

ชะลอตัวระยะสั้น ระยะกลางยังสดใส

ประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวานนี้ออกมาในโทนลบ ยอดขาย 3Q24 มีแนวโน้มต่ำกว่า 1Q24 นอกจากนี้ 4Q24 ยังคงเป็น Low season เหมือนทุกปี ขณะที่กำลังการผลิตใหม่เพิ่มขึ้นเป็น 202k ton/year ช่วง 2Q24 และจะเพิ่มขึ้นเป็น 326k ton/year ใน 2Q25 โดยเราปรับลดประมาณการกำไรปี2024-25 ลง 3%-10% เพื่อสะท้อนยอดขายที่ต่ำกว่าคาดจากยอดขายในเกาหลี อินโดนีเซีย และทวีปตะวันออกกลางที่ต่ำกว่าคาด แต่อย่างไรก็ตามเรามองว่าราคาหุ้นที่ปรับลดลง 16% เมื่อวานนี้สะท้อนปัจจัยลบดังกล่าวไปค่อนข้างมากแล้ว ขณะที่เราเชื่อว่าการเติบโตในระยะกลางยังดี เห็นได้จากยอดขายใน MOGU MOGU ที่เติบโตได้ดีกว่าเครื่องดื่มใน Category เดียวกัน เราคงคำแนะนำ ซื้อ มูลค่าพื้นฐาน 90.00 บาท เดิม 111.00 บาท ระยะสั้นขาดปัจจัยหนุน เรามองว่าหลังประกาศงบ 4Q24 เป็นจุดที่ดีในการเข้าสะสม เนื่องจากคำสั่งซื้อที่ชะลอตัวได้สะท้อนผ่านงบไปแล้ว หากคำสั่งซื้อใหม่เข้ามาดีต่อเนื่อง ไม่ทำให้ Utilization rate ช่วง 2Q25 ลดลงมากนัก

3 ประเด็นหลักที่ไม่น่าตามเป้า กดดันเป้าหมายยอดขายปี2024

- ผู้บริหารยังคงตั้งเป้ายอดขาย 10,000 ล้านบาท ในปี2026 แต่ปรับเป้าหมายเติบโตของรายได้ปี2024 ลดลงจาก 20%-25% เป็น 15%-20% ผลจากยอดขายที่ไม่เป็นไปตามเป้าของประเทศอินโดนีเซีย (ผลจากปัญหาภายในของตัวแทนจำหน่าย), เกาหลีใต้ (คำสั่งซื้อผู้บริโภครีไซเคิลที่ชะลอตัว นำมาซึ่งการแข่งขันที่เพิ่มขึ้น), ทวีปตะวันออกกลาง (ปัญหาจากการปิดท่าเรือเนื่องจากสงคราม) และบางส่วนเป็นผลจากตัวแทนจำหน่ายบางรายมีการสต็อกสินค้าเข้าไปมากในช่วงก่อนที่คำสั่งการผลิตใหม่จะเข้า (เราสมมติฐานยอดขายโต 15% YoY ในปี2024 จากเดิม 19% YoY)
- มองเป้าหมายปี2024 ช่วง Q2 เป็นจุดสูงสุดของปี ตามมาด้วย Q1, Q3, และ Q4 เป็นจุดต่ำสุด โดยเราคาดยอดขายในเอเชียโต 5% YoY ใน 2H24 ผลจากยอดขายจากอินเดียและประเทศอื่นๆสามารถหักลบยอดขายอินโดนีเซียที่ลดลง YoY ได้ ยุโรปและอเมริกาโต 20% YoY ใน 2H24 ส่วนทวีปตะวันออกกลางอ่อนตัวลง YoY
- กำลังการผลิตใหม่ในช่วง 2Q24 ทำให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นเป็น 202k ton จาก 159k ton และจะมีกำลังการผลิตใหม่ในช่วง 2Q25 ทำให้กำลังการผลิตเพิ่มเป็น 326k ton
- ยังคงการค่าใช้จ่ายในการขายไม่เกิน 13% ของยอดขาย โดยมี Marketing activities เช่น ทำโฆษณากับ k-pop "SEVENTEEN" เพียง 6 สัปดาห์ 280 ล้านวิว ปัจจุบันได้วิวถึง 350 ล้านวิว เข้าไปขายสินค้าในงาน concert "Taylor Swift" ซึ่งได้ผลตอบแทนที่ดี

