

28 November 2022

# Srinanaporn Marketing

Sector: Food & Beverage

Positive feedback from site visit โรงงานใหม่เวียดนาม

Bloomberg ticker	<b>SNNP TB</b>
Recommendation	<b>BUY</b> (maintained)
Current price	Bt19.80
Target price	Bt30.00 (previously Bt27.00)
Upside/Downside	+52%
EPS revision	22E: +2%/ 23E: +6%

Bloomberg target price	Bt23.90
Bloomberg consensus	Buy 4 / Hold 2 / Sell 0

<b>Stock data</b>	
Stock price 1-year high/low	Bt10.80 / Bt21.50
Market cap. (Bt mn)	19,008
Shares outstanding (mn)	960
Avg. daily turnover (Bt mn)	127
Free float	28.5%
CG rating	Very Good
ESG rating	Very Good

<b>Financial &amp; valuation highlights</b>				
FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	4,358	5,543	6,438	7,382
EBITDA	592	830	1,079	1,320
Net profit	437	529	722	914
EPS (Bt)	0.46	0.55	0.75	0.95
Growth	366.0%	20.9%	36.6%	26.5%
Core EPS (Bt)	0.32	0.55	0.75	0.95
Growth	228.8%	71.4%	36.6%	26.5%
DPS (Bt)	0.24	0.33	0.45	0.57
Div. yield	1.2%	1.7%	2.3%	2.9%
PER (x)	43.5	36.0	26.3	20.8
Core PER (x)	61.6	36.0	26.3	20.8
EV/EBITDA (x)	32.3	23.1	17.7	14.3
PBV (x)	6.2	5.8	5.3	4.8

<b>Bloomberg consensus</b>				
Net profit	437	502	646	n.a.
EPS (Bt)	0.53	0.51	0.66	n.a.



Source: Aspen

<b>Price performance</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Absolute	-4.8%	20.7%	21.5%	69.2%
Relative to SET	-6.1%	22.1%	21.7%	70.9%

<b>Major shareholders</b>	<b>Holding</b>
1. Concord I. Capital	20.63%
2. Ascend I. Holdings	14.58%
3. Mr. Takorn Chaisataporn	10.42%

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

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" แต่ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 30.00 บาท บาท ถึง 2023E PER ที่ 40.0x (เดิม 27.00 บาท ถึง 2023E PER 38.0x) จากการปรับกำไรและ re-rate targeted PER ขึ้นเล็กน้อย โดยเรามีมุมมองเป็นบวกมากขึ้น หลังจากที่มีโอกาสเดินทางไปเยี่ยมชมโรงงานใหม่ S.T. Food & Marketing (100% ถือโดย SNNP) และเยี่ยมชมตลาด Modern Trade ที่เมืองโฮจิมินห์ ประเทศเวียดนาม มีประเด็นสำคัญดังนี้ 1) โรงงานที่เวียดนาม มีกำลังการผลิตรวม (3 เฟส) รองรับรายได้ที่ 2,000 ล้านบาท (ปัจจุบันเพิ่งเริ่มเฟส 1 มี utilization rate ที่ 30-40%จะดำเนินงานครบ 3 เฟสใน 3Q23) การเปิดโรงงานที่เวียดนามช่วย unlock capacity โดยเฉพาะเบนโตะ ซึ่งอัตราการใช้กำลังการผลิตในไทยเต็ม 100% และสินค้าผลิตไม่ทันจำหน่ายเนื่องจากการตอบรับที่ดีมากทั้งไทยและต่างประเทศ, 2) เศรษฐกิจเวียดนามยังคงเติบโตแข็งแกร่ง (โดยวิทยากรที่เราเชิญมาพูด คาด GDP ปี 2022E โต 7-7.5% และจะโตเฉลี่ย 6.5-7% ในอีก 5 ปีข้างหน้า) และประชากรส่วนใหญ่อยู่ในวัยหนุ่มสาวและวัยทำงาน, 3) CAC (SNNP's distribution partner) มีความเชี่ยวชาญในการทำตลาดเวียดนามมานาน, 4) รายได้เวียดนามปี 2022E มีโอกาสสูงกว่าบริษัทตั้งเป้าไว้เดิมที่ 500 ล้านบาท (ราคา 665 ล้านบาท +100% YoY) และปี 2023E ที่ 1,000 ล้านบาท(+50% YoY), 5) GPM เวียดนาม จะสูงขึ้นจากการเปิดโรงงานที่เวียดนาม เพื่อลดต้นทุนการผลิต, วัตถุดิบ และค่าขนส่งและ 6) เวียดนามมี FTA กับหลายประเทศ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อส่งออกไปยังประเทศต่างๆ ในอนาคต

เราปรับประมาณการกำไรปี 2022E/23E ขึ้น +2%/+6% สะท้อนยอดขายเวียดนามที่ดีกว่าคาด โดยกำไรปี 2022E/23E จะเติบโต +21%/+37% YoY และเราประเมินกำไรปกติปี 2024E ที่ 914 ล้านบาท (+27% YoY) จากการรับรู้รายได้เวียดนามเต็มปี

