

19 January 2025

Company Note

Rating

HOLD

(Downgrade from Buy)

Company

SAPPE

Bloomberg

SAPPE TB

SET

SAPPE

Exchange

SET

Sector

Food & Beverage

ตั้งเป้ารายได้ปีนี้เพิ่มขึ้นเพียง 5%

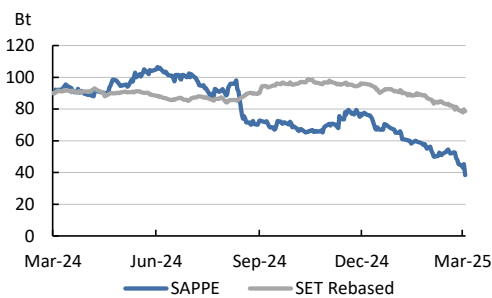
12mth price target (THB) 42.00 Change from 70.00

Current price (06/03/2025)	38.25
Upside/Downside	9.8%
CG rating	9.8%
ESG rating	4
Thai CAC	A

Share summary

Issue shares :	(m shrs)	308.3
Market capitalization:	(THB bn)	11.8
	(USDbn)	0.3
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	79.9
	(USDm)	2.3
Foreign Limit/Actual	(%)	49/11
Free Float:	(%)	26.4
NVDR:	(%)	2.8

Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
SAPPE	-28.50	-49.67	-58.54
SET	-8.57	-18.01	-13.21

Major Shareholders

	%
Ruckariyapong Family	66.53
Thai NVDR	5.81
UBS AG Singapore	3.27

Source: SET

Anchalín Charoenpit

ID: 045566

(66) 2633 6478

anchalinc@tisco.co.th

บริษัทตั้งเป้ารายได้ปี 2025F เพิ่มขึ้นเพียง 5%YoY และเลื่อนเป้าหมายรายได้ 1 หมื่นล้านบาทในปี 2026F ออกไป

เราปรับคำแนะนำเป็น “ถือ” จาก “ซื้อ” จากแนวโน้มผลประกอบการไม่เป็นไปตามคาดเดิม หลังจากบริษัทประกาศเป้ารายได้ปีนี้เติบโตลดลง จากเดิมที่เคยคาดรายได้เติบโตปีละ 15-20% และจะถึง 1 หมื่นล้านบาทในปี 2026F ซึ่งจะเลื่อนเป้าหมายออกไป จากภาพรวมเศรษฐกิจโลกชะลอตัวส่งผลกระทบต่อผู้บริโภค ค่าเงินบาทที่แข็งค่า และกลุ่มประเทศเกาหลีใต้ อังกฤษ และฝรั่งเศส มีปัญหา demand ที่ลดลง เราปรับประมาณการใหม่สะท้อนแนวโน้มผลประกอบการชะลอตัว คาดกำไรสุทธิปี 2025F ลดลง และจะเริ่มดีขึ้นปี 2026F หลังจากบริษัทกลับมามุ่งเน้นกับช่องทางการจำหน่ายหลักในการส่งออกและใกล้ชิดกับตัวแทนจำหน่ายทำการตลาดกับพาร์ทเนอร์มากขึ้น

บริษัทตั้งเป้ารายได้ปี 2025F เติบโต 5% YoY จากการคาดการณ์การส่งออกที่เติบโตเล็กน้อย 3% (สัดส่วน 80% ของรายได้) แต่บริษัทคาดยอดขายในประเทศยังเติบโตได้ 15%YoY จากการมุ่งเน้นสินค้าหลักและช่องทางจำหน่าย และบริษัทมีการเลื่อนแผนเปิดโรงงานใหม่จาก 2Q25F ไปเป็นปีหน้าจากยอดขายชะลอตัว การส่งออกแบ่งเป็น

