30 January 2023

Company Note

Rating

BUY

(Unchanged)

Company

บมจ. เซ็ปเป้

Bloomberg	SET	Exchange	Sector
SAPPE TB	SAPPE	SET	Food & Beverage

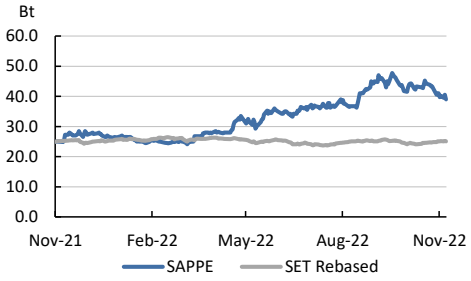
คาดกำไร Q4 อ่อนตัว QoQ, แต่ทั้งปีเติบโตแรง

12mth price target (THB)	**61.00 (from 58.50)**
Current price (15/11/2022)	45.50
Upside/Downside	34%
CG rating	4
ESG rating	-
Thai CAC	Certified

Share summary

Issued shares :	(m shrs)	308.3
Market capitalization:	(THB bn)	11.9
	(USDbn)	0.3
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	46.8
	(USDm)	1.3
Foreign Limit/Actual	(%)	49/9
Free Float:	(%)	25.4
NVDR:	(%)	4.2

Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
SAPPE	(10.98)	2.67	50.98
SET	4.40	(0.63)	(0.19)

Major Shareholders	%
กลุ่มตระกูลมรักอริยะพงศ์	67.04
UBS AS Singapore Branch	6.51
Thai NVDR	2.15

Source: SET

Anchalin Charoenpit
(ID : 045566)
(66) 2633 6478
anchalinc@tisco.co.th

แนวโน้ม 4Q22F อ่อนตัว QoQ จาก low season แต่ทั้งปีเติบโตก้าวกระโดด +56%YoY

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” คาดกำไรสุทธิ 4Q22F เพิ่มขึ้น YoY แต่อ่อนตัว QoQ จากช่วง low season และคาดกำไรทั้งปี 2022F เติบโตแรง จากยอดขายการส่งออกที่เติบโตทั้งเอเชียและยุโรปจากการมุ่งเน้นทำการตลาดโดยเฉพาะ เกาหลีใต้ ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย ฝรั่งเศษ เข้าถึงตลาด modern trade (MT) และ tradition trade (TT) มากขึ้น แนวโน้มกำไรสุทธิยังเติบโตได้ต่อเนื่องเราคาดเพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 26% (CAGR3y) มูลค่าที่เหมาะสม 61 บาท

คาดกำไรสุทธิ 4Q22F เติบโต YoY แต่ลดลง QoQ จาก low season

เราคาด SAPPE จะมีกำไรสุทธิ 4Q22F ที่ 142 ล้านบาท (+157%YoY, -21%QoQ) คาดกำไรปี 2022F จะมากกว่าที่เราคาดไว้เดิมราว 3% อยู่ที่ 641 ล้านบาท +56%YoY โดยคาดรายได้รวม 4Q22F อยู่ที่ 1,085 ล้านบาท (+33%YoY และ -15%QoQ) และรายได้ทั้งปี 2022F คาด 4,620 ล้านบาท เติบโต 34%YoY จาก 1) คาดยอดขายในประเทศปี 2023F ลดลง -13% YoY เนื่องจากบริษัทเน้นทำการตลาดต่างประเทศแทนในประเทศและมีสินค้าใหม่เพียง 4 SKU เช่น เพรียว และ Beuti Shot รวมถึงแบรนด์ Blue 2) คาดยอดส่งออกเพิ่มขึ้น 59%YoY จากการทำการตลาดต่างประเทศเพิ่มขึ้น และฐานลูกค้าของบริษัทกว่า 90 ประเทศ โดยประเทศหลักการส่งออกได้แก่ ฝรั่งเศส เกาหลีใต้ ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย และกลุ่มตะวันออกกลาง คาดอัตรามาร์จิ้นปี 2023-24F อยู่ที่ 41% เพิ่มขึ้นจากอัตรากำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นตามยอดขาย และคาดค่าใช้จ่ายและบริหารต่อยอดขายลดลงเนื่องจากบริษัท เนื่องจากใน 4Q22F บริษัทมีการรับรู้รายได้จากการช่วยจัดหาเรือให้ลูกค้าลดลงจากสถานการณ์ขนส่งทางเรือเริ่มดีขึ้น ส่งผลให้ค่าใช้จ่ายในการขายลดลง

ปรับประมาณการเพิ่มขึ้นเล็กน้อยตามการปรับโครงสร้างค่าใช้จ่าย

แนวโน้มผลประกอบการ 1Q23F คาดจะเพิ่มขึ้นได้ต่อเนื่องจากคาดการส่งออกเริ่มกลับมาออเดอร์สินค้าหลังจากที่ชะลอคำสั่งซื้อในไตรมาส 4 เราปรับประมาณการปี 2023-24F เพิ่มขึ้นจากเดิม 5%-6% จากคาดกำไรสุทธิอยู่ที่ 746 ล้านบาท (+16% YoY) และ 863 ล้านบาท (+16% YoY) ตามลำดับ จากการปรับโครงสร้างรายได้อื่นๆ และค่าใช้จ่ายจากการให้บริการจัดหาเรือขนส่งสินค้าให้กับลูกค้าที่ลดลง เนื่องจากสถานการณ์การขาดแคลนเรือเริ่มคลี่คลาย เราคาด 1) ยอดขายในประเทศเพิ่มขึ้นปีละ 5% จากการทำการตลาดและออกสินค้าใหม่มากกว่า 20SKU 2) คาดยอดส่งออกเพิ่มขึ้นปีละ 15% จากการทำการตลาดต่างประเทศเพิ่มขึ้น จากการเพิ่มช่องทางจำหน่ายร่วมกับ distributor ให้ครอบคลุมมากขึ้น คาดอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นตามกำลังการผลิตที่เพิ่มตามยอดขาย ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 14.3%-14.7% บริษัทมีแผนปรับไลน์ผลิตที่มีอยู่ช่วยเพิ่มกำลังการผลิตได้ 30% จากการปรับไปใช้ OEM และเพิ่มไลน์ใหม่ในประเทศ และปี 2024 บริษัทมีแผนเพิ่มไลน์ผลิตใหม่ในต่างประเทศ งบลงทุนปี 2023-24 รวม 700-800 ล้านบาท

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” คาดแนวโน้มผลประกอบการเติบโตต่อเนื่องจากการทำตลาดและพัฒนาสินค้าใหม่ และการควบคุมต้นทุนที่มีประสิทธิภาพ ราคาเป้าหมายใหม่จากการปรับประมาณการอยู่ที่ 61 บาท จาก 58.50 บาท อ้างอิง PER เฉลี่ยที่ 25X ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขาย PER23F อยู่ที่ 18.6x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมอยู่ที่ 26x, คาด Dividend Yield 23F อยู่ที่ 4% ฐานะการเงินแข็งแกร่งเป็นเงินสดสุทธิ (net cash) ความเสี่ยง : เศรษฐกิจ, ต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น

Forecasts and ratios

Year ended Dec 31	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Sales (Bt,m)	3,268	3,444	4,620	5,203	5,871
EBITDA (Bt,m)	690	723	1,031	1,172	1,339
Net profit (Bt, m)	380	411	641	746	863
EPS (Bt)	1.25	1.35	2.10	2.45	2.83
EPS (%YoY)	(5.7)	8.1	56.0	16.4	15.7
EPS vs Cons (%)	-		0.8	4.8	6.7
PER (x)	15.7	19.2	21.6	18.6	16.1
Yield (%)	5.2	3.9	3.4	4.0	4.6

Source: Company data, TISCO Research estimates

รูปที่ 1. คาดกำไร 4Q22F อ่อนตัวจากช่วง low season

Bt,m	4Q22F	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	2022F	2021	YoY
Sale revenue	1,085	819	33%	1,279	-15%	4,620	3,444	34%
- Domestic	276	291	-5%	268	3%	1,056	1,210	-13%
-Export	809	528	53%	1,016	-20%	3,563	2,234	59%
% Contribution								
- Domestic	25%	36%		21%		23%	35%	
-Export	75%	65%		79%		77%	65%	
Cost of sales and services	651	498	31%	756	-14%	2,742	2,089	31%
S&A Expenses	271	325	-16%	352	-23%	1,353	1,078	26%
EBITDA	226	120	89%	297	-24%	1,031	723	43%
EBIT	178	74	142%	249	-29%	838	546	53%
Net Profit bef extra items	**132**	**53**	**146%**	**204**	**-36%**	**666**	**418**	**60%**
Other Gain (Loss)	10	2	326%	-26	n.a.	-26	-6	n.a.
Net Profit	**142**	**55**	**157%**	**178**	**-21%**	**641**	**411**	**56%**
Gross margin	40.0%	39.2%		40.9%		41%	39%	
SG&A to sale	25.0%	39.6%		27.5%		29%	31%	
Net Profit margin	13.0%	6.7%		13.9%		14%	12%	

ที่มา : TISCO Research

รูปที่ 2. ปรับประมาณการขึ้น

		2022F			2023F			2024F		
Bt,m	2021	Revised	Previous	% Chg	Revised	Previous	% Chg	Revised	Previous	% Chg
Revenue	**3,444**	**4,620**	**4,663**	-1%	**5,203**	**5,254**	-1%	**5,871**	**5,926**	-1%
% growth (YoY)	*5%*	*34%*	*35%*		*13%*	*13%*		*13%*	*13%*	
- Domestic	**1,210**	**1,057**	**1,088**	-3%	**1,106**	**1,143**	-3%	**1,159**	**1,198**	-3%
% growth (YoY)	*-21%*	*-13%*	*-10%*		*5%*	*5%*		*5%*	*5%*	
- Export	**2,234**	**3,563**	**3,575**	0%	**4,097**	**4,111**	0%	**4,712**	**4,728**	0%
% growth (YoY)	*29%*	*59%*	*60%*		*15%*	*15%*		*15%*	*15%*	
% Revenue breakdown										
- Domestic	35%	23%	23%		21%	22%		20%	20%	
- Export	65%	77%	77%		79%	78%		80%	80%	
Cost of Goods sold	2,089	2,747	2,805	-2%	3,086	3,115	-1%	3,475	3,507	-1%
SG&A	1,078	1,348	1,514	-11%	1,234	1,686	-27%	1,371	1,850	-26%
Other Income	269	313	430	-27%	50	439	-89%	55	447	-88%
Net profit	**411**	**641**	**619**	3%	**746**	**714**	5%	**863**	**813**	6%
% growth (YoY)	*8%*	*56%*	*51%*		*16%*	*15%*		*16%*	*14%*	
% Gross margin	39%	40.5%	39.8%		40.7%	40.7%		40.8%	40.8%	
% SG&A to sale	31%	32.8%	32.5%		23.7%	32.1%		23.4%	31.2%	
% NP margin	12%	13.9%	13.3%		14.3%	13.6%		14.7%	13.7%	

ที่มา : TISCO Research

รูปที่ 3. Valuation of Sector Beverage

	Rating	Price (Bt) 27 Jan 23	Target Price (Bt)	Upside (%)	Market Cap. (Bt,m)	EPS gwt (%) 2022F	EPS gwt (%) 2023F	PE (X) 2022F	PE (X) 2023F	PEG 23F (X)	PBV (X) 2022F	PBV (X) 2023F	ROE (%) 2022F	ROE (%) 2023F	Div.Yield (%) 2022F	Div.Yield (%) 2023F	DE Ratio (X) 2022F	DE Ratio (X) 2023F
SAPPE	BUY	45.50	61.00	34.1	13,873	56.0	16.4	21.6	18.6	**1.1**	4.3	3.9	20.8	22.1	3.4	4.0	0.3	0.3
ICHI	BUY	11.90	14.50	21.8	15,080	16.1	18.5	23.8	20.0	**1.1**	2.4	2.4	10.3	12.2	4.2	5.0	0.1	0.2
CBG	HOLD	101.00	105.00	4.0	101,000	-16.4	21.2	41.9	34.6	**1.6**	9.4	9.4	23.0	25.7	1.6	2.0	0.8	0.7
OSP	HOLD	29.25	23.00	(21.4)	95,369	-15.3	10.6	34.6	31.3	**3.0**	4.7	4.7	17.6	18.4	3.5	3.7	0.4	0.4
Average								**30.5**	**26.1**	**1.7**	**5.2**	**5.1**	**17.9**	**19.6**	**3.2**	**3.7**	**0.4**	**0.4**

ที่มา : TISCO Research