ราคาหุ้น outperform SET +22% ใน 3 เดือน แต่ underperform -6%ใน 1 เดือนที่ผ่านมา เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" ปัจจุบันเทรดอยู่ที่ 2022E PER ที่ 36.0x เทียบกับ core EPS CAGR (2022E-24E) ที่ +32% โดยเราคาดว่าในระยะยาว จะยังคงเติบโตต่อเนื่อง จากตลาดเวียดนาม และการทำตลาดใหม่ๆ อีก เช่น ประเทศฟิลิปปินส์, อินโดนีเซีย คาชชายา distributor และช่องทางกระจายจำหน่าย และเตรียมรุกตลาดประเทศจีนเพิ่ม

## Event: Site Visit

❑ **ตลาดเวียดนามหัวใจสำคัญหนุนการเติบโตระยะยาว** เราได้ไป site visit โรงงาน S.T. Food & Marketing ของ SNNP และตลาด Modern Trade ที่เวียดนามเมื่ออาทิตย์ที่ผ่านมา เรามีมุมมองเป็นบวกต่อ outlook ของ SNNP มีประเด็นสำคัญดังนี้ 1) โรงงานที่เวียดนามกำลังการผลิตรวม 3 เฟส สามารถรองรับรายได้ที่ 2,000 ล้านบาท และจะดำเนินงานครบ 3 เฟสใน 3Q23 ทั้งนี้ กำลังการผลิตของโรงงานเวียดนามมีสัดส่วนเป็น 20% ของกำลังการผลิตทั้งหมดของ SNNP, 2) ปัจจุบันได้เริ่ม commercial run รองรับรายได้ที่ 600 ล้านบาท/ปี โดยปัจจุบันเฟส 1 มี utilization rate ที่ 30-40% ทั้งนี้ โดดเด่นคือสินค้าที่ขายดีอันดับ 2 ของ SNNP ในเวียดนาม (รองจาก Bento), 3) โรงงานผลิตใช้เครื่องจักรที่ทันสมัย ทำให้ใช้พนักงานจำนวนไม่มาก ปัจจุบันมีพนักงานทั้งหมด 40 คน โดยคาดว่าจำนวนพนักงานทั้งหมดรวมทั้ง 3 เฟสจะไม่เกิน 400 คน, 4) วัตถุดิบจะเน้น sourcing จาก local ทำให้ต้นทุนการผลิตลดลง

❑ **5 ปัจจัยหลักที่เราชอบการลงทุนในเวียดนามของ SNNP** 1) เวียดนามมี GDP growth ในปี 2022E – 2025E เติบโตเฉลี่ยปีละ 6.5% – 7%, 2) จำนวนประชากรอยู่ที่ 100 ล้านคน โดย urbanization rate ปรับตัวขึ้นเป็น 38% ในปี 2021 เทียบกับปี 2000 ที่ 24% เรายังมองว่าการขยายตัวของสังคมเมืองจะส่งผลกระทบต่อไลฟ์สไตล์การบริโภค snack & beverage เรายังมองว่าตลาด savory snack ในเวียดนามเป็นตลาดใหญ่น่าสนใจ, 3) มี CAC Vietnam ซึ่งเป็นพาร์ทเนอร์ที่มีความแข็งแกร่งและเชี่ยวชาญในการทำตลาดเวียดนามมานาน โดยในปี 2022E CAC มี distribution center (DC) ถึง 16 แห่ง สามารถ

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.

เข้าถึงร้านค้า General Trade (GT) ของเวียดนามได้ถึง 140,000 ร้านค้า (หรือคิดเป็น 28% ของร้านค้า General Trade ที่สามารถขายสินค้า SNNP ได้) ด้าน Modern Trade มี penetration rate ครอบคลุมกว่า 80% และปี 2023E ทาง CAC ตั้งเป้าเปิด DC เพิ่มอีก 4 แห่ง ตั้งเป้าเข้าถึงร้านค้า GT ของเวียดนามกว่า 175,000 ร้านค้า, 4) เราคาดรายได้เวียดนามในปี 2022E ที่ 665 ล้านบาท (+100% YoY) สูงกว่าบริษัทคาดเดิมที่ 500 ล้านบาท จากแนวโน้มรายได้ 4Q22E ที่สูงกว่าคาด และปี 2023E เติบโตต่อเนื่องที่ +50% YoY จากเศรษฐกิจที่ขยายตัวและการบริโภคในประเทศที่ขยายตัวต่อเนื่อง และ 5) ต้นทุนวัตถุดิบลดลงและค่าขนส่งลดลง โดยค่าขนส่งมีสัดส่วน 5-7% ของยอดขายในเวียดนาม, ค่าแรงต่ำ และเวียดนามมี FTA กับหลายประเทศ ซึ่งจะส่งผลบวกต่อการส่งออกไปยังประเทศต่างๆ ในอนาคต หากใช้เวียดนามเป็นฐานการผลิต

□ **คาดการณ์ 4Q22E เดินหน้าทำสถิติสูงสุดใหม่** แนวโน้มกำไรสุทธิ 4Q22E ขยายตัว YoY, QoQ จาก 1) รายได้ทั้งในและต่างประเทศเติบโตเป็นประวัติการณ์ หลังโควิดคลี่คลาย การบริโภคในประเทศฟื้นตัวสินค้าใหม่ได้รับการตอบรับที่ดีต่อเนื่อง อาทิ Jele Chewy รสใหม่, Jele (new packaging) ยอดขายทำสถิติใหม่ ด้านรายได้เวียดนามขยายตัว +90% YoY, +64% QoQ, 2) GPM ขยายตัวจากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง และ 3) ค่าใช้จ่าย SG&A expenses ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการเปิดตัวสินค้าใหม่