กำไร 2Q24 เติบโตทั้ง YoY และ QoQ

- รายได้ 2Q24 ที่ 2 พันล้านบาท (+21%YoY, +9%QoQ) หนุนจากยอดขายตลาดต่างประเทศ 1.7 พันล้านบาท (+21%YoY) จากยอดขายในตลาดอเมริกาและยุโรปที่เติบโตเด่น 40%YoY ยอดขายในเอเชีย (+8%YoY) ซึ่งเป็นพอร์ตหลักได้แรงหนุนจากปัจจัยฤดูกาลช่วงหน้าร้อนประกอบกับความนิยมในตัวสินค้าที่เพิ่มขึ้นในตลาดอินเดีย ขณะที่ยอดขายทวีปตะวันออกกลาง (+18%YoY) ยังคงเติบโต QoQ แม้ว่า 1Q24 จะโตเด่นจากเทศกาลรามาดอน ยอดขายในประเทศเติบโตเป็น 338 ล้านบาท (+20%YoY) หลังการปรับแบรนด์สินค้า
- อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ขยายตัว YoY ที่ 47.1% ใน 2Q24 จาก 44.5% ใน 2Q23 และ 46.0% ใน 1Q24 ผลจากการบริหารจัดการการผลิตที่มีประสิทธิภาพ ขณะที่ต้นทุนหลัก (น้ำตาล และ PET resin) ได้ลือคราไปใกล้เคียงกับ 1Q24
- อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายเพิ่มขึ้นเป็น 25.0% ใน 2Q24 จาก 21.3% ใน 2Q23 ทรงตัวจาก 1Q24 ผลจากการรับรู้ค่าใช้จ่าย Brand Ambassador "Seventeen" โดยจะทยอยรับรู้ตลอดอายุสัญญาในปี

คงคำแนะนำ "ซื้อ" ชะลอตัวระยะสั้น

เราชอบ SAPPE จากแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวที่สดใสจากความนิยมในผลิตภัณฑ์ MOGU MOGU ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เราคงคำแนะนำ ซื้อ มูลค่าพื้นฐาน 90.00 บาท คำนวณด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) ด้วย WACC 10% และ TG 3% เทียบเท่า 20xPE/25E หรือ -1SD ของค่าเฉลี่ยการซื้อขายในรอบ 5 ปี

BUY

Fair price: Bt90.00

Upside (Downside): 18%

Key Statistics

Bloomberg Ticker	SAPPE TB
Current price (Bt)	76.50
Market Cap. (Bt m)	23,584
Shares issued (mn)	308
Par value (Bt)	1.00
52 Week high/low (Bt)	107.5 / 71.3
Foreign limit/ actual (%)	49/10.3
NVDR Shareholders (%)	5.8
Free float (%)	26.4
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 29 Mar 2024

MS. PIYAJIT RUCKARIYAPONG	17.7
MR. ADISAK RUCKARIYAPONG	16.8
MR. ARNUPAP RUCKARIYAPONG	15.3
MR. TANARAT RUKARIYAPONG	14.1
Thai NVDR Company Limited	5.8