- **กลุ่มทวีปเอเชีย** คาดเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 5% YoY จากประเทศอินเดีย และฟิลิปปินส์ ยังเติบโตดี แต่ประเทศอินโดนีเซียขาดทรงตัว บริษัทอยู่ระหว่างเจรจากับตัวแทนรายใหม่เพิ่มขึ้น คาดจะเห็นในปีหน้าเพื่อขยายสินค้าใหม่ ๆ แต่ประเทศเกาหลีใต้ยังเผชิญปัญหาภาพรวมเศรษฐกิจที่ชะลอตัว และการแข่งขันสูงขึ้น
- **ทวีปยุโรป** คาดลดลง 10% YoY จากประเทศอังกฤษมีปัญหาการขยายช่องทางจำหน่ายเข้าทาง modern trade จากการบริหารจัดการไม่เป็นไปตามคาด ส่งผลให้ยังมีสินค้าค้างสต็อกคงเหลือ คาดว่าจะเคลียร์จบได้ในครึ่งปีแรก บริษัทจะมุ่งเน้นช่องทางจำหน่ายหลักเดิมที่สำคัญเป็นหลัก และประเทศฝรั่งเศสจากยอดขายชะลอตัวจากอากาศที่หนาวมากและการบริหารจัดการหน้าร้านไม่ดีพอทำให้มีสินค้าค้างสต็อก ประกอบกับ supply chain ที่ค่อนข้างยาว ทำให้การคาดการณ์ยอดขายที่ออกมาช้า
- **ทวีปตะวันออกกลาง และอเมริกา** คาดยังเติบโตต่อเนื่อง 10% YoY จากการขยายช่องทางจำหน่ายเพิ่มขึ้น
- **เลื่อนแผนเปิดโรงงานใหม่** จาก 2Q25F ไปเป็นปีหน้า 1Q26F ขบลงทุน 1.6 พันล้านบาท จากยอดขายชะลอตัวและใช้ไลน์ผลิต 5 ที่เพิ่งเปิดปีที่ผ่านมาให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นจากปัจจุบัน utilization rate ยังต่ำ
- **อัตราทำกำไรขั้นต้นขาดทรงตัว** จากต้นทุนวัตถุดิบน้ำตาลและ packaging ที่ลดลง แต่ค่าเงินบาทที่แข็งค่า บริษัทคาดที่ 33.5 บาท/US\$ และอัตราการใช้กำลังการผลิตคาดเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเทียบกับปีที่ผ่านมา
- **ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น** โดยคาดค่าใช้จ่ายในการขายเพิ่มขึ้นจาก 13% เป็น 14% จากการทำการตลาด แต่ค่าใช้จ่ายในการบริหารคาดมูลค่าใกล้เคียงเดิมกับปีที่ผ่านมาจากยอดขายที่ชะลอตัว

เราปรับประมาณการลงสะท้อนการส่งออกชะลอตัว

แนวโน้มผลประกอบการ 1Q25F ราคาตลาด YoY และ QoQ จากยอดส่งออกที่คาดว่าจะลดลงในทวีปยุโรปทั้งอังกฤษและฝรั่งเศส และทวีปตะวันออกกลางคาดว่าจะลดลงเนื่องจากมีการส่งสินค้าล่วงหน้ารองรับช่วงรอมฎอนตั้งแต่เดือน ธ.ค.24 แล้ว เราปรับประมาณการเต็มปี 2025-26F ลดลงจากคาดเดิมปีละ 17% คาดกำไรอยู่ที่ 1.1 พันล้านบาท (-11.7%YoY) และ 1.2 พันล้านบาท (+9.4%YoY) ตามลำดับ จากคาดรายได้ส่งออกเติบโตลดลง 5% แบบอนุรักษ์นิยม จากการส่งออกไปทวีปยุโรปในประเทศอังกฤษและฝรั่งเศสที่มี demand ที่ลดลง การขยายช่องทางจำหน่ายใน modern trade ไม่เป็นไปตามเป้าหมาย และยังมีสต็อกสินค้าเก่าที่คาดว่าจะต้องเคลียร์หมดในช่วงครึ่งปีแรกของปีนี้ และประเทศเกาหลีใต้ที่อ่อนตัวลงจากภาพรวมเศรษฐกิจและการแข่งขันที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่ประเทศอินโดนีเซียมีปัญหาจากเรื่องตัวแทนจำหน่ายมีการเปลี่ยนที่ผู้บริหารใหม่ ความชำนาญด้านการตลาดยังมีไม่มากสำหรับในประเทศยังคงคาดเพิ่มขึ้นปีละ 10% จากการทำการตลาดออกสินค้าใหม่ คาดอัตรามาร์จิ้นลดลงจากสัดส่วนการส่งออกที่ลดลงและค่าค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นจากการทำการตลาดทั้งในและต่างประเทศ