#### Implication

□ **ปรับประมาณการกำไรปกติปี 2022E-23E ขึ้น** เราปรับประมาณการกำไรปี 2022E-23E ขึ้น +2%, +6% ตามลำดับเพื่อสะท้อน outlook ที่ดีกว่าคาด เราประเมินกำไรปกติปี 2022E ที่ 529 ล้านบาท (+71% YoY) สำหรับปี 2023E เราประเมินกำไรปกติปี 2023E ที่ 722 ล้านบาท (+37% YoY) หนุนโดย 1) รายได้ขยายตัวต่อเนื่องที่ +16% YoY จากรายได้ในประเทศที่เติบโต +12% YoY จากการบริโภคขยายตัว ด้านรายได้ต่างประเทศ +30% YoY หนุนโดยรายได้เวียดนามเติบโต +50% YoY (สัดส่วน 16% ของรายได้รวม) จากการรับรู้รายได้เฟส 1 เต็มปี และเริ่มรับรู้รายได้เฟส 2 และ 3 ในช่วง 2H22E และ 2) GPM ขยายตัวจากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง และ GPM ต่างประเทศที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นจากโรงงานเวียดนาม สำหรับปี 2024E เรามองว่าเป็นปีทองของ SNNP คาดกำไรปกติที่ 914 ล้านบาท (+27% YoY) จาก 1) รายได้รวมโต +15% YoY จากรายได้ต่างประเทศโต +21% YoY จากการรับรู้รายได้จากโรงงานเวียดนามทั้ง 3 เฟสเต็มปี และในประเทศ +12% YoY และ 2) GPM ขยายตัวต่อเนื่อง

#### Valuation/Catalyst/Risk

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 30.00 บาท ถึง 2023E PER ที่ 40.0x (เดิม 27.00 บาท ถึง 2023E PER 38.0x) เรา rerate PER ขึ้นเพื่อสะท้อน outlook ที่ดีกว่าคาด เรามองว่าผลประกอบการเดินหน้าเข้าสู่วัฏจักรการเติบโตรอบใหม่ ทั้งนี้ มี upside รายได้จากสินค้านวัตกรรมและรายได้ตลาดต่างประเทศใหม่ๆ

## KEY HIGHLIGHTS

### □ ตลาดเวียดนามหัวใจสำคัญหนุนการเติบโตระยะยาว

เราได้ไป site visit โรงงาน S.T. Food & Marketing ของ SNNP และตลาด Modern Trade ที่เวียดนามเมื่ออาทิตย์ที่ผ่านมา เรามีมุมมองเป็นบวกต่อ outlook ของ SNNP มีประเด็นสำคัญดังนี้

โรงงาน S.T. Food & Marketing

- 1) งบลงทุนรวม 20 ล้านดอลลาร์สหรัฐ พื้นที่ 20,000 ตรม. โดยมีกำลังการผลิตรวม 3 เฟสสามารถรองรับรายได้ที่ 2,000 ล้านบาท และจะดำเนินงานครบ 3 เฟสใน 3Q23 ทั้งนี้ กำลังการผลิตของโรงงานเวียดนามมีสัดส่วนเป็น 20% ของกำลังการผลิตทั้งหมดของ SNNP ปัจจุบัน รายได้ Lotus + Bento มีสัดส่วนรายได้เป็น 80% ของรายได้เวียดนาม
- 2) Phase 1 (Lotus): ปัจจุบันได้เริ่ม commercial run รองรับรายได้ที่ 600 ล้านบาท/ปี โดยปัจจุบันเฟส 1 มี utilization rate ที่ 30-40% ทั้งนี้ โดสต์คือสินค้าที่ขายดีอันดับ 2 ของ SNNP ในเวียดนาม (รองจาก Bento)
- 3) Phase 2 (Bento): เริ่ม commercial run ใน 1Q23 จะสามารถรองรับรายได้ที่ 800 ล้านบาท ปัจจุบันสินค้า Bento ที่ขายในเวียดนามได้นำเข้าจากประเทศไทย ส่งผลให้ utilization rate ของไลน์การผลิต Bento ของไทย เต็มเกือบ 100% ซึ่งทำให้ capacity ถูกจำกัด อีกทั้งยังประสบปัญหาสินค้าขายดีจนผลิตไม่ทันทั้งในไทยและต่างประเทศ หากไลน์การผลิต Bento ที่เวียดนามเปิด เราคาดว่าจะช่วย unlock capacity โดยจะทำให้กำลังการผลิต Bento ที่ไทยเพิ่ม 30% เนื่องจากจะย้ายฐานการผลิตมาที่เวียดนาม
- 4) Phase 3 (Jele): เริ่ม commercial run ใน 3Q23 รองรับรายได้ที่ 600 ล้านบาท
- 5) Incremental cost ไม่มาก โดยไลน์การผลิตใช้เครื่องจักรที่ทันสมัย ทำให้ใช้พนักงานจำนวนไม่มาก ค่า admin expenses จากโรงงานเวียดนามเพิ่มเพียง 20-30 ล้านบาท/ปี ปัจจุบันมีพนักงานทั้งหมด 40 คน โดยค่าจ้างพนักงานทั้งหมดรวมทั้ง 3 เฟสจะไม่เกิน 400 คน ด้าน depreciation จะอยู่ที่ 21 ล้านบาท/ปี (เนื่องจากบริษัทตัดค่าเสื่อมที่ 33 ปี)
- 6) วัตถุดิบจะเน้น sourcing จาก local ทำให้ต้นทุนการผลิตลดลง อาทิ ปลา, น้ำมันปาล์ม

