

25 July 2023

Sappe

Sector: Food & Beverages

ผู้นำเครื่องดื่มแบรนด์ไทยที่ก้าวไกลในเวทีระดับโลก

Bloomberg ticker	SAPPE TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt91.50
Target price	Bt120.00
Upside/Downside	+31%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt92.04
Bloomberg consensus	Buy 4 / Hold 5 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt95.25 / Bt35.25
Market cap. (Bt mn)	28,208
Shares outstanding (mn)	308
Avg. daily turnover (Bt mn)	56
Free float	27%
CG rating	Very good
ESG rating	Excellent

Financial & valuation highlights					
FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023E	2024E	
Revenue	3,444	4,566	6,345	8,054	
EBITDA	717	1,006	1,779	2,148	
Net profit	411	653	1,221	1,480	
EPS (Bt)	1.33	2.12	3.96	4.80	
Growth	8.1%	59.0%	86.9%	21.2%	
Core EPS (Bt)	1.33	2.12	3.96	4.80	
Growth	8.1%	59.0%	86.9%	21.2%	
DPS (Bt)	1.02	1.10	2.38	2.88	
Div. yield	1.1%	1.2%	2.6%	3.1%	
PER (x)	68.7	43.2	23.1	19.1	
Core PER (x)	68.7	43.2	23.1	19.1	
EVEBITDA (x)	39.1	27.9	14.9	12.3	
PBV (x)	9.4	8.4	7.3	6.4	

Bloomberg consensus				
Net profit	411	653	1,044	1,200
EPS (Bt)	1.35	2.12	3.34	3.90



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	20.4%	53.1%	101.1	152.4
Relative to SET	19.2%	55.3%	110.6	154.3

Major shareholders	Holding
1. Ruckariyapong family	65.38%
2. UBS AG Singapore	6.49%
3. Thai NVDR Co., Ltd.	5.75%

Analyst: Jacqueline Nham, (Reg. no. 112603)

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์หุ้น SAPPE ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายที่ 120.00 บาท ถึง 2024E PER 25.0x(ใกล้เคียง +2.25SD above 5-yr avg PER) เรามีมุมมองบวกต่อ SAPPE จาก 3 ปัจจัยหลักดังนี้ หลัก 1) ผู้นำแบรนด์เครื่องดื่มไทยในตลาดระดับโลก โดยมี brand awareness และจัดจำหน่ายกว่า 98 ประเทศทั่วโลก 2) ปลอดภัยกับปัญหาการผลิตรที่ไม่เพียงพอจำหน่าย โดยการขยายกำลังการผลิตปีละ 25-30% YoY ทุกปี เพื่อรองรับ demand ที่สูงต่อเนื่องจากการ expand coverage ไปยัง new markets & channels และ 3) valuation ไม่แพงเมื่อเทียบกับการเติบโตเทียบ 2022-24E EPS CAGR +51% อีกทั้งยังมี short term catalyst จากแนวโน้มกำไร 2Q-3Q23E ที่ทำสถิติสูงสุดใหม่

เราประเมินกำไรสุทธิ 2Q23E ที่ 343 ล้านบาท (+105% YoY, +25% QoQ) สูงสุดเป็นประวัติการณ์ จาก 1) รายได้รวมขยายตัว +32% YoY, +7% QoQ จากรายได้ที่ขยายตัวทั้งในและต่างประเทศ, 2) GPM ขยายตัว จาก utilization rate ที่ขยายตัวอยู่ที่ 85% จาก 1Q23 ที่ 81% อีกทั้งราคา PET Resin ปรับตัวลดลง และ 3) SG&A expenses ปรับตัวลดลง เนื่องจาก logistic ปรับตัวลดลงจากค่าระวางลดลงทำให้ลูกค้าของ SAPPE ของเรือเอง

เราประเมินกำไรปกติปี 2023E/24E ที่ 1.2 พันล้านบาท/1.5 พันล้านบาท (+87% YoY/+21% YoY) โดย 3Q23E จะเติบโตต่อเนื่อง YoY, QoQ จาก high season ฝั่งยุโรป, Asia อีกทั้งในประเทศยังมีแผนออกสินค้าใหม่อีก 5 SKUs คาดได้รับการตอบรับที่ดี นอกจากนี้ GPM ยังคงขยายตัวต่อเนื่อง YoY, QoQ จาก PET Resin ที่ปรับตัวลดลง QoQ และ volume การผลิตที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ราคาน้ำมัน outperform SET +19% ใน 1 เดือน จากแนวโน้มกำไร 2Q23E ที่เติบโตสูงต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่า valuation น่าสนใจ โดยปัจจุบัน SAPPE เทรดอยู่ที่ 2023E PER 23.1x ต่ำกว่า peer กลุ่มเครื่องดื่มที่ปัจจุบันเทรดอยู่ที่ 2023E PER 27.2x

