

16 March 2026

Sappe

Sector: Food & Beverage

เป้าหมายได้ปี 2026E ทำทลายจากผลกระทบสงคราม

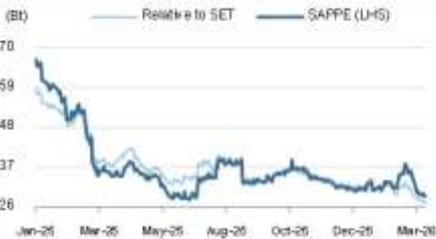
Bloomberg ticker	SAPPE TB
Recommendation	HOLD (maintained)
Current price	Bt29.25
Target price	Bt32.00 (maintained)
Upside/Downside	+9%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt33.02
Bloomberg consensus	Buy 2 / Hold 10 / Sell 1

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt46.25 / Bt27.50
Market cap. (Bt mn)	9,017
Shares outstanding (mn)	308
Avg. daily turnover (Bt mn)	22
Free float	25%
CG rating	Excellent
SET ESG rating	A

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2024	2025	2026E	2027E
Revenue	6,775	5,253	5,666	6,088
EBITDA	1,803	1,230	1,465	1,608
Net profit	1,253	776	940	1,052
EPS (Bt)	4.06	2.52	3.05	3.41
Growth	16.6%	-38.0%	21.2%	11.9%
Core EPS (Bt)	4.06	2.52	3.05	3.41
Growth	16.6%	-38.0%	21.2%	11.9%
DPS (Bt)	2.18	1.33	1.83	2.05
Div. yield	7.5%	4.6%	6.3%	7.0%
PER (x)	7.2	11.6	9.6	8.6
Core PER (x)	7.2	11.6	9.6	8.6
EV/EBITDA (x)	4.7	6.9	5.7	5.3
PBV (x)	2.0	2.0	1.9	1.7

Bloomberg consensus				
Net profit	1,253	776	917	1007
EPS (Bt)	4.06	2.52	2.98	3.27



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-6.4%	-7.9%	-12.0%	-23.5%
Relative to SET	-5.1%	-16.8%	-20.4%	-38.6%

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)

จากงาน Opportunity Day (13 Mar 2026) เรามีมุมมองเป็นลบต่อ outlook ของ SAPPE ดังนี้

- 1) สำหรับปี 2026E ก่อนสงครามบริษัทตั้งเป้ารายได้โต +15% YoY, GPM ขยายตัว จาก utilization rate ที่ขยายตัว, raw & packaging material ลดลง อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารอยู่ระหว่างประเมินผลกระทบของสงคราม
- 2) Middle East มีสัดส่วนรายได้ที่ 8.8% ยังมีคำสั่งซื้อ แต่เริ่มมีข้อจำกัดด้านการ loading สินค้า
- 3) บริษัทได้ลือคราคา PET Resin (7-8% of COGS) ถึง พ.ค. และน้ำตาลถึงปลายปี 2026E ส่วนต้นทุนพลังงานอยู่ที่ 4-5% of COGS

ทั้งนี้ เราคาดกำไรสุทธิ 1Q26E จะลดตัว YoY จาก GPM ลดลง แต่กำไรฟื้นตัว QoQ ตามฤดูกาล เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2026E ที่ 940 ล้านบาท (+21% YoY) เนื่องจากผลกระทบจากสงครามยังอยู่ในช่วงประเมิน อย่างไรก็ตาม เรามองว่าประมาณการมี downside risk หากสถานการณ์ยืดเยื้อ เราคงคำแนะนำ "ถือ" และคงราคาเป้าหมายที่ 32.00 บาท ถึง 2026E PER 10.5x จนกว่าจะเห็นสถานการณ์สงครามที่คลี่คลาย

Event: Opportunity Day

□ เป้ารายได้ปี 2026E ทำทลายจากผลกระทบสงคราม เรามีมุมมองเป็นลบต่อ outlook ของ SAPPE จาก Opportunity Day (13 Mar 2026) มีประเด็นสำคัญ ดังนี้

