

**BUY**

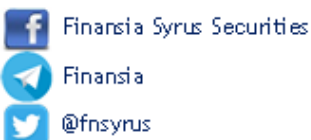
**บมจ. วี.แอล.เอ็นเตอร์ไพรส์**

Previous	BUY
<b>2021 Target Price (Bt)</b>	<b>2.20</b>
Price (24/02/2021)	1.98
up/downside (%)	+11.1
SET Index	1,491.11
Sector	MAI/Services
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.07
Free float (%)	32.43
Market cap (Bt m)	1,453.68
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	63.57
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	2.08, 1.03, 1.62
IOD 2020	4
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	647	757	874	1,008
Normalized profit	80	96	121	139
Net profit	84	96	121	139
EPS (Bt) - norm	0.10	0.12	0.15	0.17
EPS (Bt)- reported	0.11	0.12	0.15	0.17
% growth y-y	0.0	8.8	26.7	14.5
Dividend/share (Bt)	0.07	0.07	0.09	0.10
BV/share (Bt)	1.05	1.03	1.07	1.12
EV/EBITDA (x)	9.8	9.1	8.2	7.7
PER (x) - norm	19.9	16.5	13.1	11.4
PER (x)	18.0	16.5	13.1	11.4
PBV (x)	1.9	1.9	1.8	1.8
Dividend yield (%)	3.5	3.6	4.6	5.3
Norm ROE (%)	10.1	11.6	14.1	15.5
YE No. of shares (million)	800	800	800	800
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, Finansia estimates

**Analyst: Jitra Amornthum**  
 Register No.: 014530  
 Tel.: +662 646 9966  
 email: jitra.a@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com



**กำไร 4Q20 ดีกว่าคาดจากรายจ่ายลด**

กำไร 4Q20 ดีกว่าคาดจากการคุมต้นทุนและรายจ่ายได้ดีกว่าคาด โดย +4.7% Q-Q, +1.2% Y-Y และกำไรที่ปีลดลงเพียง 1.5% Y-Y แนวโน้มกำไร 1Q21 ชะลอเพราะเรือเข้าอู่แห้ง 2 ลำและจะโตเร่งตัวตั้งแต่ 2Q21 หลังเรือลำใหม่เริ่มให้บริการ และคาดว่าจะรับเรือใหม่อีก 1 ลำในปี 2023 ตามแผนขยายกองเรือเชิงรุกเพื่อให้บริการขนส่งน้ำมันปาล์มในแถบเอเชีย กระจายพอร์ตจากการบริการขนส่งน้ำมันในประเทศ ทำให้ผลประกอบการเข้าสู่โหมดเติบโตราคาดีกำไรปกติปี 2021 +20.3% Y-Y หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 18.1% CAGR ในช่วงปี 2021-2024 คงราคาเป้าหมาย 2.20 บาท (PE 18 เท่า) แนะนำซื้ออย่างไรก็ตาม หากตั้งสมมติฐานให้วอร์เรนที่ 400 ล้านหน่วย (200 ล้านหุ้น) ทอยยใช้สิทธิ 2 ปี ๗ละเท่า ๆกัน ราคาเป้าหมายปีนี้จะ dilute เป็น 1.72 บาท

**กำไรปกติ 4Q20 ดีกว่าคาดจากการคุมต้นทุนและรายจ่ายได้ดี**

กำไรสุทธิ 4Q20 เท่ากับ 20.6 ล้านบาท +4.7% Q-Q, +1.2% Y-Y ดีกว่าเราคาด 11.1% (เราคาด 18.3 ล้านบาท) จากการบริหารต้นทุนและค่าใช้จ่ายดีกว่าคาด และเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้กำไรในไตรมาสดีขึ้นทั้ง Q-Q และ Y-Y เพราะรายได้จากการขนส่ง -6.0% Q-Q, -10.6% Y-Y เป็น 153.8 ล้านบาทจากการลดลงของรายได้จากการขนส่งน้ำมันในประเทศเป็นหลักเพราะได้รับผลกระทบจากการระบาดของ COVID-19 ในช่วงปลายปี ส่วนกำไรสุทธิปี 2020 อยู่ที่ 84.4 ล้านบาท +4.5% Y-Y โดยมีกำไรพิเศษจากการขายสินทรัพย์และจากอัตราแลกเปลี่ยน 3.7 ล้านบาท หากตัดรายการพิเศษออก เป็นกำไรปกติ 79.6 ล้านบาท -1.5% Y-Y จากการใช้น้ำมันในประเทศที่ลดลง