เปลี่ยนคำแนะนำเป็น “ถือ” จาก “ซื้อ” จากแนวโน้มผลประกอบการปีนี้อ่อนตัว และคาดจะเริ่มกลับดีขึ้นในปีหน้า เราปรับราคาเป้าหมายใหม่เป็น 42 บาท อ้างอิง PER-1.5SD เฉลี่ยที่ 11.5X จากผลประกอบการที่มีความผันผวนจากการส่งออกจากสถานะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวทั่วโลก ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขาย PER25F อยู่ที่ 10.5x Dividend Yield 25F อยู่ที่ 7% ROE 25F อยู่ที่ 24.7% ฐานะการเงินแข็งแกร่ง D/E เพียง 0.3X ความเสี่ยง : เศรษฐกิจ และต้นทุนที่เพิ่มขึ้น

Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2022	2023	2024	2025E	2026E
Sales (THBm)	4,566	6,053	6,775	6,633	7,176
EBITDA (THBm)	1,018	1,516	1,783	1,680	1,887
Net profit (THBm)	653	1,074	1,252	1,106	1,211
Net Profit (% chg from prev)	0 %	0 %	0 %	-17 %	-17 %
EPS (THB)	2.15	3.53	4.11	3.63	3.97
EPS (% YoY)	59.1	64.4	16.6	-11.7	9.4
EPS vs Cons (%)	nm	nm	nm	nm	nm
PER (X)	16.3	20.5	9.3	10.5	9.6
Yield (%)	2.7	4.4	8.0	7.0	7.7
P/BV (X)	5.6	4.8	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA (X)	8.3	12.8	5.5	6.1	5.5
ROE (%)	21.2	30.4	30.5	24.7	25.4

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. Earnings Revision

Bt,m	2025F				2026F			
	2024	Revised	Previous	% Chg	Revised	Previous	% Chg	
Revenue	6,775	6,633	7,454	-11%	7,176	8,199	-12%	
% growth (YoY)	12%	-2%	10%		8%	10%		
- Domestic	1,372	1,509	1,509	0%	1,660	1,660	0%	
% growth (YoY)	19%	10%	10%		10%	10%		
- Export	5,403	5,124	5,944	-14%	5,516	6,539	-16%	
% growth (YoY)	10%	-5%	10%		8%	10%		
% Revenue breakdown								
- Domestic	20%	23%	20%		23%	20%		
- Export	80%	77%	80%		77%	80%		
Cost of Goods sold	3,632	3,581	3,997	-10%	3,844	4,386	-12%	
SG&A	1,854	1,917	2,039	-6%	2,074	2,243	-8%	
EBIT	1,546	1,402	1,684	-17%	1,533	1,845	-17%	
Net profit	1,252	1,106	1,332	-17%	1,211	1,460	-17%	
% growth (YoY)	17%	-12%	6%		9%	10%		
% Gross margin	46.4%	46.0%	46.4%		46.4%	46.5%		
% SG&A to sale	27.4%	28.9%	27.4%		28.9%	27.4%		
% EBIT margin	22.8%	21.1%	22.6%		21.4%	22.5%		
% NP margin	18.5%	16.7%	17.9%		16.9%	17.8%		

