krungsri Securities
A member of MUFG

Beverage

Industry Quick Comment
7 July 2026

FOOD & BEVERAGE

โลกร้อนเป็น New normal และปัจจัยเพิ่มจากเอลนีโญ

เราจัดงาน Beverage day Theme “Super El Niño, Who wins, Who loses” ได้รับเกียรติจากนักลงทุนสถาบัน โดยเรามองบวก ภาพรวม โลกเข้าสู่ภาวะโลกร้อน ซึ่งเป็น New normal และไทยเป็นประเทศที่เปราะบางต่อการเปลี่ยนแปลงอุณหภูมิ รวมถึง กำลังจะมีเอลนีโญ เริ่มปลายปี – ต้นปี 2027 บวกต่อรายได้ ขณะที่ ต้นทุนผ่านจุดพีคมาแล้ว และกำลังผ่อนคลายลงต่อเนื่อง โดยรวมเราเลือก ICHI (TP26F 15.5) เป็น Top pick กลุ่ม จากทั้งผลกระทบฤดูร้อนเชิงบวก, รับประโยชน์สูงจากต้นทุนผ่อนคลาย และปันผลสูงคาด 7%

Rating
Remains
Neutral

Anuwat Srikajornratkul
Fundamental investment analyst on securities
Analyst Registration No. 045698
02 638 5779, 02 081 2779
Anuwat.Srikajornratkul@krungsrisecurities.com

	Rating	Target price
ICHI (Top pick)	Buy	15.5
TACC	Buy	6.5
OSP	Neutral	16.1
CBG	N.R.	N.R.
SAPPE	Neutral	32.5
MALEE	Neutral	4.3

Source: KSS

แนวโน้มเข้า เอลนีโญ ปลายปี และคร่อมไปถึงปี 2027F

- เราได้รับเกียรติจากดร.ชลัมภ์ อุ่นอารีย์ ผอ.ศูนย์นวัตกรรมภูมิอากาศแห่งชาติ กรมอุตุนิยมวิทยา เป็นวิทยากรในหัวข้อ “El nino”
- ประเทศไทยเป็น 1 ในประเทศ ที่เปราะบางต่อ Climate change มากกว่าค่าเฉลี่ยโลก โดยเฉพาะด้านอุณหภูมิ
- ข้อมูลจากแบบจำลองภูมิอากาศที่นำเสนอระบุว่า ภาวะ ENSO มีแนวโน้มเปลี่ยนเข้าสู่ El Niño ในช่วงครึ่งหลังของปี 2569 และมีโอกาสพัฒนาเป็น El Niño ระดับรุนแรง (ความน่าจะเป็น 63%) ในช่วงปลายปี 2569 ถึงต้นปี 2570 แต่คาดจะกินระยะเวลาไม่นาน เพราะคาดยังมีอิทธิพลของปัจจัย Cold และ Warm phase หักล้างกันอยู่ แต่อุณหภูมิ ช่วงที่ร้อนสุด ยังคงเกิน 40 องศาชัดเจน โดยเอลนีโญ ที่เกิดแต่ละรอบในอดีตมีหลายรูปแบบ และความรุนแรงต่างกัน ขึ้นกับหลายปัจจัย (ตำแหน่งน้ำอุ่น, ความกดอากาศ, ทิศทางลม, พื้นที่รับฝน และปัจจัยทางเทคนิคอื่นๆ)
- แบบจำลองหลายชุดคาดว่าอุณหภูมิผิวน้ำทะเลบริเวณ Niño 3.4 ซึ่งไทยใช้อ้างอิง จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยค่าเฉลี่ยของบางแบบจำลองอาจอยู่ในช่วงประมาณ +2.0°C ถึง +2.5°C ในช่วงที่ El Niño รุนแรงที่สุด
- ส่วนปริมาณฝน ภายใต้สภาพภูมิอากาศที่แปรปรวน อาจเกิดกรณีได้ทั้ง ฝนตกน้อยลง (ทิ้งช่วงนานขึ้น) แต่เป็นฝนตกหนักและกระจุกตัวในบางพื้นที่ ทำให้เกิดน้ำท่วม
- อินโดนีเซีย เห็นผลกระทบชัด ปัจจุบัน ฝนลดลงมาก และแห้งแล้ง