### เรามองว่าการตั้งโรงงานในเวียดนาม หนุนการเติบโตระยะยาว ดังนี้

- i) เวียดนามมี GDP growth ในปี 2022E – 2025E เติบโตเฉลี่ยปีละ 6.5% – 7% โดยรัฐบาลเวียดนามเน้นกลยุทธ์การคุมอัตราเงินเฟ้อ และดอกเบี้ยให้ต่ำ นอกจากนี้ หนี้สินครัวเรือนยังต่ำ เรามองว่าการบริโภคยังมีเติบโตอย่างต่อเนื่อง
- ii) จำนวนประชากรอยู่ที่ 100 ล้านคน โดย urbanization rate ปรับตัวขึ้นเป็น 38% ในปี 2021 เทียบกับปี 2000 ที่ 24% เรามองว่าการขยายตัวของสังคมเมืองจะส่งผลบวกต่อไลฟ์สไตล์การบริโภค snack & beverage เราคิดว่าตลาด savory snack ในเวียดนามเป็นตลาดใหญ่ที่น่าสนใจ ค่าตลาด savory snack market ในเวียดนามปี 2022E ที่ USD721mn และมี CAGR 2022E-26E ที่ 12% การตั้งโรงงานในเวียดนามจะช่วยเพิ่มกำลังการผลิต, localization และปรับ packaging size ให้เหมาะกับผู้บริโภคได้มากขึ้น อาทิ สินค้าของขนาดเล็กเพื่อเหมาะกับ GT เราคิดว่าช่วยเพิ่ม market share ในตลาด savory snack ของ SNNP ในระยะยาว ปัจจุบัน เราคาดว่า market share ของ SNNP อยู่ที่ 1.5%-2% ของตลาด savory snack ยังมีโอกาสเติบโตอีกมาก จึงรายได้ Bento + Lotus ที่ 80% ของรายได้เวียดนาม (source: worldometer, World Bank, Statista)
- iii) ต้นทุนวัตถุดิบลดลงและค่าขนส่งลดลง อาทิ เบนโตะ ซึ่งบริษัทซื้อปลาจากเวียดนาม ทำให้ค่า freight ปรับตัวลดลง ค่าขนส่งมีสัดส่วน 5-7% ของยอดขายในเวียดนาม, กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น ช่วยเพิ่มอำนาจในการต่อรองในการซื้อวัตถุดิบมากขึ้น อีกทั้ง ค่าแรงต่ำกว่าไทย
- iv) เวียดนามมี FTA กับหลายๆประเทศ ซึ่งจะส่งผลบวกต่อการส่งออกไปยังประเทศต่างๆ ในอนาคต
- v) มี CAC Vietnam ซึ่งเป็นพาร์تنเนอร์ที่มีความแข็งแกร่งและเชี่ยวชาญในการทำตลาดเวียดนามมานานช่วยรุกทำตลาด

Fig 1: Vietnam project timeline

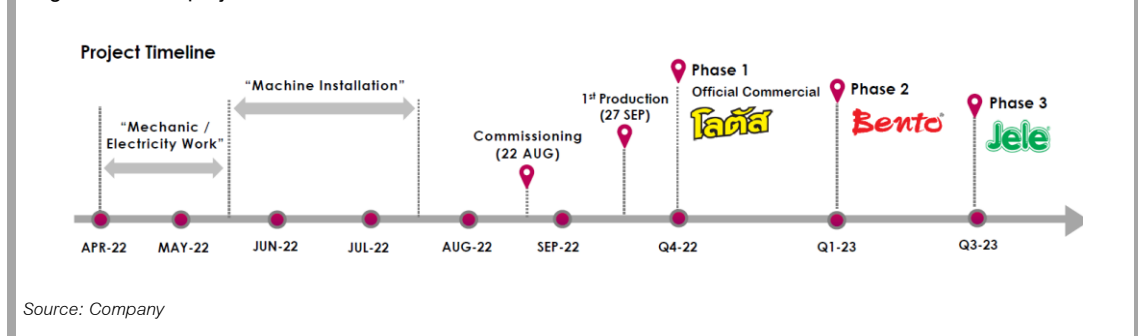


Fig 2: S.T. Food Marketing



Source: Company

Fig 3: ไลน์การผลิต "Lotus"



Source: Company, DAOL

Fig 4: ไลน์การผลิต "Lotus"



Source: Company, DAOL

Fig 5: ไลน์การผลิต "Lotus"