**แจกวอร์เรนที่ฟรีให้ผู้ถือหุ้นเดิม เพื่อรองรับการซื้อเรือในขนาด**

บริษัทจ่ายเงินปันผล 0.05 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Yield 2.5% XD 10 มี.ค. จ่ายเงิน 21 พ.ค. 2021 และออกวอร์เรนที่ฟรีให้ผู้ถือหุ้นเดิมในอัตราส่วน 2 หุ้นเดิม ต่อ 1 VL-W1 วอร์เรนที่มีอายุ 2 ปี อัตราการใช้สิทธิ 1:1 ราคาใช้สิทธิ 0.50 บาทต่อหุ้น เมื่อเทียบกับราคาหุ้นปัจจุบันที่ 1.98 บาท เท่ากับวอร์เรนที่ In-the-money จึงทำให้เกิดการใช้สิทธิ เงินที่ได้จากการใช้สิทธิของวอร์เรนที่ราว 200 ล้านบาท เพื่อซื้อเรือขนส่งสินค้า

**กำไรจะโตเร่งตัวตั้งแต่ 2Q21 และคาดกำไรปกติทั้งปี 2021 +20.3% Y-Y**

กำไรใน 1Q21 มีแนวโน้มชะลอเพราะเรือ 2 ลำเข้าอู่แห้งตามรอบ แต่จะโตเร่งตัวตั้งแต่ 2Q21 จากการเริ่มให้บริการของเรือลำใหม่ VL 23 ขนส่งน้ำมันปาล์มในเส้นทางเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ คาดสร้างกำไรราว 6-7 ล้านบาทต่อเดือน และคาดว่าจะบริษัทจะเพิ่มเรือใหม่อีก 1 ลำในปี 2023 เราคงประมาณการกำไรปกติปี 2021 +20.3% Y-Y เป็น 95.7 ล้านบาท และโตต่อเนื่อง +26.7% Y-Y ในปี 2022 ทั้งนี้ เราคาดการณ์การเติบโตของกำไรปกติเฉลี่ย +18.1% CAGR ในช่วงปี 2021-2024

**คงราคาเป้าหมาย 2.20 บาทยังไม่รวมวอร์เรนที่แนะนำซื้อ**

เราคงราคาเป้าหมาย 2.20 บาทอิง PE 18 เท่า และ PEG 1 จากคาดการณ์การเติบโตของกำไรปกติเฉลี่ย 18.1% CAGR ในช่วงปี 2021-2024 ทั้งนี้ EPS ปี 2021 ที่เราคาด 0.12 บาทยังไม่รวมวอร์เรนที่ หากตั้งสมมติฐานให้ VL-W1 400 ล้านหน่วยทอยยใช้สิทธิ 2 ปี ๗ละเท่ากัน EPS ปีนี้จะถูก dilute ลงเหลือ 0.10 บาท และราคาเป้าหมายจะเป็น 1.72 บาท

**Company Overview**

VL เริ่มก่อตั้งในปี 1991 เพื่อประกอบธุรกิจให้บริการขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม และผลิตภัณฑ์เคมีทางทะเล ทั้งในและต่างประเทศในภูมิภาคตะวันออกเฉียงใต้ สินค้าหลักที่ให้บริการแบ่งเป็น 5 ประเภท ได้แก่ การให้บริการขนส่งน้ำมันดิบ น้ำมันใส น้ำมันเตา น้ำมันหล่อลื่น และน้ำมันปาล์ม

สำหรับการขนส่งผลิตภัณฑ์ในประเทศจะเป็นการขนส่งปิโตรเลียมให้กับลูกค้าที่ทำธุรกิจผู้ค้าน้ำมันรายใหญ่ เช่น บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) บริษัท เชฟรอน (ไทย) จำกัด เป็นต้น

ส่วนการขนส่งระหว่างประเทศจะเป็นการขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ผลิตภัณฑ์เคมีภัณฑ์ให้กับลูกค้ารายใหญ่ที่ทำธุรกิจผู้ค้าน้ำมันปาล์มและน้ำมันหล่อลื่นในกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เป็นหลัก