ความเห็นและคำแนะนำ

- เรามองบวกต่อภาวะเอลนีโญ เป็นปัจจัยช่วงเร่งรายได้อย่างมีนัยฯ แม้อีกด้านหนึ่ง อาจมีผลต่อต้นทุนวัตถุดิบต่อบางผู้ประกอบการ แต่โดยรวมสุทธิเป็นบวกสูง โดยมอง ICHI SAPPE รับประโยชน์ที่สุด จากประเด็นดังกล่าว
- นอกจาก ภาวะเอลนีโญแล้ว ยังมีปัจจัยบวกจากต้นทุนเริ่มผ่อนคลาย และรอบปันผล 1H26 โดยรวมเราให้น้ำหนักเท่ากับตลาด ต่อกลุ่มเครื่องดื่มฯ เลือก ICHI (TP15.5) เป็น Top pick กลุ่มฯ จากทั้งเอลนีโญ, ต้นทุนผ่อนคลายและปันผลสูง 7% ระยะสั้น 2Q26F ดูดีกว่าคาดเดิม จาก Gross margin ที่ผลกระทบน้อยกว่าตลาดกังวล และจะเริ่มดีขึ้น 3Q-4Q26F และคงกำไรปกติปี 2026-27 +5%, +17% y-y ตามลำดับ ธุรกิจเข้าสู่รอบที่ดี และมีสินค้า 3Rd product champion “น้ำด่าง” จับกลุ่มสุขภาพ/ออกกำลังกาย + Margin สูง ทำให้โครงสร้าง Portfolio กลุ่มฯแข็งแรงขึ้น และเป็น Upside ระยะกลางยาว ต่อ Margin expansion

Key takeaways from the meetings

ICHI (Buy: TP26F 15.5)

- **พร้อมรับเอลนีโญ** : การจัดการในปัจจุบันเพื่อรองรับเอลนีโญที่กำลังจะมาถึง บริษัทมี Capacity ซึ่งเพิ่มมา +13% เป็น 1700 ล้านลิตร ในปี 2025 รองรับรายได้ 9-9.5 พันลบ. +12%-17% จากปี 2025 และมีแผนจ้างพาร์ทเนอร์ผลิต (โรงงานกำลังจะเสร็จ พ.ย. 2026) ซึ่งรองรับรายได้อีก 2 พันลบ. ซึ่งบริษัทเผยการจ้างพาร์ทเนอร์ กับการผลิตเอง มี Margin ใกล้เคียงกัน เนื่องจาก กลุ่มสินค้าที่จะจ้างผลิตเป็นสินค้าที่ต้องหยุดเครื่องจักรบ่อย ทำให้ Margin การผลิตเอง ได้ไม่เต็มที่ ขณะที่ พาร์ทเนอร์ จะออกแบบไลน์การผลิตเพื่อรองรับสินค้าประเภทนี้โดยตรง ทำให้บริหารต้นทุนการผลิตได้ดี
- **แนวโน้มต้นทุนผ่านจุดพีค 2Q26 และจะดีขึ้น 3Q-4Q26F** : แม้บริษัทมีโครงสร้าง Packaging 36% ของต้นทุนทั้งหมด และราคา PET ปรับขึ้น 30-35% แต่บริหารจัดการได้ดี (ปรับการทำโปรโมชั่น, เจรจาต่อรอง, บริหาร Pofolio สินค้า ฯลฯ) คาด 2Q26F Gross margin ยังทำได้ไม่ต่ำกว่า 22% vs 2Q25/1Q26 24.0%/24.1% และค่อนข้างมั่นใจ แนวโน้ม Gross margin 3Q26 จะกลับสู่ระดับก่อนสงครามระดับ 24.0% และเพิ่มขึ้น q-q ใน 4Q26F โดยรวมถือว่าสูงกว่าประมาณการปี 2026 เราที่กำหนด 22.5%
- **การผลิตที่ไม่ราบรื่นกลับสู่ปกติใน 3Q26F** : ช่วง 2Q26F มีผลกระทบด้านการผลิตไม่ราบรื่นจาก 1) มีการบำรุงเครื่องจักรนานกว่าปกติจากเดิม 18 วัน เป็น 1 เดือนกว่า และต้องสั่งอะไหล่จากยุโรป ใช้เวลานานกว่าปกติ 2) ไลน์ผลิตน้ำด่าง ซ้อนทับกับสินค้าอื่นๆ ทำให้เกิดคอขวด โดยรวมกระทบทั้งกลุ่มสินค้าน้ำด่าง และชาเขียว สินค้าไม่เต็ม Shelf ในหลายช่วงเวลา (จากการสำรวจใน 7-11 ของเรา ช่วงพีคกินเวลาราว 2 สัปดาห์ และหลังจากนั้น สินค้าเริ่มมีมากขึ้น แต่ยังไม่ปกติ 100%) และทำให้แนวโน้มรายได้ 2Q26F คาดอ่อนตัวเล็กน้อยราว 2-3% y-y (บริษัทมีคำสั่งซื้อรอส่งมอบอยู่ค่อนข้างมาก และเราประเมินหากสินค้ายังมีครบตามปกติ รายได้ยังเติบโตได้ระดับ 8-10% y-y) อย่างไรก็ตาม ปัญหาสินค้าขาด Shelf ปัจจุบันถือว่าดีขึ้นมากแล้ว โดยบริษัทติดตั้งไลน์ผลิต น้ำด่างใหม่เรียบร้อย และซ่อมแซมเครื่องจักรแล้ว มองแนวโน้ม 3Q26F รายได้จะกลับมาเติบโต y-y ตามปกติ
- **น้ำด่าง 3Rd product champion** : ถือเป็นสินค้าที่มีโมเมนตัมดี หลังเปิดตลาดมา 6 ปี และเริ่มติดตลาดช่วง 2 ปีหลัง โดยเน้นจับกลุ่มออกกำลังกาย/รักสุขภาพ ปรับสมดุลร่างกาย วางขาย Shelf เดียวกับน้ำเปล่า Margin สูงกว่าค่าเฉลี่ย 5-10% และสินค้าไซส์ใหญ่ (ขวดลิตร) ยอดขายแซงขวดเล็กไปแล้ว (ไม่มี Canibalization) และยังมีโอกาสเติบโตทั้ง เพิ่มรสชาติใหม่ (เตรียมจำหน่าย ส.ค.-ก.ย.), เพิ่มจุดจำหน่าย, ลดขนาดเพื่อขายช่องทาง Traditional trade ฯลฯ โดยเป้าหมายรายได้ปี 2026F 1200 ลบ. +100% y-y (จะขึ้นเป็นสินค้ายอดสูงเป็นลำดับ 2 ของบริษัทแทนที่ เยนเยน) ซึ่งรวมผลกระทบของการผลิตที่ไม่ราบรื่นใน 2Q26 แล้ว โดยยอดน้ำด่าง 2Q26F คาดยังเติบโตได้ y-y, q-q ซึ่งยังต้องจำกัดโควตาการซื้อของลูกค้า
- **ค่าเสื่อมเริ่มลด 2028**: ปัจจุบันเสียค่าเสื่อมราวปีละ 500-600 ลบ. โดยหลังครบ 15 ปี ของเครื่องจักร (เริ่มลงทุนเพิ่มทีละไลน์ผลิต 2012-15) ค่าเสื่อมจะเริ่มทยอยลดลงราว 150 ลบ. ปี 2028F และปีละ 50 ลบ. ช่วง 2029-32 และจะเหลือค่าเสื่อมราว 200 ลบ/ปี โดยค่าเสื่อมที่ลดคิดเป็น 9%/3% ของกำไรปี 2071/ 2072-74F ตามลำดับ ซึ่งยังไม่ได้รวมในประมาณการ
- **เงินลงทุน BOI สูงกว่าคาด ช่วย Tax saving** : จากเดิมทั้งโครงการใช้ 300 ลบ. (ได้ Tax saving เป็น Cash item 600 ลบ. เป็นส่วนลดภาษีจ่าย) บันทึกใน 3 ปี (4Q25 – 4Q28) แต่ยอดลงทุน (บริจาค) จริง อยู่ที่ 421 ลบ. (คาดได้ Tax saving 842 ลบ.) ซึ่งบริษัทจะขออนุมัติจาก BOI ต่อไป

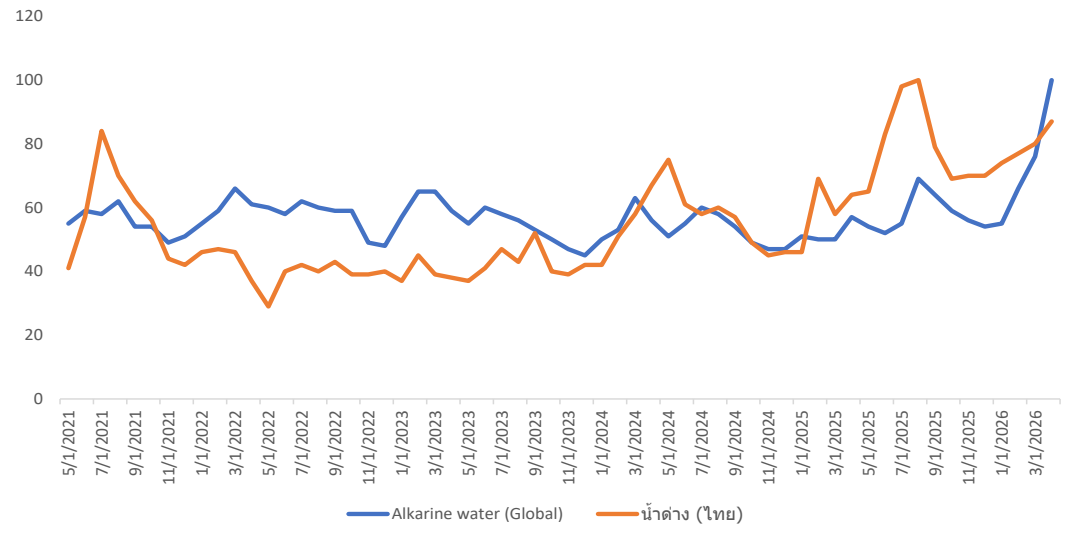
Fig. 1: Peer Comparison

	Norm profit (MB)			% Growth		PER		Div yield		Target price		SET ESG
	2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	Rating	rating
Beverage	17,548	16,881	18,247	-4%	8%							Neutral
CBG **	2,837	2,519	2,657	-11%	5%	19.6	18.5	2.9%	3.0%	N.R.	N.R.	AA
OSP	3,502	3,458	3,667	-1%	6%	15.2	14.3	4.6%	5.2%	16.1	Neutral	AAA
ICHI	1,208	1,263	1,473	5%	17%	14.6	12.5	6.8%	8.0%	15.5	Buy	AA
SAPPE	761	803	858	5%	7%	11.5	10.8	6.0%	6.4%	33.0	Neutral	A
TACC	318	360	407	13%	13%	10.7	9.5	7.9%	9.0%	6.5	Buy	-
MALEE	8,922	8,477	9,186	-5%	8%	30.0	17.8	0.3%	1.1%	4.3	Neutral	-

**CBG based on Consensus

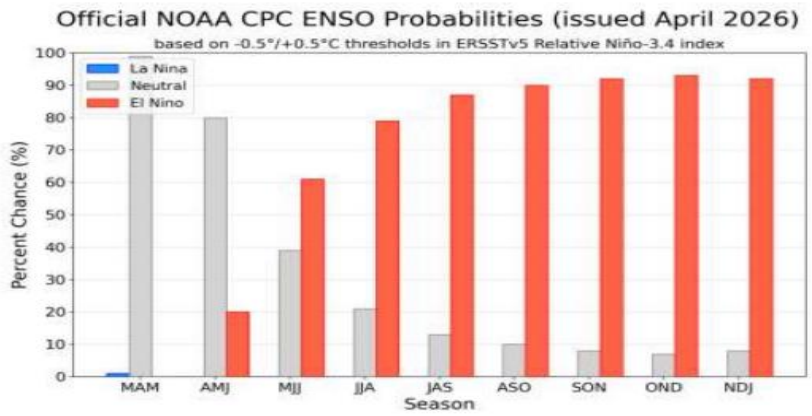
Source : Company data, Krungsri securities estimate

Fig. 2: Alkaline water is another health conscious trend



Source : Google trend

Fig. 3: ENSO Strength Probabilities



Source : Tmd.go.th,

Fig. 4: Oil vs Gross margin

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Oil ($/Barrel)	61	69	73	80	98	112	98	89	82	78	86	83	82	85	79	74	75	67	68	63	78
Gross margin																					
ICHI	17.3%	21.3%	20.1%	18.2%	14.7%	18.0%	19.5%	22.1%	20.8%	23.0%	25.2%	24.5%	26.1%	26.4%	25.7%	24.6%	23.6%	24.0%	25.8%	23.5%	24.1%
SAPPE	37.4%	39.8%	40.5%	39.2%	41.2%	40.4%	40.9%	40.7%	43.2%	44.5%	46.2%	45.3%	46.0%	47.1%	46.0%	46.4%	46.0%	44.3%	43.5%	43.5%	44.3%
CBG	38.6%	38.1%	34.1%	31.4%	30.7%	30.8%	29.0%	26.5%	24.7%	26.8%	26.8%	25.2%	26.8%	27.7%	28.1%	26.7%	27.4%	27.0%	25.6%	26.1%	25.9%
OSP	33.5%	36.3%	33.5%	34.6%	31.7%	31.2%	29.3%	29.9%	33.4%	34.0%	35.4%	35.5%	36.5%	38.2%	36.1%	38.5%	40.3%	41.9%	38.5%	39.5%	42.5%
TACC	35.9%	38.9%	38.2%	39.0%	39.0%	36.8%	35.1%	30.8%	31.6%	32.7%	33.3%	33.1%	33.9%	33.2%	33.2%	32.7%	32.5%	32.0%	32.0%	32.1%	32.1%
MALEE	33.0%	35.0%	32.7%	31.9%	30.1%	30.2%	28.8%	25.0%	28.7%	29.7%	30.4%	29.6%	31.6%	32.9%	31.2%	31.4%	32.7%	32.9%	30.3%	30.8%	32.4%

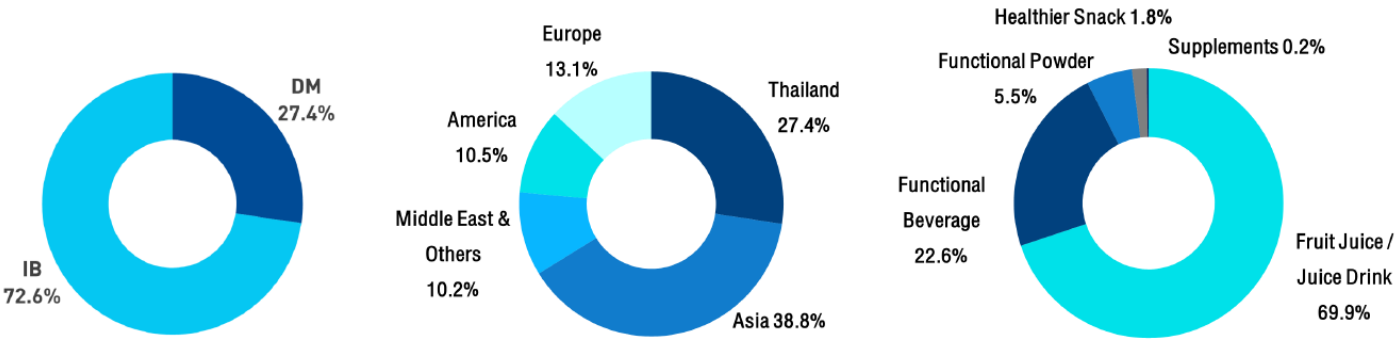
Source : Company data, Krungsri securities estimate