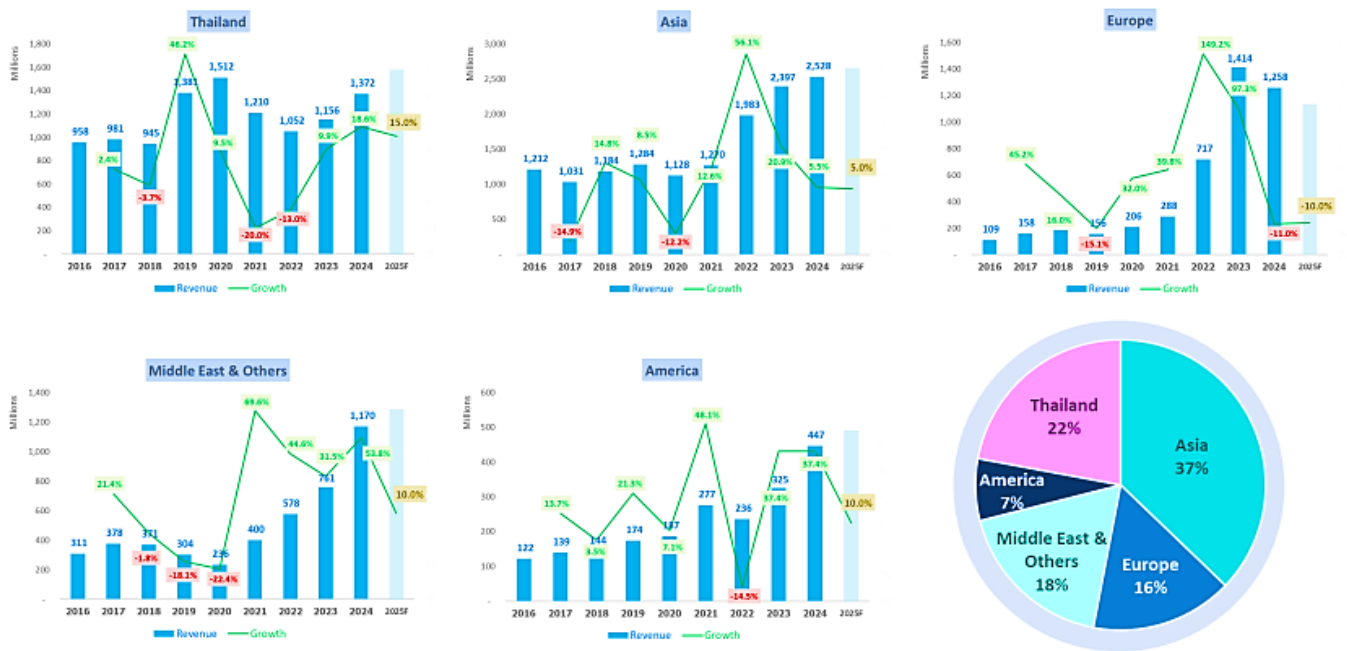
Source: TISCO Research

Figure 2. Valuation of the Beverage Sector

	Rating	Price	Target	Upside	Market Cap.	EPS gwt (%)		PE (X)		PEG 24F	PBV (X)		ROA (%)		ROE (%)		EV/EBITDA		Div.Yield (%)		
		(Bt)	Price	(%)		25F	26F	25F	26F	(X)	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
		6 Mar 25	(Bt)	(m,Local)																	
Thailand																					
SAPPE PCL	HOLD	38.25	42.00	9.8	11,792	(11.7)	9.4	10.5	9.6	(0.9)	2.5	2.3	18.3	18.8	24.7	25.4	7.0	6.2	7.0	7.7	
ICHITAN GROUP PCL	HOLD	13.00	15.00	15.4	16,900	9.7	8.7	12.1	11.1	1.3	3.0	3.1	19.9	22.0	24.8	27.6	6.8	6.2	9.1	9.9	
CARABAO GROUP PCL	BUY	64.00	90.00	40.6	64,000	9.7	10.4	20.5	18.6	2.1	4.3	3.8	16.3	16.4	22.1	21.5	13.1	11.7	2.3	2.5	
OSOTSPA PCL	BUY	15.70	21.50	36.9	47,159	(7.0)	6.4	16.7	15.7	(2.4)	2.9	2.8	11.1	11.6	17.5	18.1	9.4	9.0	6.0	6.4	
Average (exclude SAPPE)								16.4	15.1	0.3	3.4	3.2	15.8	16.7	21.5	22.4	9.7	9.0	5.8	6.2	