**Valuation Methodology**

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 2.20 บาทต่อหุ้น PE 18 เท่า และ PEG 1 จากคาดการณ์การเติบโตของกำไรปกติเฉลี่ยที่ 18.1% CAGR ในช่วงปี 2021-2024 แม้ว่า Target PE จะสูงกว่า PRM (เราให้ Target PE 15 เท่า) และ AMA (Consensus Target PE 17 เท่า) แต่อัตราการไต่ขึ้นต้นของ VL สูงกว่า PRM (เฉพาะธุรกิจขนส่งน้ำมันในประเทศ) และ VL (เฉพาะธุรกิจขนส่งน้ำมันปาล์มต่างประเทศ) และการเติบโตของกำไรปี 2021 ของ VL สูงกว่าทั้ง PRM และ AMA เราเห็นว่า VL ควรจะมีพรีเมียมจากกลุ่ม

ธุรกิจของ VL มีการลงทุนสูง สินทรัพย์หลักกว่า 80% คือเรือเดินทะเลและอุปกรณ์ ดังนั้น ค่าเสื่อมราคาปีละ 100 ล้านบาทเศษ ใกล้เคียงกำไรสุทธิที่ทำได้แต่ละปี ที่ราคาเป้าหมาย 2.20 บาทคิดเป็น Implied EV/EBITDA เพียง 10.0 เท่า

**ESG**

**Environment**

- VL ให้ความสำคัญต่อการพัฒนาชุมชน สิ่งแวดล้อม ตลอดจนบำรุงด้านศาสนา ให้แหล่งชุมชนสามารถอาศัยสถานที่ต่างๆ ทำกิจกรรมได้อย่างเต็มที่ พัฒนาชุมชนให้น่าอยู่ ปฏิสังขรวัดที่ชำรุดทรุดโทรม เป็นต้น
- VL ได้ปรับเปลี่ยนการใช้ น้ำมันเชื้อเพลิงสำหรับเรือที่ให้บริการขนส่งในต่างประเทศ 2 ลำ ได้แก่ เรือ VL10 และ VL21 โดยเปลี่ยนมาใช้ Gas oil ที่ปล่อยก๊าซซัลเฟอร์หรือกำมะถันในระดับต่ำไม่เกิน 0.5% เพื่อสอดคล้องตามมาตรฐาน IMO2020 ตั้งแต่ 4Q19 ส่วนเรือที่ให้บริการขนส่งในประเทศ ได้เปลี่ยนมาใช้ น้ำมันเชื้อเพลิงชนิด B20 และ B10

**Social**

- VL จัดกิจกรรมเพื่อประโยชน์ต่อสังคมและมีส่วนร่วมในการพัฒนาชุมชนและสังคม เช่น ในปี 2019 มอบทุนการศึกษาให้นักเรียนที่เรียนดีแต่ขาดทุนทรัพย์ 1 ทุน มูลค่า 50,000 บาทแก่คณะศึกษาศาสตร์ มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒประสานมิตร และจัดทอดกฐินที่วัดดอนยายหนู จ.ประจวบคีรีขันธ์
- บริษัทมีโครงการต้นกล้า วี.แอล. (V.L. Seeds) เพื่อส่งเสริมความรู้ให้แก่บุคลากรที่สนใจในงานสายธุรกิจเดินเรือ งบประมาณของโครงการนี้แบ่งเป็นทุนนักเรียนลูกเรือในประเทศและทุนลูกเรือต่างประเทศ

**Governance**

- โครงสร้างกรรมการบริษัทมี 8 คน เป็นกรรมการอิสระ 4 คน (เกณฑ์ของบริษัทกำหนดให้กรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมดแต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน) เพื่อให้เกิดการถ่วงดุลในการออกเสียงในการพิจารณาเรื่องต่างๆ และสอนทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทตระหนักถึงสิทธิของผู้ถือหุ้น ส่งเสริมและอำนวยความสะดวกในการใช้สิทธิของผู้ถือหุ้น เช่น จัดให้มีการประชุมใหญ่สามัญผู้ถือหุ้นเป็นประจำทุกปี เปิดโอกาสให้ส่งคำถามล่วงหน้า เปิดโอกาสให้แสดงความคิดเห็น และเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส ถูกต้อง และครบถ้วน
- บริษัทมีระบบการประเมินและติดตามงานที่ได้ดำเนินการไปอย่างสม่ำเสมอ รวมถึงมีการตรวจสอบ ปรับปรุง และแก้ไขระบบควบคุมภายในอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้สอดคล้องกับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป ตลอดจนเสนอแนวทางปฏิบัติที่จำเป็นเพื่อแก้ไขข้อบกพร่องอย่างทันท่วงที