KEY HIGHLIGHTS

□ **ผู้นำเครื่องดื่มไทยที่ก้าวไกลในเวทีระดับโลก** SAPPE เป็นผู้ผลิตเครื่องดื่มและจัดจำหน่ายเครื่องดื่มแบรนด์ไทยใน 98 ประเทศทั่วโลก โดย Top 3 brands ได้แก่ Mogu Mogu น้ำผลไม้ผสมสมุนไพร ซึ่งได้รับความนิยมเป็นอย่างมากในต่างประเทศ (สัดส่วนรายได้ 1Q23 ที่ 70%), 2) Beauti Drink (สัดส่วนรายได้ 1Q23 ที่ 11%) และ 3) Aloe Vera (สัดส่วนรายได้ 1Q23 ที่ 20%) ทั้งนี้ สัดส่วนรายได้ในประเทศ 1Q23 อยู่ที่ 19% และส่งออกที่ 81% โดยกลุ่มประเทศส่งออกหลักยังคงเป็น Asia 45%, Europe 21%, Thailand 19%, Middle East & Others 11% และ America 4%

□ **แนวโน้มกำไรสุทธิ 2Q23E ทำสถิติสูงสุดใหม่** เราประเมินกำไรสุทธิ 2Q23E ที่ 343 ล้านบาท (+105% YoY, +25% QoQ) สูงสุดเป็นประวัติการณ์ จาก 1) รายได้รวมขยายตัว +32% YoY, +7% QoQ จากรายได้ที่ขยายตัวทั้งในและต่างประเทศ หนุนโดยการขยายช่องทางจัดจำหน่ายในฝรั่งเศสและอังกฤษ ทำให้รายได้ยุโรปขยายตัว +72% YoY และในประเทศ +8% YoY จากฤดูร้อนที่ร้อนกว่าปกติ และมีการออกสินค้าใหม่ 2 SKUs, 2) GPM ขยายตัว จาก utilization rate ที่ขยายตัวอยู่ที่ 85% จาก 1Q23 ที่ 81% อีกทั้งราคา PET Resin ปรับตัวลดลง และ 3) SG&A expenses ปรับตัวลดลง เนื่องจาก logistic ปรับตัวลดลงจากค่าระวางลดลงทำให้ลูกค้าของ SAPPE ของเรือเอง

□ **กำไรปี 2022-24E โตเด่น EPS CAGR +51%** เราประเมินกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 1,221 ล้านบาท (+87% YoY) หนุนโดย 1) รายได้รวมขยายตัว +39% YoY จากการขยายกำลังการผลิตที่ +30% YoY, 2) GPM ขยายตัวจาก utilization rate ที่เพิ่มขึ้น 83% จาก demand ที่ยังอยู่ในระดับสูง, PET Resin (PET ใช้ใน packaging ของเครื่องดื่ม และ PET คิดเป็น 30% ของต้นทุน packaging ซึ่ง packaging คิดเป็น 45% ของ COGS) และค่าไฟฟ้าอยู่ในทิศทางขาลง และ 3) SG&A expenses ปรับตัวลดลงจากค่า logistic ที่ปรับตัวลดลง อีกทั้งมีการบริหารค่าใช้จ่ายโฆษณาได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น สำหรับปี 2024E เราประเมินกำไรสุทธิที่ 1,480 ล้านบาท (+21% YoY) หนุนโดย 1) รายได้

รวมที่เติบโตต่อเนื่อง +27% YoY จากการเพิ่มกำลังการผลิตที่ +27% YoY โดยจะเพิ่มไลน์ Beverage อีก 1 ไลน์ ตั้งแต่ปลาย 1Q24E ด้านรายได้ต่างประเทศเพิ่มจากการขยาย coverage ในโซนยุโรป, อเมริกา และ Middle East และ 2) GPM ปรับตัวเพิ่มขึ้น จาก utilization rate ที่ดีขึ้น, ค่าต้นทุน packaging และพลังงานปรับตัวลดลง

□ **เป้าหมายได้ 10,000 ล้านบาท ถึงเร็วกว่าบริษัทคาด** บริษัทตั้งเป้าหมายได้เติบโตแตะ 10,000 ล้านบาท ในปี 2026E อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าบริษัทจะมีโอกาสที่รายได้แตะ 10,000 ล้านบาทในปี 2025E ซึ่งเร็วกว่าเป้าหมายที่บริษัทคาด หนุนโดย 1) demand สินค้าที่เติบโตต่อเนื่อง จากการ expand coverage ไปยังช่องทางกระจายจำหน่ายใหม่ๆ ในต่างประเทศ และ 2) ปลดล็อคปัญหา กำลังการผลิต ที่เกือบเต็ม ด้วยแผนขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง ปีละ 25-30% YoY

Valuation/Catalyst/Risk

ประเมินราคาเป้าหมายที่ 120.00 บาท อิง 2024E PER 25.0x (ใกล้เคียง +2.25SD above 5-yr avg PER) เราเลือก SAPPE เป็น top pick กลุ่ม Food & Beverages จาก 3 ปัจจัยหลัก 1) ผู้นำแบรนด์ เครื่องดื่มไทยในตลาดระดับ Global โดยมี brand awareness และจัดจำหน่ายกว่า 98 ประเทศทั่วโลก 2) ปลดล็อคปัญหา กำลังการผลิตที่ไม่เพียงพอจำหน่าย โดยการขยายกำลังการผลิตปีละ 25-30% YoY ทุกปี เพื่อรองรับ demand ที่สูงต่อเนื่อง และ 3) valuation ไม่แพงเมื่อเทียบกับการเติบโตเทียบ 2022-24E EPS CAGR +51% โดยปัจจุบัน SAPPE เทรดอยู่ที่ 2023E PER 23.1x ต่ำกว่า peer กลุ่ม เครื่องดื่มที่ปัจจุบันเทรดอยู่ที่ 2023E PER 27.2x

KEY INVESTMENT HIGHLIGHTS

□ ผู้นำเครื่องดื่มไทยที่ก้าวไกลในเวทีระดับโลก

SAPPE เป็นผู้ผลิตเครื่องดื่มและจัดจำหน่ายเครื่องดื่มแบรนด์ไทยใน 98 ประเทศทั่วโลก โดย Top 3 brands ได้แก่ Mogu Mogu น้ำผลไม้ผสมกลิ่นมะพร้าว ซึ่งได้รับความนิยมเป็นอย่างมากในต่างประเทศ (สัดส่วนรายได้ 1Q23 ที่ 70%), 2) Beauti Drink (สัดส่วนรายได้ 1Q23 ที่ 11%) และ 3) Aloe Vera (สัดส่วนรายได้ 1Q23 ที่ 20%) ทั้งนี้ สัดส่วนรายได้ในประเทศ 1Q23 อยู่ที่ 19% และส่งออกที่ 81% โดยกลุ่มประเทศส่งออกหลักยังคงเป็น Asia 45%, Europe 21%, Thailand 19%, Middle East & Others 11% และ America 4%

Fig 1: Asia market continues to make a substantial contribution



Source: SAPPE

Fig 2: Europe market



Source: SAPPE

Fig 3: Middle East & Others market



Source: SAPPE

Fig 4: America market



Source: SAPPE

Fig 5: International Business's champion products – Mogu Mogu



Source: SAPPE

Fig 6: International Business's champion products – Aloe Vera



Source: SAPPE

□ **คาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q23E ทำสถิติสูงสุดใหม่**

เราประเมินกำไรสุทธิ 2Q23E ที่ 343 ล้านบาท (+105% YoY, +25% QoQ) สูงสุดเป็นประวัติการณ์ จาก 1) รายได้รวมขยายตัว +32% YoY, +7% QoQ จากรายได้ที่ขยายตัวทั้งในและต่างประเทศ หนุนโดยการขยายช่องทางจำหน่ายในฝรั่งเศสและอังกฤษ ทำให้รายได้ยุโรปขยายตัว +72% YoY และในประเทศ +8% YoY จากฤดูร้อนที่ร้อนกว่าปกติ และมีการออกสินค้าใหม่ 2 SKUs, 2) GPM ขยายตัว จาก utilization rate ที่ขยายตัวอยู่ที่ 85% จาก 1Q23 ที่ 81% อีกทั้งราคา PET Resin ปรับตัวลดลง และ 3) SG&A expenses ปรับตัวลดลง เนื่องจาก logistic ปรับตัวลดลงจากค่าระวางลดลงทำให้ลูกค้าของ SAPPE จองเรือเอง

Fig 7: 2Q23E Earnings preview

FY: Dec (Bt mn)	2Q23E	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	1H23E	1H22	YoY
Revenues	1,627	1,236	32%	1,520	7%	3,147	2,255	40%
CoGS	(903)	(736)	23%	(864)	5%	(1,767)	(1,335)	32%
Gross profit	724	500	45%	656	10%	1,380	920	50%
SG&A	(334)	(380)	-12%	(354)	-6%	(688)	(730)	-6%
EBITDA	433	168	158%	345	26%	778	286	172%
Other inc./exps	25	86	-71%	30	-16%	55	210	-74%
Interest expenses	(1)	(1)	21%	(1)	-1%	(1)	(1)	24%
Income tax	(83)	(40)	110%	(67)	23%	(150)	(77)	95%
Core profit	343	167	105%	275	25%	618	321	93%
Net profit	343	167	105%	275	25%	618	321	93%
EPS (Bt)	1.11	0.54	105%	0.89	25%	2.00	1.04	93%
Gross margin	44.5%	40.4%		43.2%		43.9%	40.8%	
Net margin	21.1%	13.5%		18.1%		19.6%	14.2%	

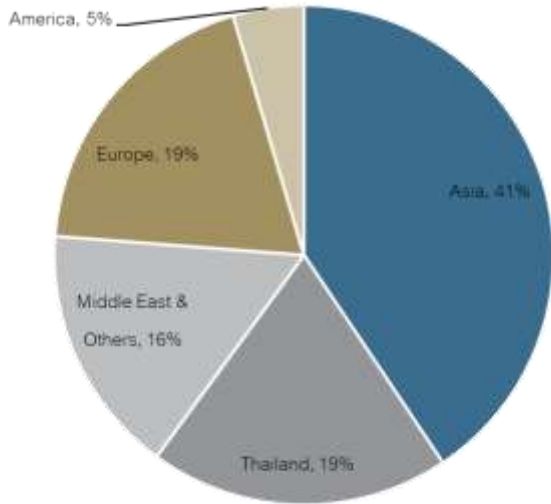
□ **กำไรปี 2022 -24E เติบโตโดดเด่น EPS CAGR +51%**

แนวโน้มกำไรสุทธิ 1H23E มีสัดส่วนที่ 51% ของประมาณการปี 2023E ทั้งนี้ เราคาดการณ์กำไรสุทธิ 3Q23E จะเติบโตต่อเนื่อง YoY, QoQ จาก high season ฝรั่งเศส, Asia อีกทั้งในประเทศยังมีแผนออกสินค้าใหม่อีก 5 SKUs คาดได้รับการตอบรับที่ดี นอกจากนี้ GPM ยังคงขยายตัวต่อเนื่อง YoY, QoQ จาก PET Resin ที่ปรับตัวลดลง QoQ และ volume การผลิตที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ดังนั้น เราประเมินกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 1,221 ล้านบาท (+87% YoY) หนุนโดย 1) รายได้รวมขยายตัว +39% YoY จากการขยายกำลังการผลิตที่ +30% YoY (upgrade ไลน์การผลิตกลุ่ม Beverage ที่มีทั้ง 4 lines, และ OEM Beauti Drink +10% เริ่มตั้งแต่ปลายมี.ค. 2023 ทั้งนี้ เราคาดการณ์รายได้ต่างประเทศขยายตัว +46% YoY จากการขยายช่องทางจำหน่าย ด้านรายได้ในประเทศ +17% YoY จากการบริโภคที่ขยายตัว และการออกสินค้าใหม่อย่างต่อเนื่อง, 2) GPM ขยายตัวจาก utilization rate ที่เพิ่มขึ้น 83% จาก demand ที่ยังอยู่ในระดับสูง, PET Resin (PET ใช้ใน packaging ของเครื่องดื่ม และ PET คิดเป็น 30% ของต้นทุน packaging ซึ่ง packaging คิดเป็น 45% ของ COGS) และค่าไฟฟ้าอยู่ในทิศทางขาลง และ 3) SG&A expenses ปรับตัวลดลงจากค่า logistic ที่ปรับตัวลดลง เนื่องจากราคาเรือปรับตัวลดลงทำให้ลูกค้าจองเรือเอง อีกทั้งมีการบริหารค่าใช้จ่ายโฆษณาได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น

สำหรับปี 2024E เราประเมินกำไรสุทธิที่ 1,480 ล้านบาท (+21% YoY) หนุนโดย 1) รายได้รวมที่เติบโตต่อเนื่อง +27% YoY จากการเพิ่มกำลังการผลิตที่ +27% YoY โดยจะเพิ่มไลน์ Beverage อีก 1 ไลน์ ตั้งแต่ปลาย 1Q24E ด้านรายได้ต่างประเทศ

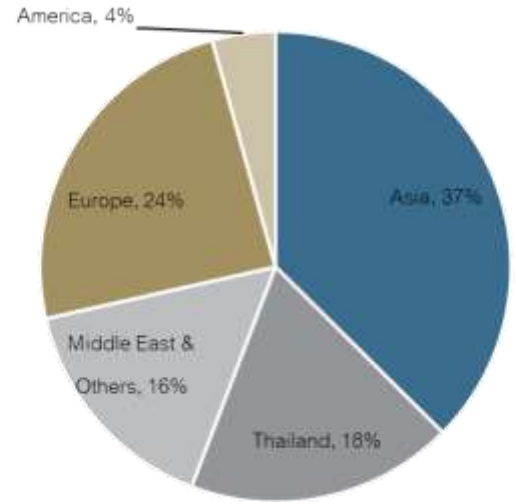
เพิ่มจากการขยาย coverage ในโซนยุโรป, อเมริกา และ Middle East และ 2) GPM ปรับตัวเพิ่มขึ้น จาก utilization rate ที่ดีขึ้น, ค่าต้นทุน packaging และพลังงานปรับตัวลดลง

Fig 8: Revenue breakdown by region – 2023E



Source: DAOL

Fig 9: Revenue breakdown by region – 2024E



Source: DAOL

Fig 10: HDPE price



Source: Bloomberg

□ เป้ารายได้ 10,000 ล้านบาทในปี 2026E มีโอกาสถึงเป้าหมายเร็วกว่าคาด

บริษัทตั้งเป้ารายได้เติบโตแตะ 10,000 ล้านบาท ในปี 2026E อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าบริษัทจะมีโอกาสที่รายได้แตะ 10,000 ล้านบาทในปี 2025E ซึ่งเร็วกว่าเป้าเดิมที่บริษัทคาด หนุนโดย 1) demand สินค้าที่เติบโตต่อเนื่อง จากการ expand coverage ไปยังช่องทางการจัดจำหน่ายใหม่ๆ ในต่างประเทศ และ 2) ปลดล็อกศักยภาพกำลังการผลิตที่เกือบเต็ม ด้วยแผนขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง ปีละ 25-30% YoY โดยในปี 2024E จะมีการติดตั้งไลน์การผลิตกลุ่ม Beverage ใหม่ 1 ไลน์ในบริเวณโรงงานเดิม และในปี 2025E จะใช้งบลงทุน 1,630 ล้านบาท เพื่อสร้างอาคารโรงงาน, คลังสินค้า และไลน์การผลิตเครื่องดื่มเพิ่มอีก 1 ไลน์ ซึ่งมีขนาดกำลังการผลิตประมาณ 66,000 ตันต่อปี (ส่งผลให้มีไลน์การผลิตเครื่องดื่มรวม 6

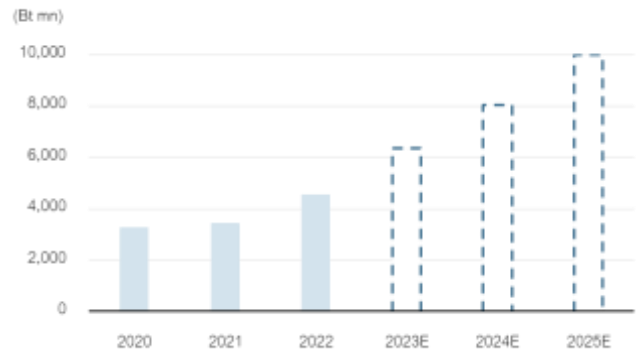
ไลน์) ทั้งนี้ บริษัทฯยังสามารถติดตั้งไลน์การผลิตเพิ่มเติมในพื้นที่อาคารโรงงานใหม่ได้อีก 2 ไลน์ เพื่อรองรับการเติบโต โดยหากติดตั้งครบทั้ง 3 ไลน์จะมีกำลังการผลิตสูงสุดที่ 242,500 ตันต่อปี (+52%) เทียบกับปี 2022 ที่ 158,976 ตันต่อปี

Fig 11: Production capacity vs Utilization rate

Klong 13 Factory	2022	2021	2020
Production Capacity (tons)	158,976	136,078	129,598
Production Volume (tons)	114,917	97,815	88,790
% Utilization	72%	72%	69%

Source: SAPPE

Fig 12: Total revenue 2019 – 2025E



Sources: SAPPE, DAOL

VALUATION

แนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 120.00 บาท ถึง 2024E PER 25.0x

เราเริ่มต้นให้คำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 120.00 บาท ถึง 2024E PER 25.0x (ใกล้เคียง +2.25SD above 5-yr avg PER) เราเลือก SAPPE เป็น top pick กลุ่ม Food & Beverages จาก 3 ปัจจัยหลัก 1) ผู้นำแบรนด์เครื่องดื่มไทยในตลาดระดับ Global โดยมี brand awareness และจัดจำหน่ายกว่า 98 ประเทศทั่วโลก, 2) พลดลือคปัญหา กำลังการผลิตที่ไม่เพียงพอจำหน่าย โดยการขยายกำลังการผลิตปีละ 25-30% YoY ทุกปี เพื่อรองรับ demand ที่สูงต่อเนื่อง จากการ expand coverage ไปยัง new markets และ new channels และ 3) valuation ไม่แพงเมื่อเทียบกับการเติบโตเทียบ 2022-24E EPS CAGR +51% โดยปัจจุบัน SAPPE เทรดอยู่ที่ 2023E PER 23.1x ต่ำกว่า peer กลุ่มเครื่องดื่มที่ปัจจุบันเทรดอยู่ที่ 2023E PER 27.2x

Fig 13: Peer comparison

Stock	Rec	Price 24-Jul-23	Target price	Upside (%)	Net profit gwth (%)		Core profit gwth (%)		PER (x)		PBV (x)		Div. yield (%)	
					23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
CBG	BUY	70.00	70.00	0.0	-19.0	20.7	-19.0	20.7	37.8	31.3	6.2	5.8	1.7	2.1
OSP	BUY	28.75	32.00	11.3	11.3	26.8	11.3	26.8	26.6	27.7	4.5	4.2	2.0	2.5
PLUS	BUY	7.90	10.00	26.6	8.5	27.7	15.4	27.7	21.4	16.8	3.5	3.0	1.9	2.4
SAPPE	BUY	91.50	120.00	31.1	86.9	21.2	86.9	21.2	23.1	19.1	7.3	6.4	2.6	3.1
Sector														
					13.3	23.7	13.6	23.7	27.2	23.7	5.4	4.9	2.0	2.5

Source: DAOL

COMPANY PROFILE

SAPPE บริษัท เซ็ปเป้ จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ผลิตและจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มชั้นนำใน 98 ประเทศทั่วโลก โดยเริ่มก่อตั้งเมื่อปี 1998 โดยคุณอนันท์ รักจริยะพงศ์ ทั้งนี้ ครอบครัวรักจริยะพงศ์ ถือหุ้นใน SAPPE ที่ 65.38% (source: SET, ณ 10 พ.ค. 2023)

Fig 14: Company milestones

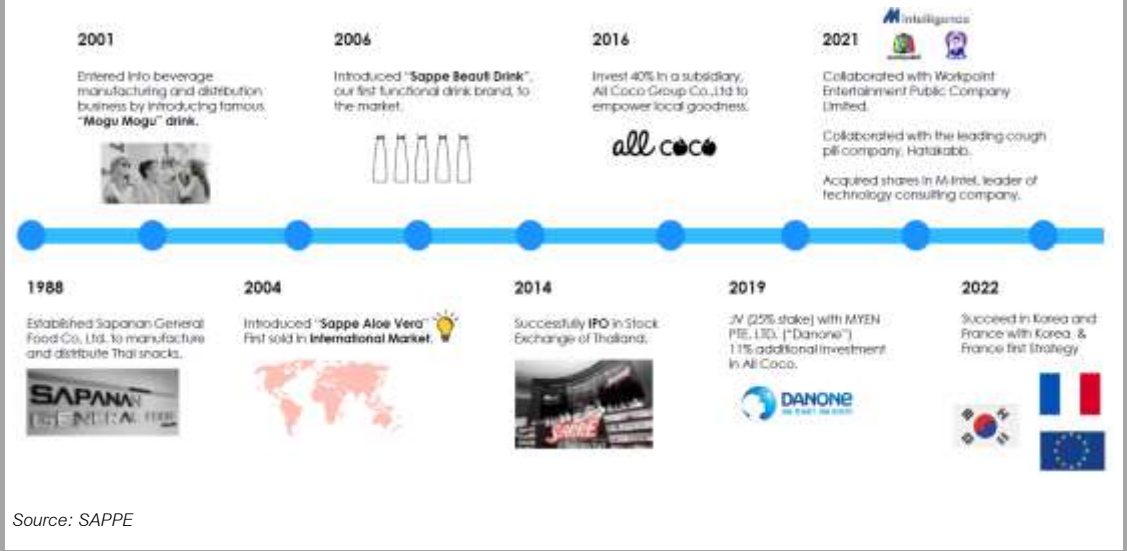
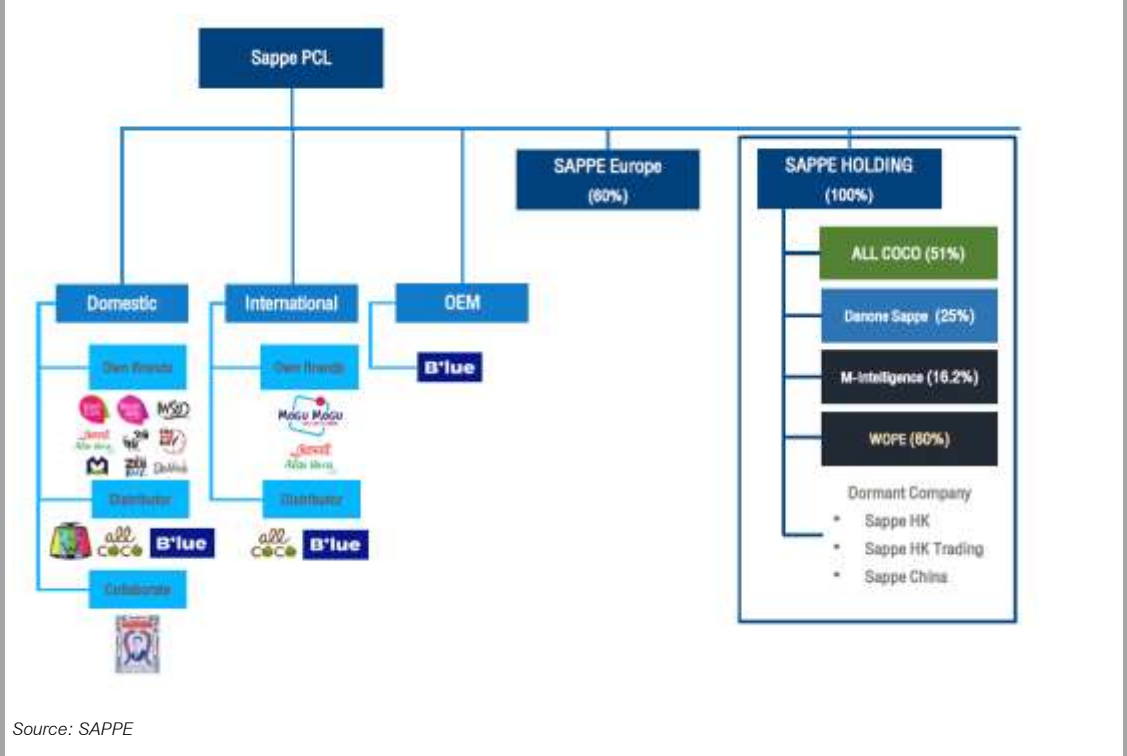


Fig 15: Company structure



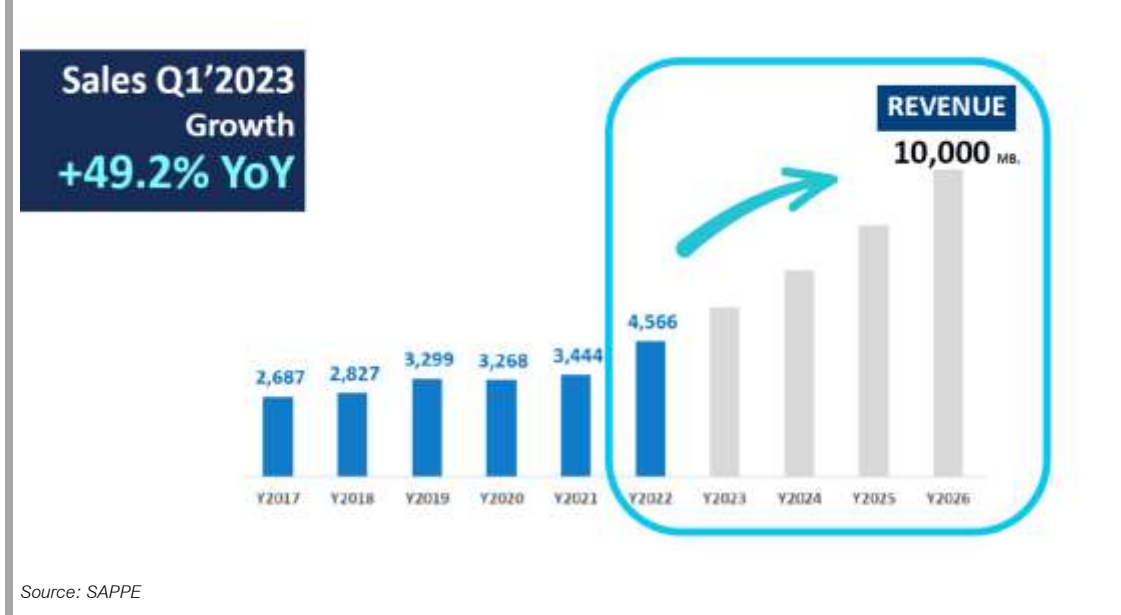
ปัจจุบัน SAPPE มีสินค้าภายใต้ 24 แบรินด์ (ณ สิ้นปี 2022) และ 5 กลุ่มสินค้าดังนี้

- 1) Juice Drink – Mogu Mogu, Aloe Vera, All Coco
- 2) Functional Drink – Beauti Drink, Blue, Keaf
- 3) Functional Powders - เพรียว
- 4) Healthier Snacks – Beauti Jelly (Pouch), Maxtive, All Coco Pudding, Gumi Gumi Jelly, Mogu Mogu Jelly, Kru Pensri Candy, Limitless Candy, Supplements & others – Sood Sud, Sappe Innosci, Sappe Inyang shot

Fig 16: SAPPE Product Portfolio (as of 1Q23)



Fig 17: Target growth 2022-2026E



Quarterly income statement

(Bt mn)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
Sales	1,019	1,236	1,279	1,032	1,520
Cost of sales	(599)	(736)	(756)	(612)	(864)
Gross profit	420	500	524	420	656
SG&A	(351)	(380)	(352)	(284)	(354)
EBITDA	118	168	220	179	345
Finance costs	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Core profit	153	167	178	154	275
Net profit	153	167	178	154	275
EPS	0.50	0.54	0.58	0.50	0.89
Gross margin	41.2%	40.4%	40.9%	40.7%	43.2%
EBITDA margin	11.6%	13.6%	17.2%	17.3%	22.7%
Net profit margin	15.1%	13.5%	13.9%	15.0%	18.1%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Cash & deposits	194	383	299	1,977	2,040
Accounts receivable	500	430	459	617	779
Inventories	221	291	444	466	587
Other current assets	1,446	1,421	1,877	51	64
Total cur. assets	2,361	2,524	3,079	3,110	3,470
Investments	14	89	119	165	209
Fixed assets	1,244	1,207	1,327	1,914	2,455
Other assets	28	29	36	51	64
Total assets	3,647	3,848	4,561	5,240	6,199
Short-term loans	9	9	9	13	16
Accounts payable	578	676	964	1,080	1,361
Current maturities	27	12	12	14	19
Other current liabilities	56	48	86	108	137
Total cur. liabilities	670	745	1,071	1,214	1,533
Long-term debt	66	52	61	82	105
Other LT liabilities	38	45	70	95	121
Total LT liabilities	104	96	130	178	226
Total liabilities	774	842	1,201	1,392	1,758
Registered capital	308	308	308	308	308
Paid-up capital	304	306	308	308	308
Share premium	976	1,021	1,082	1,082	1,082
Retained earnings	1,464	1,564	1,870	2,358	2,950
Others	27	14	(3)	(3)	(3)
Minority interests	102	101	102	102	102
Shares' equity	2,873	3,006	3,360	3,848	4,440

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Net profit	380	411	653	1,221	1,480
Depreciation	202	198	187	192	239
Chg in working capital	(81)	99	105	(63)	(2)
Others	(1,392)	23	(401)	1,859	27
CF from operations	(891)	730	544	3,209	1,745
Capital expenditure	(65)	(161)	(307)	(780)	(780)
Others	16	(75)	(30)	(46)	(44)
CF from investing	(50)	(236)	(337)	(826)	(824)
Free cash flow	(941)	494	207	2,383	920
Net borrowings	72	(29)	9	27	31
Equity capital raised	0	47	63	0	0
Dividends paid	(253)	(310)	(338)	(732)	(888)
Others	2	(14)	(25)	0	0
CF from financing	(179)	(306)	(291)	(705)	(857)
Net change in cash	(1,119)	188	(84)	1,678	63

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales	3,268	3,444	4,566	6,345	8,054
Cost of sales	(2,067)	(2,089)	(2,703)	(3,566)	(4,494)
Gross profit	1,201	1,355	1,863	2,779	3,560
SG&A	(747)	(1,079)	(1,370)	(1,320)	(1,732)
EBITDA	687	717	1,006	1,779	2,148
Depre. & amortization	202	198	187	192	239
Equity income	-16	-20	0	0	0
Other income	47	263	325	127	81
EBIT	485	519	818	1,587	1,909
Finance costs	(3)	(3)	(2)	(2)	(2)
Income taxes	(96)	(106)	(162)	(317)	(381)
Net profit before MI	386	410	654	1,267	1,526
Minority interest	(6)	1	(1)	(47)	(46)
Core profit	380	411	653	1,221	1,480
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	380	411	653	1,221	1,480

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Growth YoY					
Revenue	-1.0%	5.4%	32.6%	38.9%	26.9%
EBITDA	-1.1%	4.3%	40.3%	76.9%	20.8%
Net profit	-5.7%	8.1%	59.0%	86.9%	21.2%
Core profit	-5.7%	8.1%	59.0%	86.9%	21.2%
Profitability ratio					
Gross profit margin	38.5%	39.3%	40.8%	43.8%	44.2%
EBITDA margin	21.0%	20.8%	22.0%	28.0%	26.7%
Core profit margin	11.6%	11.9%	14.3%	19.2%	18.4%
Net profit margin	11.6%	11.9%	14.3%	19.2%	18.4%
ROA	10.4%	10.7%	14.3%	23.3%	23.9%
ROE	13.2%	13.7%	19.4%	31.7%	33.3%
Stability					
D/E (x)	0.27	0.28	0.36	0.36	0.40
Net D/E (x)	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash
Interest coverage ratio	153.85	206.20	358.16	727.13	910.55
Current ratio (x)	3.52	3.39	2.87	2.56	2.26
Quick ratio (x)	1.04	1.09	0.71	2.14	1.84
Per share (Bt)					
Reported EPS	1.23	1.33	2.12	3.96	4.80
Core EPS	1.23	1.33	2.12	3.96	4.80
Book value	9.32	9.75	10.90	12.48	14.40
Dividend	0.83	1.02	1.10	2.38	2.88
Valuation (x)					
PER	74.2	68.7	43.2	23.1	19.1
Core PER	74.2	68.7	43.2	23.1	19.1
P/BV	9.8	9.4	8.4	7.3	6.4
EV/EBITDA	41.1	39.1	27.9	14.9	12.3
Dividend yield	0.9%	1.1%	1.2%	2.6%	3.1%

Corporate governance report of Thai listed companies 202/

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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 รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (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 และมีได้มีเจตนาเชิงชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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. 11