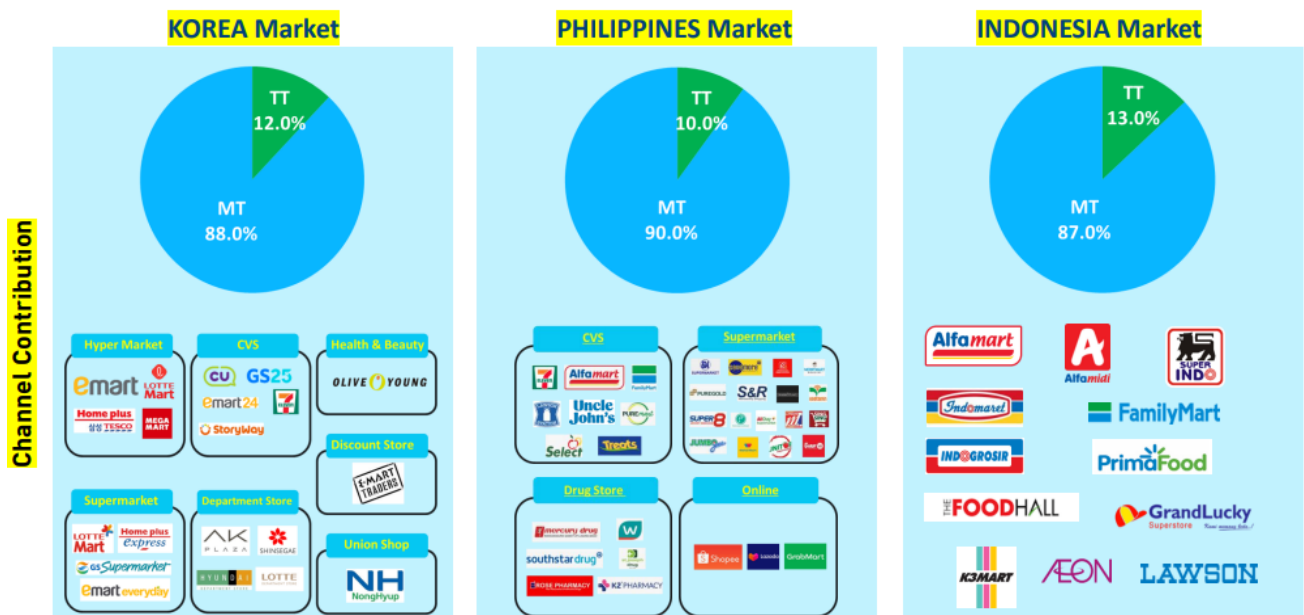
Source: TISCO Research

Figure 3. Target Growth 2025 by Region



Source: SAPPE

Figure 4. Key Countries



Source: SAPPE

Figure 5. Key Countries

France Market



Source: SAPPE

Figure 6.2024 Revenue breakdown by regions



Source: SAPPE

SAPPE
Rating : HOLD

Bloomberg:	SAPPE TB	Target price (THB)	42.00			Market Capitalization
		Current Price (THB)	38.25			THBbn
		52-week Range	38.25-106.5			11.8
						USDbn
						0.3

Fiscal year end 31-Dec	2022	2023	2024	2025E	2026E
-------------------------------	-------------	-------------	-------------	--------------	--------------

Financial Summary	2022	2023	2024	2025E	2026E
EPS (THB)	2.15	3.53	4.11	3.63	3.97
DPS (THB)	1.59	2.61	3.05	2.69	2.95
BVPS (THB)	10.69	12.53	14.42	15.00	16.28
Weighted average shares (m)	305	305	305	305	305
Average market cap (THBm)	10,669	22,014	11,652	11,652	11,652
Enterprise value (THBm)	9,742	21,267	9,839	10,306	10,358

Valuation Metrics	2022	2023	2024	2025E	2026E
P/E (x)	16.3	20.5	9.3	10.5	9.6
P/BV (x)	5.6	4.8	2.7	2.5	2.3
FCF Yield (%)	0.1	0.0	-1.3	3.8	6.6
Dividend Yield (%)	2.7	4.4	8.0	7.0	7.7
EV/Sales (x)	1.9	3.2	1.45	1.55	1.44
EV/EBITDA (x)	8.3	12.8	5.5	6.1	5.5
EV/EBIT (x)	10.2	14.5	6.4	7.4	6.8

