

PANJAWATTANA PLASTIC
THAILAND / INDUSTRIALS

PJW TB

BUY

FROM HOLD

คาดหวังการฟื้นตัวต่อเนื่อง

- งวด 9M24 รายได้ +5% y-y แต่กำไรสุทธิ -25% y-y
- คาดเห็นรายได้กลุ่มบรรจุภัณฑ์ทางการแพทย์ในปี 2025 รวมถึงการขยายตลาดธุรกิจซักรีด คาดกำไรปี 2024 -25% และฟื้นแรงในปี 2025 จากฐานต่ำ
- ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2025 ที่ 3 บาท คาดหวังการฟื้นตัวต่อเนื่อง

TARGET PRICE	THB3.00
CLOSE	THB2.50
UP/DOWNSIDE	+20.0%
PRIOR TP	THB2.80
CHANGE IN TP	+7.1%
TP vs CONSENSUS	-11.2%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	3,456	3,594	3,894	4,147
Net profit	152	114	157	181
EPS (THB)	0.25	0.18	0.25	0.29
vs Consensus (%)	-	(5.3)	-	(3.3)
EBITDA	494	462	516	547
Recurring net profit	152	114	157	181
Core EPS (THB)	0.25	0.18	0.25	0.29
Chg. In EPS est. (%)	-	(3.3)	(0.6)	(2.7)
EPS growth (%)	80.6	(26.0)	38.0	15.4
Core P/E (x)	10.1	13.7	9.9	8.6
Dividend yield (%)	4.8	3.6	5.0	5.8
EV/EBITDA (x)	5.3	6.5	5.7	5.3
Price/book (x)	1.1	1.1	1.1	1.1
Net debt/Equity (%)	76.7	103.5	99.0	91.9
ROE (%)	11.6	8.2	11.3	12.6

รายได้ 3Q24 นิวไฮ แต่กำไรเพิ่งเริ่มฟื้น

ผลประกอบการของ PJW เริ่มกลับมาฟื้นตัวได้ใน 3Q24 ด้วยกำไรสุทธิ 27 ล้านบาท +71.7% q-q ใกล้เคียงที่เราคาด แต่ยังไม่กลับสู่ระดับปกติที่มีกำไร 30-40 ล้านบาทต่อไตรมาส เพราะค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงกว่าในอดีต ทั้งที่รายได้ใน 3Q24 ทำสถิติสูงสุดที่ 949 ล้านบาท +10.7% q-q, +21.4% y-y สำหรับผลประกอบการงวด 9M24 รายได้เพิ่มขึ้น 4.6% y-y เป็น 2.7 พันล้านบาท แต่กำไรสุทธิหดตัวถึง 25.3% y-y เหลือ 88 ล้านบาท เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงเป็น 18.0% จาก 19.9% ในงวด 9M23 ในทางตรงกันข้าม ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นเป็น 13.2% ต่อรายได้ จาก 12.6% ต่อรายได้ใน 9M23

ปรับประมาณการเล็กน้อย การคุมค่าใช้จ่ายยังทำได้ไม่ดันทัก

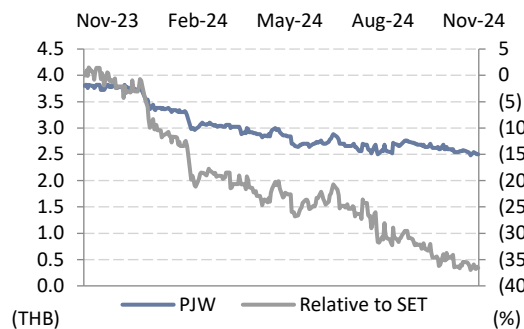
เพื่อเป็นการสะท้อนผลประกอบการงวด 9M24 ซึ่งมีรายได้สูงกว่าคาด เราจึงปรับเพิ่มประมาณการรายได้ปี 2024 ขึ้น 2.5% รวมถึงปรับเพิ่มรายได้ปี 2025-26 ขึ้นปีละ 2.2% ส่วนใหญ่มาจากการปรับเพิ่มรายได้จากบรรจุภัณฑ์นมและนมเปรี้ยวตามการฟื้นตัวของภาคบริโภคในประเทศและภาคการท่องเที่ยว แต่ปรับเพิ่มค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพราะคาดว่าเป็นจุดที่บริษัทยังควบคุมได้ไม่ดีนัก ส่งผลให้กำไรปี 2024 เป็น 114 ล้านบาท ต่ำกว่าประมาณการเดิมเล็กน้อย 2.8% และลดลง 25.3% y-y ส่วนปี 2025 คาดฟื้นแรงจากฐานต่ำแต่ยังไม่ใช้กำไรนิวไฮ

ราคาเป้าหมายปี 2025 ที่ 3 บาท ปรับ Target P/E ลงจากปีนี้

เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2025 ที่ 3.00 บาท โดยปรับลด Target P/E เป็น 12.0 เท่าจากปี 2024 ที่ 15.0 เท่าจากอัตรากำไรสุทธิที่ต่ำกว่ากลุ่ม Packaging (เฉลี่ย 8%) และต่ำกว่ากลุ่ม Auto (เฉลี่ย 7%) จากการควบคุมต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่ยังไม่ดันทัก ธุรกิจใหม่กลุ่มบรรจุภัณฑ์ทางการแพทย์เริ่มต้นช้ากว่าที่คาดและช้ากว่าเป้าของบริษัท

เพิ่มคำแนะนำเป็นซื้อ จาก upside ที่กว้างขึ้น

อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ากำไรผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q24 และอยู่ในทิศทางฟื้นตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป และยังคงคาดว่าจะได้เห็นรายได้จากกลุ่มบรรจุภัณฑ์ทางการแพทย์ในปี 2025 เป็นต้นไป รวมถึงการขยายตลาดธุรกิจซักรีด ราคาหุ้นที่ปรับลงอย่างต่อเนื่องสะท้อนผลประกอบการที่น่าผิดหวังในช่วงก่อนหน้า จนปัจจุบันเทรดที่ 2025E P/E 9.9x และ 2025E P/BV 1.1x ถือว่าไม่แพง จึงปรับคำแนะนำขึ้นเป็น ซื้อ จากเดิมถือ



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(3.8)	0.0	(34.9)
Relative to country (%)	(2.2)	(7.3)	(36.3)
Mkt cap (USD m)	45		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.0		
Free float (%)	50		
Major shareholder	Hemmondharop Family (49%)		
12m high/low (THB)	3.90/2.44		
Issued shares (m)	620.70		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

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

Investment thesis

ผลประกอบการของ PJW เริ่มกลับมาฟื้นตัวได้ใน 3Q24 ด้วยกำไรสุทธิ 27 ล้านบาท +71.7% q-q ใกล้เคียงที่เราคาด แต่ยังไม่กลับสู่ระดับปกติ เพราะค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงกว่าในอดีตจากการขยายธุรกิจใหม่

อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ากำไรผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q24 และอยู่ในทิศทางฟื้นตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป และยังคงคาดว่าจะได้เห็นรายได้จากกลุ่มบรรจุภัณฑ์ทางการแพทย์ในปี 2025 เป็นต้นไป รวมถึงการขยายตลาดธุรกิจซ็อกเก็ต ราคาหุ้นที่ปรับลงอย่างต่อเนื่องสะท้อนผลประกอบการที่น่าผิดหวังในช่วงก่อนหน้า จนปัจจุบันเทรดที่ 2025E P/E 9.9x และ 2025E P/BV 1.1x ถือว่าไม่แพง จึงปรับคำแนะนำขึ้นเป็น ชื้อ จากเดิมถือ

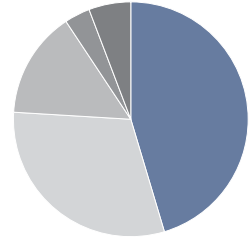
Company profile

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

www.pjw.co.th

Principal activities (revenue, 2023)

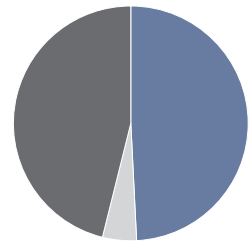
- Lubricant packaging - 45.4 %
- Auto parts - 30.6 %
- Dairy packaging - 14.7 %
- Consumer and chemical packaging - 3.5 %
- Laundry - 5.8 %



Source: Panjawattana Plastic

Major shareholders

- Hemmondharop Family - 49.2 %
- Mr. Soontorn Sriprachyaanand - 4.7 %
- Others - 46.1 %



Source: Panjawattana Plastic

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโตได้แก่ 1) กำลังซื้อยานยนต์ดีขึ้นทำให้ยอดการผลิตรถยนต์สูงกว่าคาด 2) นักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว หนุนธุรกิจบรรจุภัณฑ์สำหรับบรรจุนมและนมเปรี้ยว 3) ราคาเม็ดพลาสติกปรับลงเร็ว

Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา ได้แก่ 1) ราคาเม็ดพลาสติกปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็วโดยบริษัทไม่สามารถปรับราคาขายได้ทัน 2) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ปรับสูงขึ้น

Event calendar

Date	Event
2 December 2024	Opportunity day
February 2025	4Q24 earnings announcement

Key assumptions

	2024E (%)	2025E (%)	2026E (%)
Revenue growth	4.0	8.4	6.5
- Lubricant packaging	(4.0)	1.2	1.0
- Auto parts	(7.0)	(6.0)	4.0
- Dairy packaging	22.0	6.0	4.0
- Consumer & chemical pkg	10.0	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 2025 net profit to change by 8%, all else being equal.
- For every 0.5% change in cost of fund, we project 2025 net profit to change by 10.8%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

ผลประกอบการเริ่มฟื้นใน 3Q24

ผลประกอบการของ PJW เริ่มกลับมาฟื้นตัวได้ใน 3Q24 ด้วยกำไรสุทธิ 27 ล้านบาท +71.7% q-q ไกลเคียงที่ราคาตก แต่ยังไม่กลับสู่ระดับปกติที่มีกำไร 30-40 ล้านบาทต่อไตรมาส เพราะค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงกว่าในอดีต อันที่จริงรายได้ใน 3Q24 ทำสถิติสูงสุดที่ 949 ล้านบาท +10.7% q-q, +21.4% y-y เรายังไม่มีรายละเอียดของรายได้แต่ละผลิตภัณฑ์แต่คาดเดาว่าจะมาจากบรรจุภัณฑ์พลาสติกสำหรับสินค้าอุปโภคบริโภค และบริการซักรีดซึ่งเป็นบริการที่บริษัทเริ่มต้นเมื่อต้นปี 2022

อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวดีขึ้นมากเป็น 18.9% หลังจากอยู่ในทิศทางขาลงมา 5 ไตรมาสโดยอัตรากำไรขั้นต้นเคยอยู่ระดับสูงสุดที่ 20.9% ใน 2Q23 หลังจากราคาน้ำมันดิบโลกทยอยปรับลงและบริษัทเริ่มปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิต การบริหารจัดการซื้อวัตถุดิบควบคู่ไปกับการเจรจากับลูกค้า

เนื่องจาก PJW มีการขยายธุรกิจซักรีดในช่วงกว่า 2 ปีที่ผ่านมา ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารขยับสูงขึ้นจากระดับ 10% ต่อรายได้ในปี 2021 เป็น 13.3% ในงวด 3Q24 รวมถึงดอกเบี้ยจ่ายที่สูงกว่าในอดีต ทำให้อัตรากำไรสุทธิต่อรายได้ใน 3Q24 ยังทำได้ไม่ดึ้นนัก อยู่ที่ 2.9% ส่วนทางรายได้ที่ทำสถิติสูงสุด

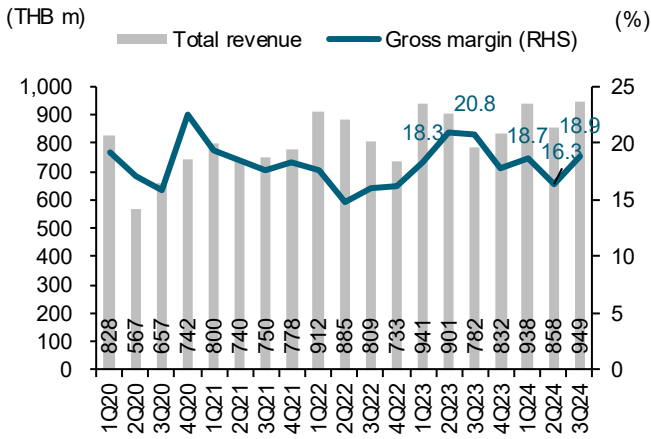
รวมผลประกอบการในงวด 9M24 รายได้เพิ่มขึ้น 4.6% y-y เป็น 2.7 พันล้านบาท แต่กำไรสุทธิหดตัวถึง 25.3% y-y เหลือ 88 ล้านบาท เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงเป็น 18.0% จาก 19.9% ในงวด 9M23 ในทางตรงกันข้าม ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นเป็น 13.2% ต่อรายได้ จาก 12.6% ต่อรายได้ใน 9M23

Exhibit 1: PJW - 3Q24 earnings results

Year to Dec 31	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	Change		9M23	9M24	Change
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)
Sales	782	832	938	858	949	10.7	21.4	2,624	2,745	4.6
Cost of sales	(619)	(683)	(763)	(718)	(770)	7.3	24.3	(2,101)	(2,250)	7.1
Gross profit	163	148	175	140	179	28.1	10.2	523	495	(5.4)
Operating costs	(94)	(109)	(116)	(120)	(127)	5.8	35.1	(331)	(363)	9.5
Operating profit	69	47	69	38	49	27.6	(29.7)	208	157	(24.8)
Operating EBITDA	134	97	126	109	114	4.1	(14.9)	382	349	(8.6)
Interest expense	(15)	(12)	(17)	(17)	(14)	(19.5)	(6.4)	(47)	(49)	4.7
Profit before tax	54	35	52	21	35	67.1	(36.1)	162	108	(33.4)
Tax	(14)	(4)	(8)	(5)	(7)	52.1	(47.9)	(41)	(20)	(50.3)
Core profit	40	31	44	16	27	71.7	(32.0)	121	88	(27.7)
Reported net profit	40	31	44	16	27	71.7	(32.0)	121	88	(27.7)
Reported EPS (THB)	0.065	0.051	0.071	0.026	0.044	71.2	(32.3)	0.197	0.141	(28.6)
Core EPS (THB)	0.065	0.051	0.071	0.026	0.044	71.2	(32.3)	0.197	0.141	(28.6)
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)
Gross margin	20.8	17.8	18.7	16.3	18.9	(2.3)	(4.6)	19.9	18.0	(1.9)
EBIT margin	8.9	5.6	7.4	4.5	5.1	(2.9)	(3.4)	7.9	5.7	(2.2)
EBITDA margin	17.1	11.6	13.4	12.8	12.0	(0.7)	(0.6)	14.5	12.7	(1.8)
Net profit margin	5.2	3.8	4.7	1.9	2.9	(2.8)	(2.8)	4.6	3.2	(1.4)
SG&A / Sales	12.0	13.1	12.4	14.0	13.3	1.6	0.5	12.6	13.2	0.6

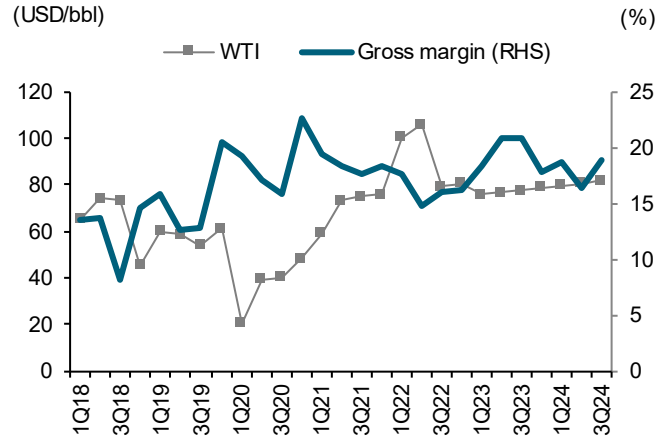
Sources: PJW, FSSIA's compilation

Exhibit 2: Revenue and gross margin



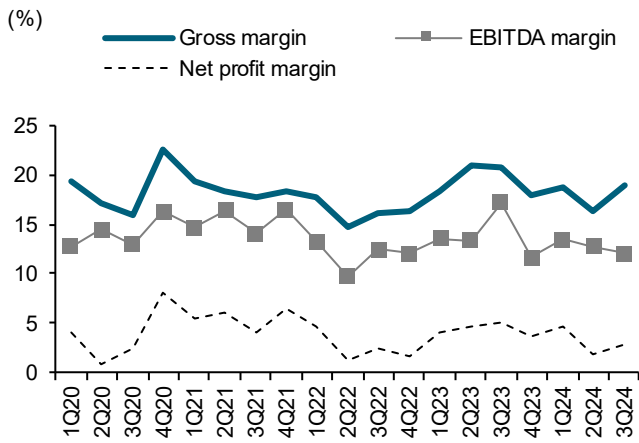
Sources: PJW, FSSIA's compilation

Exhibit 3: Gross profit vs crude oil price



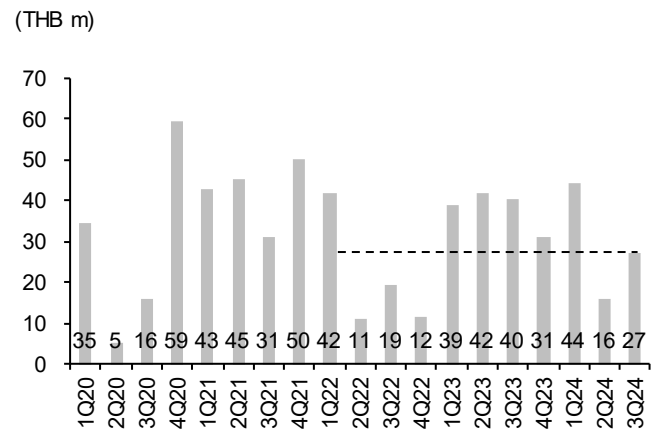
Sources: PJW, Bloomberg, FSSIA's compilation

Exhibit 4: Margins



Sources: PJW, FSSIA's compilation

Exhibit 5: Core profit



Sources: PJW, FSSIA's compilation

เชื่อว่าผ่านจุดต่ำสุดแล้ว การฟื้นตัวค่อยเป็นค่อยไป

เพื่อเป็นการสะท้อนผลประกอบการงวด 9M24 ซึ่งมีรายได้สูงกว่าคาด เราจึงปรับเพิ่มประมาณการรายได้ปี 2024 ขึ้น 2.5% รวมถึงปรับเพิ่มรายได้ปี 2025-26 ขึ้นปีละ 2.2% ส่วนใหญ่มาจากการปรับเพิ่มรายได้จากบรรจุภัณฑ์นมและนมเปรี้ยวตามการฟื้นตัวของภาคการบริโภคในประเทศและภาคการท่องเที่ยว รวมถึงปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นขึ้นเล็กน้อยจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ดีขึ้น และคาดการณ์น้ำมันดิบโลกอยู่ในระดับ USD70-80 ต่อบาร์เรล

อย่างไรก็ตาม เราปรับเพิ่มค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพราะคาดว่าเป็นจุดที่บริษัทยังควบคุมได้ไม่ดีนัก ทั้งนี้ เราคาดว่าผลประกอบการของ PJW ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q24 และคาดเบื้องต้นกำไรใน 4Q24 ที่ระดับ 26 ล้านบาท ทรงตัวใกล้เคียง 3Q24 ส่งผลให้กำไรปี 2024 เป็น 114 ล้านบาท ต่ำกว่าประมาณการเดิมเล็กน้อย 2.8% และลดลง 25.3% y-y

สำหรับกำไรปี 2025 คาดฟื้นตัวแรง +38.0% y-y จากฐานต่ำในปีนี้ แต่ใกล้เคียงกำไรที่บริษัทเคยทำได้ในปี 2023 โดยการเติบโตจะมาจากรายได้และอัตรากำไรขั้นต้น แต่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่คาดว่าจะยังอยู่ในระดับสูง ทำให้อัตรากำไรสุทธิฟื้นตัวเป็น 4.0% ยังต่ำกว่า 4.4% ในปี 2023 เราเชื่อว่าสถานการณ์จะดีขึ้นเป็นลำดับในปี 2026 ที่คาดว่าจะได้เห็นทั้งรายได้และกำไรทำกำไร

Exhibit 6: Key changes in assumptions

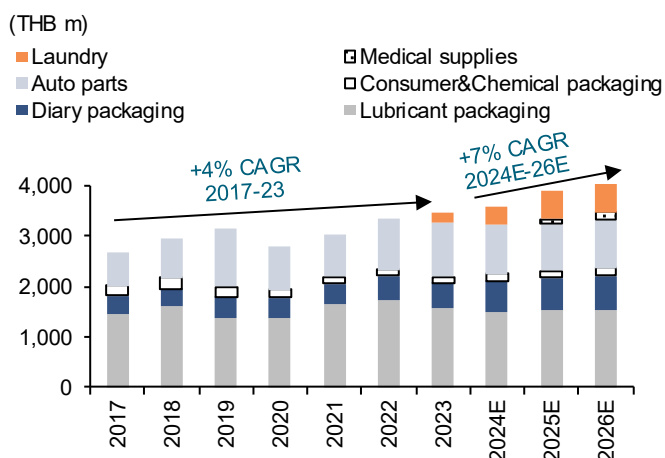
	Current			Previous			Change		
	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2024E (%)	2025E (%)	2026E (%)
Revenue breakdown									
Lubricant packaging	1,505	1,524	1,539	1,505	1,524	1,539	0.0	0.0	0.0
Auto parts	983	924	961	962	914	950	2.2	1.1	1.1
Dairy packaging	621	658	685	560	588	611	10.9	12.0	12.0
Consumer & chemical pkg.	134	138	142	129	133	137	3.8	3.8	3.8
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	3,594	3,894	4,147	3,506	3,808	4,058	2.5	2.2	2.2
Cost of sales	(2,947)	(3,174)	(3,367)	(2,888)	(3,108)	(3,295)	2.0	2.1	2.2
SG&A expenses	(478)	(498)	(527)	(438)	(472)	(501)	9.0	5.4	5.1
Interest expense	(63)	(60)	(58)	(69)	(65)	(61)	(9.8)	(7.6)	(5.0)
Net profit	114	157	181	117	157	185	(2.8)	(0.0)	(2.2)
EPS (THB/share)	0.18	0.25	0.29	0.19	0.25	0.30	(3.3)	(0.6)	(2.7)
Key ratio	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(ppt)
Gross margin	18.0	18.5	18.8	17.7	18.4	18.8	0.3	0.1	0.0
EBITDA margin	12.9	13.2	13.2	12.7	13.0	13.0	0.1	0.3	0.2
SG&A to sales	13.3	12.8	12.7	12.5	12.4	12.4	0.8	0.4	0.4
Net profit margin	3.2	4.0	4.4	3.3	4.1	4.6	(0.2)	(0.1)	(0.2)

Sources: PJW, FSSIA estimates

ราคาเป้าหมายปี 2025 ที่ 3.00 บาท เพิ่มคำแนะนำเป็นซื้อจาก upside ที่กว้างขึ้น

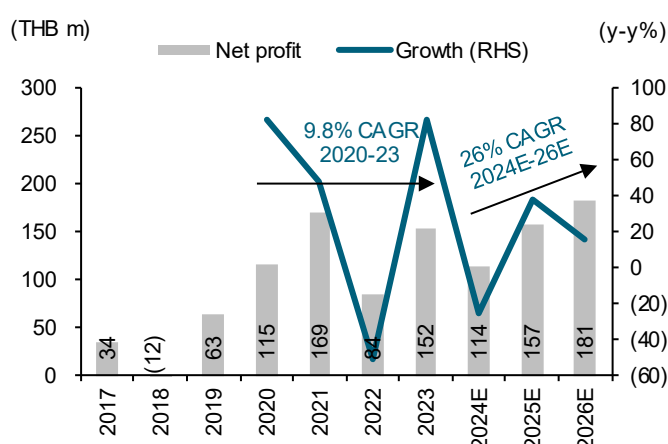
เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2025 ที่ 3.00 บาท โดยปรับลด Target P/E เป็น 12.0 เท่า จากปี 2024 ที่ให้ 15.0 เท่าจากอัตรากำไรสุทธิที่ต่ำกว่ากลุ่ม Packaging (เฉลี่ย 8%) และต่ำกว่ากลุ่ม Auto (เฉลี่ย 7%) จากการควบคุมต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่ยังไม่ดีนัก ธุรกิจใหม่กลุ่มบรรจุภัณฑ์ทางการแพทย์เริ่มต้นช้ากว่าที่คาดและช้ากว่าเป้าของบริษัท อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ากำไรผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q24 และอยู่ในทิศทางฟื้นตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป และยังคงคาดว่าจะได้เห็นรายได้จากกลุ่มบรรจุภัณฑ์ทางการแพทย์ในปี 2025 เป็นต้นไป รวมถึงการขยายตลาดธุรกิจซักรีด ราคาหุ้นที่ปรับลงอย่างต่อเนื่องสะท้อนผลประกอบการที่น่าผิดหวังในช่วงก่อนหน้า จนปัจจุบันเทรดที่ 2025E P/E 9.9x และ 2025E P/BV 1.1x ถือว่าไม่แพง จึงปรับคำแนะนำขึ้นเป็น ซื้อ จากเดิมถือ

Exhibit 7: Revenue breakdown



Sources: PJW, FSSIA estimates

Exhibit 8: Core 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	3,594	3,894	4,147
Cost of goods sold	(2,797)	(2,785)	(2,947)	(3,174)	(3,367)
Gross profit	542	671	647	720	780
Other operating income	22	23	36	33	31
Operating costs	(403)	(440)	(478)	(498)	(527)
Operating EBITDA	401	494	462	516	547
Depreciation	(240)	(239)	(257)	(260)	(263)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	160	255	205	256	284
Net financing costs	(50)	(59)	(63)	(60)	(58)
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	110	197	142	196	226
Tax	(27)	(44)	(28)	(39)	(45)
Profit after tax	84	152	114	157	181
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	84	152	114	157	181
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	84	152	114	157	181
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.14	0.25	0.18	0.25	0.29
Reported EPS	0.14	0.25	0.18	0.25	0.29
DPS	0.05	0.12	0.09	0.13	0.15
Diluted shares (used to calculate per share data)	612	618	624	624	624
Growth					
Revenue (%)	8.9	3.5	4.0	8.4	6.5
Operating EBITDA (%)	(15.0)	23.4	(6.5)	11.7	6.0
Operating EBIT (%)	(36.2)	59.2	(19.7)	24.9	11.0
Recurring EPS (%)	(53.8)	80.6	(26.0)	38.0	15.4
Reported EPS (%)	(53.8)	80.6	(26.0)	38.0	15.4
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	16.2	19.4	18.0	18.5	18.8
Gross margin exc. depreciation (%)	23.4	26.3	25.2	25.2	25.1
Operating EBITDA margin (%)	12.0	14.3	12.9	13.2	13.2
Operating EBIT margin (%)	4.8	7.4	5.7	6.6	6.9
Net margin (%)	2.5	4.4	3.2	4.0	4.4
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	3.3	4.3	4.9
Inventory days	46.5	51.4	56.5	55.6	52.6
Debtor days	75.9	78.8	86.1	82.5	76.0
Creditor days	70.4	80.4	77.0	67.1	62.6
Operating ROIC (%)	5.6	9.0	6.7	7.8	8.6
ROIC (%)	5.0	7.9	5.9	7.0	7.8
ROE (%)	6.9	11.6	8.2	11.3	12.6
ROA (%)	3.9	6.1	4.7	5.7	6.3
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Lubricant packaging	1,721	1,568	1,505	1,524	1,539
Auto parts	1,013	1,057	983	924	961
Diary packaging	486	509	621	658	685
Consumer and chemical packaging	119	122	134	138	142

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	114	157	181
Depreciation	240	239	257	260	263
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(61)	74	(82)	(101)	(81)
Change in working capital	100	(34)	(173)	57	46
Cash flow from operations	363	431	117	373	409
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(381)	(305)	(422)	(243)	(269)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	-	-	-	-	-
Cash flow from investing	(381)	(305)	(422)	(243)	(269)
Dividends paid	(31)	(31)	(57)	(79)	(91)
Equity finance	46	19	10	0	0
Debt finance	(50)	47	294	(42)	(9)
Other financing cash flows	38	(105)	(28)	(7)	(6)
Cash flow from financing	3	(70)	219	(128)	(106)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	(5)	(50)	0	0	0
Movement in cash	(20)	6	(86)	2	35
Free cash flow to firm (FCFF)	31.90	184.41	(242.84)	189.11	198.17
Free cash flow to equity (FCFE)	(34.95)	17.85	(39.62)	80.14	125.59

Per share (THB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
FCFF per share	0.05	0.30	(0.39)	0.30	0.32
FCFE per share	(0.06)	0.03	(0.06)	0.13	0.20
Recurring cash flow per share	0.43	0.75	0.46	0.51	0.58

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	3,414	3,732	4,157	4,415	4,680
Less: Accumulated depreciation	(1,756)	(1,995)	(2,252)	(2,512)	(2,774)
Tangible fixed assets (net)	1,658	1,737	1,905	1,903	1,906
Intangible fixed assets (net)	61	68	68	68	68
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	-	-	-	-	-
Cash & equivalents	91	97	11	13	48
A/C receivable	681	810	886	875	852
Inventories	328	388	444	443	452
Other current assets	47	51	54	58	58
Current assets	1,147	1,346	1,395	1,389	1,410
Other assets	265	241	239	225	228
Total assets	3,131	3,392	3,607	3,586	3,612
Common equity	1,247	1,375	1,386	1,404	1,465
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	1,247	1,375	1,386	1,404	1,465
Long term debt	275	391	435	428	423
Other long-term liabilities	188	151	127	122	115
Long-term liabilities	463	542	562	550	538
A/C payable	519	602	533	539	526
Short term debt	830	760	1,011	975	971
Other current liabilities	72	112	116	117	112
Current liabilities	1,421	1,475	1,660	1,631	1,609
Total liabilities and shareholders' equity	3,131	3,392	3,607	3,586	3,612
Net working capital	465	535	735	720	724
Invested capital	2,450	2,580	2,947	2,917	2,926

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

Per share (THB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Book value per share	2.04	2.22	2.22	2.25	2.35
Tangible book value per share	1.94	2.11	2.11	2.14	2.24

Financial strength	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net debt/equity (%)	81.4	76.7	103.5	99.0	91.9
Net debt/total assets (%)	32.4	31.1	39.8	38.8	37.3
Current ratio (x)	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9
CF interest cover (x)	7.9	6.5	7.1	6.4	7.8

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	18.3	10.1	13.7	9.9	8.6
Recurring P/E @ target price (x) *	22.0	12.2	16.5	11.9	10.3
Reported P/E (x)	18.3	10.1	13.7	9.9	8.6
Dividend yield (%)	2.0	4.8	3.6	5.0	5.8
Price/book (x)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
Price/tangible book (x)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (x) **	6.4	5.3	6.5	5.7	5.3
EV/EBITDA @ target price (x) **	7.1	5.9	7.2	6.3	5.9
EV/invested capital (x)	1.0	1.0	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 9: 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 10: ESG – peer comparison

	FSSIA ESG score	Domestic ratings						Global ratings					Bloomberg		
		DJSI	SET ESG	SET ESG rating	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	--	--	Y	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 11: ESG disclosure from company's one report

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.)	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 (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.																												
SET ESG Ratings List (SETESG) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	SET ESG 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 SETESG 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. SETESG Index is extended from the SET ESG Ratings 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" data-bbox="880 1137 1501 1200"> <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" data-bbox="242 1397 1501 1599"> <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.																												

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

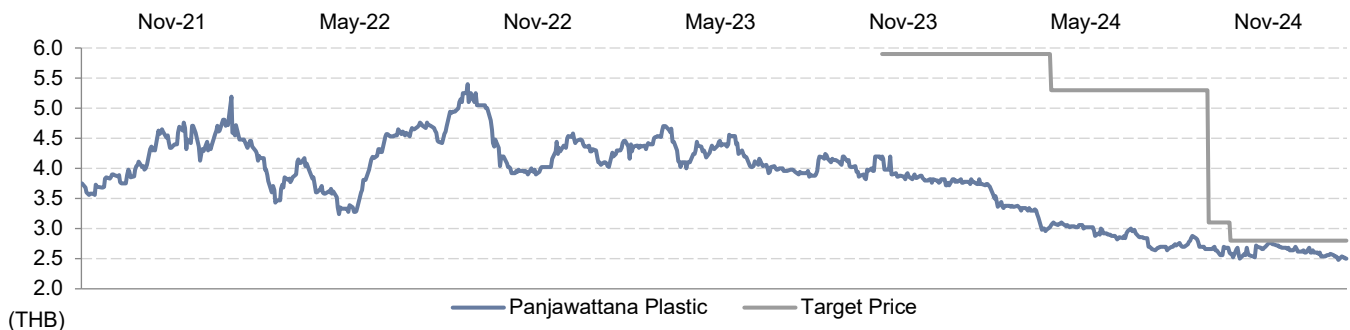
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) 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	25-Jul-2024	BUY	3.10	-	-	-
11-Mar-2024	BUY	5.30	13-Aug-2024	HOLD	2.80			

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 2.50	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 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 22-Nov-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.