**กำไร 4Q20 ดีกว่าคาดจากต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่ลดลงมากกว่าคาด**

VL รายงานกำไรสุทธิ 4Q20 ที่ 20.6 ล้านบาท +4.7% Q-Q, +1.2% Y-Y ดีกว่าที่เราคาด 11.1% (เราคาด 18.3 ล้านบาท) จากการบริหารต้นทุนและค่าใช้จ่ายดีกว่าคาด และเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้กำไรในไตรมาสที่ดีขึ้นทั้ง Q-Q และ Y-Y เพราะรายได้จากการขนส่ง -6.0% Q-Q, -10.6% Y-Y เป็น 153.8 ล้านบาทจากการลดลงของรายได้จากการขนส่งน้ำมันในประเทศเป็นหลัก (-13.8% Q-Q, -24.5% Y-Y) เนื่องจากได้รับผลกระทบจากการระบาดของ COVID-19 รอบใหม่ในช่วงปลายปี ทำให้การเดินทางในประเทศทั้งทางบกและอากาศลดลง ขณะที่การขนส่งน้ำมันปาล์มระหว่างประเทศมีความต้องการสูงกว่าและช่วยประคองรายได้รวมไม่ให้ตกต่ำไปกว่านี้นี้ โดยรายได้จากการขนส่งน้ำมันปาล์มระหว่างประเทศ -2.8% Q-Q ตามฤดูกาล และ +9.5% Y-Y เพราะบริษัทซื้อเรือเพิ่ม 1 ลำ ตั้งแต่ 1Q20

อัตรากำไรขั้นต้นในไตรมาสอยู่ที่ 28.7% สูงสุดในรอบกว่า 3 ปีจากราคาน้ำมันเชื้อเพลิง (70% ของน้ำมันเชื้อเพลิง เป็นน้ำมันเตาซึ่งไม่ผันผวนมากนัก และ 30% เป็นน้ำมันดีเซล) ซึ่งเป็นต้นทุนหลักในการดำเนินงานลดลงและสัดส่วนการใช้น้ำมันลดลง นอกจากนี้ ยังควบคุมค่าใช้จ่ายในการบริหารได้เป็นอย่างดี มีสัดส่วนลดลงเหลือเพียง 6.1% ของรายได้ จึงทำให้ EBIT margin เพิ่มขึ้นเป็น 39.3% จาก 34.1% ใน 3Q20 และ 34.8% ใน 4Q19

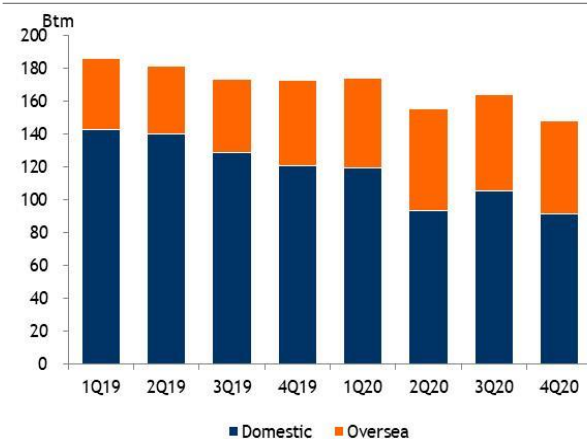
กำไรสุทธิปี 2020 เท่ากับ 84.4 ล้านบาท +4.5% Y-Y โดยมีกำไรพิเศษจากการขายสินทรัพย์และจากอัตราแลกเปลี่ยน 3.7 ล้านบาท หากตัดรายการพิเศษออก เป็นกำไรปกติ 79.6 ล้านบาท -1.5% Y-Y กำไรรายปีที่ลดลง เพราะได้รับผลกระทบจากการ Lockdown ในช่วง 2Q20 ซึ่งทำให้การบริโภคน้ำมันในประเทศทรุดหนัก และการใช้น้ำมันอากาศยานยังไม่กลับมาเป็นปกติจนถึงวันนี้ บริษัทปรับกลยุทธ์โดยหันไปขนส่งน้ำมันปาล์มในต่างประเทศ จึงทำให้รายได้จากการขนส่งหดตัวเพียง 9.2% Y-Y แต่ต้นทุนค่าขนส่งและค่าใช้จ่ายในการบริหารที่ลดลงมากกว่า ทำให้กำไรปกติลดลงไม่มากนักจากปีก่อนหน้า