Key Financial Summary

Year End Dec	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	4,566	6,053	6,940	7,684
Net Profit (Bt m)	653	1,074	1,287	1,388
NP Growth (%)	59.5	64.5	19.8	7.9
EPS (Bt)	2.12	3.48	4.17	4.50
PER (x)	36.1	22.0	18.3	17.0
BPS (Bt)	10.9	12.6	14.6	16.4
PBV (x)	7.0	6.1	5.2	4.7
DPS (Bt)	1.65	2.18	2.71	2.93
Div. Yield (%)	2.2	2.8	3.5	3.8
ROA (%)	14.3	18.9	20.8	20.5
ROE (%)	19.4	27.6	28.5	27.4

Source: Pi Estimated

Analyst: Thanawich Boonchuwong

Registration No.110556

Email: thanawich.bo@pi.financial

Stock Update



20 AUG 2024

SAPPE SAPPE PCL

Earnings review

(Bt m)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	%QoQ	%YoY
Revenue	1,657	1,667	1,209	1,836	1,996	8.7	20.5
Cost of sales	(920)	(897)	(661)	(991)	(1,056)	6.6	14.9
Gross profit	737	770	548	845	940	11.2	27.5
SG&A	(352)	(389)	(403)	(459)	(499)	8.8	41.7
Other (exp)/inc	36	32	43	68	64	(5.7)	79.1
EBIT	421	412	189	455	505	11.1	20.0
Finance cost	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(6.4)	(17.2)
Other inc/(exp)	-	-	-	-	-	N.A.	N.A.
Earnings before taxes	420	412	188	454	505	11.1	20.1
Income tax	(81)	(83)	(43)	(90)	(104)	16.5	28.6
Earnings after taxes	339	329	145	365	400	9.8	18.0
Equity income	(11)	(9)	1	2	(1)	(123.1)	(95.2)
Minority interest	2	5	5	(2)	(1)	(68.4)	(134.2)
Earnings from cont. operations	329	325	151	365	399	9.3	21.2
Forex gain/(loss) & unusual items	(17)	(6)	17	(13)	12	(189.9)	(168.8)
Net profit	312	319	168	352	411	16.6	31.5
EBITDA	438	442	252	492	575	16.8	31.3
Recurring EPS (Bt)	1.07	1.05	0.49	1.18	1.29	9.3	21.2
Reported EPS (Bt)	1.01	1.04	0.55	1.14	1.33	16.6	31.5
Profits (%)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	chg QoQ	chg YoY
Gross margin	44.5	46.2	45.3	46.0	47.1	1.0	2.6
Operating margin	25.4	24.7	15.6	24.8	25.3	0.5	(0.1)
Net margin	18.8	19.1	13.9	19.2	20.6	1.4	1.7

Source: Pi research, company data

Sector summary

Company	Rec	TP (Bt)	Upside (%)	P/E (X)			EPS Growth (%)			Dividend Yield (%)			ROE(%)		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
CBG	BUY	75.00	9	36	26	23	(16)	40	11	1.3	2.5	2.8	17.0	21.0	21.3
OSP	BUY	27.50	23	28	25	20	24	13	22	7.4	3.8	4.7	14.5	15.9	18.5
ICHI	BUY	18.00	26	17	13	13	72	26	0	7.0	7.7	7.7	18.8	23.4	23.6
SAPPE	BUY	90.00	18	22	18	17	64	20	8	2.8	3.5	3.8	27.6	28.5	27.4
COCOCO	BUY	15.30	25	33	19	14	7	74	35	3.7	3.7	4.9	16.1	23.8	27.9
Average				27.2	20.2	17.6	30.2	34.6	15.2	4.4	4.3	4.8	18.8	22.5	23.7

Source : Company Data, Pi Research

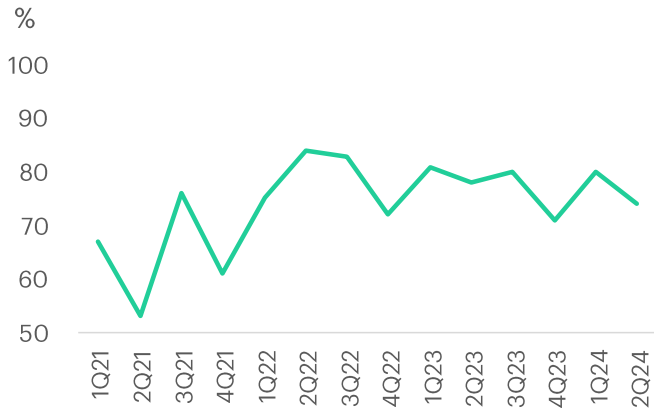
Stock Update



20 AUG 2024

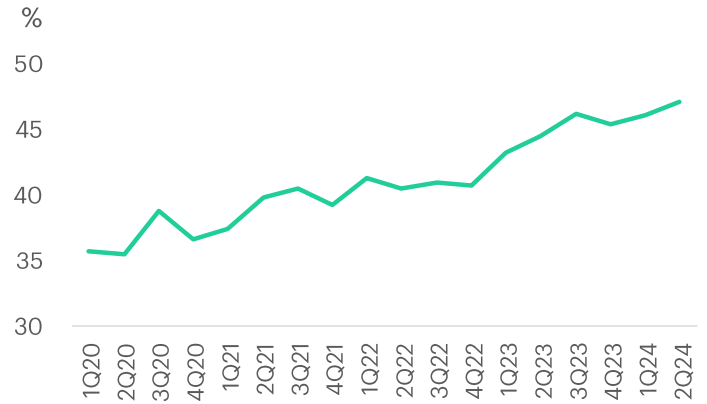
SAPPE SAPPE PCL

อัตราการใช้จ่ายการผลิต (%)



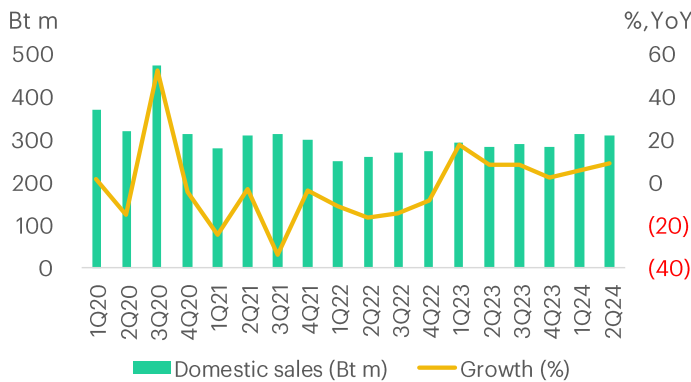
Source: Pi research, company data

อัตรากำไรขั้นต้นรายไตรมาส



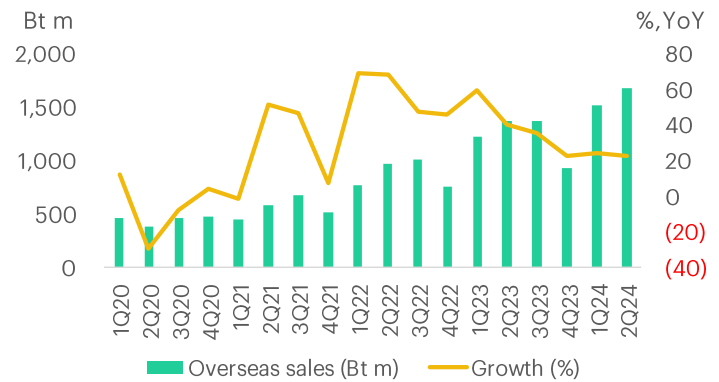
Source: Pi research, company data

ยอดขายในประเทศรายไตรมาส



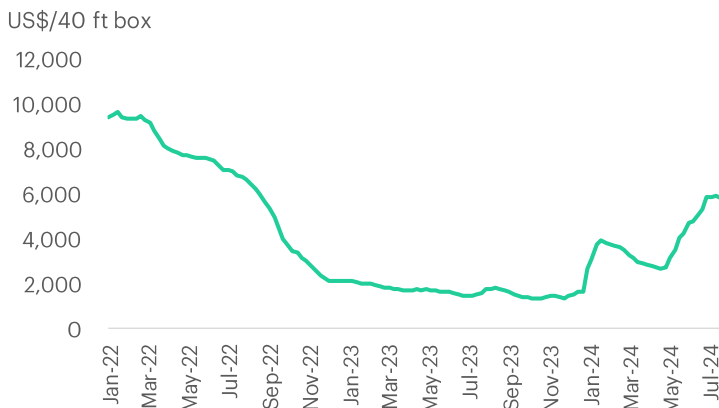
Source: Pi research, company data

ยอดขายต่างประเทศรายไตรมาส



Source: Pi research, company data

ค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์



Source: Bloomberg

5-Years trailing P/E band



Source: ASPEN

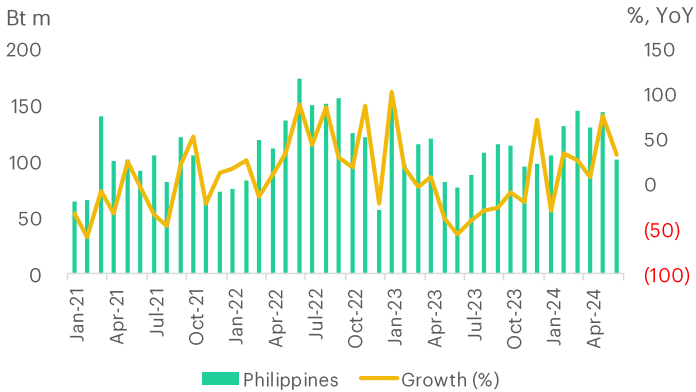
Stock Update



20 AUG 2024

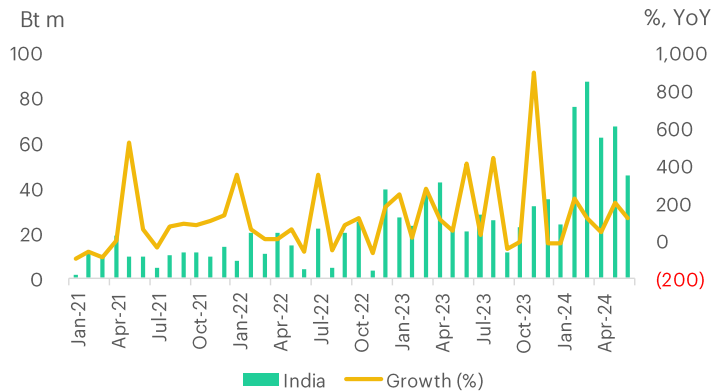
SAPPE SAPPE PCL

เครื่องตั้งส่งออกประเภทอื่นๆ ไปยังฟิลิปปินส์



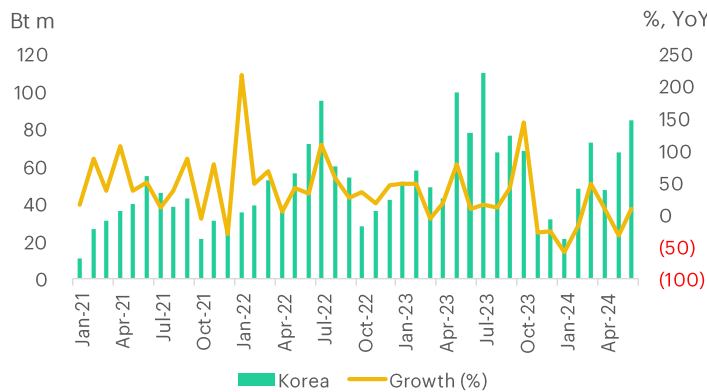
Source: Ministry of Commerce

เครื่องตั้งส่งออกประเภทอื่นๆ ไปยังอินเดีย



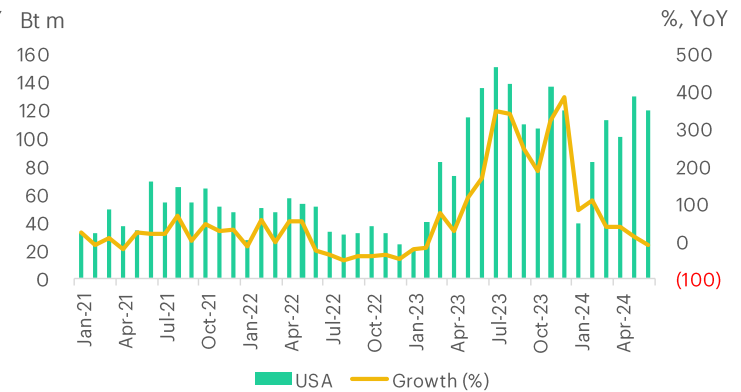
Source: Ministry of Commerce

เครื่องตั้งส่งออกประเภทอื่นๆ ไปยังเกาหลีใต้



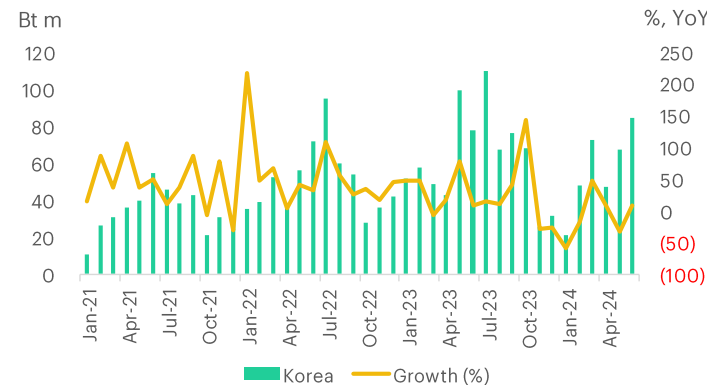
Source: Ministry of Commerce

เครื่องตั้งส่งออกประเภทอื่นๆ ไปยังอเมริกา



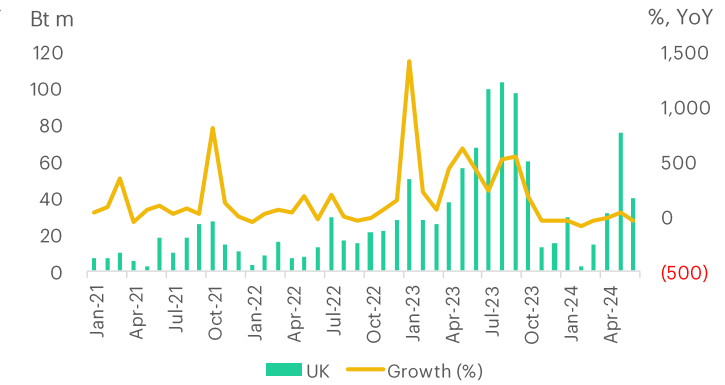
Source: Ministry of Commerce

เครื่องตั้งส่งออกประเภทอื่นๆ ไปยังฝรั่งเศส



Source: Ministry of Commerce

เครื่องตั้งส่งออกประเภทอื่นๆ ไปยังสหราชอาณาจักร



Source: Ministry of Commerce



Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Cash & equivalents	1,754	2,129	2,532	1,465	1,488
Accounts receivable	341	324	328	392	435
Inventories	291	444	438	529	574
Other current assets	139	182	358	369	380
Total current assets	2,524	3,079	3,656	2,755	2,877
Invest. in subs & others	89	119	99	99	99
Fixed assets - net	1,086	1,196	1,789	3,185	3,671
Other assets	150	167	137	134	132