Income Statement (THBm)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Sales revenue	4,566	6,053	6,775	6,633	7,176
Gross profit	1,863	2,711	3,143	3,052	3,332
EBITDA	1,018	1,516	1,783	1,680	1,887
Depreciation	187	178	237	278	353
Amortisation	0	0	0	0	0
EBIT	831	1,338	1,546	1,402	1,533
Net interest income/(expense)	-2	-3	-2	-2	-2
Associates/affiliates	0	-20	-1	1	1
Exceptionals/extraordinaries	-9	9	17	0	0
Other pre-tax income/(expense)	0	0	0	0	0
Profit before tax	829	1,336	1,544	1,400	1,531
Income tax expense	162	275	298	280	306
Minorities	0	24	-13	-14	-14
Other post-tax income/(expense)	0	0	0	0	0
Net profit	653	1,074	1,252	1,106	1,211

Cash Flow (THBm)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Cash flow from operations	1,015	1,664	1,308	1,092	1,518
Net Capex	-304	-775	-1,454	-649	-750
Free cash flow	711	888	-146	442	768
Equity raised/(bought back)	na.	na.	na.	na.	na.
Dividends paid	-338	-511	-797	-929	-820
Net inc/(dec) in borrowings	8	-12	-17	0	0
Other investing/financing cash flows	0	0	0	0	0
Net cash flow	-84	260	212	-454	-52
Change in working capital	164	419	-140	-293	-46

Balance Sheet (THBm)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Cash and other liquid assets	299	554	763	309	257
Tangible fixed assets	1,068	1,665	2,881	3,252	3,649
Goodwill/intangible assets	91	91	91	91	91
Associates/investments	1,949	2,077	1,088	1,076	1,076
Other assets	67	41	37	37	37
Total assets	4,561	5,680	5,921	6,031	6,444
Interest bearing debt	1	0	0	0	0
Other liabilities	62	82	98	108	119
Total liabilities	1,201	1,784	1,430	1,362	1,385
Shareholders' equity	3,258	3,818	4,392	4,570	4,960
Minorities	102	78	99	99	99
Total shareholders' equity	3,360	3,896	4,491	4,669	5,059
Net debt	-927	-747	-345	54	129

Key Company Metrics	2022	2023	2024	2025E	2026E
Sales growth (%)	32.6	32.5	11.9	-2.1	8.2
EPS growth (%)	59.1	64.4	16.6	-11.7	9.4
EBITDA Margin (%)	22.3	25.1	26.3	25.3	26.3
EBIT Margin (%)	18.2	22.1	22.8	21.1	21.4
Payout ratio (%)	74.2	74.2	74.2	74.2	74.2
ROE (%)	21.2	30.4	30.5	24.7	25.4
Capex/sales (%)	6.7	12.8	21.5	9.8	10.5
Capex/depreciation (x)	1.6	4.4	6.1	2.3	2.1
Net debt/equity (x)	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
Net interest cover (x)	363.6	524.4	753.4	663.3	704.2

Source: Company data, TISCO estimates

Company profile

The Company manufactures and distributes health and beauty products and beverages divided into 5 main product groups under 16 domestic and international brands, which are 1) health and beauty beverage products, 2) fruit juice products, fruit flavored drinks, 3) ready-to-brew powder products for health and beauty, 4) other ready-to-drink beverage products, such as slender coffee cans, 5) healthy confectionery products.

Valuation

We estimate an average historical PER-1.5SD reference of 11.5X.

Risk

Risks : 1) Higher raw material costs 2) High competition 3) Exchange rates affect sales

Anchaln Charoenpit
(66) 2633 6478
anchalinc@tisco.co.th

ESG Disclosure Score

	2022	2023
Overall ESG Disclosure Score		n.a.
Environment	n.a.	n.a.
GHG Scope 1 (thousands of metric tonnes)	n.a.	n.a.
GHG Scope 2 Location-based (thousands of metric tonnes)	n.a.	n.a.
GHG Scope 3 (thousands of metric tonnes)	n.a.	n.a.
Electricity used (thousands of megawatt hours)	n.a.	n.a.
Total waste (thousands of metric tonnes)	n.a.	n.a.
Water consumption (thousands of cubic meters)	n.a.	n.a.
Social	n.a.	n.a.
Pct Women in Workforce (%)	n.a.	n.a.
Lost Time Incident Rate - Employees (per 100 employees)	n.a.	n.a.
Number of Employees - CSR (number of people)	n.a.	n.a.
Employees Turnover Pct (%)	n.a.	n.a.
Total Hours Spent by Firm - Employee Training (hours)	n.a.	n.a.
Governance	n.a.	n.a.
Size of the Board	n.a.	n.a.
Number of Non-executive Directors on Board	n.a.	n.a.
Number of Board Meetings for the Year	n.a.	n.a.
Board Mtg Attendance (%)	n.a.	n.a.
Number of Female Executives	n.a.	n.a.
Number of Women on Board	n.a.	n.a.