- 1) สำหรับปี 2026E ก่อนสงครามบริษัทตั้งเป้ารายได้โต +15% YoY, GPM ขยายตัว จาก utilization rate ที่สูงขึ้น, raw & packaging material ลดลง อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารอยู่ระหว่างประเมินผลกระทบของสงคราม
- 2) Middle East มีสัดส่วนรายได้ที่ 8.8% ปัจจุบัน มี order แต่มีปัญหาเรื่อง loading จากสงคราม
- 3) ผลกระทบจากค่าระวางเรือที่เพิ่มขึ้นค่อนข้างจำกัด เนื่องจาก SAPPE จำหน่ายสินค้าในรูปแบบ FOB
- 4) ด้าน raw & packaging materials มีการลือคราคาวัตถุดิบบางส่วน โดย Packaging โดยเฉพาะ PET Resin มีสัดส่วนที่ 7-8% of COGS ราคา PET Resin มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นจากปัจจัยสงคราม อย่างไรก็ตาม บริษัทได้ลือคราคาถึงเดือน พ.ค. 2026E ขณะที่ราคาน้ำตาลลือถึงปลายปี
- 5) ต้นทุนพลังงานมีสัดส่วนที่ 4-5% of COGS
- 6) แนวโน้ม 1Q26E โดย ม.ค. - ก.พ. ยังโตตามเป้า แต่มี.ค. มีผลกระทบจากสงคราม ทั้งนี้ เราคาดกำไรสุทธิ 1Q26E จะลดตัว YoY จาก GPM ที่ลดลง YoY แต่กำไรจะฟื้นตัว QoQ เป็นไปตามฤดูกาล

Implication

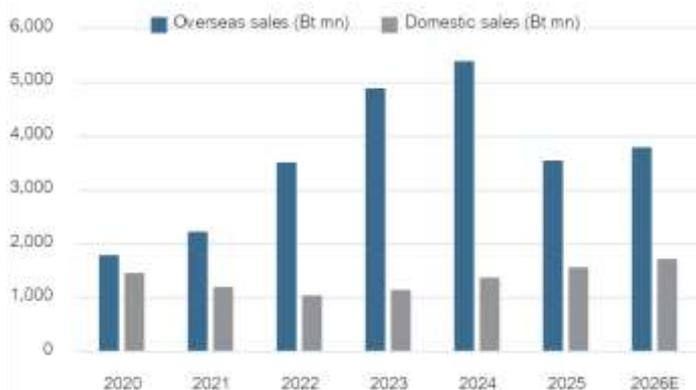
□ คงประมาณการกำไรปี 2026E เบื้องต้น เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2026E ที่ 940 ล้านบาท (+21% YoY) โดยอิงสมมติฐานรายได้รวม +8% YoY ซึ่งต่ำกว่าที่บริษัทตั้งเป้าไว้ที่ +15% เราคาดรายได้ในประเทศขยายตัว +10% YoY และรายได้ต่างประเทศฟื้นตัวในทุกทวีป และ GPM ขยายตัว จาก utilization rate ที่ดีขึ้น อย่างไรก็ตาม เรามองว่ากำไรปี 2026E มี downside จากสงคราม เราอยู่ระหว่างประเมินผลกระทบ

Valuation/Catalyst/Risk

คงราคาเป้าหมายที่ 32.00 บาท ถึง 2026E PER 10.5x เราแนะนำ "ถือ" จนกว่าจะเห็นสถานการณ์สงครามที่คลี่คลาย