**4Q20 Earnings Result**

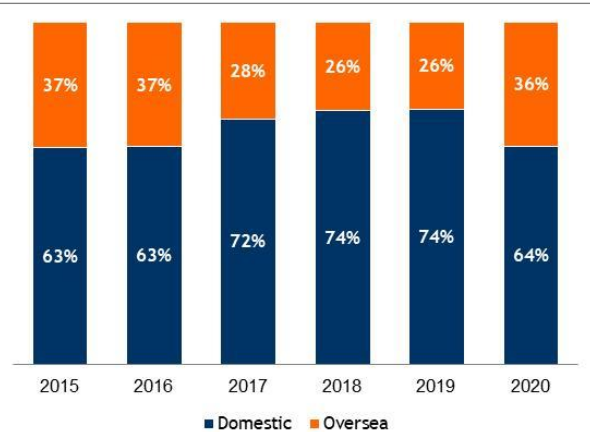
(Bt mn)	4Q20	3Q20	% Q-Q	4Q19	% Y-Y
Sales revenue	153.8	163.6	-6.0	172.0	-10.6
Cost of services	109.8	124.0	-11.5	126.7	-13.4
Gross profit	44.1	39.6	11.2	45.3	-2.8
SG&A expense	9.4	11.4	-18.0	12.8	-26.7
Interest expense	8.8	9.1	-3.8	10.7	-17.8
Norm profit	20.9	18.3	13.9	20.4	2.6
Net profit	20.6	19.7	4.7	20.4	1.2
EPS (Bt/share)	0.03	0.02	4.7	0.03	1.2
Gross margin %	28.7	24.2	4.4	26.4	2.3
SG&A as % of Sales	6.1	7.0	-0.9	7.4	-1.3
Norm profit margin %	13.4	12.0	1.4	11.8	1.6

ที่มา: VL

**รายได้ตามเส้นทางให้บริการ รายไตรมาส**

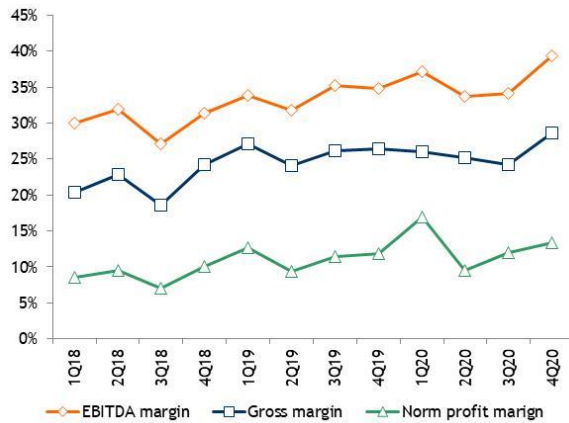


**โครงสร้างรายได้ตามเส้นทางให้บริการ**



ที่มา: VL

**อัตรากำไร รายไตรมาส**



**กำไรปกติและอัตรากำไรต่อรายได้**



ที่มา: VL

**แจกวอร์แรนท์ฟรีให้ผู้ถือหุ้นเดิม เพื่อรองรับการซื้อเรือในอนาคต**

VL ประกาศจ่ายเงินปันผล 0.05 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Yield 2.5% XD 10 มี.ค. จ่ายเงิน 21 พ.ค. 2021 รวมเป็นการจ่ายเงินปันผลทั้งปี 2020 ที่ 0.07 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Payout ratio 63.6% ของกำไรสุทธิ สูงกว่าในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาที่จ่ายในอัตรา 36-38% ของกำไรสุทธิ

นอกจากนี้ บริษัทยังออกวอร์แรนท์ฟรีให้ผู้ถือหุ้นเดิมในอัตราส่วน 2 หุ้นเดิม ต่อ 1 VL-W1 โดยวอร์แรนท์มีอายุ 2 ปี อัตราการใช้สิทธิ 1:1 ราคาใช้สิทธิ 0.50 บาทต่อหุ้น เมื่อเทียบกับราคาหุ้นปัจจุบันที่ 1.98 บาท เท่ากับวอร์แรนท์ In-the-money จูงใจให้เกิดการใช้สิทธิแปลงสภาพ หากวอร์แรนท์ใช้สิทธิทั้งหมด บริษัทจะได้รับเงินราว 200 ล้านบาท รองรับการซื้อเรือขนส่งสินค้าของบริษัท ทั้งนี้ VL จึงเพิ่มทุนจดทะเบียนจากปัจจุบัน 400 ล้านหุ้น (800 ล้านหุ้น พาร์ 0.50 บาท) เป็น 600 ล้านบาท (1,200 ล้านหุ้น พาร์ 0.50 บาท) เพื่อรองรับการใช้สิทธิของวอร์แรนท์ดังกล่าว

**การเติบโตของกำไรจะเร่งตัวตั้งแต่ 2Q21 คงประมาณการกำไรปี 2021 +20.3% Y-Y**

กำไรของ VL จะเริ่มเติบโตโดดเด่นตั้งแต่ปี 2021 โดยเรคาดกำไรปกติ 95.7 ล้านบาทในปี 2021 +20.3% Y-Y โตเร่งตัวขึ้นจากปี 2020 จากเรือที่เพิ่มขึ้น 1 ลำ (VL 23 ขนาดบรรทุก 2,800 DWT) เริ่มให้บริการในเดือน เม.ย. 2021 การเติบโตจะชัดเจนตั้งแต่ 2Q21 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่สถานการณ์ COVID-19 จะดีขึ้นเป็นลำดับหลังการเข้าถึงวัคซีนของประชากรเพิ่มมากขึ้น แต่กำไรใน 1Q21 มีแนวโน้มชะลอเพราะมีเรือ 2 ลำเข้าอู่แห้งตามรอบ กำไรในปี 2022 จะได้รับประโยชน์จากการใช้เรือ VL 23 เต็มปีและการเติบโตของการค้าโลกที่หน้าจะกลับเป็นปกติ และคาดว่าจะมีเรือเพิ่มอีก 1 ลำในปี 2023 เราจึงคาดกำไรปกติปี 2022-2024 เป็น 121.3 ล้านบาท +26.7% Y-Y เป็น 138.9 ล้านบาท +14.5% Y-Y และเป็น 157.9 ล้านบาท +13.7% Y-Y ตามลำดับ คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 18.1% CAGR ในช่วงปี 2021-2024

**คงราคาเป้าหมาย 2.20 บาท**

เรคาดราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 2.20 บาทอิง PE 18 เท่า และ PEG 1 จากคาดการณ์การเติบโตของกำไรปกติเฉลี่ยที่ 18.1% CAGR ในช่วงปี 2021-2024 ทั้งนี้ EPS ปี 2021 ที่เรคาด 0.12 บาทยังไม่ได้รวมวอร์แรนท์ หากตั้งสมมติฐานให้ VL-W1 400 ล้านหน่วยทยอยใช้สิทธิ 2 ปีๆละเท่ากัน EPS ปีนี้จะถูก dilute ลงเหลือ 0.10 บาท และราคาเป้าหมายจะเป็น 1.72 บาท

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่

ในช่วงปี 2017-2019 VL มีแหล่งรายได้มาจากการขนส่งปิโตรเลียมให้ ESSO เฉลี่ย 44.9% ของรายได้จากการให้บริการทั้งหมด หากเกิดเหตุการณ์ที่ ESSO ต้องหยุดดำเนินธุรกิจชั่วคราวหรือบอกเลิกจ้างบริษัท จะส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม บริษัทและ ESSO มีความสัมพันธ์ที่ดีและใช้บริการเพิ่มขึ้นต่อเนื่องมากกว่า 20 ปีและมีการต่อสัญญาเรื่อยมา

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพามูลค่า

เนื่องจากธุรกิจให้บริการขนส่งปิโตรเลียมเป็นธุรกิจเฉพาะทางที่ต้องอาศัยความรู้ความชำนาญเป็นพิเศษ เช่น บุคลากรที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาเรือ บุคลากรที่เกี่ยวข้องกับการควบคุมการปฏิบัติการบนเรือ และบุคลากรบางตำแหน่งเช่น ลูกเรือทั่วไป (ช่างนำมันที่เป็นลูกยามห้องเครื่อง หรือนายท้ายที่ทำหน้าที่ถือพวงงานเรือ) มักมีอัตราการเปลี่ยนงานค่อนข้างสูง โดยในปี 2018-2019 บริษัทมีอัตราการเปลี่ยนงานของบุคลากรบนเรือเท่ากับ 43.7% และ 33.8% ตามลำดับ หาก VL ไม่สามารถจัดหาบุคลากรทดแทนได้ทัน อาจกระทบต่อการดำเนินธุรกิจได้

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำมัน

ราคาน้ำมันเป็นทั้งตัวกำหนดรายได้จากการให้บริการที่อิงราคาน้ำมันดิบเซเชลขายปลีกหน้าสถานีน้ำมันในกรุงเทพฯ และเป็นตัวกำหนดต้นทุนในการขนส่ง บางสัญญาที่มีอายุมากกว่า 1 ปีและเป็นราคาเหมาจ่าย บริษัทไม่สามารถผลกำไรระดับต้นทุนน้ำมันที่สูงขึ้นให้กับลูกค้าได้ทั้งหมด หากราคาน้ำมันมีความผันผวนอย่างมาก อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท ทั้งนี้ ในปี 2017-2019 บริษัทมีรายได้ที่ไม่ผันแปรตามราคาน้ำมันเป็นสัดส่วนเฉลี่ยเพียง 14.5% ของรายได้จากการให้บริการทั้งหมด

### ความเสี่ยงจากการนำเรือขึ้นอู่แห้ง

กรมเจ้าท่าภายใต้กฎหมายไทยกำหนดให้เรือทุกลำต้องมีการเข้าอู่แห้งทุกๆ 36 เดือน และสมาคมจัดชั้นเรือ (Classification Society) อยู่ภายใต้ข้อบังคับสากล ที่กำหนดว่าลำเรือทุกลำจะต้องมีการนำเรือเข้าอู่แห้งจำนวน 2 ครั้งภายใน 60 เดือน โดยกำหนดว่าในการตรวจเรือครั้งแรกจะต้องทำภายใน 36 เดือน ระยะเวลาในการเข้าอู่แห้งใช้เวลาประมาณ 15 ถึง 21 วัน ทำให้เรือที่เข้าอู่แห้งไม่สามารถนำใบหารายได้ได้ และยังมีค่าใช้จ่ายเกิดขึ้น หากเรือต้องเข้าอู่แห้งพร้อมกันหลายลำ หรือการเข้าอู่แห้งไม่เป็นไปตามแผนที่บริษัทได้วางไว้ เช่น การซ่อมนอกแผนในปี 2016 โดยที่ VL ไม่สามารถหาเรือทดแทนได้ทัน อาจกระทบต่อการให้บริการลูกค้าและผลประกอบการของบริษัทได้

### ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

การให้บริการขนส่งระหว่างประเทศ คู่ค้าจะชำระเงินเป็นสกุลดอลลาร์ ในขณะที่บริษัทจัดทางการเงินเป็นสกุลเงินบาท ทั้งนี้ ในปี 2018-2019 บริษัทมีรายได้จากการให้บริการต่างประเทศเป็นสัดส่วน 25.8% และ 23.6% ของรายได้จากการให้บริการทั้งหมด อย่างไรก็ตาม มีค่าใช้จ่ายบางส่วนเป็นสกุลเงินดอลลาร์ ถือเป็น Natural hedge ได้บางส่วน โดยในปี 2018-2019 มีค่าใช้จ่ายที่เป็นสกุลเงินดอลลาร์ 50.3% และ 43.3% ของรายได้สกุลเงินดอลลาร์ สำหรับการลงทุนซื้อเรือซึ่งมีมูลค่าสูง บริษัทจะมีการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อป้องกันความเสี่ยง

### ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของความต้องการใช้พลังงานในอนาคต

รายได้หลักของบริษัทกว่า 80% มาจากการขนส่งน้ำมันดิบและผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม หากเกิดการเปลี่ยนแปลงของความต้องการใช้พลังงาน อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท



**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	712	647	757	874	1,008
Cost of sales	527	478	565	652	754
Gross profit	185	168	192	222	254
SG&A	51	44	52	58	65
Operating profit	134	124	139	164	189
Other income	1	1	3	3	4
EBIT	135	126	143	168	192
EBITDA	241	233	251	275	299
Interest charge	47	38	38	35	35
Equity income	0	0	0	0	0
Tax on income	7	8	9	12	19
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	81	80	96	121	139
Extraordinary items	0	5	0	0	0
Net profit	81	84	96	121	139