Disclaimer: Bloomberg ESG Disclosure Scores rate companies on their level of disclosure of ESG data Bloomberg offers four disclosure scores, for overall ESG, as well as Environmental, Social, and Governance such as energy consumption, board composition, and workforce accidents.

To review the fully transparent methodology, calculation of disclosure scores for any company and compare a company's scores vs. its peers, see ESG Disclosure Score Model in Bloomberg.

TISCO Securities Company Limited

www.tiscosec.com

Bangkok

48/8 TISCO Tower 4th Floor, North Sathorn Road,
Bangkok 10500, Thailand
Tel : (66) 2633 6000 Ext.5 Fax : (66) 2633 6490, (66) 2633 6660

Chiang Mai

275/4, 2nd Floor, Chang Phuak Road, Chang Phuak,
Muang District, Chiang Mai 50300
Tel. 0 5322 4722 Fax. 0 5322 4711

Nakhon Pathom


386, 388 Petchkasem Road, Prapatone, Muang District,
Nakhon Pathom 73000
Tel: 0 3414 2000 Fax: 0 3425 1676

Nakhon Ratchasima

1936/3 Zone A, Mittraphap Road, Naimuang,
Muang District, Nakhon Ratchasima 30000
Tel: 0 4425 7752 Fax: 0 4425 3752

Udon Thani

227/1 Soi Udondussadee 3, Udondussadee Road,
Muang District, Udon Thani 41000
Tel: 0 4224 6888 Fax: 0 4224 5793

	Score Range	Level	Description
 Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2023	90 - 100	5	Excellent
	80 - 89	4	Very Good
	70 - 79	3	Good
	60 - 69	2	Satisfactory
	50 - 59	1	Pass
	< 50	n.a.	n.a.
		N/R	Does not appear in the CGR report

Anti-Corruption Progress Indicator :

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of October 28, 2024) are categorized into :

Certified :	Companies certified by CAC.
Declared :	Companies that have declared their intention to join CAC.
Ensure its compliance by parent company	Ensure its compliance by parent company The company declares that its parent company is under the Bribery Act or other similar laws that required parent company to be responsible for bribery act of its overseas subsidiaries. Such responsibilities shall include the establishment of policy, practices and investigation and ensure that its subsidiaries regularly comply with the policy and practices.
n.a.	Not intention to join CAC. / no policy

Disclaimer

The disclosure of the Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of October 28, 2024)

Since this survey or assessment result is only the survey or assessment result as of the date appearing in the survey or assessment result only, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, TISCO Securities Company Limited does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the survey or assessment result.

ESG Rating

The Thaipat ESG Index is designed to represent the performance of the selected Thai listed companies that are constituents of the ESG100 Universe, the 100 outstanding performers in terms of Environmental, Social and Governance (ESG) listed in Thai stock market (Both SET and mai), assessed by ESG Rating company, a whole subsidiary of Thaipat Institute.

The information, statements, forecasts and projections contained herein, including any expression of opinion, are based upon sources believed to be reliable but their accuracy completeness or correctness are not guaranteed. Expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon the best information then known to us, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. TISCO and other companies in the TISCO Group and/or their officers, directors and employees may have positions and may affect transactions in securities of companies mentioned herein and may also perform or seek to perform investment banking services for these companies. No person is authorized to give any information or to make any representation not contained in this document and any information or representation not contained in this document must not be relied upon as having been authorized by or on behalf of TISCO. This document is for private circulation only and is not for publication in the press or elsewhere. TISCO accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this document or its content. The use of any information, statements forecasts and projections contained herein shall be at the sole discretion and risk of the user.