Source: Company, DAOL

Fig 6: เครื่องบรรจุ



Source: Company, DAOL

Fig 7: สถานที่เก็บวัตถุดิบและ packaging



Source: Company, DAOL

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. 4

□ CAC Vietnam พาร์ทเนอร์ที่ช่วยหนุนการเติบโต

CAC Vietnam ซึ่งเป็นพาร์ทเนอร์ที่มีความแข็งแกร่งและเชี่ยวชาญในการทำตลาดเวียดนามมานาน โดยในปี 2022E CAC มี distribution center (DC) ถึง 16 แห่ง, distribution partner (DP) 36 แห่ง, wholesaler (WS) 475 แห่ง สามารถเข้าถึงร้านค้า General Trade (GT) ของเวียดนามได้ถึง 140,000 ร้านค้า (หรือคิดเป็น 28% ของร้านค้า GT ที่สามารถขายสินค้า SNNP ได้) ด้าน Modern Trade มี penetration rate ครอบคลุมกว่า 80% และปี 2023E ทาง CAC ตั้งเป้าเปิด DC เพิ่มอีก 4 แห่ง, DP 9 แห่ง และ WS 25 แห่ง ตั้งเป้าเข้าถึงร้านค้า GT ของเวียดนามกว่า 175,000 ร้านค้า ทั้งนี้ ผู้บริโภคเวียดนามกว่า 80% ยังนิยมซื้อสินค้าจาก General Trade ปัจจุบันรายได้ในเวียดนามของ SNNP ยังกระจุกตัวอยู่ในกลุ่ม Modern Trade (MT) เรายังมองว่าตลาด GT ของ SNNP ยังมีโอกาสเติบโตอีกมากจาก localization strategy ซึ่งจะเริ่มเห็นสินค้าใหม่เพิ่มขึ้นใน 1Q23E เราได้สำรวจตลาด MT เวียดนาม โดยเราเห็นว่าสินค้า SNNP ได้วางอยู่ในจุดยุทธศาสตร์ที่จะสร้าง impulse purchase และได้เห็นผู้บริโภคมีการซื้อสินค้าอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะ Bento และ Lotus

เราคาดรายได้เวียดนามในปี 2022E ที่ 665 ล้านบาท (+100% YoY) สูงกว่าบริษัทคาดเดิมที่ 500 ล้านบาท จากแนวโน้มรายได้ 4Q22E ที่สูงกว่าคาด และปี 2023E เติบโตต่อเนื่องที่ +50% YoY จากเศรษฐกิจที่ขยายตัวและการบริโภคในประเทศที่ขยายตัวต่อเนื่อง

Fig 8: CAC Distribution Coverage

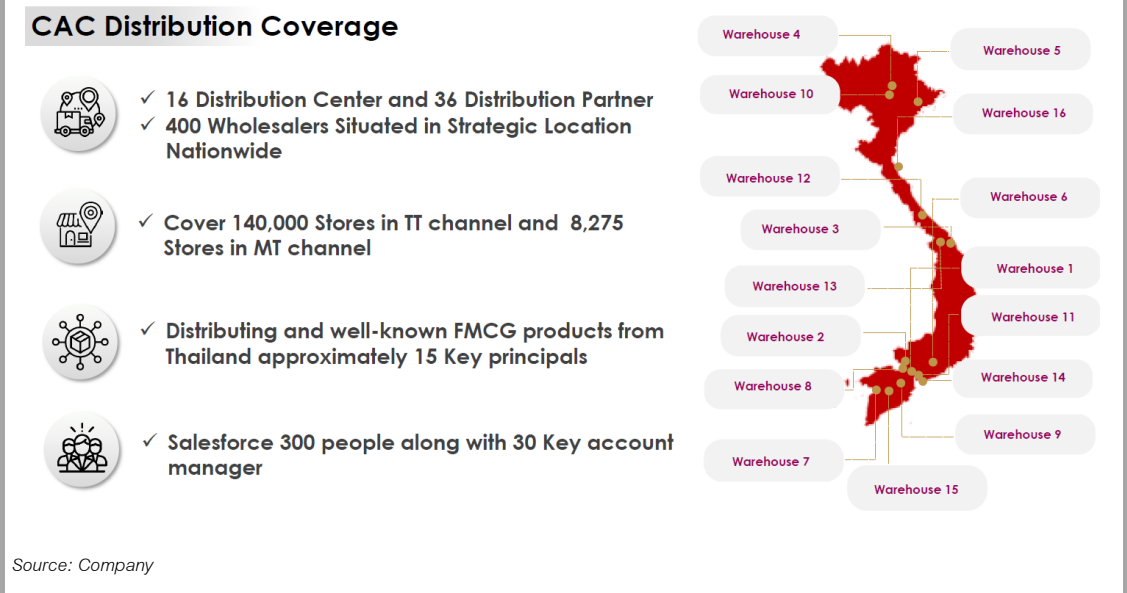


Fig 9: Savory snack market value in Vietnam (USD mn)

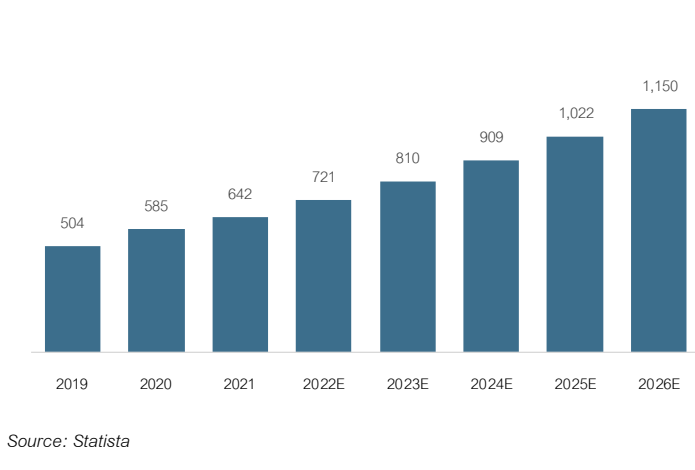


Fig 10: Product localization strategy



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

Fig 11: Bento at Emart Go Vap



Source: DAOL

Fig 12: Lotus at Emart Go Vap



Source: DAOL

Fig 13: Jele at Emart Go Vap



Source: DAOL

Fig 14: Bento at Big C



Source: DAOL

Fig 15: Bento at Aeon



Source: DAOL

Fig 16: Jele Chewy at Aeon



Source: DAOL

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. DAOLSEC 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. **6**

Fig 17: Bento at GS25



Source: DAOL

Fig 18: Jele at GS25



Source: DAOL

□ คาดกำไร 4Q22E ทำสถิติสูงสุดใหม่

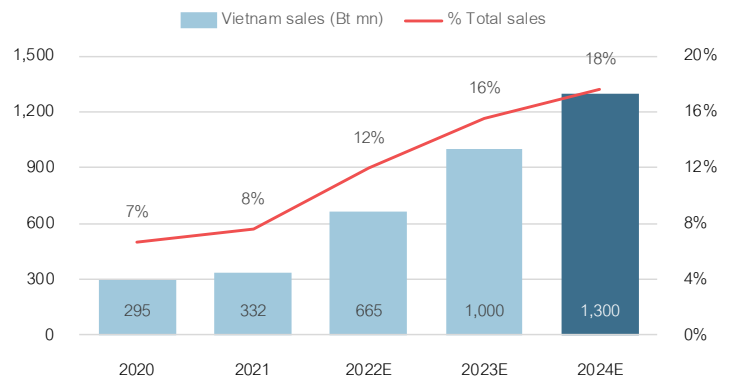
แนวโน้มกำไรสุทธิ 4Q22E ขยายตัว YoY, QoQ จาก 1) รายได้ทั้งในและต่างประเทศเติบโตเป็นประวัติการณ์ หลังโควิด คลี่คลาย การบริโภคในประเทศฟื้นตัวสินค้าใหม่ได้รับการตอบรับที่ดีต่อเนื่อง อาทิ Jele Chewy รสใหม่, Jele (new packaging) ยอดขายทำสถิติใหม่ ด้านรายได้เวียดนามขยายตัว +90% YoY, +64% QoQ, 2) GPM ขยายตัวจากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง และ 3) ค่าใช้จ่าย SG&A expenses ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการเปิดตัวสินค้าใหม่

Fig 19: New products in 4Q22E



Source: Company

Fig 20: Revenue from Vietnam



Source: DAOL

□ ปรับประมาณการกำไรปกติปี 2022E-24E ขึ้น

เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2022E-24E ขึ้น +2%, +6% และ +12% ตามลำดับเพื่อสะท้อน outlook ที่ดีกว่าคาด เราประเมินกำไรปกติปี 2022E ที่ 529 ล้านบาท (+71% YoY) หนุนโดย 1) รายได้รวมทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 5.5 พันล้านบาท (+27% YoY) จากรายได้ในประเทศ +24% YoY และต่างประเทศ +50% YoY, 2) GPM ขยายตัว จากสินค้าใหม่ที่ GPM สูง และ 3) interest expense ปรับตัวลดลงจากการนำเงิน IPO มาชำระหนี้

สำหรับปี 2023E เราประเมินกำไรปกติปี 2023E ที่ 722 ล้านบาท (+37% YoY) หนุนโดย 1) รายได้ขยายตัวต่อเนื่องที่ +16% YoY จากรายได้ในประเทศที่เติบโต +12% YoY จากการบริโภคขยายตัว ด้านรายได้ต่างประเทศ +30% YoY หนุนโดยรายได้เวียดนามเติบโต +50% YoY (สัดส่วน 16% ของรายได้รวม) จากการรับรู้รายได้เฟส 1 เต็มปี และเริ่มรับรู้รายได้เฟส 2

