32.6	32.5	19.4	16.5
EBITDA	4.1	40.6	49.8	22.0	22.1
EBIT	8.0	52.6	63.6	17.0	22.8
Core profit	8.5	59.9	63.0	16.9	22.5
Net profit	7.7	59.5	64.5	18.0	22.5
EPS	7.1	58.3	64.5	18.0	22.5

Source : Company Data, Pi Research

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