



SAPPE PUBLIC COMPANY LIMITED

SAPPE TB Outperform

Target Price Bt 88.10

Price (22/05/2023) Bt 75.25

Upside % 17.08

Valuation PER

Sector Food & Beverage

Market Cap Btm 23,199

30-day avg turnover Btm 52.82

No. of shares on issue m 308

CG Scoring Very Good

Anti-Corruption Indicator Certified

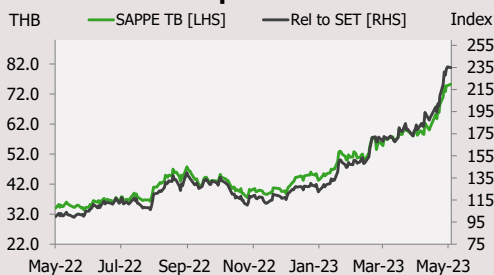
Investment fundamentals

Year end Dec 31 2022A 2023E 2024E 2025E

Company Financials

Revenue (Btmn)	4,566	5,879	6,909	7,795
Core profit (Btmn)	666	1,012	1,137	1,316
Net profit (Btmn)	653	1,012	1,137	1,316
Net EPS (Bt)	2.12	3.28	3.69	4.32
DPS (Bt)	1.10	2.30	2.58	2.61
BVPS (Bt)	10.57	11.56	12.67	14.54
Net EPS growth (%)	57.29	54.96	12.30	17.24
ROA (%)	15.83	21.21	21.87	23.05
ROE (%)	21.60	29.67	30.43	31.59
Net D/E (x)	-0.07	-0.09	-0.03	-0.09
Valuation				
P/E (x)	21.24	22.84	20.34	17.35
P/BV (x)	4.26	6.49	5.92	5.16
EV/EBITDA (x)	13.47	15.57	13.38	11.47
Dividend yield (%)	2.44	3.06	3.44	3.49

SAPPE TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limited to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Varaj Tharamart

varaj.t@kasikornsecurities.com

23 May 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

คาดการณ์ไรสุทธิต่อ 1 พันลบ.ในปี 2566

- ▶ ในการประชุม SAPPE มีแนวทาง 1) ความเสี่ยงขาขึ้น 25% ต่อเป้าหมายยอดขายเติบโต 2) GPM จะเพิ่มขึ้นจาก 1/66 3) M&A เพื่อขับเคลื่อนการเติบโตในระยะยาว
- ▶ ปรับเพิ่มประมาณการ EPS ปี 2566/67/68 ขึ้น 2.6%/2.6%/2.7% จากยอดขายในอเมริกาเหนือ ยุโรป เอเชีย เพิ่มขึ้น การคาดการณ์ของเราเป็นไปอย่างระมัดระวัง
- ▶ "ซื้อ" ด้วย TP เพิ่มเป็น 88.1 บาท จาก 1) ความเสี่ยงขาขึ้นต่อแนวโน้มปี 2566 2) วิธีการเติบโตแข็งแกร่ง 3) ความเสี่ยงขาขึ้นจาก M&A 4) การประเมินมูลค่าราคาถูก

Investment Highlights

- ▶ เหตุการณ์ เราเข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์ของ SAPPE เมื่อวันที่ 22 พ.ค. และออกมาด้วยมุมมองที่เป็นบวก ประเด็นสำคัญจากการประชุมคือ 1) ความเสี่ยงขาขึ้นต่อเป้าหมายรายได้ปี 2566 เดิมโต 25% ของผู้บริหาร และระดับอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ในช่วง 4 ปีที่ 21% 2) ข้อตกลงการเข้าซื้อกิจการ (M&A) เพื่อขับเคลื่อน CAGR 4 ปีที่สูงขึ้น 3) ไตรมาส 2/2566 และ 3/2566 จะเติบโต QoQ จากไตรมาส 1/2566 4) ไตรมาส 4/66 จะเป็นจุดต่ำสุดในปี 2566 เนื่องจากฤดูกาลปกติ และ 5) เริ่มเพิ่มกำลังการผลิตเป็นสองเท่าโดยเพิ่มสายการผลิตใหม่ 4 สายในช่วงปี 2567-2569
- ▶ แนวโน้มปี 2566 SAPPE มั่นใจว่าโมเมนตัมแข็งแกร่งต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปี ด้วยเหตุนี้ เราคาดว่ายอดขายในไตรมาส 2/2566 จะเติบโตขึ้น 29% YoY, ไตรมาส 3/2566 จะขยายตัวขึ้น 31% YoY และไตรมาส 4/2566 จะเติบโตช้าลงเป็น 5% YoY ในขณะที่อัตรากำไรสุทธิ (NPM) ไม่น่าจะคลาดเคลื่อนจากที่ 17.6% ในไตรมาส 1/2566 มากนัก เนื่องจาก GPM น่าจะขยายตัวจากไตรมาส 1/2566 ที่ 43.2% ตามอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้น แม้ว่าค่าใช้จ่ายในการขายอาจเร่งตัวขึ้นจากไตรมาส 1/2566 จากแคมเปญส่งเสริมการขายที่เพิ่มขึ้น
- ▶ การวิเคราะห์ความอ่อนไหว จากการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเป็น 450 บาทต่อวันในปี 2567 เราคาดว่าจะมีต้นทุนแรงงานทางตรงเพิ่มขึ้นอีก 24 ลบ.ต่อปี ซึ่งคิดเป็น 2.1% ของประมาณการกำไรสุทธิในปี 2567 ในด้านบวก เราคาดว่าอัตราค่าไฟฟ้าจะลดลง 9 ลบ.ต่อไตรมาสจากไตรมาส 1/2566 ตามการประกาศอัตราค่า Ft ที่ถูกลง
- ▶ ปรับปรุงประมาณการกำไร เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรต่อหุ้น (EPS) สำหรับปี 2566/67/68 ขึ้น 2.6%/2.6%/2.7% โดยเพิ่มประมาณการยอดขายในอเมริกาเหนือ ยุโรป และ เอเชีย 5% เพื่อสะท้อนถึงการเติบโตที่แข็งแกร่งรายไตรมาส ในปี 2567 เราได้รวมค่าเสื่อมราคาเพิ่มเติมอีก 64 ลบ.ต่อปีจากแผนตัวเลขแนวทางลงทุน (CAPEX) ของ SAPPE เข้ากับการขยายกำลังการผลิตเชื้อเพลิง (แผนภาพ 6) คาดการณ์ยอดขายในปี 2566/67/68 ของเรากลับมาใกล้เคียงกับแนวทางของผู้บริหาร +3%/0%/-5.9% อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าการคาดการณ์ของเรายังคงเป็นไปอย่างระมัดระวัง
- ▶ ความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น 68.2% YTD เทียบกับ SET ที่ลดลง 9.2% การประเมินมูลค่าปัจจุบันดูไม่แพงด้วยการซื้อขายหุ้นที่ PER ในปี 2566/67/68 ที่ 22.8 เท่า/20.3 เท่า/17.8 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่ 25 เท่า PEG ปี 2566 อยู่ที่ 0.65 เท่า

Valuation and Recommendation

- ▶ "ซื้อ" เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ SAPPE ที่ราคาเป้าหมาย 88.1 บาท โดยมี PER ล่วงหน้า 22 เท่า (+2SD เหนือค่าเฉลี่ยในอดีต) จาก 20 เท่า จาก 78 บาท จากการปรับขึ้นเป็น PER band ในอดีต เราตัดสินใจปรับเพิ่มเป้าหมาย PER ล่วงหน้าเนื่องจาก 1) CAGR ของกำไรสุทธิ 3 ปีที่ 26.3% 2) ROE เข้าใกล้ 30% สูงสุดในกลุ่มอุตสาหกรรมเครื่องดื่มในประเทศ และ 3) ค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมอยู่ที่ 25 เท่า ปัจจัยที่อาจส่งผลต่อคำแนะนำ ได้แก่ 1) ความเสี่ยงขาขึ้นต่อแนวโน้มในปี 2566 2) เส้นทางการเติบโตที่แข็งแกร่งรายไตรมาสซึ่งได้แรงหนุนจากการขยายตัวของอัตรากำไรขั้นต้นและรายได้หลัก 3) ความเสี่ยงขาขึ้นจาก M&A เพื่อสร้างการเติบโตจากภายนอก และ 4) การประเมินมูลค่าราคาถูก
- ▶ ปัจจัยเสี่ยง ได้แก่ 1) ราคาวัตถุดิบและบรรจุภัณฑ์เพิ่มขึ้นอีก 2) เงินบาทแข็งค่า 3) อุปสงค์ในประเทศและต่างประเทศลดลง และ 4) ความยั่งยืนของคำสั่งซื้อ

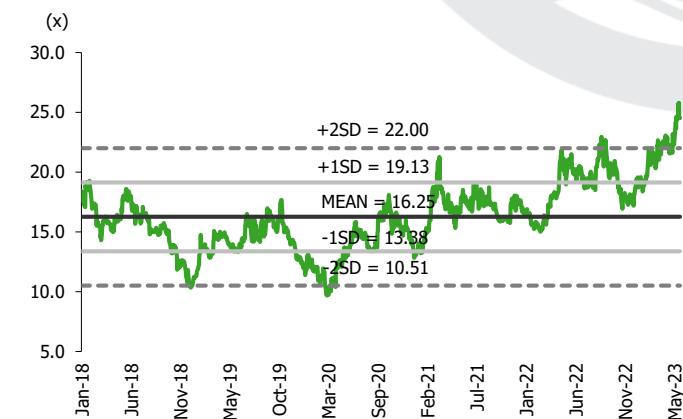


Fig 1 Earnings revisions

Unit: Btmn.	2023E			2024E			2025E		
Profit and loss statements	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change
Total revenue	5,879	5,732	2.6	6,909	6,734	2.6	7,795	7,594	2.7
Cost of goods sold	3,321	3,239	2.6	3,973	3,872	2.6	4,443	4,328	2.7
Gross profit	2,557	2,494	2.6	2,936	2,862	2.6	3,352	3,265	2.7
SG&A	1,374	1,340	2.6	1,615	1,574	2.6	1,822	1,775	2.7
Operating profit	1,278	1,246	2.6	1,433	1,397	2.6	1,656	1,613	2.7
EBITDA	1,464	1,432	2.2	1,719	1,682	2.2	1,954	1,908	2.4
EBIT	1,277	1,245	2.6	1,433	1,397	2.6	1,659	1,616	2.7
Core profit	1,012	987	2.6	1,137	1,108	2.6	1,316	1,282	2.7
Net profit	1,012	987	2.6	1,137	1,108	2.6	1,316	1,282	2.7
Key assumptions									
GPM (%)	43.5	43.5	0.0	42.5	42.5	0.0	43.0	43.0	0.0
SG&A to sales (%)	23.0	23.0	0.0	23.0	23.0	0.0	23.0	23.0	0.0
Domestic sales (Bt)	1,244	1,244	-0.0	1,353	1,353	-0.0	1,447	1,447	-0.0
International sales (Bt)	4,634	4,488	3.3	5,556	5,381	3.3	6,348	6,146	3.3
Avg. FX assumption (Bt/USD)	34.5	34.5	0.0	33.5	33.5	0.0	33.5	33.5	0.0

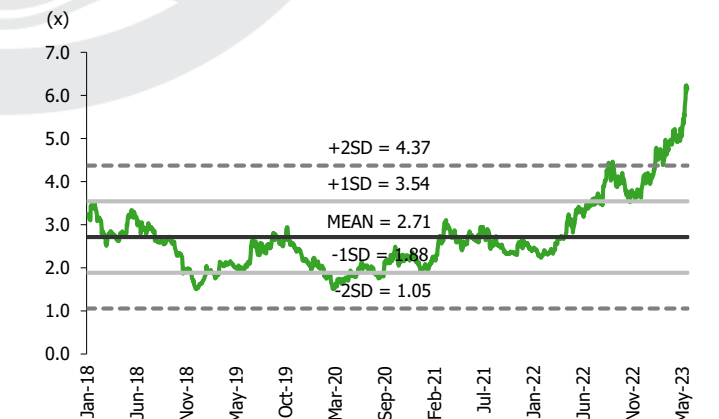
Source: Company data, KS Research

Fig 2 12M FWD PER (x)



Source: Bloomberg, KS Research

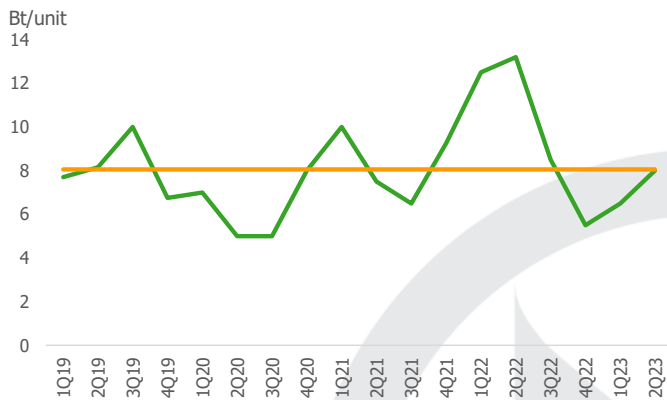
Fig 3 12M FWD PBV (x)



Source: Bloomberg, KS Research



Fig 4 PET price



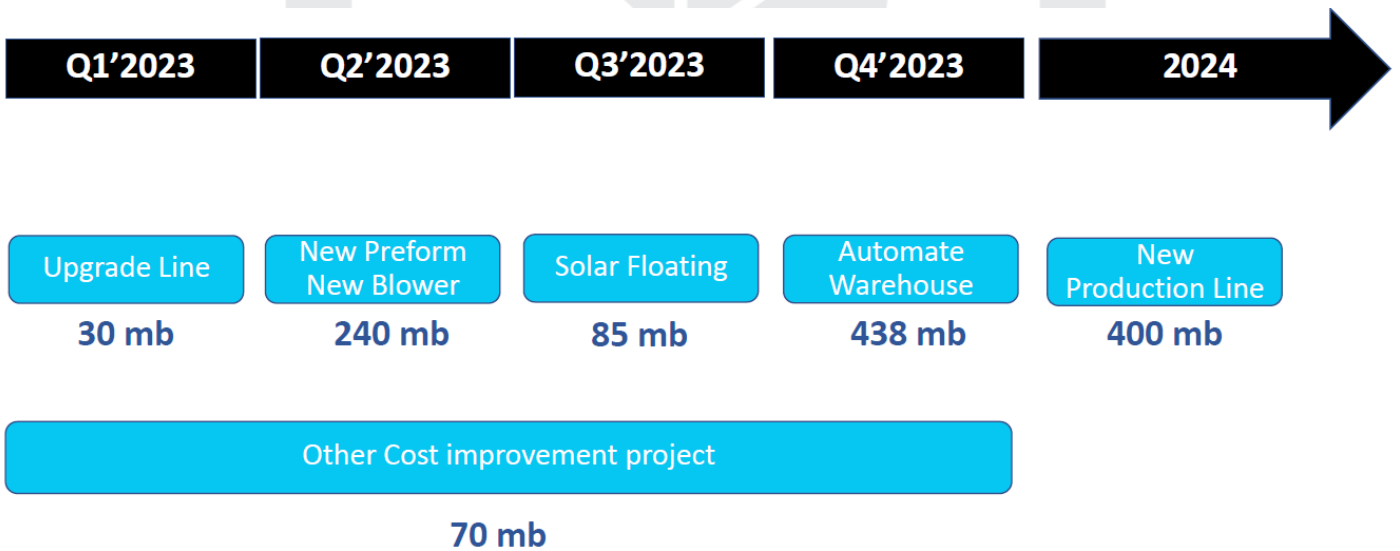
Source: Wongpanit, KS Research

Fig 5 Shanghai Export Containerized Freight Index



Source: Bloomberg, KS Research

Fig 6 CAPEX plan that would incur additional depreciation expense of Bt64mn per year in 2024



Source: Company data, KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	Cashflow (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	3,444	4,566	5,879	6,909	7,795	Net profit	411	653	1,012	1,137	1,316
Cost of sales and services	-2,089	-2,703	-3,321	-3,973	-4,443	Depreciation & amortization	198	183	185	286	298
Gross Profit	1,355	1,863	2,557	2,936	3,352	Change in working capital	99	105	-189	-118	-99
SG&A	-1,078	-1,366	-1,374	-1,615	-1,822	Others	-21	58	1	1	2
Other income	269	333	95	112	126	CF from operation activities	686	999	1,010	1,306	1,516
EBIT	525	831	1,277	1,433	1,659	Capital expenditure	-93	-305	-243	-702	-396
EBITDA	743	1,014	1,464	1,719	1,954	Investment in subs and affiliates	-98	-489	44	-37	-38
Interest expense	-3	-2	-2	-2	-2	Others	-2	2	-5	0	0
Equity earnings	-20	0	-2	0	3	CF from investing activities	-192	-792	-205	-739	-434
EBT	523	829	1,274	1,431	1,657	Cash dividend	-310	-338	-709	-796	-796
Income tax	-106	-162	-252	-283	-328	Net proceeds from debt	-29	9	-5	-5	-5
NPAT	417	667	1,022	1,148	1,329	Capital raising	39	44	0	0	0
Minority Interest	-1	1	10	11	13	Others	-6	4	13	11	13
Core Profit	417	666	1,012	1,137	1,316	CF from financing activities	-306	-282	-700	-789	-787
Extraordinary items	-1	-4	0	0	0	Net change in cash	188	-74	105	-223	295
FX gain (loss)	-6	-9	0	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	411	653	1,012	1,137	1,316	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	1.35	2.12	3.28	3.69	4.32
Cash & equivalents	383	299	413	190	485	Core EPS	1.37	2.16	3.28	3.69	4.32
ST investments	1,371	1,830	1,866	1,904	1,942	DPS	1.02	1.10	2.30	2.58	2.61
Accounts receivable	341	324	709	833	940	BV	9.53	10.57	11.56	12.67	14.54
Inventories	291	444	352	421	471	EV	25.49	44.30	73.91	74.62	73.63
Other current assets	139	182	186	190	193	Free Cash Flow	2.27	2.49	1.96	3.63	4.00
Total current assets	2,524	3,079	3,526	3,537	4,031	Valuation analysis					
Investment in subs & others	156	186	97	97	97	Reported P/E (x)	19.67	21.24	22.84	20.34	17.35
Fixed assets-net	1,006	1,132	1,194	1,613	1,714	Core P/E (x)	19.37	20.85	22.84	20.34	17.35
Other assets	163	164	166	164	161	P/BV (x)	2.78	4.26	6.49	5.92	5.16
Total assets	3,848	4,561	4,982	5,411	6,003	EV/EBITDA (x)	10.46	13.47	15.57	13.38	11.47
Short-term debt	21	21	15	15	10	Price/Cash flow (x)	11.65	18.10	38.29	20.65	18.74
Accounts payable	181	230	321	384	430	Dividend yield (%)	3.84	2.44	3.06	3.44	3.49
Other current liabilities	543	820	836	853	870	Profitability ratios					
Total current liabilities	745	1,071	1,173	1,253	1,310	Gross margin (%)	39.34	40.81	43.50	42.50	43.00
Long-term debt	52	61	61	56	56	EBITDA margin (%)	20.02	20.69	24.50	24.49	24.66
Other liabilities	45	70	71	72	74	EBIT margin (%)	14.15	16.96	21.37	20.42	20.94
Total liabilities	842	1,201	1,305	1,382	1,441	Net profit margin (%)	11.24	13.58	16.94	16.19	16.61
Paid-up capital	306	308	308	308	308	ROA (%)	11.14	15.83	21.21	21.87	23.05
Share premium	1,021	1,082	1,082	1,082	1,082	ROE (%)	14.70	21.60	29.67	30.43	31.59
Reserves & others, net	45	28	31	31	31	Liquidity ratios					
Retained earnings	1,534	1,839	2,143	2,484	3,004	Current ratio (x)	3.39	2.87	3.01	2.82	3.08
Minority interests	101	102	112	124	137	Quick ratio (x)	3.00	2.46	2.71	2.49	2.72
Total shareholders' equity	3,006	3,360	3,677	4,029	4,563	Leverage Ratios					
Total equity & liabilities	3,848	4,561	4,982	5,411	6,003	Liabilities/Equity ratio (x)	0.29	0.37	0.37	0.35	0.33
Key Assumptions						Net debt/EBITDA (x)	-0.42	-0.21	-0.23	-0.07	-0.21
Domestic sales	1,210	1,049	1,258	1,384	1,481	Net debt/equity (x)	-0.11	-0.07	-0.09	-0.03	-0.09
Growth (%)	(18.3)	(13.3)	20.0	10.0	7.0	Int. coverage ratio (x)	217	363	580	701	878
International sales	2,234	3,518	4,686	5,685	6,497	Growth					
Growth (%)	24.3	57.4	33.2	21.3	14.3	Revenue (%)	11.80	31.96	21.92	17.53	12.82
SG&A to sales (%)	29.0	27.9	23.0	23.0	23.0	EBITDA (%)	5.29	36.37	44.37	17.47	13.64
Production Capacity (T/yr)	132,838	147,527	164,314	213,608	253,544	Reported net profit (%)	8.06	58.99	54.96	12.30	15.75
Avg. FX assumption (Bt/USD)	31.2	35.5	34.5	33.5	33.5	Reported EPS (%)	7.84	57.29	54.96	12.30	17.24
						Core profit (%)	8.86	59.47	52.08	12.30	15.75
						Core EPS (%)	8.63	57.76	52.08	12.30	17.24

Source: Company, KS estimates



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period
Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period
Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at The Thai Institute of Directors Association (IOD). The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.