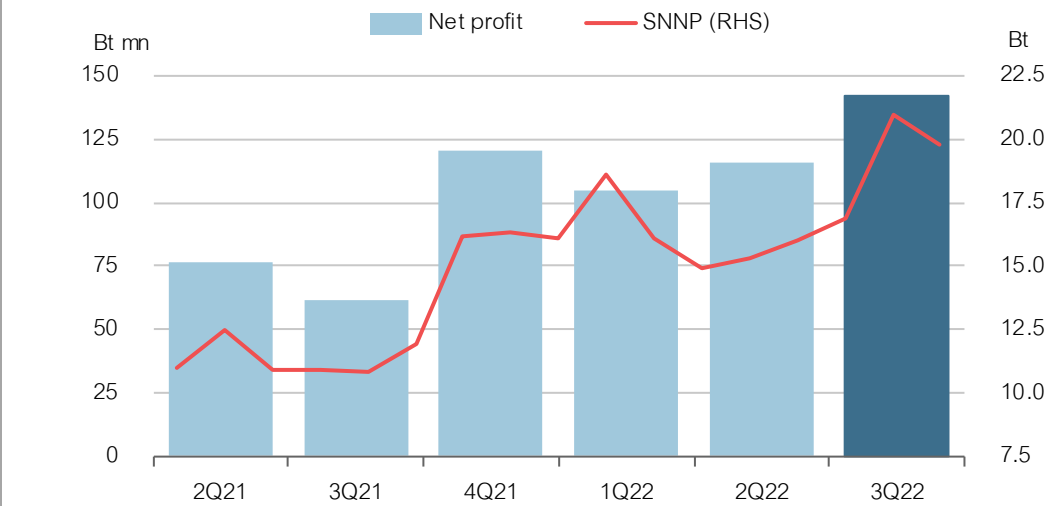
และ 3 ในช่วง 2H22E และ 2) GPM ขยายตัวจากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง และ GPM ต่างประเทศที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นจากโรงงานเวียดนาม

สำหรับปี 2024E เรามองว่าเป็นปีทองของ SNNP คาดกำไรปกติที่ 914 ล้านบาท (+27% YoY) จาก 1) รายได้รวมโต +15% YoY จากรายได้ต่างประเทศโต +21% YoY จากการรับรู้รายได้จากโรงงานเวียดนามทั้ง 3 เฟสเต็มปี และในประเทศ +12% YoY และ 2) GPM ขยายตัวต่อเนื่อง

## VALUATION

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 30.00 บาท ถึง 2023E PER ที่ 40.0x (เดิม 27.00 บาท ถึง 2023E PER 38.0x) เรา rate PER ขึ้นเพื่อสะท้อน outlook ที่ดีกว่าคาด เรามองว่าผลประกอบการเดินหน้าเข้าสู่วัฏจักรการเติบโตรอบใหม่ ปัจจุบัน SNNP เทรดอยู่ที่ 2022E PER ที่ 36.0x เทียบกับ core EPS CAGR (2022E-24E) ที่ +32% โดยเราคาดว่าในระยะยาว จะยังคงเติบโตต่อเนื่อง จากตลาดเวียดนาม และการทำตลาดใหม่ๆ อีก เช่น ประเทศฟิลิปปินส์, อินโดนีเซีย คาดขยาย distributor และช่องทางการจัดจำหน่าย และเตรียมรุกตลาดประเทศจีนเพิ่ม

Fig 21: SNNP share prices vs net profits



Sources: Company, DAOL



### Quarterly income statement

(Bt mn)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
Sales	978	1,210	1,133	1,323	1,468
Cost of sales	(732)	(870)	(823)	(978)	(1,067)
Gross profit	245	340	310	345	400
SG&A	(162)	(197)	(179)	(210)	(235)
EBITDA	124	184	171	175	205
Finance costs	(4)	(0)	(0)	(0)	(0)
Core profit	62	121	105	116	142
Net profit	62	121	105	116	142
EPS	0.06	0.13	0.11	0.12	0.15
Gross margin	25.1%	28.1%	27.4%	26.1%	27.3%
EBITDA margin	12.7%	15.2%	15.1%	13.2%	14.0%
Net profit margin	6.3%	10.0%	9.3%	8.8%	9.7%

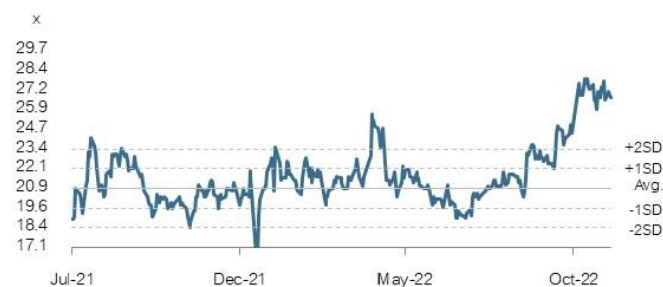
### Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Cash & deposits	173	162	140	241	438
Accounts receivable	1,031	1,126	1,386	1,609	1,846
Inventories	418	412	526	603	684
Other current assets	3	2	111	129	148
<b>Total cur. assets</b>	<b>1,625</b>	<b>1,702</b>	<b>2,163</b>	<b>2,583</b>	<b>3,116</b>
Investments	0	137	0	0	0
Fixed assets	2,262	2,227	2,372	2,423	2,446
Other assets	89	85	111	129	148
<b>Total assets</b>	<b>3,976</b>	<b>4,152</b>	<b>4,646</b>	<b>5,135</b>	<b>5,709</b>
Short-term loans	1,280	10	13	15	17
Accounts payable	968	877	1,164	1,335	1,514
Current maturities	464	6	0	0	0
Other current liabilities	11	34	33	39	44
<b>Total cur. liabilities</b>	<b>2,722</b>	<b>927</b>	<b>1,210</b>	<b>1,389</b>	<b>1,576</b>
Long-term debt	721	13	22	26	30
Other LT liabilities	73	122	111	129	148
<b>Total LT liabilities</b>	<b>794</b>	<b>135</b>	<b>133</b>	<b>155</b>	<b>177</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>3,516</b>	<b>1,062</b>	<b>1,343</b>	<b>1,543</b>	<b>1,753</b>
Registered capital	450	480	480	480	480
Paid-up capital	360	480	480	480	480
Share premium	0	2,018	2,018	2,018	2,018
Retained earnings	160	500	711	1,000	1,366
Others	(299)	(160)	(160)	(160)	(160)
Minority interests	239	253	253	253	253
<b>Shares' equity</b>	<b>460</b>	<b>3,091</b>	<b>3,302</b>	<b>3,591</b>	<b>3,957</b>

### Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	94	437	529	722	914
Depreciation	206	173	165	176	177
Chg in working capital	143	(180)	(86)	(130)	(138)
Others	343	78	(147)	(13)	(13)
<b>CF from operations</b>	<b>786</b>	<b>507</b>	<b>461</b>	<b>755</b>	<b>940</b>
Capital expenditure	(535)	(138)	(309)	(227)	(200)
Others	0	(137)	0	0	0
<b>CF from investing</b>	<b>(535)</b>	<b>(275)</b>	<b>(172)</b>	<b>(227)</b>	<b>(200)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>252</b>	<b>232</b>	<b>289</b>	<b>528</b>	<b>740</b>
Net borrowings	(292)	(2,436)	6	6	6
Equity capital raised	0	2,138	0	0	0
Dividends paid	0	(96)	(317)	(433)	(548)
Others	(19)	151	0	0	0
<b>CF from financing</b>	<b>(310)</b>	<b>(243)</b>	<b>(311)</b>	<b>(428)</b>	<b>(542)</b>
<b>Net change in cash</b>	<b>(59)</b>	<b>(11)</b>	<b>(22)</b>	<b>101</b>	<b>197</b>

### Forward PER band



### Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Sales	4,393	4,358	5,543	6,438	7,382
Cost of sales	(3,264)	(3,209)	(4,030)	(4,622)	(5,241)
<b>Gross profit</b>	<b>1,129</b>	<b>1,149</b>	<b>1,513</b>	<b>1,815</b>	<b>2,141</b>
SG&A	(997)	(737)	(892)	(972)	(1,063)
<b>EBITDA</b>	<b>381</b>	<b>592</b>	<b>830</b>	<b>1,079</b>	<b>1,320</b>
Depre. & amortization	206	173	165	176	177
Equity income	0	-26	-22	2	6
Other income	43	33	67	58	59
<b>EBIT</b>	<b>175</b>	<b>419</b>	<b>665</b>	<b>903</b>	<b>1,143</b>
Finance costs	(81)	(40)	(0)	(0)	(0)
Income taxes	(19)	(86)	(136)	(181)	(228)
<b>Net profit before MI</b>	<b>74</b>	<b>293</b>	<b>529</b>	<b>722</b>	<b>914</b>
Minority interest	20	16	0	0	0
<b>Core profit</b>	<b>94</b>	<b>308</b>	<b>529</b>	<b>722</b>	<b>914</b>
Extraordinary items	0	129	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>94</b>	<b>437</b>	<b>529</b>	<b>722</b>	<b>914</b>






### Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>Growth YoY</b>					
Revenue	-6.7%	-0.8%	27.2%	16.1%	14.7%
EBITDA	5.7%	55.3%	40.3%	29.9%	22.3%
Net profit	-10.4%	366.0%	20.9%	36.6%	26.5%
Core profit	-10.4%	228.8%	71.4%	36.6%	26.5%
<b>Profitability ratio</b>					
Gross profit margin	25.7%	25.8%	27.3%	28.2%	29.0%
EBITDA margin	8.7%	13.6%	15.0%	16.8%	17.9%
Core profit margin	2.1%	7.1%	9.5%	11.2%	12.4%
Net profit margin	2.1%	10.0%	9.5%	11.2%	12.4%
ROA	2.4%	10.5%	11.4%	14.1%	16.0%
ROE	20.4%	14.1%	16.0%	20.1%	23.1%
<b>Stability</b>					
D/E (x)	7.64	0.34	0.41	0.43	0.44
Net D/E (x)	4.98	Cash	Cash	Cash	Cash
Interest coverage ratio	2.15	10.40	1,899.69	2,217.46	2,446.51
Current ratio (x)	0.60	1.84	1.79	1.86	1.98
Quick ratio (x)	0.44	1.39	1.26	1.33	1.45
<b>Per share (Bt)</b>					
Reported EPS	0.10	0.46	0.55	0.75	0.95
Core EPS	0.10	0.32	0.55	0.75	0.95
Book value	0.48	3.22	3.44	3.74	4.12
Dividend	0.00	0.24	0.33	0.45	0.57
<b>Valuation (x)</b>					
PER	202.6	43.5	36.0	26.3	20.8
Core PER	202.6	61.6	36.0	26.3	20.8
P/BV	41.3	6.2	5.8	5.3	4.8
EV/EBITDA	56.5	32.3	23.1	17.7	14.3
Dividend yield	0.0%	1.2%	1.7%	2.3%	2.9%

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. **9**

Corporate governance report of Thai listed companies 2021

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ 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) 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 รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน 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 โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ 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.