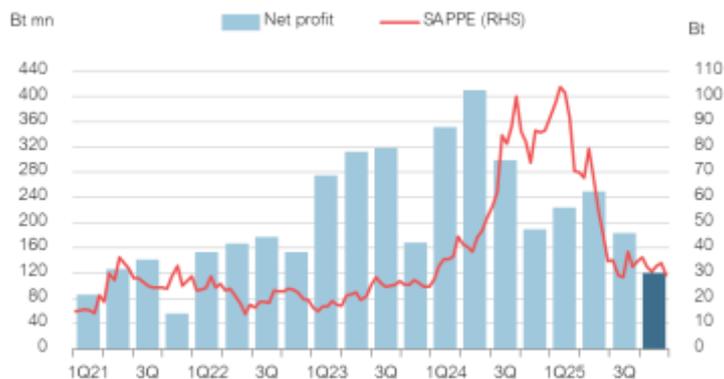
Key risks: กำลั้งซื้อต่างประเทศฟื้นตัวช้า, อัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวนมากกว่าคาด

Fig 1: Revenue breakdown by geography



Sources: Company, DAOL

Fig 2: Share price vs Net profit



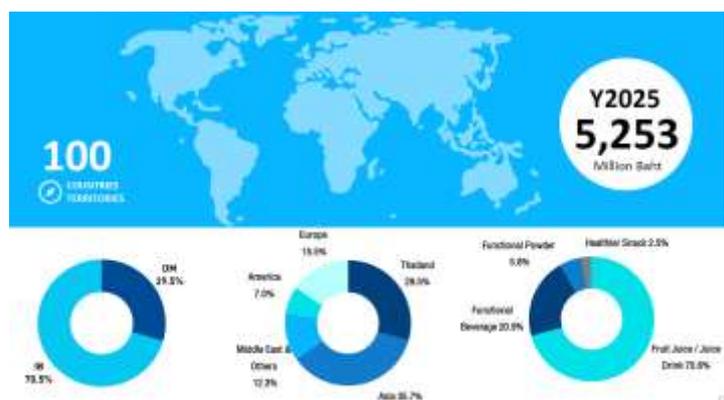
Sources: Setsmart, DAOL

Fig 3: Production Facility



Source: Company

Fig 4: 2025 Revenue Breakdown by Geography and Product



Source: Company

Quarterly income statement

(Bt mn)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Sales	1,377	1,142	1,548	1,349	1,214
Cost of sales	(739)	(617)	(862)	(762)	(685)
Gross profit	638	526	686	586	528
SG&A	(474)	(290)	(422)	(390)	(394)
EBITDA	230	301	329	264	200
Finance costs	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)
Core profit	189	224	248	183	121
Net profit	189	224	248	183	121
EPS	0.61	0.73	0.80	0.59	0.39
Gross margin	46.4%	46.0%	44.3%	43.5%	43.5%
EBITDA margin	16.7%	26.3%	21.3%	19.6%	16.5%
Net profit margin	13.7%	19.6%	16.0%	13.6%	10.0%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Cash & deposits	554	763	683	942	686
Accounts receivable	642	602	580	535	575
Inventories	438	234	317	407	433
Other current assets	2,022	1,098	553	45	49
Total cur. assets	3,656	2,698	2,133	1,929	1,743
Investments	99	76	78	147	158
Fixed assets	1,882	3,103	3,328	3,915	4,594
Other assets	43	44	48	45	49
Total assets	5,680	5,921	5,587	6,037	6,544
Short-term loans	9	2	0	11	12
Accounts payable	1,485	1,100	852	926	986
Current maturities	12	10	12	10	17
Other current liabilities	141	179	106	96	103
Total cur. liabilities	1,647	1,292	970	1,044	1,119
Long-term debt	49	39	45	74	79
Other LT liabilities	88	99	114	85	91
Total LT liabilities	137	138	159	159	170
Total liabilities	1,784	1,430	1,129	1,203	1,289
Registered capital	308	308	308	308	308
Paid-up capital	308	308	308	308	308
Share premium	1,082	1,082	1,082	1,082	1,082
Retained earnings	2,423	2,975	3,101	3,478	3,898
Others	4	27	(157)	(157)	(157)
Minority interests	78	99	123	123	123
Shares' equity	3,896	4,491	4,458	4,834	5,255

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Net profit	1,074	1,253	776	940	1,052
Depreciation	178	237	264	313	321
Chg in working capital	346	(143)	(308)	29	(6)
Others	(79)	973	483	471	7
CF from operations	1,519	2,320	1,215	1,754	1,373
Capital expenditure	(733)	(1,458)	(489)	(900)	(1,000)
Others	20	23	(2)	(70)	(11)
CF from investing	(713)	(1,435)	(491)	(970)	(1,011)
Free cash flow	805	885	724	784	362
Net borrowings	(12)	(19)	5	39	13
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	(509)	(671)	(694)	(564)	(631)
Others	(30)	13	(115)	0	0
CF from financing	(550)	(676)	(804)	(526)	(618)
Net change in cash	255	209	(80)	259	(256)

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Sales	6,053	6,775	5,253	5,666	6,088
Cost of sales	(3,341)	(3,632)	(2,927)	(3,116)	(3,318)
Gross profit	2,711	3,144	2,326	2,550	2,770
SG&A	(1,518)	(1,854)	(1,497)	(1,570)	(1,668)
EBITDA	1,506	1,803	1,230	1,465	1,608
Depre. & amortization	178	237	264	313	321
Equity income	-20	-1	2	2	2
Other income	155	277	134	170	183
EBIT	1,328	1,566	965	1,152	1,287
Finance costs	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
Income taxes	(275)	(298)	(163)	(184)	(206)
Net profit before MI	1,051	1,266	801	966	1,079
Minority interest	24	(13)	(25)	(25)	(27)
Core profit	1,074	1,253	776	940	1,052
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	1,074	1,253	776	940	1,052

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Growth YoY					
Revenue	32.5%	11.9%	-22.5%	7.9%	7.5%
EBITDA	49.8%	19.7%	-31.8%	19.1%	9.8%
Net profit	64.5%	16.6%	-38.0%	21.2%	11.9%
Core profit	64.5%	16.6%	-38.0%	21.2%	11.9%
Profitability ratio					
Gross profit margin	44.8%	46.4%	44.4%	45.0%	45.5%
EBITDA margin	24.9%	26.6%	23.4%	25.8%	26.4%
Core profit margin	17.7%	18.5%	14.8%	16.6%	17.3%
Net profit margin	17.7%	18.5%	14.8%	16.6%	17.3%
ROA	18.9%	21.2%	13.9%	15.6%	16.1%
ROE	27.6%	27.9%	17.4%	19.5%	20.0%
Stability					
D/E (x)	0.46	0.32	0.25	0.25	0.25
Net D/E (x)	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash
Interest coverage ratio	520.18	762.98	546.05	604.61	792.24
Current ratio (x)	2.22	2.09	2.20	1.85	1.56
Quick ratio (x)	0.73	1.06	1.30	1.41	1.13
Per share (Bt)					
Reported EPS	3.48	4.06	2.52	3.05	3.41
Core EPS	3.48	4.06	2.52	3.05	3.41
Book value	12.64	14.57	14.46	15.68	17.05
Dividend	1.65	2.18	1.33	1.83	2.05
Valuation (x)					
PER	8.4	7.2	11.6	9.6	8.6
Core PER	8.4	7.2	11.6	9.6	8.6
P/BV	2.3	2.0	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	5.7	4.7	6.9	5.7	5.3
Dividend yield	5.6%	7.5%	4.6%	6.3%	7.0%

Corporate governance report of Thai listed companies 2025

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (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'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% and 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals but may lack 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, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด 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 รวมถึงสนับสนุนคุณค่าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง กับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชั่น ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. DAOL SEC analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.
- ❑ **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. DAOL SEC's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.
- ❑ **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. DAOL SEC conduct this analysis based on IOD's scores.

DAOL SEC's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

DAOL SEC provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอื่นที่เชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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. 5