

PANJAWATTANA PLASTIC

THAILAND / INDUSTRIALS

PJW TB



BUY

ธุรกิจใหม่ต่อยอดการเติบโตในปีหน้า

- กำไร 1H23 เกือบเท่าทั้งปี 2022 คาด 2H23 โตต่อทำให้กำไรปี 2023 +92.0% y-y
- ธุรกิจผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ยังเป็นพระเอก ขณะที่ธุรกิจ new S curve ช่วยหนุนปี 2024 เป็นต้นไป คาดกำไรโตเฉลี่ย 27.5% CAGR (2023-25)
- ราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 5.90 บาท อิง PE 18 เท่า

TARGET PRICE	THB5.90
CLOSE	THB4.20
UP/DOWNSIDE	+40.5%
TP vs CONSENSUS	-

2023 ปีแห่งการ turnaround กำไร 1H23 เกือบเท่าทั้งปีของปี 2022

PJW พื้นตัวสุดสไบนปี 2023 พลิกจากปี 2022 ที่กำไรสุทธิเหลือเพียง 83.5 ล้านบาท (-50.7% y-y) จากการตั้งสำรองโรงงานที่เสียหาย 84.3 ล้านบาท รับรู้ผลขาดทุนจากธุรกิจ Master Laundry ราว 9.0 ล้านบาท และถูกกระทบจากต้นทุนวัตถุดิบราคาสูง ธุรกิจผลิตชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับยานยนต์จะยังคงเป็นพระเอกในปี 2023 เนื่องจากบริษัทประมูลงานจากค่ายรถยนต์ได้จำนวนมากซึ่งดีต่ออัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมเนื่องจากชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับยานยนต์มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่าธุรกิจอื่น ในงวด 1H23 รายได้จากชิ้นส่วนยานยนต์มีสัดส่วน 34% เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจาก 28% ในปี 2022

รถ EV เปิดโอกาสสำหรับธุรกิจผลิตชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับยานยนต์ของบริษัท

ความนิยมของรถ EV เป็นโอกาสของ PJW ซึ่งเป็นผู้ผลิตชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับยานยนต์ เพราะพลาสติกเป็นวัสดุที่มีน้ำหนักเบา ชิ้นส่วนที่บริษัทผลิตไม่ว่าจะเป็น กันชน หน้าหลัง กระจกหน้ารถ ท่อแอร์ แทงค์น้ำสำหรับที่ปัดน้ำฝน สามารถใช้ได้ทั้งในรถยนต์สันดาปและรถ EV ขณะที่บรรจุกัมพท์พลาสติกสำหรับบรรจุน้ำมันหล่อลื่นซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ดั้งเดิมของบริษัท เชื่อว่ายังไม่ถูกกระทบจากการเข้ามาของ EV ใน 4-5 ปี ข้างหน้าเพราะรถ EV ในประเทศไทยที่วิ่งอยู่บนท้องถนนปัจจุบันยังคิดเป็นสัดส่วนเพียง 0.4% ของจำนวนรถยนต์นั่งทั้งหมดบนถนน แต่สัดส่วนต่อรายได้รวมจะทยอยลดลง

New S curve เริ่มเข้าในปี 2024 หนุนกำไรปี 2023-25 โตเฉลี่ย 27.5% CAGR

เรคาดกำไรสุทธิ 3Q23 ปรับลงเล็กน้อย 4% q-q แต่โตกว่ากระโดด 108% y-y คาดกำไรทั้งปี 2023 โต 92.0% y-y ปี 2024-25 จะมีรายได้จากธุรกิจ New S curve คือธุรกิจซักรีด (B2B) และธุรกิจวัสดุสิ้นเปลืองทางการแพทย์ เรคาดรายได้ปี 2023-25 เติบโตเฉลี่ย 11% CAGR กำไรโตเฉลี่ย 27.5% CAGR

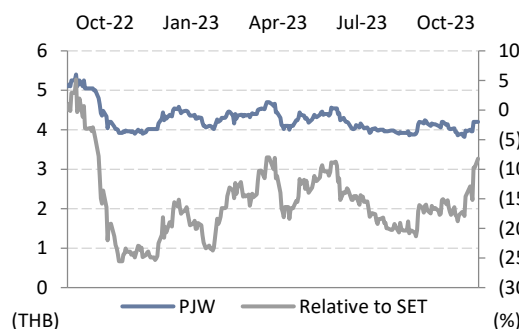
ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 5.90 บาท

เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 5.90 บาท อิง PE 18.0 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของ PE ช่วง 3 ปีที่ผ่านมาที่ 18.9 เท่า ณ ราคาเป้าหมายดังกล่าว เป็น Implied EV/EBITDA เพียง 7.4 เท่า ทั้งนี้ หากรวมจำนวนหุ้นที่อาจเกิดจากการใช้สิทธิของ PJW-W1 ทั้งหมด ราคาเป้าหมายจะถูก dilute เป็น 4.30 บาท ยังสูงกว่าราคาหุ้นปัจจุบัน แนะนำซื้อ

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022E	2023E	2024E	2025E
Revenue	3,339	3,713	3,990	4,553
Net profit	81	158	201	261
EPS (THB)	0.13	0.26	0.33	0.42
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	401	506	565	643
Recurring net profit	84	160	202	261
Core EPS (THB)	0.14	0.26	0.33	0.42
EPS growth (%)	(53.8)	90.2	26.2	28.8

Core P/E (x)	30.8	16.2	12.8	10.0
Dividend yield (%)	1.2	2.5	3.1	4.0
EV/EBITDA (x)	9.0	7.4	6.5	5.7
Price/book (x)	2.1	2.0	1.9	1.8
Net debt/Equity (%)	81.4	87.1	79.8	75.3
ROE (%)	6.9	12.6	15.2	18.6



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	0.0	4.5	(15.0)
Relative to country (%)	8.1	11.9	(6.4)
Mkt cap (USD m)	72		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.1		
Free float (%)	47		
Major shareholder	Hemmondharop Family (52%)		
12m high/low (THB)	5.45/2.80		
Issued shares (m)	618.05		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amorntum

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

Investment thesis

หลังจากถูกกระทบจากโควิด-19 ในปีที่ผ่านมา PJW กลับมาเป็นหุ้นเติบโตอีกครั้งในปี 2023 โดยมีธุรกิจผลิตชิ้นส่วนยานยนต์เป็นตัวขับเคลื่อนการเติบโต ซึ่งชิ้นส่วนยานยนต์ที่บริษัทผลิตสามารถใช้ได้กับทั้งรถสันดาปและรถ EV ธุรกิจชิ้นส่วนยานยนต์จะสามารถชดเชยบรรจุก๊าซที่น้ำมันหล่อลื่นที่มีแนวโน้มลดลงในอนาคตเมื่อรถ EV ได้รับความนิยมมากขึ้น

ขณะเดียวกันธุรกิจที่ผู้บริหารวางไว้เป็น new S curve ไม่ว่าจะเป็นธุรกิจซักอบรีด และการผลิตและจำหน่ายวัสดุสิ้นเปลืองทางการแพทย์ ซึ่งจะเริ่มมีรายได้ตั้งแต่ปี 2024 เป็นการต่อยอดความเชี่ยวชาญของบริษัทและกระจายความเสี่ยงของรายได้ไปในธุรกิจที่มีศักยภาพการเติบโตในอนาคต

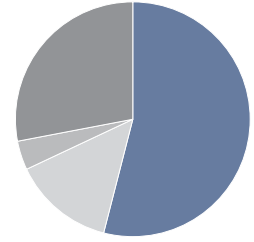
Company profile

PJW เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์พลาสติกประเภทขวดและฝา ได้แก่บรรจุภัณฑ์พลาสติกสำหรับน้ำมันหล่อลื่น สำหรับบรรจุนมและนมเปรี้ยว สำหรับบรรจุสินค้าอุปโภคและเคมีภัณฑ์ และชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับยานยนต์ให้กับลูกค้าค่ายรถยนต์ต่างๆ บริษัทมีโรงงาน 5 แห่ง (3 แห่งในไทย 2 แห่งในจีน) วัตถุดิบหลักเป็นเม็ดพลาสติกประเภท Polyethylene และ Polypropylene

www.pjw.co.th

Principal activities (revenue, 2021)

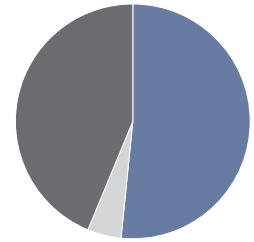
- Lubricant packaging - 54.0 %
- Dairy packaging - 14.0 %
- Consumer and chemical packaging - 4.0 %
- Auto parts - 28.0 %



Source: Panjawattana Plastic

Major shareholders

- Hemmondharop Family - 51.6 %
- Mr. Soontorn Sriprachyaanand - 4.7 %
- Others - 43.7 %



Source: Panjawattana Plastic

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโตได้แก่ 1) กำลังซื้อยานยนต์ดีขึ้นทำให้ยอดการผลิตรถยนต์สูงกว่าคาด 2) นักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว หนุนธุรกิจบรรจุภัณฑ์สำหรับบรรจุนมและนมเปรี้ยว 3) ราคาเม็ดพลาสติกปรับลงเร็ว

Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป่าปัจจัยหนุนของเรา ได้แก่ 1) ราคาเม็ดพลาสติกปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็วโดยบริษัทไม่สามารถปรับราคาขายได้ทัน 2) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ปรับสูงขึ้น

Event calendar

Date	Event
November 2023	3Q23 earnings announcement

Key assumptions

	2023E (%)	2024E (%)	2025E (%)
Revenue growth			
- Lubricant packaging	(10.0)	2.0	2.0
- Dairy packaging	7.3	7.0	4.0
- Consumer & chemical pkg.	3.0	6.0	5.0
- Auto parts	28.0	18.0	10.0
- Medical products	-	-	400.0
- Laundry	-	-	25.0

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 0.5% change in gross margin, we project 2024 net profit to change by 8%, all else being equal.
- For every 0.5% change in cost of fund, we project 2024 net profit to change by 10.8%, all else being equal.

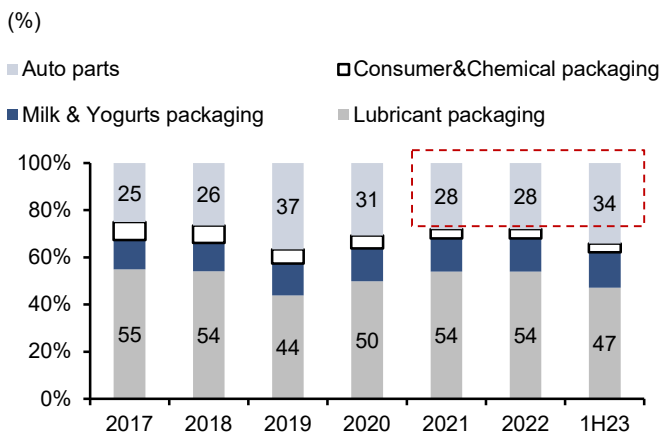
Source: FSSIA estimates

2023 ปีแห่งการ turnaround

ทิศทางการดำเนินงานปี 2023 พื้นตัวจากปี 2022 ที่มีการตั้งสำรองโรงงานที่เจียงซู ประเทศจีน 84.3 ล้านบาทเนื่องจากโรงงานปิดดำเนินการเป็นระยะตามสถานการณ์ความรุนแรงของโรคโควิด-19 ประกอบกับรับรู้ผลขาดทุนจากธุรกิจ Master Laundry (เข้าลงทุนตั้งแต่วันที่ ม.ค. 2022) รวม 9.0 ล้านบาทเนื่องจากการท่องเที่ยวยังไม่ฟื้นตัวเต็มที่ ทั้งนี้ ธุรกิจ Master Laundry มีลูกค้าหลักในกลุ่มโรงแรมและโรงพยาบาล ทำให้ปี 2022 กำไรสุทธิหดตัว 50.7% y-y เหลือ 83.5 ล้านบาท ในขณะที่ในช่วง 1H23 กำไรสุทธิกลับมาเป็น 80.7 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 53.1% y-y เกือบเท่าปี 2022 ทั้งปี สาเหตุหลักมาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มเป็น 19.6% เทียบกับ 16.2% ใน 1H22 ชดเชยดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้น 25.1% y-y จากอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่สูงขึ้นได้ ในส่วนของรายได้ 1H23 ที่ขยายตัวเพียง 2.6% y-y เป็นผลมาจากการลดลงของบรรจุภัณฑ์พลาสติกน้ำมันหล่อลื่น แต่ก็ชดเชยได้จากยอดขายชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับยานยนต์เพิ่มสูงขึ้นมาก

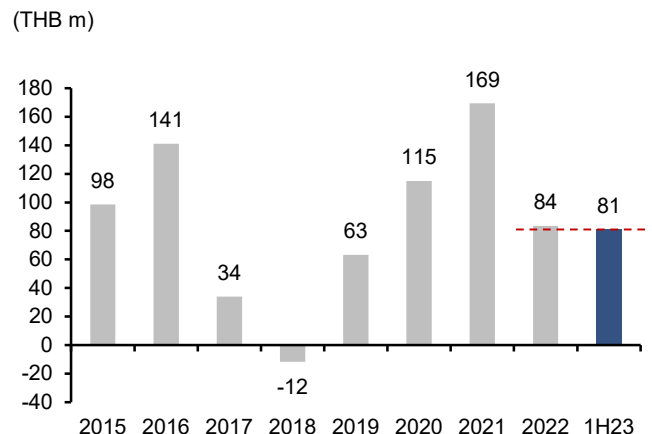
ปัจจุบันปัจจัยลบที่เคยเกิดขึ้นในปีก่อนหมดไปไม่ว่าจะเป็นการแพร่ระบาดของโควิด-19 หรือราคาเม็ดพลาสติกที่สูงมาก ทั้งนี้ คาดหวังว่าสถานการณ์ความไม่สงบในอิสราเอลจะไม่ลุกลามบานปลายจนมีผลกระทบต่อราคาน้ำมันดิบและเศรษฐกิจโลก เราเชื่อว่าแนวโน้มผลประกอบการ 2H23 จะยังคงเติบโตต่อเนื่อง โดยธุรกิจผลิตชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับยานยนต์จะยังคงเป็นพระเอกในปี 2023 เนื่องจากบริษัทประมูลงานจากค่ายรถยนต์ได้และยังเหลือส่วนที่รอส่งมอบอีกหลายร้อยล้านบาทในระยะถัดไป ซึ่งจะทำให้อัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้นโดยคาดว่าจะเพิ่มเป็น 19.1% ในปี 2023 สูงสุดในรอบ 11 ปี จาก Product mix จากการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนของรายได้ชิ้นส่วนยานยนต์ซึ่งมีอัตรากำไรสูงกว่า โดยในงวด 1H23 รายได้จากชิ้นส่วนยานยนต์มีสัดส่วน 34% เพิ่มจากปี 2022 ที่มีสัดส่วน 28% ขณะที่บรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่า มีสัดส่วนลดลงจากปี 2022 ที่มีสัดส่วน 54% ลดลงเหลือ 47% ในงวด 1H23 และเราคาดว่าสัดส่วนของบรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นจะลดลงต่อไปใน 2H23

Exhibit 1: โครงสร้างรายได้ 2017-1H23



Source: PJW

Exhibit 2: กำไรสุทธิ 2017-1H23



Source: PJW

ธุรกิจผลิตชิ้นส่วนพลาสติกยานยนต์เป็นพระเอก

พระเอกของปี 2023 คือธุรกิจผลิตชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับยานยนต์ (เช่น ถังบรรจุน้ำสำหรับทำความสะอาด สะอาดกระจกหน้า ถังบรรจุน้ำระบายความร้อนสำหรับหม้อน้ำ ท่อแอร์ ฝาครอบท้ายรถกระบะ สปอยเลอร์ ฝาพลาสติกครอบเกียร์ เป็นต้น) ซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่าธุรกิจอื่น มีรายได้เติบโตสูง 17.1% y-y และ 45.9% y-y ในปี 2018-19 ตามลำดับ ก่อนจะถูกระทบจากการแพร่ระบาดของโควิด-19 ในปี 2020-21 ทำให้รายได้จากการผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ปรับลดลง 25.4% y-y และฟื้นตัวเพียง 2.1% y-y ตามลำดับ หลังจากสถานการณ์โรคระบาดทยอยหายไป รายได้จากการผลิตชิ้นส่วนยานยนต์กลับมาขยายตัว 6.8% y-y ในปี 2022 และงวด 1H23 เติบโตถึง 30.2% y-y เป็น 599.3 ล้านบาท ทำให้สัดส่วนต่อรายได้รวมเพิ่มขึ้นจาก 26.5% ในปี 2018 (เป็นรายได้หลักอันดับ 2 รองจากบรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่น) เป็น 28.0% ในปี 2022 และเป็น 34.0% ในงวด 1H23 ใกล้เคียงกับสัดส่วนของรายได้จากบรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่น (สัดส่วน 47% ในงวด 1H23) ซึ่งดีต่ออัตรากำไรขั้นต้น

Exhibit 3: ผลิตภัณฑ์ชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับยานยนต์



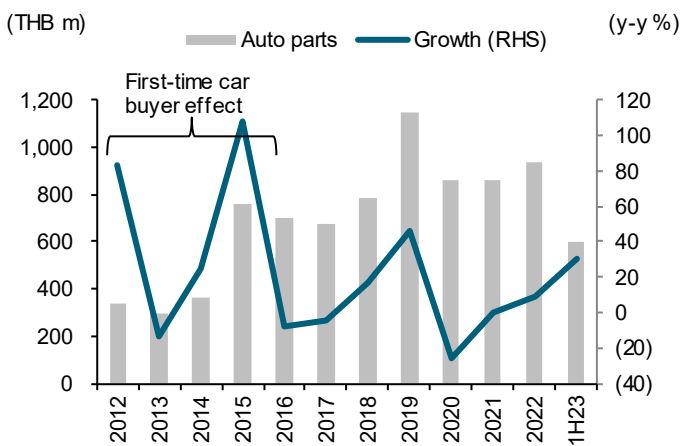
Source: PJW

Exhibit 4: ตัวอย่างลูกค้าของธุรกิจชิ้นส่วนยานยนต์



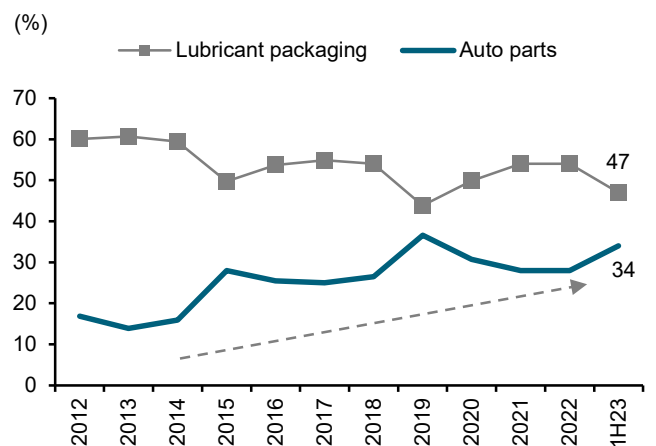
Source: PJW

Exhibit 5: รายได้จากการผลิตชิ้นส่วนยานยนต์และการเติบโต



Sources: PJW, FSSIA Research

Exhibit 6: สัดส่วนรายได้จากบรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นและชิ้นส่วนยานยนต์ต่อรายได้รวม

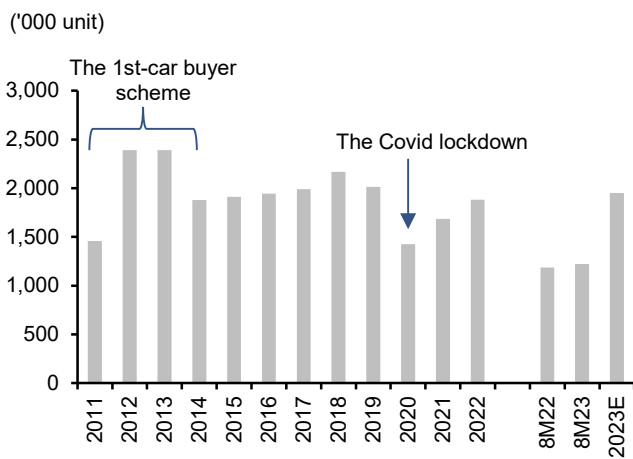


Sources: PJW, FSSIA Research

EV ไม่ได้จำกัดการเติบโต แต่เป็นโอกาส

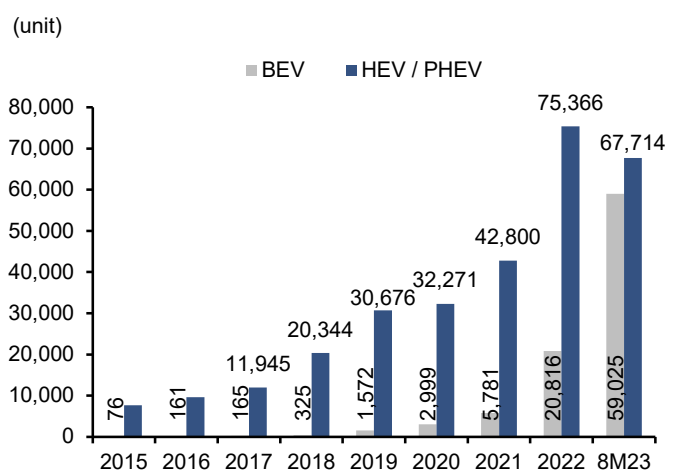
ความนิยมของรถ EV สามารถส่งผลบวกต่อ PJW ซึ่งเป็นผู้ผลิตชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับยานยนต์ เพราะพลาสติกเป็นวัสดุที่มีน้ำหนักเบา ระบบการผลิตของ PJW ใช้การฉีด (Injection molding) และเป่าขึ้นรูป (Blow molding) และยังมีโรงงานพ่นสี ชิ้นส่วนที่บริษัทผลิตไม่ว่าจะเป็น กั้นชนหน้า-หลัง กระบังหน้ารถ ท่อแอร์ แทงค้ำน้ำสำหรับที่ปิดน้ำฝน สามารถใช้ได้ทั้งในรถยนต์สันดาปและรถ EV จึงถือเป็นโอกาสทางธุรกิจสำหรับการผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง PJW เป็น 1st Tier supplier ของผู้ผลิตรถยนต์ค่ายต่างๆ เช่น Mitsubishi, Nissan, Honda, Isuzu, Hino, MG, GWM เป็นต้น ทำให้ PJW มีโอกาสดีในการประมูลงาน ในช่วงที่ผ่านมาบริษัทสามารถประมูลงานผลิตชิ้นส่วนได้เพิ่มมากขึ้น เราเชื่อว่า ธุรกิจผลิตชิ้นส่วนยานยนต์จะยังเป็นพระเอกขับเคลื่อนการเติบโตในระยะ 3-5 ปีข้างหน้า

Exhibit 7: ยอดผลิตรถยนต์ในประเทศ



Source: The Federation of Thai Industries

Exhibit 8: ยอดจดทะเบียนรถยนต์ไฟฟ้าในประเทศ



Source: Electric Vehicle Association of Thailand

บรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นยังไม่ถูกกระทบจากรถ EV

บรรจุภัณฑ์พลาสติกสำหรับบรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นเป็นผลิตภัณฑ์ดั้งเดิมของ PJW บริษัทผลิตบรรจุภัณฑ์ดังกล่าวตามความต้องการของลูกค้าซึ่งส่วนใหญ่เป็นผู้ประกอบการระดับโลก ได้แก่ PTT, Caltex, Esso, Total, Petronas เป็นต้น มีตั้งแต่ขนาดเล็กที่มีขนาดบรรจุ 0.8, 0.8, 1, 3, 4, 5 และ 6 ลิตร และขนาดใหญ่บรรจุ 18 ลิตร และ 20 ลิตร ในช่วงปี 2015-2021 บรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นสร้างรายได้ให้บริษัทค่อนข้างสม่ำเสมอ 1.4-1.6 พันล้านบาทต่อปี เติบโตเฉลี่ย 3.4% CAGR คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 50-55% ของรายได้รวม สำหรับรายได้ที่เพิ่มสูงขึ้นในปี 2022 เป็นผลพวงมาจากความไม่ปกติในช่วงการระบาดของโควิด-19 สำหรับงวด 1H23 PJW มีรายได้จากธุรกิจบรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่น 841.0 ล้านบาท หดตัว 14.3% y-y คิดเป็นสัดส่วน 47% ของรายได้

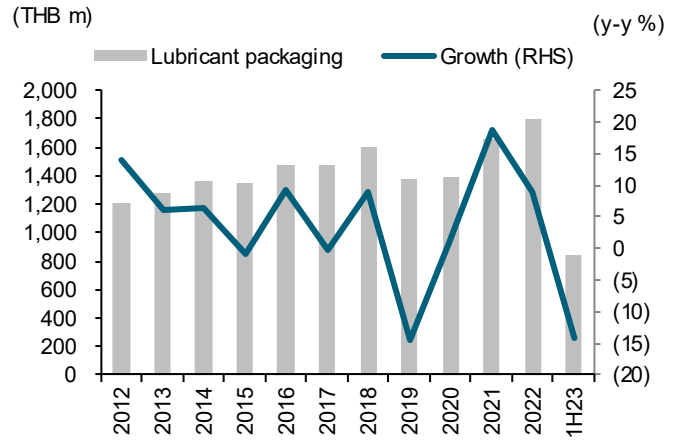
การปรับลงของรายได้จากการขายบรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นในปี 2023 เป็นผลกระทบมาจากภาวะเศรษฐกิจโดยรวมที่ฟื้นตัวไม่ทั่วถึง กำลังซื้อที่ถูกกดดันจากเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยที่สูง แม้ว่ารถ EV จะมาแทนที่รถสันดาปในที่สุด แต่เชื่อว่ายังไม่เกิดขึ้นภายใน 4-5 ปีข้างหน้า รถ EV ในประเทศไทยที่วิ่งอยู่บนท้องถนน ณ สิ้นเดือน ส.ค. 2023 มีจำนวน 91,106 คัน เพิ่มขึ้นเกือบ 3 เท่าจากสิ้นปี 2022 แต่ยังคงคิดเป็นสัดส่วนเพียง 0.4% ของจำนวนรถยนต์นั่งทั้งหมดบนถนน

Exhibit 9: ผลิตภัณฑ์บรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่น



Source: PJW

Exhibit 10: รายได้จากผลิตภัณฑ์บรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่น



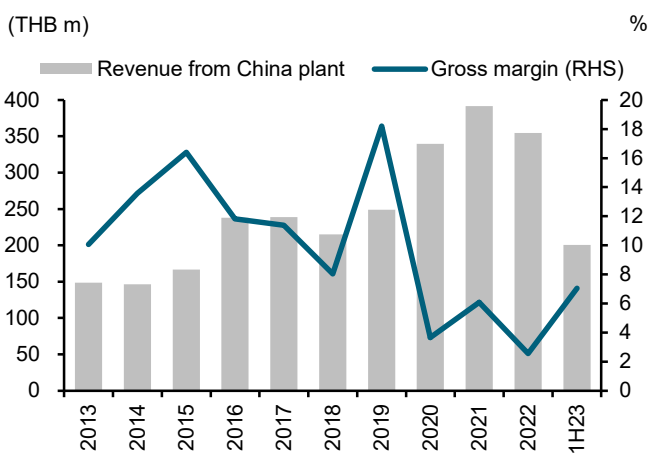
Sources: PJW, FSSIA Research

โรงงานในจีนฟื้นเป็นปกติ ไม่จุดผลประกอบการเหมือนปี 2022

PJW มีโรงงานในประเทศจีน 2 แห่งคือที่เมืองเทียนจินและเจียงซู ผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติกสำหรับบรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นสำหรับลูกค้าในประเทศจีน แม้รายได้จะเพิ่มสูงขึ้นในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 แต่อัตรากำไรขั้นต้นลดลงและขาดทุนใน 3Q22-4Q22 เนื่องจากต้นทุนวัตถุดิบ (เม็ดพลาสติก) ที่สูงขึ้นและการปิดโรงงานเป็นระยะ นอกจากนี้ ในปี 2022 บริษัทได้ตั้งด้อยค่าเงินลงทุนในโรงงานที่เจียงซู 84.3 ล้านบาทเนื่องจากถูกระทบจากการ Lockdown ในจีนมาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2020

ผลประกอบการของโรงงานทั้งสองแห่งในจีนฟื้นเป็นปกติแล้วตั้งแต่ 1Q23 โดยรายได้ใน 1H23 เพิ่มขึ้น 43.9% จาก 2H22 และมีอัตรากำไรขั้นต้น 7.0% ฟื้นจากติดลบ 4.2% ใน 2H22 เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานจะทยอยดีขึ้นเป็นลำดับและไม่จุดผลประกอบการเหมือนปี 2022

Exhibit 11: รายได้จากธุรกิจในประเทศจีนและอัตรากำไร



Sources: PJW, FSSIA Research

Exhibit 12: สัดส่วนรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นของโรงงานในจีนต่อรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นรวม



Sources: PJW, FSSIA Research

ธุรกิจซักรีดเป็นธุรกิจใหม่แต่ตลาดเติบโตเร็ว

PJW แลกไลน์ธุรกิจใหม่โดยเข้าซื้อกิจการซักรีดทั้งหมดของ Master Laundry จากผู้ถือหุ้นเดิมเมื่อเดือนม.ค. 2022 ด้วยมูลค่า 63.0 ล้านบาท โดย Master Laundry ประกอบธุรกิจให้บริการซักอบรีดแบบครบวงจร ให้บริการแบบ B2B มุ่งเน้นกลุ่มลูกค้าโรงแรมและโรงพยาบาล โดยมีความเชี่ยวชาญในการซักอบรีดผ้าทุกประเภท ทั้งผ้าปูเตียง ปลอกหมอน ผ้าห่ม รวมถึงชุดยูนิฟอร์มต่างๆ และให้บริการเช่าผ้าและบริหารจัดการผ้าครบวงจร

ธุรกิจซักรีดในประเทศไทยถือเป็นธุรกิจใหม่แต่ขยายตัวอย่างรวดเร็วจากพฤติกรรมผู้บริโภคที่ต้องการความสะดวกสบายมากขึ้นและข้อจำกัดของพื้นที่อยู่อาศัยสำหรับผู้อยู่ในคอนโดหรืออพาร์ทเมนท์ มีการคาดการณ์ว่ามูลค่าตลาดซักรีดในไทยอยู่ที่ 1 หมื่นล้านบาทในปี 2022 ผู้ประกอบการมีทั้งกลุ่มร้านสะดวกซักหรือหยอดเหรียญ และกลุ่มอุตสาหกรรม เช่น โรงแรมซึ่งเติบโตไปในทิศทางเดียวกับจำนวนนักท่องเที่ยวหรือนักเดินทาง และโรงพยาบาลซึ่งมีความต้องการอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ Master Laundry เคยประสบปัญหาในช่วงการ Lockdown ทำให้ลูกค้าในกลุ่มโรงแรมหดหาย แต่ปัจจุบันสถานการณ์กลับมาเป็นปกติ คาดว่าปี 2023 ธุรกิจนี้จะ Breakeven และเริ่มสร้างกำไรได้ในปี 2024 เป็นต้นไป

บริษัทตั้งเป้ารายได้จาก Master Laundry ที่ 200 ล้านบาทในปี 2024 และเพิ่มเป็น 250 ล้านบาทในปี 2025 ทั้งนี้ ประมาณรายได้ของเราต่ำกว่าเป้าของบริษัทอยู่ 10%

รุกตลาดวัสดุทางการแพทย์

ในปี 2022 PJW ได้จับมือกับ Innobic (บ.ย่อยของ PTT) และ IRPC ศึกษาและพัฒนาวัสดุสิ้นเปลืองทางการแพทย์เพื่อทดแทนการนำเข้า โดยคาดว่าผลิตภัณฑ์แรกที่จะเริ่มจำหน่ายในปี 2024 คือ กระจุกทำความชื้นออกซิเจน (Oxygen humidifier) ซึ่งปัจจุบันโรงพยาบาลหลายแห่งใช้วิธีทำความชื้นแล้วนำกลับมาใช้ใหม่ มีค่าใช้จ่ายสูงกว่าการใช้เพียงครั้งเดียว (Single use) ตลาดของบริษัทคือโรงพยาบาลรัฐและเอกชนทั่วประเทศ บริษัทตั้งเป้ารายได้ราว 100 ล้านบาทในปี 2024 และขยายเป็น 500 ล้านบาทในปี 2025

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023-25 โตเฉลี่ย 27.5% CAGR

วัตถุดิบหลักในการผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติกของบริษัทคือเม็ดพลาสติก HDPE ซึ่งปรับสูงขึ้นผิดปกติในปี 2022 ตามทิศทางราคาน้ำมัน อันเป็นผลมาจากสงครามรัสเซีย-ยูเครนทำให้เกิดการคว่ำบาตรทางการค้าต่อรัสเซียของสหรัฐและกลุ่มยุโรป และทำให้อัตรากำไรขั้นต้นของ PJW ปรับลงเหลือ 14.8% ใน 2Q22 จากระดับ 17-18% ในช่วงก่อนหน้า เราคาดว่าราคาเม็ดพลาสติกที่ปรับลงตั้งแต่กลางปี 2022 ประกอบกับ Product mix ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นจะขยับขึ้นเป็น 19-20% ในช่วง 2023-25

ในส่วนของรายได้ เราคาดว่าในปี 2023 จะเติบโต 11.2% เป็น 3,713.0 ล้านบาท การเติบโตหลักมาจากธุรกิจผลิตชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับยานยนต์และบรรจุภัณฑ์พลาสติกสำหรับบรรจุนมและนมเปรี้ยวซึ่งมีนักท่องเที่ยวเข้ามาช่วยหนุน แนวโน้มรายได้ปี 2024-25 คาดเติบโต 7.5% และ 14.1% ตามลำดับ โดยจะมีรายได้มากขึ้นจาก Master Laundry และชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับทางการแพทย์ซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นที่ดี โดยเราคาดการณ์จาก Master Laundry 160 ล้านบาทและ 200 ล้านบาทในปี 2024-25 ต่ำกว่าเป้าของบริษัท 20% และคาดการณ์จากผลิตภัณฑ์พลาสติกทางการแพทย์ 80 ล้านบาทในปี 2024 และ 400 ล้านบาทในปี 2025

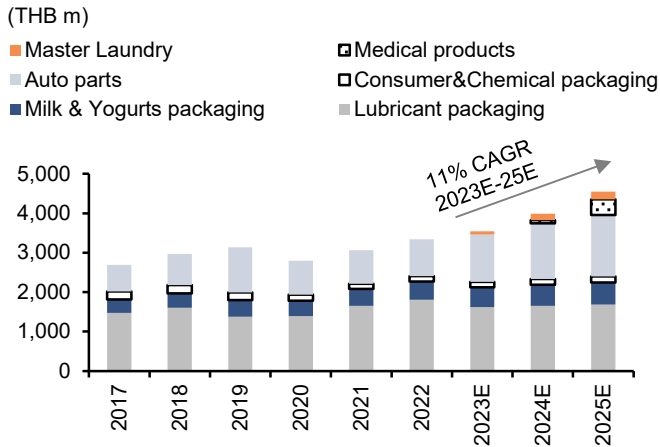
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารน่าจะรักษาระดับไว้ได้ที่ 12.0-12.8% ของรายได้ ทำให้คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023 ที่ 160.4 ล้านบาท พื้นตัว 92.0% จากปีก่อน และโตต่อเนื่อง 26.2% และ 28.8% ในปี 2024-25 ตามลำดับ คิดเป็นกำไรเติบโตเฉลี่ย 27.5% CAGR ในปี 2023-25

Exhibit 13: สมมติฐานสำคัญในการประมาณการ

	Actual	Forecast			Growth		
	2022 (THB m)	2023E (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2023E (%)	2024E (%)	2025E (%)
Lubricant packaging	1,803	1,623	1,655	1,688	(10.0)	2.0	2.0
Dairy packaging	467	502	537	558	7.3	7.0	4.0
Consumer and chemical packaging	134	138	146	153	3.0	6.0	5.0
Auto parts	935	1,197	1,412	1,553	28.0	18.0	10.0
Medical products	0	0	80	400	-	-	400.0
Master laundry	0	0	160	200	-	-	25.0
Total sales revenue	3,339	3,713	3,990	4,553	11.2	7.5	14.1
Cost of sales	(2,797)	(3,004)	(3,196)	(3,642)	7.4	6.4	14.0
SG&A expenses	(403)	(477)	(503)	(546)	18.3	5.4	8.7
Interest expense	(50)	(58)	(56)	(54)	15.5	(3.5)	(3.2)
Net profit	84	160	202	261	92.0	26.2	28.8
Key ratio	(%)	(%)	(%)	(%)			
Gross margin (%)	16.2	19.1	19.9	20.0			
SG&A to sales (%)	12.1	12.8	12.6	12.0			
Net profit	2.5	4.3	5.1	5.7			

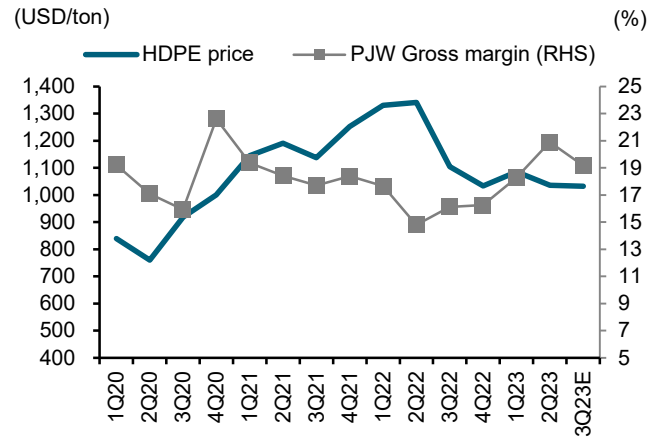
Sources: PJW, FSSIA estimates

Exhibit 14: คาดการณ์รายได้



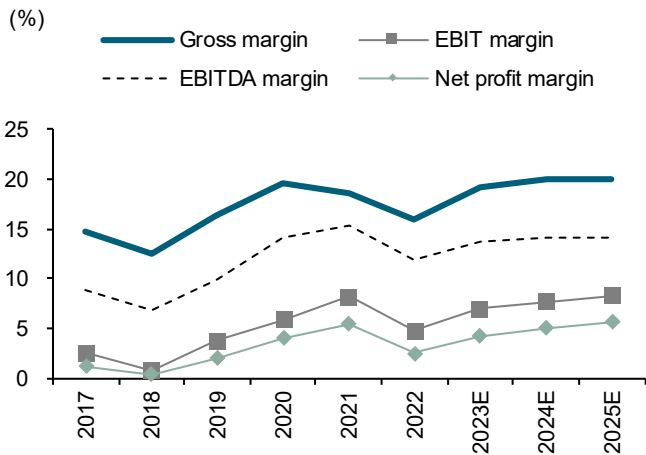
Sources: PJW, FSSIA estimates

Exhibit 15: ราคา HDPE และอัตรากำไรขั้นต้นของ PJW



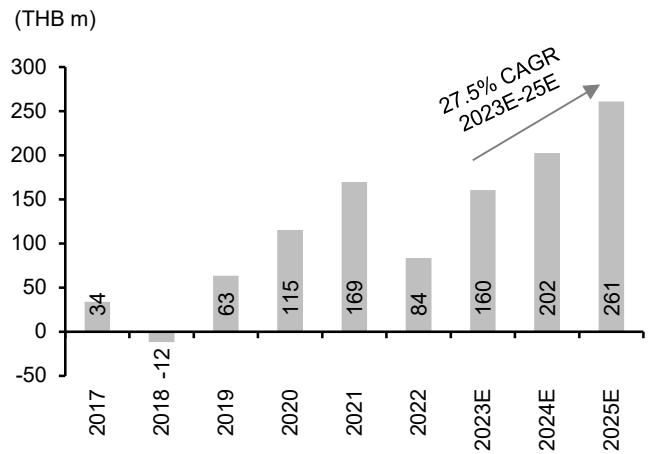
Sources: PJW, Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 16: อัตรากำไร



Sources: PJW, FSSIA estimates

Exhibit 17: คาดการณ์กำไรสุทธิ



Sources: PJW, FSSIA estimates

คาดการณ์กำไรสุทธิ 3Q23 -4% q-q, +108% y-y

เรคาดกำไรสุทธิ 3Q23 ที่ 40.0 ล้านบาท ปรับลงเล็กน้อย 4% q-q จากอัตรากำไรขั้นต้นที่ชะลอเล็กน้อยจากฐานสูงในไตรมาสก่อน แต่โตกว่ากระโดด 108% y-y จากรายได้ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 15% y-y หลักๆ มาจากธุรกิจผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ และอัตรากำไรขั้นต้นที่คาดดีขึ้นเป็น 19.2% จาก 16.1% ใน 3Q22 ที่ยังประสบปัญหาต้นทุนเม็ดพลาสติกมีราคาสูง และโรงงานในจีนปิดดำเนินการจากสถานการณ์โควิด-19 แม้ว่าค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจะเพิ่มสูงขึ้นในปีนี้ แต่กำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น สามารถหักล้างได้

Exhibit 18: 3Q23 earnings preview

Year to Dec 31	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	-----Change-----		9M22	9M23E	Change
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)
Sales	809	733	941	901	931	3	15	2,606	2,773	6
Cost of sales	679	614	769	713	752	6	11	2,183	2,235	2
Gross profit	130	119	172	188	179	(5)	37	422	539	28
Operating costs	100	92	116	121	120	(1)	20	311	357	15
Operating profit	41	29	68	71	64	(10)	55	132	203	54
Operating EBITDA	100	89	127	121	114	(6)	13	308	362	18
Other income	10	1	13	3	5	59	(50)	21	21	2
Interest expense	13	12	16	15	14	(8)	10	38	45	20
Tax	9	5	13	14	10	(27)	6	22	37	67
Reported net profit	19	12	39	42	40	(4)	108	72	121	68
Reported EPS (THB)	0.03	0.02	0.06	0.07	0.06	(5)	109	0.12	0.20	63
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)
Gross margin	16.1	16.3	18.3	20.9	19.2	(1.7)	3.1	16.2	19.4	3.2
EBIT margin	5.1	3.9	7.3	7.8	6.9	(1.0)	1.8	5.1	7.3	2.3
EBITDA margin	12.4	12.1	13.5	13.4	12.2	(1.1)	(0.2)	11.8	13.0	1.2
Net profit margin	2.4	1.6	4.1	4.6	4.3	(0.3)	1.9	2.8	4.4	1.6
SG&A / Sales	12.3	12.5	12.4	13.4	12.9	(0.5)	0.6	11.9	12.9	0.9
Operating statistics	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)
Lubricant packaging	410	412	447	394	419	6	2	1,391	1,260	(9.4)
Auto parts	210	265	291	308	344	12	64	670	944	40.9
Milk & Yogur packaging	122	106	129	132	140	5	14	362	401	10.8
Consumer & Chemical pkg	33	42	38	27	28	2	(16)	92	94	2.0

Sources: PJW, FSSIA estimates

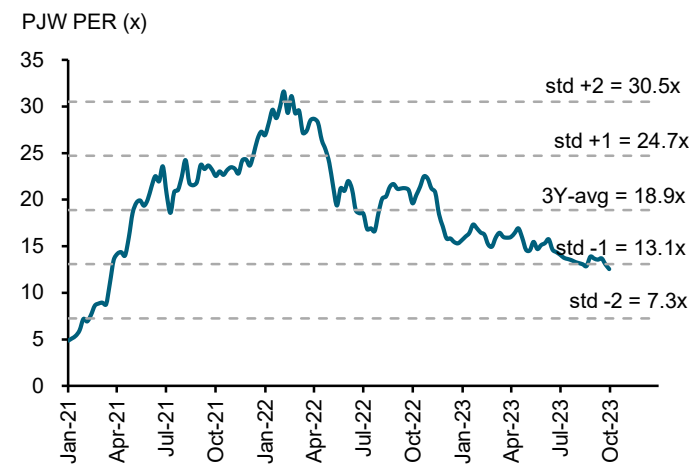
ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2023 ที่ 5.90 บาท แนะนำซื้อ

เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 5.90 บาท อิง PE 18.0 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของ PE ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาที่ 18.9 เท่า ณ ระดับราคาเป้าหมายดังกล่าว คิดเป็น Implied EV/EBITDA เพียง 7.4 เท่า ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายที่ 2024 PE 12.8 เท่า EV/EBITDA 6.5 เท่าและ P/BV 1.9 เท่า

ทั้งนี้ ณ วันที่ 2 มิ.ย. 2023 บริษัทมี PJW-W1 ที่ยังไม่ได้ใช้สิทธิแปลงสภาพจำนวน 176,816,867 หน่วย โดยวอร์เรนที่มีสัดส่วนการใช้สิทธิ 1 วอร์เรนต่อ 1.05 หุ้นสามัญ ที่ราคาหุ้นละ 2.857 บาท วันครบกำหนดอายุของวอร์เรนคือเดือน ก.ค. 2024

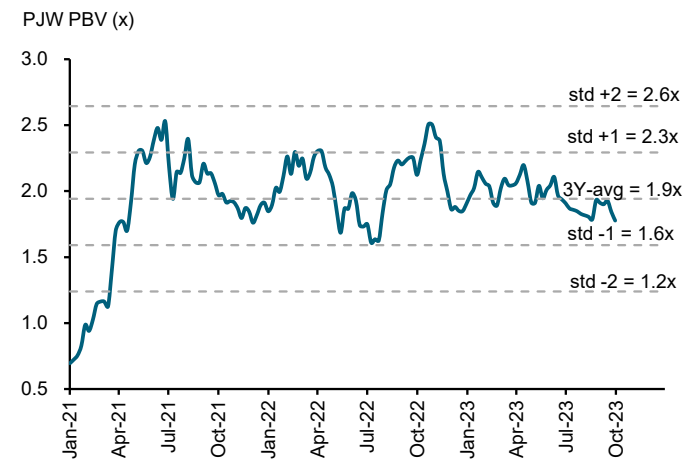
หากวอร์เรนที่ใช้สิทธิแปลงสภาพทั้งหมด จำนวนหุ้นสามัญจะเพิ่มขึ้น 185.7 ล้านหุ้น มี dilution ต่อ EPS 23.2% และราคาเป้าหมายจะ dilute เป็น 4.30 บาทซึ่งยังสูงกว่าราคาหุ้นปัจจุบัน เราจึงแนะนำซื้อ

Exhibit 19: Rolling one-year forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 20: Rolling one-year forward P/BV band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Financial Statements

Panjawattana Plastic

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Revenue	3,067	3,339	3,713	3,990	4,553
Cost of goods sold	(2,501)	(2,797)	(3,004)	(3,196)	(3,642)
Gross profit	567	542	709	794	911
Other operating income	19	22	26	18	16
Operating costs	(335)	(403)	(477)	(503)	(546)
Operating EBITDA	471	401	506	565	643
Depreciation	(220)	(240)	(248)	(255)	(263)
Goodwill amortisation	(4)	(3)	(2)	(1)	0
Operating EBIT	247	157	257	308	380
Net financing costs	(49)	(50)	(58)	(56)	(54)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	199	107	198	252	326
Tax	(33)	(27)	(40)	(51)	(65)
Profit after tax	165	81	158	201	261
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	165	81	158	201	261
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	169	84	160	202	261
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.30	0.14	0.26	0.33	0.42
Reported EPS	0.29	0.13	0.26	0.33	0.42
DPS	0.08	0.05	0.10	0.13	0.17
Diluted shares (used to calculate per share data)	574	612	618	618	618
Growth					
Revenue (%)	9.8	8.9	11.2	7.5	14.1
Operating EBITDA (%)	20.0	(15.0)	26.4	11.5	14.0
Operating EBIT (%)	54.1	(36.4)	63.1	20.1	23.4
Recurring EPS (%)	47.3	(53.8)	90.2	26.2	28.8
Reported EPS (%)	50.4	(54.4)	94.9	27.2	29.4
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	18.5	16.2	19.1	19.9	20.0
Gross margin exc. depreciation (%)	25.7	23.4	25.8	26.3	25.8
Operating EBITDA margin (%)	15.4	12.0	13.6	14.1	14.1
Operating EBIT margin (%)	8.1	4.7	6.9	7.7	8.4
Net margin (%)	5.5	2.5	4.3	5.1	5.7
Effective tax rate (%)	16.7	24.8	20.2	20.1	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	27.1	36.7	40.0	40.0	40.0
Interest cover (X)	5.2	3.2	4.5	5.5	7.0
Inventory days	44.5	46.5	45.7	45.8	43.0
Debtor days	81.7	75.9	73.5	74.7	66.9
Creditor days	75.2	70.4	74.2	75.9	68.1
Operating ROIC (%)	9.3	5.9	9.4	10.8	13.1
ROIC (%)	8.6	5.3	8.2	9.5	11.4
ROE (%)	14.8	6.9	12.6	15.2	18.6
ROA (%)	7.1	4.0	6.4	7.3	8.8
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Lubricant packaging	1,656	1,803	1,623	1,655	1,688
Dairy packaging	429	467	502	537	558
Consumer and chemical packaging	123	134	138	146	153
Auto parts	859	935	1,197	1,412	1,553

Sources: Panjawattana Plastic; FSSIA estimates

Financial Statements

Panjawattana Plastic

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	169	84	160	202	261
Depreciation	220	240	248	255	263
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	103	(61)	(89)	(59)	(76)
Change in working capital	(109)	100	(45)	51	11
Cash flow from operations	384	363	274	450	459
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(183)	(381)	(277)	(265)	(278)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	-	-	-	-	-
Cash flow from investing	(183)	(381)	(277)	(265)	(278)
Dividends paid	(118)	(31)	(64)	(81)	(104)
Equity finance	0	46	12	0	0
Debt finance	65	(50)	135	(61)	(16)
Other financing cash flows	(90)	38	(27)	(7)	(7)
Cash flow from financing	(143)	3	56	(149)	(127)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	(15)	(5)	(40)	(51)	(65)
Movement in cash	43	(20)	13	(15)	(11)
Free cash flow to firm (FCFF)	248.94	31.90	55.38	240.46	235.48
Free cash flow to equity (FCFE)	160.19	(34.95)	65.19	66.10	93.10

Per share (THB)

FCFF per share	0.40	0.05	0.09	0.39	0.38
FCFE per share	0.26	(0.06)	0.11	0.11	0.15
Recurring cash flow per share	0.86	0.43	0.52	0.64	0.72

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	3,177	3,414	3,694	3,959	4,224
Less: Accumulated depreciation	(1,523)	(1,756)	(2,003)	(2,259)	(2,522)
Tangible fixed assets (net)	1,654	1,658	1,690	1,700	1,702
Intangible fixed assets (net)	27	61	61	61	61
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	-	-	-	-	-
Cash & equivalents	110	91	104	89	78
A/C receivable	707	681	814	820	848
Inventories	323	328	362	377	419
Other current assets	48	47	74	80	91
Current assets	1,189	1,147	1,354	1,365	1,436
Other assets	159	265	270	272	285
Total assets	3,028	3,131	3,376	3,398	3,484
Common equity	1,190	1,247	1,305	1,367	1,443
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	1,190	1,247	1,305	1,367	1,443
Long term debt	357	275	431	431	419
Other long-term liabilities	154	188	166	165	170
Long-term liabilities	511	463	596	596	589
A/C payable	467	519	601	622	639
Short term debt	799	830	810	749	745
Other current liabilities	62	72	63	65	68
Current liabilities	1,328	1,421	1,474	1,436	1,452
Total liabilities and shareholders' equity	3,028	3,131	3,376	3,398	3,484
Net working capital	550	465	586	589	651
Invested capital	2,390	2,450	2,608	2,622	2,699

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	2.07	2.04	2.11	2.21	2.33
Tangible book value per share	2.03	1.94	2.01	2.11	2.24

Financial strength

Net debt/equity (%)	87.8	81.4	87.1	79.8	75.3
Net debt/total assets (%)	34.5	32.4	33.7	32.1	31.2
Current ratio (x)	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
CF interest cover (x)	8.0	7.9	6.9	6.9	7.8

Valuation	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Recurring P/E (x) *	14.2	30.8	16.2	12.8	10.0
Recurring P/E @ target price (x) *	20.0	43.3	22.7	18.0	14.0
Reported P/E (x)	14.6	31.9	16.4	12.9	10.0
Dividend yield (%)	1.9	1.2	2.5	3.1	4.0
Price/book (x)	2.0	2.1	2.0	1.9	1.8
Price/tangible book (x)	2.1	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA (x) **	7.3	9.0	7.4	6.5	5.7
EV/EBITDA @ target price (x) **	9.4	11.6	9.4	8.4	7.4
EV/invested capital (x)	1.4	1.5	1.4	1.4	1.4

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: Panjawattana Plastic; FSSIA estimates

PANJAWATTANA PLASTIC (PJW TB)

FSSIA ESG rating

9.0 /100
Exhibit 21: FSSIA ESG score implication

Rating	Score	Implication
★★★★★	>79-100	Leading its industry peers in managing the most significant ESG risks which not only better cost efficiency but also lead to higher profitability.
★★★★☆	>59-79	A mixed track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers.
★★★☆☆	>39-59	Relevant ESG materiality matrix has been constructively addressed, well-managed and incorporated into day-to-day operations, in which targets and achievements are evaluated annually.
★★☆☆☆	>19-39	Relevant ESG materiality matrix has been identified with key management in charge for progress to be followed up on and to provide intensive disclosure. Most targets are conventional and achievable.
★☆☆☆☆	1-19	The company has adopted the United Nations Sustainable Development Goals (UN SDGs), established sustainability management guidelines and fully complies with regulations or ESG suggested guidance from related organizations such as the SET and SEC.

Sources: FSSIA estimates

Exhibit 22: ESG – peer comparison

	FSSIA ESG score	Domestic ratings						Global ratings					Bloomberg		
		DJSI	SET THSI	THSI	CG score	AGM level	Thai CAC	Morningstar	ESG Book	MSCI	Moody's	Refinitiv	S&P Global	ESG score	Disclosure score
SET100	61.4	5.34	4.40	4.40	4.76	4.65	3.84	Medium	51.76	BBB	20.87	58.72	63.91	3.72	28.17
Coverage	59.3	5.13	4.16	4.18	4.83	4.71	3.54	Medium	52.23	BB	17.03	57.05	62.28	3.41	32.07
SFLEX	7.00	--	--	--	4.00	4.00	Declared	--	--	--	--	--	--	--	--
AJ	15.00	--	--	Y	5.00	5.00	Certified	--	--	--	--	--	--	--	--
BGC	30.15	--	Y	Y	5.00	5.00	Certified	--	49.46	--	--	31.74	--	--	--
CSC	18.93	--	--	--	4.00	4.00	Certified	--	52.39	--	--	27.08	--	--	--
PJW	9.00	--	--	Y	4.00	5.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--
THIP	26.54	--	--	Y	5.00	4.00	Certified	--	55.37	--	--	36.96	--	--	--

Sources: SETTRADE.com; * FSSIA estimate; FSSIA's compilation

Exhibit 23: ESG disclosure from prospectus as of 21 Mar 2023

FY ending Dec 31	FY 2022	FY ending Dec 31	FY 2022
Environmental		Governance	
Climate change policy	Yes	Board size / Independent directors (ID) / Female	9 / 3 / 1
Climate change opportunities discussed	--	No. of board meetings for the year / % attendance	8 / 100%
GHG scope 2 location-based policy	Yes	Company conducts board evaluations	Yes
Biodiversity policy	--	Number of non-executive directors on board	5
Energy efficiency policy	Yes	Director share ownership guidelines	No
Electricity used	Yes	Board age limit	No
Fuel used - crude oil/diesel	Yes	Age of the youngest / oldest director	53 / 83
Waste reduction policy	Yes	Number of executives / female	8 / 4
Water policy	Yes	Executive share ownership guidelines	No
Water consumption	Yes	Size of audit committee / ID	4 / 4
Social		Audit committee meetings	4
Human rights policy	Yes	Audit committee meeting attendance (%)	100
Policy against child labor	Yes	Size of compensation committee / ID	3 / 2
Quality assurance and recall policy	Yes	Number of compensation committee meetings	1
Consumer data protection policy	Yes	Compensation committee meeting attendance (%)	100
Equal opportunity policy	Yes	Size of nomination committee / ID	3 / 2
Gender pay gap breakout	--	Number of nomination committee meetings	1
Pct women in workforce	44.43	Nomination committee meeting attendance (%)	100
Business ethics policy	Yes	Board compensation (THB m)	3.18
Anti-bribery ethics policy	Yes	Executive compensation (THB m)	65.59
Health and safety policy	Yes	Auditor fee (THB m)	2.38
Lost time incident rate - employees	Yes	(Dharmniti Auditing Co., Ltd.)	
Training policy	Yes	Total employee (no.)	1645
Fair remuneration policy	Yes	Employee compensation (THB m)	531
Number of employees - CSR	Yes	Sustainability governance	
Total hours spent by firm - employee training	Yes	Verification type	n/a
Social supply chain management	Yes	Board duration (years)	1

Sources: PJW; FSSIA's compilation

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																												
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																												
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																												
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																												
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																												
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																												
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+																		
NEGL	Low	Medium	High	Severe																										
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																										
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																												
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td>Leader:</td> <td>leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td>Average:</td> <td>a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> <td>Laggard:</td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570			A	5.714-7.142			BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285			B	1.429-2.856			CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks	
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																											
AA	7.143-8.570																													
A	5.714-7.142																													
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																											
BB	2.857-4.285																													
B	1.429-2.856																													
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																											
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																													
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																													
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																													
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																												
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																												

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA 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 investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Panjawattana Plastic	PJW TB	THB 4.20	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเร ได้แก่ 1) ราคาเม็ดพลาสติกปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็วโดยบริษัทไม่สามารถปรับราคาขายได้ทัน 2) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ปรับสูงขึ้น

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 16-Oct-2023 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.