Key takeaways from the meetings

SAPPE (Neutral: TP26F 32.5)

- Heat wave **ในฝรั่งเศส**: บริษัทประเมินได้รับอานิสงส์บวกบ้าง แต่ปัจจุบันเกิดช่วงปลาย 2Q26F ทำให้ยังเห็นภาพไม่ชัดเจน แต่ยังคงมุมมองภาพหลักโซนยุโรป เน้นเติบโตไม่หวือหวา ผลจากช่วงก่อนหน้ามีกรณีคู่ค้า overstock ทำให้ต้องใช้เวลาในการจัดการ
- **กระแสเครื่องดื่มเคี้ยว** (Snack drink) : บริษัทประเมินยังเติบโตได้ จากขนาดตลาดยังเล็ก และหลายประเทศยังไม่คุ้นเคย ยังเป็นช่วงแรกที่ต้อง Educate ตลาด
- **เป้ารายได้ 2026F +15% ท้าทาย** : (Vs 1Q26 +13% y-y vs เราคาดปี 26F +9% y-y) บริษัทประเมินเป้ารายได้ค่อนข้างท้าทาย โดยปัจจัยหลักจากตะวันออกกลาง (10% ของรายได้) ที่มีผลกระทบสูงจากสงคราม ขณะที่ โซนอื่น ยังคงใกล้เคียงกรอบที่ประเมินเดิม โดยเกาหลี แข่งสูง แต่ตลาดยังตอบรับดี, อินโดนีเซียอยู่ระหว่างเจรจากับ Distributor รายใหม่, สหรัฐ ยังดี กระแสความนิยมสูง และโฮกาสขยายช่องทางยังมีมาก จากปัจจุบันเน้นร้าน Asian Stores แต่จะค่อยเป็นค่อยไป และยังไม่เข้า Modern trade รายใหญ่
- **ต้นทุน** : แม้สงครามคลี่คลาย แต่บริษัทยังคงกรอบเดิมของ Gross margin โดยมอง 2Q26F Gross margin กระทบราว 1-2% จากต้นทุนปรับขึ้นหักล้างบางส่วนจากเงินบาทอ่อนค่า ขณะที่ ภาพ 3Q26F Gross margin ยังไม่ชัดเจน เพราะยังมีรอบต้นทุนสูงอยู่ แต่โดยรวมเรามอง 3Q26F Gross margin จะฟื้นตัว q-q ได้ จากทั้งเป็นช่วงฤดูกาล ปริมาณผลิตสูง และเชื่อว่าผู้ประกอบการทุกรายจะเร่งเจรจาขอปรับลดต้นทุนทันที เช่นเดียวกับช่วงปรับขึ้นของคู่ค้า
- New capacity 2027-29F : แผนเดิมจะเพิ่มขึ้นเกิน 50% จาก 2.02 แสนตัน/ปี เป็น 3.29 แสนตัน/ปี โดยปี 2027F เพิ่ม +25-30% และ 2028-29F +20-25% โดยปี 2027F ลงทุนแล้ว และจะเริ่มไลน์ใหม่กลางปี 2027F (ค่าเสื่อม 120-130 ลบ/ปี) ขณะที่ แผนปี 2028-29F ยังไม่เริ่มลงทุนเครื่องจักร และพร้อมปรับเปลี่ยนไปตาม ภาพธุรกิจปัจจุบัน ซึ่งเป็นช่วงที่ต้องเร่ง Demand ให้เพิ่มขึ้นก่อนจากปัจจุบัน U Rate อยู่ที่ 55%
- New Indo distributor : อยู่ระหว่างเจรจา และขออนุญาต FDA ซึ่งล่าช้าเล็กน้อย คาดจะเสร็จใน 3Q26F

Fig 5: Revenue structure 1Q26



Source: SAPPE

Fig 6: Quarterly statistics

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Sales (THB m)	1,996	1,566	1,377	1,142	1,548	1,349	1,214	1,292
(% YoY growth)	*20*	*(6)*	*14*	*(38)*	*(22)*	*(14)*	*(12)*	*13*
---- Thailand	337	373	350	395	443	379	341	354
(% YoY growth)	*19*	*28*	*22*	*27*	*31*	*2*	*(2)*	*(10)*
---- Asia	669	586	545	455	567	429	386	501
(% YoY growth)	*8*	*(2)*	*12*	*(38)*	*(15)*	*(27)*	*(29)*	*10*
---- EU	507	282	102	113	255	282	254	169
(% YoY growth)	*42*	*(44)*	*(58)*	*(69)*	*(50)*	*(0)*	*149*	*50*
---- Americas	128	138	91	58	93	112	101	136
(% YoY growth)	*33*	*80*	*2*	*(35)*	*(27)*	*(19)*	*11*	*133*
---- Middle East	355	188	289	121	190	147	132	132
(% YoY growth)	*18*	*(5)*	*195*	*(64)*	*(46)*	*(22)*	*(54)*	*9*
Revenue contribution (%)	100.0	100.0	100.0	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
---- Thailand	16.9	23.8	25.4	34.6	28.6	28.1	28.1	27.4
---- Asia	33.5	37.4	39.6	39.8	36.6	31.8	31.8	38.8
---- EU	25	18	7	9.9	16.5	20.9	20.9	13.1
---- Americas	6	9	7	5.1	6.0	8.3	8.3	10.5
---- Middle East	17.8	12.0	21.0	10.6	12.3	10.9	10.9	10.2

Source: Company data, Krungsri Securities

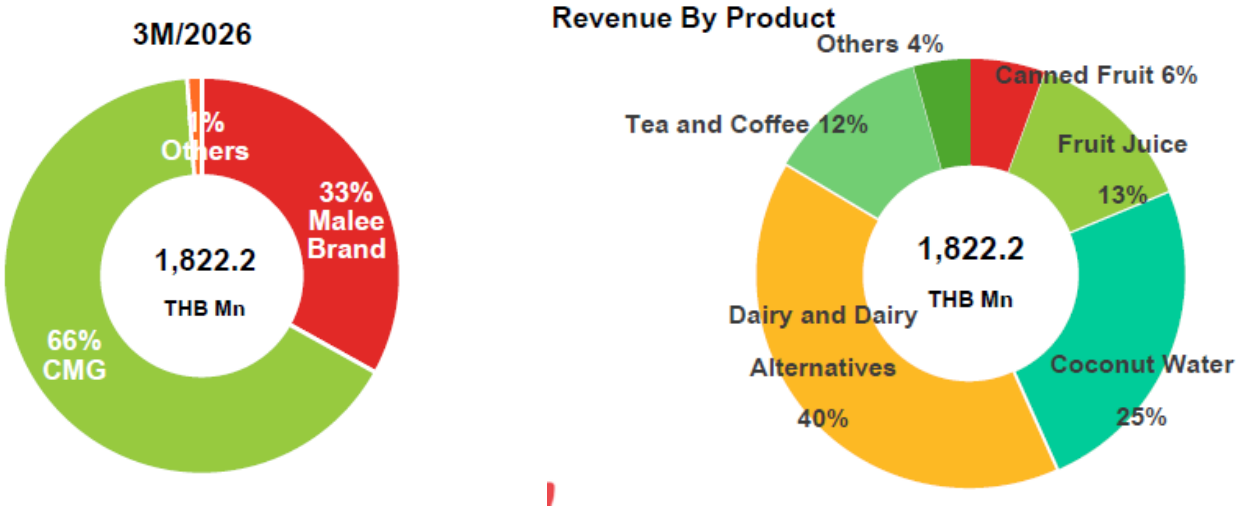
Key takeaways from the meetings

MALEE (Neutral: TP26F 4.30)

(Note โครงสร้างรายได้และกำไร : รายได้ จากแบรนด์บริษัท : OEM 34 : 66 แต่ด้านกำไร (EBITDA) อยู่ที่ราว 50 : 50

- **ล็อคต้นทุนวัตถุดิบปี 2027 ใกล้เคียงเดิม** : บริษัทเผยได้ล็อคราคาวัตถุดิบ (ผลไม้ยกเว้นมะพร้าว) สำหรับปี 2027 ไว้แล้ว ราคาใกล้ปี 2026F ขณะที่ มะพร้าว (25% ของรายได้) ยังอิงราคาตลาด ซึ่งมุมมองเรา อาจมีผลกระทบจากต้นทุนที่ปรับขึ้นบ้างหากมีเอลนีโญ ช่วงถัดไป แต่โครงสร้างรายได้จากกลุ่มมะพร้าว (25% ของรายได้) มีทั้งรูปแบบ OEM และ แบรนด์ ราว 55 : 45 โดย OEM สามารถปรับราคาได้ (Lag time 1 เดือน) ขณะที่ แบรนด์ มีการปรับราคาขึ้นมาช่วงนี้แล้ว
- **ปรับราคา** : ผลกระทบของสงครามรอบนี้ ทำให้ MALEE ปรับขึ้นราคาสินค้า (เราคาดราว 5%) ถือเป็นผู้ประกอบการรายแรกๆที่ปรับขึ้นราคา (เนื่องจากโครงสร้างต้นทุนของ MALEE ผันผวนกว่าเครื่องดื่มรายอื่นๆ โดยผันผวนทั้งด้าน วัตถุดิบ และPackaging ต่างจากรายอื่นที่จะกระทบหลักเพียงปัจจัยเดียว) โดยบริษัทประเมินผลกระทบช่วงแรกด้านปริมาณขาย อาจมีบ้าง แต่เป็นเรื่องปกติ ที่กลุ่มน้ำผลไม้จะปรับขึ้นราคาไว
- **การเปิดตลาดต่างประเทศ** : เน้น 3 ประเทศหลัก คือ จีน (น้ำมะพร้าว) เกาหลี (น้ำมะพร้าว) อินโดนีเซีย (น้ำมะพร้าว + น้ำผลไม้อื่น + ผลไม้กระป๋อง) โดยยังรอดูผลตอบรับ และความแม่นยำของการเปิดตลาด ขณะที่ พยายามคุมงบการตลาดให้อยู่ในกรอบเป้าหมายทั้งปี SG&A/Sales 13-15% (1Q26 14.7% vs เรากำหนดปี 26F 14.3%) โดยพรีเซ็นเตอร์รายล่าสุด เฉินเจ๋อหยวน เพื่อเปิดตลาดจีน บริษัทเผยเป็นสัญญาระยะสั้น ทำให้ยังคุมงบประมาณได้
- เรายังคงกำไรปกติปี 2026F 74 ลบ. -75% y-y กำไรลดแรง จากผลกระทบต้นทุนปรับขึ้น ขณะที่ ธุรกิจมี Net margin ต่ำ โดยทิศทางกำไรคาด 2H26F จะสูงกว่า 1H26F ซึ่งเป็นช่วงลงทุนสร้างตลาด ระยะสั้น ประเมินกำไร 2Q26F ยังลดทั้ง y-y, q-q จากผลกระทบรายได้กัมพูชายังมีผลครบปีใน 2Q26F รวมถึง ต้นทุนที่ปรับขึ้น และคาดหวังกำไร 2H26F จะดีขึ้น h-h

Fig 7: Revenue structure



Source: MALEE