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Net profit	81	93	105	133	158
Deprec. & amortization	106	107	108	107	106
Change in working capital	-12	-12	-30	-11	-3
Other adjustments	58	44	49	78	-17
Cash flow from operations	234	232	232	307	244
Capital expenditure	-357	-234	-170	-220	-185
Others	32	130	34	38	8
Cash flow from investing	-325	-104	-136	-182	-177
Free cash flow	-91	127	96	125	67
Net borrowings	68	-145	-38	-8	15
Equity capital raised	332	0	0	0	0
Dividends paid	-40	-32	-57	-73	-83
Others	-47	-38	-38	-21	-25
Cash flow from financing	313	-215	-133	-102	-93
Net change in cash	222	-88	-38	23	-26

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Cash	269	172	134	158	132
Accounts receivable	71	64	77	72	69
Vessel supply & parts	21	16	23	23	23
Other current assets	0	100	0	0	0
Total current assets	511	352	234	253	224
Investments	0	0	0	0	0
Vessels & equipment	1,455	1,389	1,489	1,512	1,604
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	1,967	1,764	1,746	1,788	1,851
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	129	33	67	80	85
Current maturities	162	148	145	145	145
Other current liabilities	36	5	3	4	4
Total current liabilities	326	185	215	229	234
Long-term debt	840	727	692	684	699
Other non-current liab.	16	14	15	17	20
Total non-current liab.	856	742	707	702	719
Total liabilities	1,182	927	922	931	953
Registered capital	400	400	600	600	600
Paid up capital	400	400	400	400	400
Share premium	232	232	232	232	232
Surplus on combination	14	21	19	19	19
Legal reserve	17	170	160	193	234
Retained earnings	123	0	0	0	0
Minority Interests	0	837	824	858	898
Shareholders' equity	785	172	134	158	132

**Important Ratios (Consolidated)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	2.5	-9.2	17.0	15.4	15.4
EBITDA	15.3	-3.4	7.7	9.6	8.6
Net profit	32.4	4.5	13.4	26.7	14.5
Normalized earnings	44.9	-1.5	20.3	26.7	14.5
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	25.9	26.0	25.4	25.4	25.2
EBITDA margin	33.9	36.0	33.2	31.5	29.6
EBIT margin	19.0	19.4	18.9	19.2	19.1
Normalized profit margin	11.3	12.3	12.7	13.9	13.8
Net profit margin	11.3	13.1	12.7	13.9	13.8
Normalized ROA	4.1	4.5	5.5	6.8	7.5
Normalized ROE	10.3	9.5	11.6	14.1	15.5
Normalized ROCE	8.2	8.0	9.3	10.8	11.9
<b>Risk (x)</b>					
D/E	1.5	1.1	1.1	1.1	1.1
Net D/E	1.2	0.9	1.0	0.9	0.9
Net debt/EBITDA	3.0	2.9	2.7	2.4	2.3
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.11	0.11	0.12	0.15	0.17
Normalized EPS	0.11	0.10	0.12	0.15	0.17
EBITDA	0.33	0.29	0.31	0.34	0.37
Book value	0.98	1.05	1.03	1.07	1.12
Dividend	0.04	0.07	0.07	0.09	0.10
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	18.0	19.9	16.5	13.1	11.4
Norm P/E	18.0	19.9	16.5	13.1	11.4
P/BV	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	9.6	9.8	9.1	8.2	7.7
Dividend yield (%)	2.0	3.5	3.6	4.6	5.3

Source: Company data, Finansia research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p><b>สำนักงานอัลมาลิ่งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p><b>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>	<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>
<p><b>สาขา บางนา</b> 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100</p>	<p><b>สาขา มินท์ ทาวเวอร์</b> ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p><b>สาขา สีลม 1</b> 130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p><b>สาขา เคียนหวน (สีลม 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>
<p><b>สาขา สาทร</b> เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859</p>	<p><b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p><b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ บูตดิเลทที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>	<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p>
<p><b>สาขา ขอนแก่น</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711</p>	<p><b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>
<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 198/1 ต.ระกาสุมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p><b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดจลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p><b>สาขา บิดดาณี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล อ.เมือง จ.บิดดาณี 073-350-140-4</p>				

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2020

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC