

PANJAWATTANA PLASTIC  
THAILAND / INDUSTRIALS

PJW TB

HOLD

FROM BUY

## ยานยนต์หดตัวมากกว่าคาด กดดัน 2Q24

- กำไร 2Q24 ต่ำสุดในรอบ 1 ปีครึ่ง ธุรกิจยานยนต์กระทบมากกว่าคาด
- ปรับประมาณการปี 2024-26 ลง 21%/8%/1% ตามลำดับ คาดกำไรปกติปี 2024 ลดลง 23% ก่อนจะขยายตัว 34% และ 18% ในปีถัดไปตามลำดับ
- ลดราคาเป้าหมายเป็น 2.80 บาท ลดคำแนะนำเป็นถือ รอการฟื้นตัว

TARGET PRICE	THB2.80
CLOSE	THB2.68
UP/DOWNSIDE	+4.5%
PRIOR TP	THB3.10
CHANGE IN TP	-9.7%
TP vs CONSENSUS	-30.0%

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	3,456	3,506	3,808	4,058
Net profit	152	117	157	185
EPS (THB)	0.25	0.19	0.25	0.30
vs Consensus (%)	-	(30.9)	(29.6)	(32.6)
EBITDA	494	447	495	529
Recurring net profit	152	117	157	185
Core EPS (THB)	0.25	0.19	0.25	0.30
Chg. In EPS est. (%)	-	(20.8)	(7.9)	(0.9)
EPS growth (%)	80.6	(23.5)	34.3	17.9
Core P/E (x)	10.9	14.2	10.6	9.0
Dividend yield (%)	4.5	3.5	4.7	5.6
EV/EBITDA (x)	5.5	6.8	6.1	5.6
Price/book (x)	1.2	1.2	1.2	1.1
Net debt/Equity (%)	76.7	99.3	95.6	89.0
ROE (%)	11.6	8.5	11.2	12.8

## กำไร 2Q24 ต่ำสุดในรอบ 1 ปีครึ่ง ธุรกิจยานยนต์กระทบมากกว่าคาด

กำไรที่ราคาการณ์ไว้ต่ำอยู่แล้วยังออกมาต่ำกว่าคาดถึง 58% จากธุรกิจชิ้นส่วนยานยนต์ที่ถูกกระทบหนักกว่าคาด โดยใน 2Q24 PJW ทำกำไรปกติได้เพียง 16 ล้านบาท -64% q-q, -62% y-y ต่ำที่สุดในรอบ 1 ปีครึ่ง จากรายได้ที่หดตัว -9% q-q, -5% y-y เป็น 858 ล้านบาท นอกเหนือจาก low season แล้ว ลูกค้าผู้ผลิตรถยนต์ปรับแผนลดการสั่งซื้อ แม้รายได้จากบรรจุกภัณฑ์นมและนมเปรี้ยวจะดีขึ้นแต่ชดเชยไม่ได้ทั้งหมด การใช้กำลังการผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ที่ลดลง ประกอบกับต้นทุนแม่พิมพ์ของงานใหม่เพิ่มขึ้นทำให้ถารกำไรขั้นต้นลดลงเหลือ 16.3% (-234 bps q-q, -456 bps y-y) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารและดอกเบี้ยจ่ายอยู่ในระดับสูง จึงกดดันกำไรในไตรมาส

## ปรับประมาณการลง คาดกำไรปกติปี 2024 ลดลง 23% ก่อนเติบโตในปีถัดไป

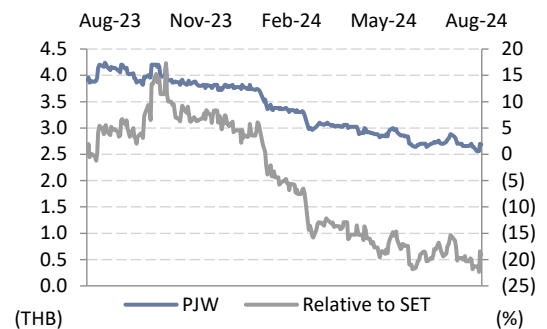
แนวโน้มผลการดำเนินงาน 3Q24 จะดีขึ้นแต่ยังไม่กลับสู่ระดับปกติ ธุรกิจชิ้นส่วนยานยนต์พอจะมีคำสั่งซื้อบ้าง แต่ยังมีต้นทุนและค่าใช้จ่ายของแม่พิมพ์ที่สูงอีกหนึ่งไตรมาส ธุรกิจอื่นทั้งบรรจุกภัณฑ์นมและนมเปรี้ยว บรรจุกภัณฑ์สินค้าอุปโภค ธุรกิจจักรรีดอุตสาหกรรม ยังมีดีมานด์ดี และใน 4Q24 จะได้แรงหนุนจากผลิตภัณฑ์ใหม่ Medical supplies (Oxygen Humidifier) แต่เราปรับลดประมาณการอีกครั้งสะท้อนกำไร 2Q24 ที่ต่ำกว่าคาดมาก โดยปรับลดกำไรปี 2024-26 ลง 21%/8%/1% ตามลำดับ จากการปรับเพิ่มต้นทุน ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร และภาระดอกเบี้ยจ่าย และปรับเพิ่มรายได้ของบรรจุกภัณฑ์พลาสติกนมและนมเปรี้ยว และบรรจุกภัณฑ์สินค้าอุปโภค บนสมมติฐานใหม่กำไรปกติปี 2024 ลดลง 23% ก่อนจะขยายตัว 34% และ 18% ในปีถัดไปตามลำดับ

## ภาระดอกเบี้ยจ่ายสูงขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด

บริษัทมีภาระหนี้เงินกู้ค่อนข้างมากในการขยายงานส่งผลให้ภาระดอกเบี้ยจ่ายในปี 2024 สูงขึ้นอย่างเห็นได้ชัดหลังอัตราดอกเบี้ยในตลาดปรับตัวขึ้น อย่างไรก็ตาม D/E ของ PJW ต่ำกว่า Covenant ของธนาคารพาณิชย์ที่ D/E ต้องไม่เกิน 2.0 เท่า โดย ณ สิ้น 2Q24 D/E อยู่ที่ 1.62 เท่า อย่างไรก็ตาม บริษัทอยู่ระหว่างปรับโครงสร้าง ปรับเงินกู้ระยะสั้นให้เป็นระยะยาวมากขึ้น อัตราส่วน Current ratio ที่ 0.9 เท่า จะดีขึ้นในอนาคต แลกกับดอกเบี้ยจ่ายที่อยู่ในระดับสูงตามอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะยาว

## ลดราคาเป้าหมายเป็น 2.80 บาท ลดคำแนะนำเป็นถือ รอการฟื้นตัว

ผลกระทบของธุรกิจชิ้นส่วนยานยนต์ที่มีมากกว่าคาด แม้จะมองว่า 2Q24 เป็นจุดต่ำสุดแต่การฟื้นตัวเป็นไปอย่างช้าๆ การเติบโตที่ชัดเจนของกลุ่มยานยนต์คาดว่าจะในปี 2026 เราจึงปรับลดราคาเป้าหมายลงเป็น 2.80 บาท (2024E P/E 15.0 เท่า) จากเดิม 3.10 บาท ลดคำแนะนำลงเป็นถือ จากเดิมซื้อ จาก upside ที่แคบลง



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(3.6)	(5.6)	(31.6)
Relative to country (%)	(1.9)	(0.4)	(19.4)
Mkt cap (USD m)	47		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.0		
Free float (%)	50		
Major shareholder	Hemmondharop Family (49%)		
12m high/low (THB)	4.28/2.50		
Issued shares (m)	620.70		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amorntum

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

Investment thesis

กำไรที่เราคาดการณ์ไว้ต่ำอยู่แล้วยังออกมาต่ำกว่าคาดถึง 58% จากธุรกิจชิ้นส่วนยานยนต์ที่ถูกกระทบหนักกว่าคาด โดยใน 2Q24 PJW ทำกำไรปกติได้เพียง 16 ล้านบาท -64% q-q, -62% y-y ต่ำที่สุดในรอบ 1 ปีครึ่ง จากรายได้ที่หดตัว -9% q-q, -5% y-y เป็น 858 ล้านบาท ทั้งหมด การใช้กำลังการผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ที่ลดลง ประกอบกับต้นทุนแม่พิมพ์ของงานใหม่เพิ่มขึ้น ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเหลือ 16.3% (-234 bps q-q, -456 bps y-y) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารและดอกเบี้ยจ่ายอยู่ในระดับสูง

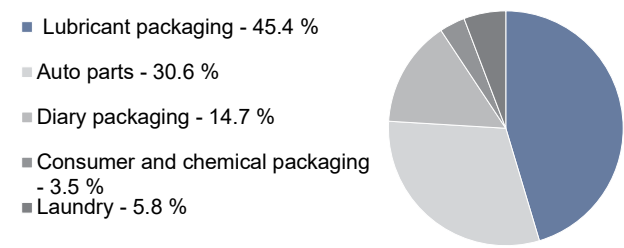
เราปรับลดประมาณการอีกครั้งสะท้อนกำไร 2Q24 ที่ต่ำกว่าคาดมาก โดยปรับลดกำไรปี 2024-26 ลง 21%/8%/1% ตามลำดับ บนสมมติฐานใหม่ กำไรปกติปี 2024 ลดลง 23% ก่อนจะขยายตัว 34% และ 18% ในปีถัดไปตามลำดับ

Company profile

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

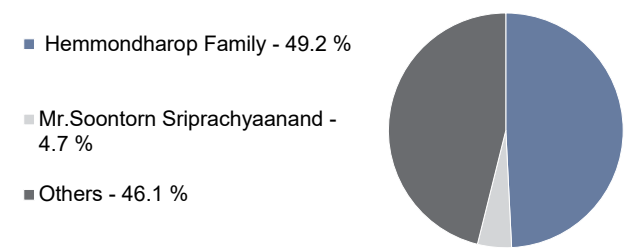
[www.pjw.co.th](http://www.pjw.co.th)

Principal activities (revenue, 2023)



Source: Panjawattana Plastic

Major shareholders



Source: Panjawattana Plastic

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโตได้แก่ 1) กำลังซื้อยานยนต์ดีขึ้นทำให้ยอดการผลิตรถยนต์สูงกว่าคาด 2) นักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว หนุนธุรกิจบรรจุภัณฑ์สำหรับบรรจุนมและนมเปรี้ยว 3) ราคาเม็ดพลาสติกปรับลงเร็ว

Risks to our call

Downside risks to our DCF-based TP include 1) ราคาเม็ดพลาสติกปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็วโดยบริษัทไม่สามารถปรับราคาขายได้ทัน 2) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ปรับสูงขึ้น

Event calendar

Date	Event
16 August 2024	2Q24 Opportunity day

Key assumptions

	2024E (%)	2025E (%)	2026E (%)
Revenue growth	1.5	8.6	6.5
- Lubricant packaging	(4.0)	1.2	1.0
- Auto parts	(9.0)	(5.0)	4.0
- Dairy packaging	10.0	5.0	4.0
- Consumer& chemical pkg	6.0	3.0	3.0
- Laundry	27.0	57.1	20.0
- Medical products	nm	nm	60.0

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

กำไร 2Q24 ต่ำสุดในรอบ 1 ปีครึ่ง ชื่นส่วนยานยนต์กดดันมากกว่าคาด

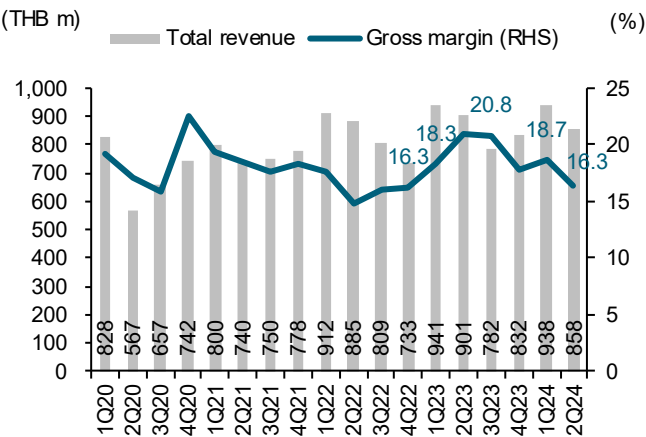
กำไรที่เราคาดการณ์ไว้ต่ำอยู่แล้วยังออกมาต่ำกว่าคาด 27% จากธุรกิจชิ้นส่วนยานยนต์ที่ถูกกระทบหนักกว่าคาด โดยใน 2Q24 PJW ทำกำไรปกติได้เพียง 16 ล้านบาท -64% q-q, -62% y-y ต่ำที่สุดในรอบ 1 ปีครึ่ง จากรายได้ที่หดตัว -9% q-q, -5% y-y เป็น 858 ล้านบาท นอกเหนือจาก low season แล้วลูกค้าผู้ผลิตรถยนต์ปรับแผนลดการสั่งซื้อ แม้รายได้จากบรรจุภัณฑ์นมและนมเปรี้ยวจะดีขึ้นแต่ชดเชยไม่ได้ทั้งหมด การใช้กำลังการผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ที่ลดลง ประกอบกับต้นทุนแม่พิมพ์ของงานใหม่เพิ่มขึ้น ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเหลือ 16.3% (-234 bps q-q, -456 bps y-y) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารและดอกเบี้ยจ่ายอยู่ในระดับสูง จึงกดดันกำไรในไตรมาสนี้

Exhibit 1: PJW - 2Q24 earnings summary

Year to Dec 31	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	----- Change -----		1H23	1H24	Change
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)
Sales	901	782	832	938	858	(8.6)	(4.9)	1,842	1,796	(2.5)
Cost of sales	(713)	(619)	(683)	(763)	(718)	(5.9)	0.6	(1,482)	(1,480)	(0.1)
Gross profit	188	163	148	175	140	(20.0)	(25.6)	360	315	(12.5)
Operating costs	(121)	(94)	(109)	(116)	(120)	3.1	(1.1)	(237)	(236)	(0.6)
Operating profit	71	69	47	69	38	(44.8)	(45.7)	139	108	(22.4)
Operating EBITDA	121	134	97	126	109	(13.0)	(9.2)	248	235	(5.2)
Other income	3	0	7	10	18	73.3	439.8	16	28	78.2
Interest expense	(15)	(15)	(12)	(17)	(17)	1.5	15.6	(32)	(35)	10.0
Profit before tax	55	54	35	52	21	(60.1)	(62.5)	107	73	(31.9)
Tax	(14)	(14)	(4)	(8)	(5)	(39.2)	(64.8)	(27)	(13)	(51.6)
Reported net profit	42	40	31	44	16	(63.9)	(61.7)	81	60	(25.5)
Core profit	42	40	31	44	16	(63.9)	(61.7)	81	60	(25.5)
Reported EPS (THB)	0.068	0.065	0.051	0.071	0.026	(63.8)	(62.2)	0.132	0.097	(26.7)
Core EPS (THB)	0.068	0.065	0.051	0.071	0.026	(63.8)	(62.2)	0.132	0.097	(26.7)
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)
Gross margin	20.9	20.8	17.8	18.7	16.3	(2.3)	(4.6)	19.6	17.6	(2.0)
EBIT margin	7.8	8.9	5.6	7.4	4.5	(2.9)	(3.4)	7.5	6.0	(1.5)
EBITDA margin	13.4	17.1	11.6	13.4	12.8	(0.7)	(0.6)	13.5	13.1	(0.4)
Net profit margin	4.6	5.2	3.8	4.7	1.9	(2.8)	(2.8)	4.4	3.3	(1.0)
SG&A / Sales	13.4	12.0	13.1	12.4	14.0	1.6	0.5	12.9	13.1	0.3

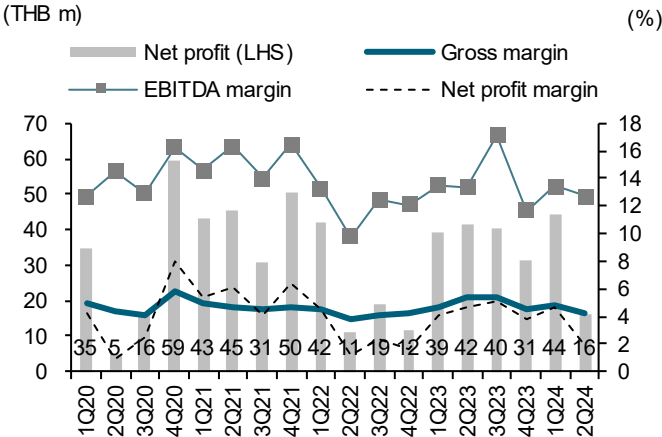
Sources: PJW, FSSIA's compilation

Exhibit 2: Revenue and gross margin



Sources: PJW, FSSIA's compilation

Exhibit 3: Margins and net profit



Sources: PJW, FSSIA's compilation

ปรับลดประมาณการ คาดกำไรปี 2024 ลดลง 23% ก่อนจะเพิ่มขึ้นในปีถัดไป

เราปรับลดประมาณการอีกครั้งสะท้อนกำไร 2Q24 ที่ต่ำกว่าคาดมาก โดยปรับลดกำไรปี 2024-26 ลง 21%/8%/1% ตามลำดับ หลักๆ เป็นการปรับเพิ่มต้นทุน ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร และภาระดอกเบี้ยจ่าย และปรับเพิ่มรายได้ของบรรจุกัมภ์พลาสติกนมและนมเปรี้ยว และบรรจุกัมภ์สินค้าอุปโภค บริโภคบนสมมติฐานใหม่ กำไรปกติปี 2024 ลดลง 23% ก่อนจะขยายตัว 34% และ 18% ตามลำดับ

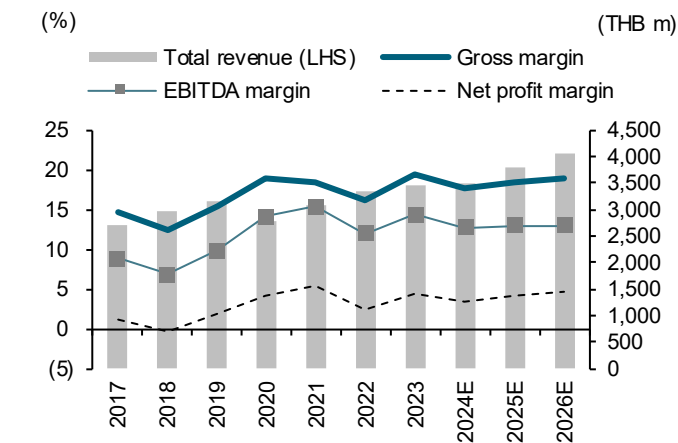
ผลกระทบของธุรกิจชิ้นส่วนยานยนต์ที่มีมากกว่าคาด แม้จะมองว่า 2Q24 เป็นจุดต่ำสุดแต่การฟื้นตัวเป็นไปอย่างช้าๆ การเติบโตที่ชัดเจนของกลุ่มยานยนต์คาดว่าจะในปี 2026 เราจึงปรับลดราคาเป้าหมายลงเป็น 2.80 บาท (2024E P/E 15 เท่า) จากเดิม 3.10 บาท (ปรับเพิ่ม Target PE ขึ้นใกล้เคียงกับปกติหลังผลประกอบการผ่านพ้นจุดต่ำสุดไปแล้ว) ลดคำแนะนำลงเป็นถือ จากเดิมซื้อ จาก upside ที่ແບ່ງ

Exhibit 4: Changes in key assumptions

	Current			Previous			Change		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(%)	(%)	(%)
Revenue breakdown									
Lubricant packaging	1,505	1,524	1,539	1,505	1,524	1,539	0.0	0.0	0.0
Auto parts	962	914	950	962	914	950	0.0	0.0	0.0
Dairy packaging	560	588	611	529	561	589	5.8	4.8	3.8
Consumer&chemical pkg.	129	133	137	126	132	138	2.9	1.0	(1.0)
Laundry	350	550	660	350	550	660	0.0	0.0	0.0
Medical products	0	100	160	0	100	160	nm	0.0	0.0
Total sales revenue	3,506	3,808	4,058	3,472	3,780	4,037	1.0	0.7	0.5
Cost of sales	(2,888)	(3,108)	(3,295)	(2,825)	(3,069)	(3,277)	2.2	1.3	0.5
SG&A expenses	(438)	(472)	(501)	(434)	(469)	(499)	1.0	0.7	0.5
Interest expense	(69)	(65)	(61)	(64)	(62)	(58)	9.1	4.7	4.8
Net profit	117	157	185	148	171	187	(20.8)	(7.9)	(0.9)
EPS (THB/share)	0.19	0.25	0.30	0.24	0.27	0.30	(20.8)	(7.9)	(0.9)
Key ratio	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(ppt)
Gross margin	17.7	18.4	18.8	18.7	18.8	18.8	(1.0)	(0.4)	(0.0)
EBITDA margin	12.7	13.0	13.0	13.8	13.5	13.1	(1.1)	(0.5)	(0.1)
SG&A to sales	12.5	12.4	12.4	12.5	12.4	12.4	0.0	0.0	0.0
Net profit margin	3.3	4.1	4.6	4.3	4.5	4.6	(0.9)	(0.4)	(0.1)

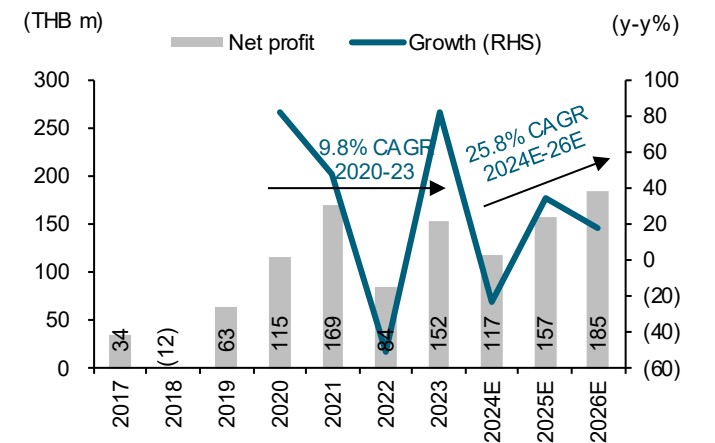
Sources: PJW, FSSIA estimates

Exhibit 5: Total sales revenue and margins



Sources: PJW, FSSIA estimates

Exhibit 6: Net profit and growth



Sources: PJW, FSSIA estimates

## Financial Statements

### Panjawattana Plastic

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	3,339	3,456	3,506	3,808	4,058
Cost of goods sold	(2,797)	(2,785)	(2,888)	(3,108)	(3,295)
<b>Gross profit</b>	<b>542</b>	<b>671</b>	<b>619</b>	<b>701</b>	<b>763</b>
Other operating income	22	23	35	32	30
Operating costs	(403)	(440)	(438)	(472)	(501)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>401</b>	<b>494</b>	<b>447</b>	<b>495</b>	<b>529</b>
Depreciation	(240)	(239)	(231)	(234)	(237)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>160</b>	<b>255</b>	<b>216</b>	<b>261</b>	<b>292</b>
Net financing costs	(50)	(59)	(69)	(65)	(61)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	0	0	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>110</b>	<b>197</b>	<b>146</b>	<b>196</b>	<b>231</b>
Tax	(27)	(44)	(29)	(39)	(46)
<b>Profit after tax</b>	<b>84</b>	<b>152</b>	<b>117</b>	<b>157</b>	<b>185</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
<b>Reported net profit</b>	<b>84</b>	<b>152</b>	<b>117</b>	<b>157</b>	<b>185</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>84</b>	<b>152</b>	<b>117</b>	<b>157</b>	<b>185</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	0.14	0.25	0.19	0.25	0.30
Reported EPS	0.14	0.25	0.19	0.25	0.30
DPS	0.05	0.12	0.09	0.13	0.15
Diluted shares (used to calculate per share data)	612	618	621	621	621
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	8.9	3.5	1.5	8.6	6.5
Operating EBITDA (%)	(15.0)	23.4	(9.6)	10.8	6.9
Operating EBIT (%)	(36.2)	59.2	(15.5)	21.0	12.0
Recurring EPS (%)	(53.8)	80.6	(23.5)	34.3	17.9
Reported EPS (%)	(53.8)	80.6	(23.5)	34.3	17.9
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	16.2	19.4	17.7	18.4	18.8
Gross margin exc. depreciation (%)	23.4	26.3	24.2	24.5	24.6
Operating EBITDA margin (%)	12.0	14.3	12.7	13.0	13.0
Operating EBIT margin (%)	4.8	7.4	6.2	6.9	7.2
Net margin (%)	2.5	4.4	3.3	4.1	4.6
Effective tax rate (%)	24.1	22.6	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	36.7	48.7	50.0	50.0	50.0
Interest cover (X)	3.2	4.4	3.1	4.0	4.8
Inventory days	46.5	51.4	56.6	55.7	52.8
Debtor days	75.9	78.8	87.2	83.9	80.4
Creditor days	70.4	80.4	82.1	75.5	71.1
Operating ROIC (%)	5.6	9.0	7.1	8.0	9.0
ROIC (%)	5.0	7.9	6.3	7.2	8.1
ROE (%)	6.9	11.6	8.5	11.2	12.8
ROA (%)	3.9	6.1	4.9	5.7	6.3
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
<b>Revenue by Division (THB m)</b>					
Lubricant packaging	1,721	1,568	1,505	1,524	1,539
Auto parts	1,013	1,057	962	914	950
Diary packaging	486	509	560	588	611
Consumer and chemical packaging	119	122	129	133	137

Sources: Panjawattana Plastic; FSSIA estimates

## Financial Statements

### Panjawattana Plastic

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	84	152	117	157	185
Depreciation	240	239	231	234	237
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(61)	74	(62)	(93)	(68)
Change in working capital	100	(34)	(81)	12	33
<b>Cash flow from operations</b>	<b>363</b>	<b>431</b>	<b>205</b>	<b>310</b>	<b>387</b>
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(381)	(305)	(459)	(191)	(250)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	-	-	-	-	-
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(381)</b>	<b>(305)</b>	<b>(459)</b>	<b>(191)</b>	<b>(250)</b>
Dividends paid	(31)	(31)	(58)	(79)	(93)
Equity finance	46	19	1	0	0
Debt finance	(50)	47	279	(6)	(41)
Other financing cash flows	38	(105)	(18)	(7)	(6)
<b>Cash flow from financing</b>	<b>3</b>	<b>(70)</b>	<b>203</b>	<b>(91)</b>	<b>(140)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
<b>Net other adjustments</b>	<b>(5)</b>	<b>(50)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>(20)</b>	<b>6</b>	<b>(51)</b>	<b>27</b>	<b>(2)</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	31.90	184.41	(184.46)	183.31	197.82
Free cash flow to equity (FCFE)	(34.95)	17.85	7.08	106.01	90.20

#### Per share (THB)

FCFF per share	0.05	0.30	(0.30)	0.30	0.32
FCFE per share	(0.06)	0.03	0.01	0.17	0.15
Recurring cash flow per share	0.43	0.75	0.46	0.48	0.57

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	3,414	3,732	4,197	4,402	4,648
Less: Accumulated depreciation	(1,756)	(1,995)	(2,226)	(2,460)	(2,696)
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>1,658</b>	<b>1,737</b>	<b>1,971</b>	<b>1,942</b>	<b>1,952</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>61</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	-	-	-	-	-
Cash & equivalents	91	97	46	74	71
A/C receivable	681	810	865	887	900
Inventories	328	388	435	443	442
Other current assets	47	51	53	57	57
<b>Current assets</b>	<b>1,147</b>	<b>1,346</b>	<b>1,399</b>	<b>1,461</b>	<b>1,471</b>
Other assets	265	241	235	222	224
<b>Total assets</b>	<b>3,131</b>	<b>3,392</b>	<b>3,674</b>	<b>3,693</b>	<b>3,716</b>
Common equity	1,247	1,375	1,393	1,413	1,475
Minorities etc.	0	0	0	0	0
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>1,247</b>	<b>1,375</b>	<b>1,393</b>	<b>1,413</b>	<b>1,475</b>
Long term debt	275	391	473	480	471
Other long-term liabilities	188	151	134	130	123
<b>Long-term liabilities</b>	<b>463</b>	<b>542</b>	<b>608</b>	<b>610</b>	<b>594</b>
A/C payable	519	602	593	596	596
Short term debt	830	760	957	945	913
Other current liabilities	72	112	122	130	138
<b>Current liabilities</b>	<b>1,421</b>	<b>1,475</b>	<b>1,672</b>	<b>1,671</b>	<b>1,647</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>3,131</b>	<b>3,392</b>	<b>3,674</b>	<b>3,693</b>	<b>3,716</b>
Net working capital	465	535	637	661	666
Invested capital	2,450	2,580	2,912	2,893	2,911

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

#### Per share (THB)

Book value per share	2.04	2.22	2.24	2.28	2.38
Tangible book value per share	1.94	2.11	2.13	2.17	2.27

#### Financial strength

Net debt/equity (%)	81.4	76.7	99.3	95.6	89.0
Net debt/total assets (%)	32.4	31.1	37.7	36.6	35.3
Current ratio (x)	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9
CF interest cover (x)	7.9	6.5	7.7	5.6	6.6

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>19.6</b>	<b>10.9</b>	<b>14.2</b>	<b>10.6</b>	<b>9.0</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>20.5</b>	<b>11.4</b>	<b>14.9</b>	<b>11.1</b>	<b>9.4</b>
Reported P/E (x)	19.6	10.9	14.2	10.6	9.0
Dividend yield (%)	1.9	4.5	3.5	4.7	5.6
Price/book (x)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
Price/tangible book (x)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA (x) **	6.6	5.5	6.8	6.1	5.6
EV/EBITDA @ target price (x) **	6.8	5.6	7.0	6.2	5.8
EV/invested capital (x)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0

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

Sources: Panjawattana Plastic; FSSIA estimates



# Panjawattana Plastic PCL (PJW TB)

FSSIA ESG rating



20.00 /100

## Exhibit 7: 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	<b>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.</b>
★	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 8: ESG – peer comparison

	FSSIA ESG score	Domestic ratings						Global ratings				Bloomberg			
		DJSI	SET THSI	THSI	CG score	AGM level	Thai CAC	Morningstar ESG risk	ESG Book	MSCI	Moody's	Refinitiv	S&P Global	ESG score	Disclosure score
SET100	69.20	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	67.12	5.11	4.15	4.17	4.83	4.71	3.53	Medium	52.04	BB	16.97	56.85	62.09	3.40	31.94
SFLEX	16.00	--	--	--	4.00	4.00	Declared	--	--	--	--	--	--	--	--
AJ	25.00	--	--	--	5.00	5.00	Certified	--	--	--	--	--	--	--	--
BGC	40.15	--	Y	Y	5.00	5.00	Certified	--	49.46	--	--	31.74	--	--	--
CSC	27.93	--	--	--	4.00	4.00	Certified	--	52.39	--	--	27.08	--	--	--
PJW	20.00	--	--	Y	4.00	5.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--
THIP	35.54	--	--	Y	5.00	4.00	Certified	--	55.37	--	--	36.96	--	--	--

Sources: [SETTRADE.com](https://www.settrade.com); \* FSSIA estimate; FSSIA's compilation

## Exhibit 9: ESG disclosure from company's one report

FY ending Dec 31	FY 2022	FY ending Dec 31	FY 2022
<b>Environmental</b>		<b>Governance</b>	
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	<b>Size of audit committee / ID</b>	<b>4 / 4</b>
<b>Social</b>		Audit committee meetings	4
Human rights policy	Yes	Audit committee meeting attendance (%)	100
Policy against child labor	Yes	<b>Size of compensation committee / ID</b>	<b>3 / 2</b>
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	<b>Size of nomination committee / ID</b>	<b>3 / 2</b>
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.)	1,645
Fair remuneration policy	Yes	Employee compensation (THB m)	531
Number of employees - CSR	Yes		
Total hours spent by firm - employee training	Yes		
Social supply chain management	Yes		

Source: FSSIA's compilation

## Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices ( <a href="#">DJSI</a> ) 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 ( <a href="#">THSI</a> ) by The Stock Exchange of Thailand ( <a href="#">SET</a> )	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 <a href="#">THSI inclusion</a> , 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. <a href="#">SETTHSI Index</a> 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.																				
<b>CG Score</b> 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%).																				
<b>AGM level</b> 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&amp;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.																				
<a href="#">Thai CAC</a> 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.																				
<a href="#">Morningstar Sustainabilitys</a>	The Sustainabilitys' 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 &amp; 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><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></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+																		
<a href="#">ESG Book</a>	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.																				
<a href="#">MSCI</a>	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><tr><td><b>AAA</b></td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3"><b>Leader:</b></td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td><b>AA</b></td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td><b>A</b></td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td><b>BBB</b></td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="3"><b>Average:</b></td><td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td><b>BB</b></td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td><b>B</b></td><td>1.429-2.856</td></tr><tr><td><b>CCC</b></td><td>0.000-1.428</td><td><b>Laggard:</b></td><td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr></table>		<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	<b>AA</b>	7.143-8.570	<b>A</b>	5.714-7.142	<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	<b>BB</b>	2.857-4.285	<b>B</b>	1.429-2.856	<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
<b>AA</b>	7.143-8.570																					
<b>A</b>	5.714-7.142																					
<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
<b>BB</b>	2.857-4.285																					
<b>B</b>	1.429-2.856																					
<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
<a href="#">Moody's ESG solutions</a>	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.																					
<a href="#">Refinitiv ESG rating</a>	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; &gt;25 to 50 = satisfactory; &gt;50 to 75 = good; and &gt;75 to 100 = excellent.)</i>																					
<a href="#">S&amp;P Global</a>	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.																					
<b>Bloomberg</b>	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.																				

[Rating](#) regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) **"CG Score"**; 2) **"AGM Level"**; 3) **"Thai CAC"**; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

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.

History of change in investment rating and/or target price

Panjawattana Plastic (PJW TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
17-Oct-2023	BUY	5.90	11-Mar-2024	BUY	5.30	25-Jul-2024	BUY	3.10

Jitra Amornthum started covering this stock from 17-Oct-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Panjawattana Plastic	PJW TB	THB 2.68	HOLD	Downside risks to our DCF-based TP include 1) ราคาเม็ดพลาสติกปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็วโดยบริษัทไม่สามารถปรับราคาขายได้ทัน 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 09-Aug-2024 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.