Total assets	3,848	4,561	5,680	6,173	6,778
Short-term debt	11	10	9	-	-
Accounts payable	181	230	271	297	333
Other current liabilities	553	831	1,367	1,379	1,390
Total current liabilities	745	1,071	1,647	1,676	1,724
Long-term debt	-	-	-	-	-
Other liabilities	96	130	137	128	128
Total liabilities	842	1,201	1,784	1,804	1,852
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	3,051	3,603
Non-controlling interests	101	102	78	79	84
Total equity	3,006	3,360	3,896	4,512	5,069
Total liabilities & equity	3,848	4,561	5,680	6,316	6,921
Income Statement (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	3,444	4,566	6,053	6,940	7,684
Cost of goods sold	(2,089)	(2,703)	(3,341)	(3,795)	(4,300)
Gross profit	1,355	1,863	2,711	3,144	3,385
SG&A	(1,078)	(1,366)	(1,499)	(1,777)	(1,893)
Other income / (expense)	267	333	146	240	248
EBIT	544	830	1,358	1,608	1,739
Depreciation	198	187	178	261	299
EBITDA	715	1,006	1,506	1,871	2,042
Finance costs	(3)	(2)	(3)	(2)	(2)
Non-other income / (expense)	-	-	-	-	-
Earnings before taxes (EBT)	542	828	1,356	1,606	1,737
Income taxes	(106)	(162)	(275)	(321)	(347)
Earnings after taxes (EAT)	436	666	1,081	1,285	1,390
Equity income	(20)	0	(20)	3	4
Non-controlling interests	1	(1)	24	(1)	(5)
Core Profit	416	666	1,085	1,287	1,388
FX Gain/Loss & Extraordinary items	(7)	(12)	(10)	-	-
Net profit	410	653	1,074	1,287	1,388
EPS (Bt)	1.34	2.12	3.48	4.17	4.50

Cashflow Statement (Bt m)	2021	2022	2023	2024E	2025E
CF from operation	693	1,015	1,664	1,428	1,646
CF from investing	(216)	(792)	(868)	(1,652)	(780)
CF from financing	(289)	(307)	(535)	(700)	(844)
Net change in cash	188	(84)	260	(923)	23

Valuation	2021	2022	2023	2024E	2025E
EPS (Bt)	1.34	2.12	3.48	4.17	4.50
Core EPS (Bt)	1.36	2.16	3.52	4.17	4.50
DPS (Bt)	1.10	1.65	2.18	2.71	2.93
BVPS (Bt)	9.8	10.9	12.6	14.6	16.4
EV per share (Bt)	70.8	69.6	68.3	71.7	71.7
PER (x)	57.2	36.1	22.0	18.3	17.0
Core PER (x)	56.3	35.4	21.7	18.3	17.0
PBV (x)	7.8	7.0	6.1	5.2	4.7
EV/EBITDA (x)	30.3	21.3	14.0	11.8	10.8
Dividend Yield (%)	1.4	2.2	2.8	3.5	3.8

Profitability Ratios (%)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Gross profit margin	39.3	40.8	44.8	45.3	44.0
EBITDA margin	20.8	22.0	24.9	27.0	26.6
EBIT margin	15.8	18.2	22.4	23.2	22.6
Net profit margin	11.9	14.3	17.7	18.5	18.1
ROA	10.6	14.3	18.9	20.8	20.5
ROE	13.6	19.4	27.6	28.5	27.4

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	363	532	743	856
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	14.7	10.7
EBITDA	4.1	40.6	49.8	24.3	9.1
EBIT	8.0	52.6	63.6	18.4	8.2
Core profit	8.5	59.9	63.0	18.6	7.9
Net profit	7.7	59.5	64.5	19.8	7.9
EPS	7.1	58.3	64.5	19.8	7.9

Source : Company Data, Pi Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2023

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

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ภัย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

ความหมายของคำแนะนำ

"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

Stock Rating Definition

BUY The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
HOLD The stock's total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
SELL The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นทศรูปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้งายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย