

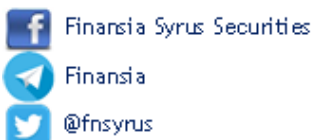
BUY

Previous	BUY
2021 Target Price (Bt)	7.50
Price (13/08/2021)	4.56
up/downside (%)	+64.5
SET Index	1,528.32
Sector	MAI/Industrial
Foreign limit actual (%)	49.00/0.07
Free float (%)	42.45
Market cap (Bt m)	2,617.80
Avg daily T.O (Bt m) (2021 YTD)	38.23
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	6.05, 1.50, 4.21
IOD 2020	4
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	2,794	3,134	3,466	3,793
Normalized profit	115	192	224	257
Net profit	115	192	224	257
EPS (Bt) - norm	0.20	0.33	0.39	0.45
EPS (Bt) - reported	0.20	0.33	0.39	0.45
% growth y-y	nm	67.1	16.8	14.7
Dividend share (Bt)	0.13	0.20	0.23	0.27
BV/share (Bt)	1.92	2.05	2.18	2.32
EV/EBITDA (x)	9.3	7.4	6.8	6.2
PER (x) - norm	22.8	13.6	11.7	10.2
PER (x)	22.8	13.6	11.7	10.2
PBV (x)	2.4	2.2	2.1	2.0
Dividend yield (%)	2.8	4.4	5.1	5.9
Norm ROE (%)	10.4	16.3	17.9	19.3
YE No. of shares (million)	574	574	574	574
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: jitraa@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com



PJW (PJW TB)

บมจ. ปัญจวัฒนาพลาสติก

กำไร 2Q21 ดี แนวโน้ม 2H21 ดีกว่าที่เคยคาด

กำไรสุทธิ 2Q21 เพิ่มขึ้น +5.0% Q-Q, +782.4% Y-Y ดีกว่าคาด 2% ตามการฟื้นตัวต่อเนื่องของอุตสาหกรรมยานยนต์ทั่วโลก ทำให้ความต้องการบรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นสูงขึ้น โดยเฉพาะส่วนที่ส่งออกยังได้ประโยชน์จากเงินบาทที่อ่อนค่า โรงงานในจีนมีรายได้และอัตรากำไรฟื้นตัวเป็นลำดับ ชดเชยบรรจุภัณฑ์พลาสติกสำหรับนมและนมเปรี้ยวที่ชะลอชั่วคราวเพราะถูกกระทบจากการ Lockdown ปลายไตรมาส กำไรงวด 1H21 ที่ 88.4 ล้านบาท +122.9% Y-Y แนวโน้ม 2H21 ดีกว่าที่เคยคาดจากการส่งออกบรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นที่เติบโตเร็ว อัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นจากการประหยัดต่อขนาด และความร่วมมือกับ IP ที่จะทำ PJW รุกตลาด Medical ในตลาดกลุ่มโรงพยาบาลที่ IP มีความชำนาญ เราปรับคาดการณ์กำไรปี 2021-2023 ขึ้นเป็นเติบโต 67%/17%/15% ตามลำดับ ปรับราคาเป้าหมายปี 2021 ขึ้นเป็น 7.50 บาท (PE 23 เท่า PEG 0.9) หากรวม PJW-W1 ทั้งหมด ราคาเป้าหมายจะ dilute เป็น 5.80 บาท ราคาหุ้นปัจจุบันสะท้อนการใช้สิทธิของวอร์เรนทั้งหมดแล้ว แนะนำซื้อ

กำไรสุทธิ 2Q21 ดีขึ้นต่อเนื่อง +5.0% Q-Q, +782.4% Y-Y ดีกว่าคาด 2%

PJW มีกำไรสุทธิ 45.3 ล้านบาทใน 2Q21 +5.0% Q-Q, +782.4% Y-Y ดีกว่าคาด 2.4% ทิศทางของผลประกอบการฟื้นต่อเนื่องนับจาก 2Q20 ที่ COVID-19 กระทบอุตสาหกรรมยานยนต์ทั่วโลกและธุรกิจบรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นของบริษัท หลังจากฟื้นตัวของอุตสาหกรรมยานยนต์โลกต่อเนื่องมาจนถึงปัจจุบัน ส่งผลบวกต่อคำสั่งซื้อบรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นทั้งโรงงานในไทย (ส่วนที่ส่งออกได้รับผลบวกจากเงินบาทอ่อนค่า) และโรงงานในจีน ทำให้โรงงานในจีน 2 แห่งโดยเฉพาะที่เจียงซูมีรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นทยอยดีขึ้น รวมถึงโรงงานสีชิ้นส่วนรถในไทยที่เติบโตตามอุตสาหกรรมยานยนต์ อย่างไรก็ตาม รายได้จากชิ้นส่วนพลาสติกยานยนต์ถูกกระทบจากจำนวนวันทำงานที่น้อยกว่า 1Q21 และลูกค้าประสบปัญหาการขาดแคลนชิพชั่วคราว ประกอบกับการระบาดของ COVID-19 ในประเทศที่กลับมารุนแรงและการ Lockdown บางพื้นที่ปลายไตรมาส กระทบบรรจุภัณฑ์พลาสติกสำหรับนมและนมเปรี้ยว ทำให้รายได้รวมในไตรมาสนี้ -7.6% Q-Q (แต่เติบโต +30.4% Y-Y)

อัตรากำไรขั้นต้นลดลงจากไตรมาสก่อนแต่จะเพิ่มขึ้นใน 2H21

อัตรากำไรขั้นต้นใน 2Q21 ลดลงเป็น 18.4% จาก 19.4% ใน 1Q21 (แต่เพิ่มขึ้นจาก 2Q20 ที่อยู่ที่ 17.1% จากการฟื้นตัวทุกธุรกิจ) จากต้นทุนเม็ดพลาสติกที่ปรับขึ้นเร็วในช่วงปลาย 1Q21 แม้ว่าจะสามารถเจรจาปรับราคากับลูกค้าได้แต่เนื่องจากวัตถุดิบมี lead time ประมาณ 3 เดือนจึงส่งผลกระทบต่อ 2Q21 แนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นใน 3Q21 จากผลของการปรับราคาและดีขึ้นต่อใน 4Q21 จากการใช้กำลังการผลิตสูงขึ้นเพราะเป็นช่วง High season ของธุรกิจ

กำไร 1H21 ก้าวกระโดด +122.9% Y-Y แนวโน้ม 2H21 ดีต่อเนื่อง

รายได้ 1H21 +10.4% Y-Y แต่กำไรสุทธิโตแรงกว่า +122.9% Y-Y เป็น 88.4 ล้านบาท จากความสามารถในการบริหารจัดการต้นทุนและค่าใช้จ่าย ประสิทธิภาพในการผลิต และการใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นของโรงงานในไทยและจีน กำไร 2H21 มีแนวโน้มดีกว่าที่เคยคาดจากความต้องการของผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับยานยนต์ที่สูง การขาดทุนที่ลดลงของโรงงานที่เจียงซู และการรุกรตลาด Medical อุปกรณ์การแพทย์จากพลาสติกจากการเป็น Strategic partner กับ IP ซึ่งจะช่วยต่อยอดการขายและเจาะตลาดกลุ่มโรงพยาบาลที่ IP มีความถนัด ซึ่งจะเริ่มเห็นตั้งแต่ปลายปี 2021 เราปรับกำไรปี 2021-2023 ขึ้นเป็น 19%/10%/10% เป็นเติบโต 67%/17%/15% ตามลำดับ หลักๆมาจากการปรับเพิ่มรายได้และอัตรากำไรขั้นต้น และลดค่าใช้จ่ายขายและบริหาร

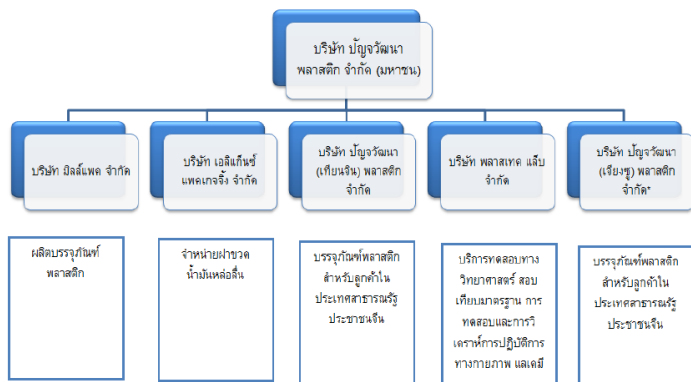
ปรับราคาเป้าหมายปี 2021 ขึ้นเป็น 7.50 บาท แนะนำซื้อ

กำไรในปี 2021-2024 เติบโตเฉลี่ย 25% CAGR สูงกว่าเดิมที่คาด +23% CAGR เราปรับราคาเป้าหมายปี 2021 ขึ้นเป็น 7.50 บาทจากเดิม 6.60 บาท ถึง PE 23 เท่า, PEG 0.9 หาก PJW-W1 ใช้สิทธิครบจำนวน ราคาเป้าหมายจะ dilute เป็น 5.80 บาท ราคาหุ้นปัจจุบันที่ 4.56 บาทสะท้อนการใช้สิทธิของวอร์เรนทั้งหมดแล้ว แนะนำซื้อ

Company Overview

PJW เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์พลาสติกประเภท ขวดและฝา และชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับยานยนต์ที่มีคุณภาพ ตามรูปแบบความต้องการใช้งานของลูกค้าซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีตราสินค้า (Brand) ที่เป็นที่ยอมรับในแต่ละอุตสาหกรรมและผู้บริโภคโดยทั่วไป การผลิตสินค้าของบริษัทจะมาจากกระบวนการผลิตหลัก 2 ประเภทคือการเป่า (Blow Molding) ได้แก่ บรรจุภัณฑ์ประเภทขวดและแกลลอนในรูปทรงต่างๆ และการฉีด (Injection Molding) ได้แก่ ฝาขวดและชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับรถยนต์และรถจักรยานยนต์

บริษัทผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติกหลากหลายประเภท ได้แก่ น้ำมันหล่อลื่น นมและนมเปรี้ยว สินค้าอุปโภคบริโภค บรรจุภัณฑ์สารเคมีสำหรับการเกษตร และชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับรถยนต์และรถจักรยานยนต์ เป็นต้น บริษัทมีบริษัทย่อย 4 บริษัทได้แก่ (1) บริษัท มิลล์แพค จำกัด (2) บริษัท เอลิแกนท์ แพคเกจจิ้ง จำกัด (3) บริษัท ปัญจวัฒนา (เทียนจิน) พลาสติก จำกัด (4) บริษัท พลาสเทค แล็บ จำกัด บริการทดสอบทางวิทยาศาสตร์ สอบเทียบมาตรฐาน การทดสอบและวิเคราะห์การปฏิบัติทางกายภาพ และเคมี (5) บริษัท ปัญจวัฒนา (เจียงซู) พลาสติก จำกัด



ที่มา: PJW

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 7.50 บาท อิง PE 23 เท่า หรือ PEG 0.9 บนคาดการณ์กำไรเติบโตเฉลี่ย 25% CAGR ในช่วงปี 2021-2024 และหากพิจารณาค่าเฉลี่ยของ PE ของ PJW นับตั้งแต่เข้าตลาดฯ ปี 2012 อยู่ในช่วง 13-18 เท่า โดยปีที่มีกำไรดีที่สุดคือ 202 ล้านบาท PJW สามารถซื้อขายที่ PE 24 เท่า เราเชื่อว่าธุรกิจของ PJW กำลัง Turnaround และจะกลับมามีกำไรในระดับ 200+ ล้านบาทในปี 2022 การให้ Target PE 23 เท่าจึงไม่ถือว่าสูงเกินไป

ESG

Environment

- บริษัทมีนโยบายในการดำเนินธุรกิจ ด้วยความรับผิดชอบต่อชุมชน สังคม และสิ่งแวดล้อม ทั้งในด้านความปลอดภัย คุณภาพชีวิต และการอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติส่งเสริมการใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ ตระหนักถึงคุณภาพชีวิตของชุมชนและสังคม ตลอดจนคำนึงถึงการดำเนินธุรกิจที่จะมีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม
- บริษัทได้รับมาตรฐาน ISO 14001:2004 ซึ่งเป็นมาตรฐานเกี่ยวกับการจัดการและการปฏิบัติการด้านสิ่งแวดล้อม จึงเป็นเครื่องรับประกันระบบการดูแลป้องกันสิ่งแวดล้อมที่เกิดขึ้นจากการผลิตของบริษัท ซึ่งครอบคลุมทุกพื้นที่ของบริษัท โดยได้รับการตรวจสอบจากผู้ตรวจประเมินภายนอกซึ่งมีความเป็นอิสระ

Social

- บริษัทได้ตระหนักและให้ความสำคัญต่อระบบการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส และสามารถตรวจสอบได้ ซึ่งจะก่อให้เกิดความเชื่อมั่นกับทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องและส่งผลกระทบต่อธุรกิจเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน ภายใต้การดำเนินงานอย่างมีจรรยาบรรณและเป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง
- บริษัทมีนโยบายปฏิบัติกับพนักงานอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรม ทั้งในด้านโอกาส ผลตอบแทน สวัสดิการ และการพัฒนาศักยภาพ โดยถือว่าพนักงานทุกคนเป็นทรัพยากรที่มีค่า และเป็นปัจจัยสำคัญในการผลักดันองค์กรให้ประสบความสำเร็จ ดังนั้นจึงมีความมุ่งมั่นที่จะพัฒนาองค์กรให้เป็นองค์กรแห่งการเรียนรู้เสริมสร้างวัฒนธรรม และบรรยากาศการทำงาน ส่งเสริมการทำงานเป็นทีม

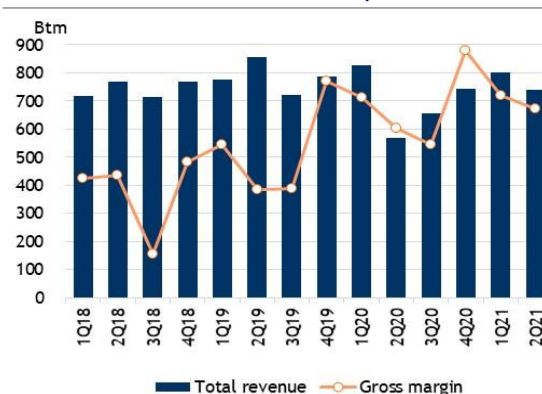
Governance

- บริษัทได้กำหนดนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี และปรับปรุงให้สอดคล้องกับสถานการณ์ปัจจุบัน เพื่อยกระดับการดำเนินการที่มีอยู่แล้ว ให้มีความเป็นระบบมาตรฐานที่ชัดเจน และกระจายการปฏิบัติไปสู่พนักงานของบริษัททุกระดับชั้น โดยสอดแทรกในกิจกรรมต่าง ๆ ของบริษัท เช่น การอบรม การจัดกิจกรรม การจัดบอร์ดประชาสัมพันธ์ อันเป็นการเสริมสร้างให้เกิดวัฒนธรรมการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างแท้จริง โดยบริษัทได้รับเอาแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน (Good Corporate Governance) ตามที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลอดจนข้อคิดเห็นและข้อเสนอแนะจากรายงาน Corporate Governance Assessment Report ของสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทย (IOD) มาเป็นแนวทาง

2Q21 Earnings Result

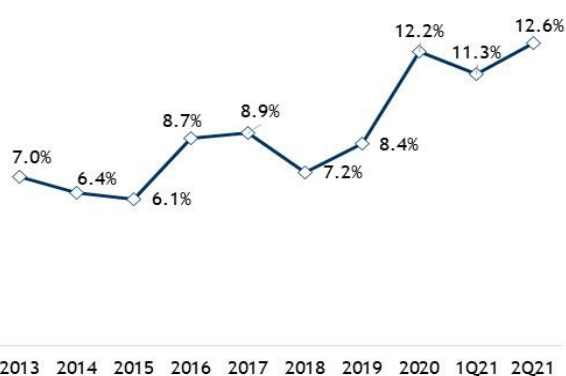
	2Q21	1Q21	% Q-Q	2Q20	% Y-Y	1H21	1H20	% Y-Y
Sales revenue	740	800	-7.6	567	30.4	1,540	1,395	10.4
Cost of sales	603	645	-6.5	470	28.3	1,249	1,139	9.6
Gross profit	136	155	-12.1	97	40.5	291	256	13.6
SG&A	77	96	-19.6	75	3.5	174	192	-9.4
EBITDA	121	117	3.1	82	46.7	238	188	26.8
Interest expense	11	12	-1.8	14	-20.9	23	29	-21.5
Norm profit	45	43	5.0	5	782.4	88	40	122.9
Net profit	45	43	5.0	5	782.4	88	40	122.9
Gross margin %	18.4	19.4	-0.9	17.1	1.3	18.9	18.4	0.5
SG&A as % of sales	10.5	12.0	-13.0	13.2	-20.6	11.3	13.7	-2.5
EBITDA margin %	16.3	14.6	1.7	14.5	1.8	15.4	13.4	2.0
Norm profit margin %	6.4	5.4	0.7	0.9	5.2	5.7	2.8	2.9

ที่มา: PJW

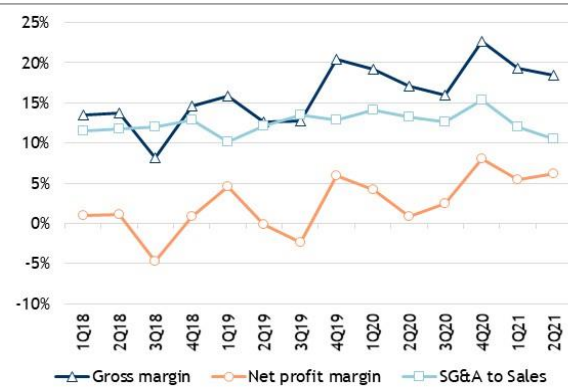
รายได้และอัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่มบริษัท


ที่มา: PJW

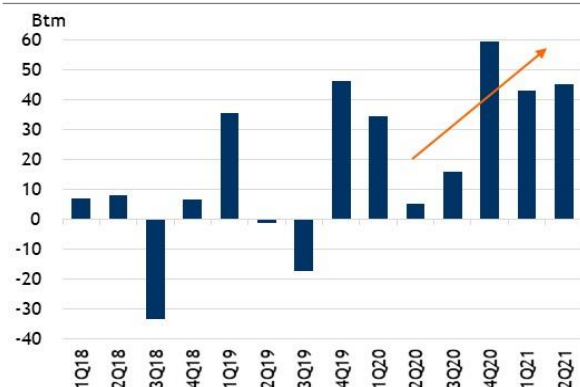
รายได้และอัตรากำไรขั้นต้นของโรงงานในจีนทยอยดีขึ้น

สัดส่วนรายได้ของโรงงานในจีนต่อรายได้รวมทยอยเพิ่มขึ้น


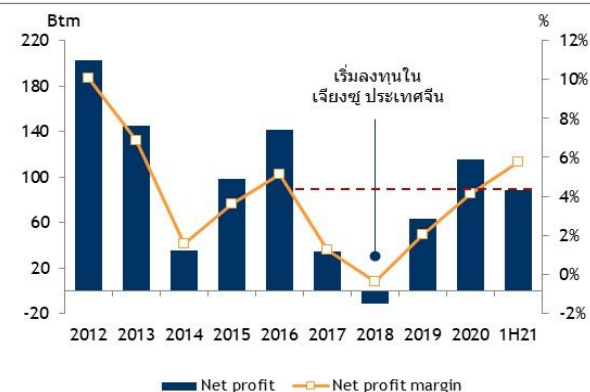
ที่มา: PJW

อัตรากำไรของกลุ่มบริษัท


กำไรสุทธิฟื้นตัวต่อเนื่องหลังจากถูกกระทบหนักใน 2Q20



กำไรสุทธิ 1H21 สูงกว่ากำไรรายปีในปี 2017-2019



ที่มา: PJW

Key assumptions

(Btm)	2020A	2021E		2022E		2023E	
		Old	New	Old	New	Old	New
Sales revenue	2,794	3,091	3,133	3,401	3,466	3,650	3,793
Revenue structure							
- Lubricant packaging (%)	50.2	48.4	47.2	46.9	43.6	44.8	41.5
- Auto parts (%)	30.2	32.0	33.8	32.6	34.8	31.5	35.2
- Dairy packaging (%)	14.0	12.3	13.7	12.8	13.5	15.8	13.4
- Consumer & Chemical packaging (%)	5.5	5.4	5.3	5.7	5.2	5.3	5.2
- Medical products (%)	0.0	1.9	2.5	2.0	4.7	2.6	4.9
Gross margin (%)	18.9	19.7	19.8	19.8	19.9	19.9	20.1
SG&A expense % of sales	13.9	12.8	11.8	12.0	11.5	11.6	11.4
EBIT margin (%)	5.8	7.7	8.7	8.6	9.0	9.0	9.3
EBITDA	393	454	491	519	538	566	587
EBITDA margin (%)	14.1	14.7	15.7	15.3	15.5	15.5	15.5
Net profit	115	161	192	203	224	233	257
Net profit margin (%)	4.1	5.2	6.1	6.0	6.5	6.4	6.8
Net profit growth (%)	81.7	40.0	66.8	26.3	16.8	14.6	14.7

ที่มา: Finansia estimates

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงของความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

การดำเนินธุรกิจของอุตสาหกรรมพลาสติกมีผลโดยตรงจากราคาน้ำมันดิบโลก โดยการปรับตัวของราคาน้ำมันดิบจะส่งผลกระทบต่อราคาวัตถุดิบ อีกทั้งราคาพลาสติกในตลาดโลกจะนำมาใช้อ้างอิงกับราคาพลาสติกในประเทศเห็นได้จากวัตถุดิบหลักของบรรจุภัณฑ์พลาสติกซึ่งก็คือ เม็ดพลาสติกเกรด HDPE ในปี 2020 มีราคาโดยเฉลี่ยต่ำกว่าปี 2019 อันเนื่องมาจากสภาวะถดถอยของเศรษฐกิจทั่วโลก ก่อให้เกิดการปรับตัวลงของราคาน้ำมัน ในอุตสาหกรรมพลาสติกสามารถปรับราคาขายสินค้าขึ้นลงตามราคาวัตถุดิบ โดยแต่ละลูกค้าจะต้องใช้ระยะเวลาหนึ่งตามเงื่อนไขการปรับราคาจากการเปลี่ยนแปลงราคาวัตถุดิบ บริษัทนั้นนโยบายรองรับการผันผวนของราคาวัตถุดิบ จากการบริหารจัดการจัดซื้อวัตถุดิบที่มีการประเมินความเคลื่อนไหวของราคาเม็ดพลาสติกทั้งในและต่างประเทศ รวมถึงมีการประเมินความต้องการใช้วัตถุดิบและการนำเข้าวัตถุดิบจากต่างประเทศ เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด

ความเสี่ยงของการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่น้อยราย

ในอุตสาหกรรมพลาสติกซึ่งเป็นรายได้หลักของบริษัทนั้น มีผู้ผลิตหลายราย ทำให้ลูกค้ามีอำนาจต่อรองในแง่ของปริมาณการสั่งซื้อและการต่อสัญญา โดยลูกค้าส่วนใหญ่เป็นลูกค้าในอุตสาหกรรมน้ำมันหล่อลื่น นม และยานยนต์ ทำให้หากบริษัทสูญเสียลูกค้ากลุ่มนี้ไป จะทำให้เกิดผลกระทบกับรายได้หลักของบริษัท ในแง่ของความสม่ำเสมอและความต่อเนื่องของรายได้ อย่างไรก็ตาม บริษัทมีประสบการณ์ที่ยาวนาน และมีการพัฒนาสินค้าและผลิตภัณฑ์อยู่อย่างต่อเนื่อง อีกทั้งลูกค้าให้ความสำคัญต่อคุณภาพสินค้าและความน่าเชื่อถือของบริษัทมากกว่าปัจจัยด้านราคาเพียงอย่างเดียว เห็นได้จากการปรับปรุงการผลิต เพื่อให้ลูกค้าได้รับสินค้าที่มีคุณภาพสูงสุดในราคาที่เหมาะสม

ความเสี่ยงจากการเข้ามาแข่งขันของผู้ผลิตรายใหม่

หากมีผู้ผลิตในอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติกมากขึ้น จะส่งผลให้การแข่งขันด้านราคาเกิดความรุนแรงขึ้น เนื่องมาจากหลายสาเหตุ ธุรกิจด้านบรรจุภัณฑ์พลาสติกและชิ้นส่วนยานยนต์ใช้เงินลงทุนไม่สูงมาก รวมถึงการดำเนินธุรกิจที่ไม่มีความซับซ้อนนัก อีกทั้งลูกค้าสามารถสร้างโรงงานผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติกได้เอง บวกกับการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนหรือ AEC ที่จะมีการย้ายฐานการผลิตเสรีมากขึ้น แต่ด้วยการบริหารการผลิตของบริษัทที่มีประสิทธิภาพ จากการพัฒนาความสามารถในการผลิต และการสร้างความแตกต่างในแง่ผลิตภัณฑ์ เพื่อรับรองการเติบโตของลูกค้า ทำให้ลูกค้ามีความเชื่อมั่นในบริษัทและคงสถานการณ์เป็นคู่ค้ามาอย่างต่อเนื่อง

ความเสี่ยงจากการไม่มีสัญญาระยะยาว

ในกลุ่มลูกค้าบรรจุภัณฑ์พลาสติกมีหลักปฏิบัติทั่วไปคือ จะมีการทำสัญญาซื้อขายเพียง 1-2 ปี หรือ ไม่มีการทำสัญญา โดยจะขึ้นอยู่กับนโยบายของแต่ละบริษัทลูกค้า ส่วนลูกค้าที่บริษัทได้รับงาน เมื่อหมดอายุสัญญาอาจมีความเสี่ยงของการคัดเลือกผู้ผลิตรายใหม่ โดยในอดีตที่ผ่านมา การยกเลิกสัญญาอยู่ในระดับที่ต่ำมาก อันเนื่องมาจากความเชื่อมั่นของลูกค้าในมาตรฐานสินค้า และการส่งมอบที่ตรงต่อเวลา เช่นเดียวกับลูกค้าในกลุ่มชิ้นส่วนพลาสติกส่วนประกอบยานยนต์ ที่มีการยกเลิกสัญญาในระดับที่ต่ำ จากปกติแล้วลูกค้ามักคงการทำธุรกิจกับผู้ผลิตชิ้นส่วนจนกว่าจะหมดอายุของผลิตภัณฑ์นั้น โดยเฉลี่ยอายุของผลิตภัณฑ์คือ 3-5 ปี ตามแต่ละรูปแบบและผลิตภัณฑ์ของอุตสาหกรรม การที่บริษัทบริษัทมีลูกค้าในหลากหลายอุตสาหกรรม และไม่มีลูกค้าใดที่มียอดเกิดสัดส่วน 30% ของยอดขายรวม ทำให้เกิดการลดความเสี่ยงของการไม่มีสัญญาระยะยาว

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	3,140	2,794	3,134	3,466	3,793
Cost of sales	2,656	2,265	2,513	2,776	3,032
Gross profit	484	529	621	689	761
SG&A	381	389	369	399	431
Operating profit	103	140	252	291	330
Other income	15	26	20	21	23
EBIT	118	166	273	311	353
EBITDA	308	393	491	538	587
Interest charge	55	54	47	48	47
Tax on income	0	0	0	0	0
Earnings after tax	-1	-3	34	40	49
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	63	115	192	224	257
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	63	115	192	224	257

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	63	115	192	224	257
Deprec. & amortization	190	227	218	226	234
Change in working capital	-541	1,261	-84	-56	-72
Other adjustments	559	-440	27	-12	-16
Cash flow from operations	271	1,163	353	382	402
Capital expenditure	420	-97	-214	-244	-199
Others	497	438	-10	-6	-6
Cash flow from investing	917	341	-224	-250	-205
Free cash flow	1,188	1,505	129	133	198
Net borrowings	791	-1,227	-14	24	-32
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-40	-72	-115	-135	-154
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	751	-1,299	-129	-111	-186
Net change in cash	1,939	206	0	22	12

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	28	68	68	90	102
Other financial assets	0	0	0	0	0
Trade AR-net	676	666	773	807	842
Short-term loans to sub	0	0	0	0	0
Inventory	317	233	282	304	332
Unbilled receivable for project	72	36	43	56	73
Other current assets	39	32	38	42	46
Total current assets	1,132	1,036	1,204	1,299	1,394
Investment in sub.	0	0	0	0	0
Investment properties	0	0	0	0	0
PPE	1,721	1,663	1,653	1,671	1,637
Goodwill	0	0	0	0	0
Other assets	94	183	194	200	206
Total assets	2,947	2,882	3,050	3,170	3,237
S.T loans	865	450	448	451	448
Account payable	448	473	565	593	606
Current maturity	164	242	300	288	261
Other current liabilities	7	9	16	16	15
Total current liabilities	1,484	1,174	1,329	1,348	1,331
Long-term loan & lease	385	532	464	497	491
Long term bond	0	0	0	0	0
Other LTD	63	73	78	76	83
Total LT liabilities	447	605	542	573	574
Total liabilities	1,931	1,779	1,871	1,921	1,905
Register capital	287	287	287	287	287
Paid-up capital	287	287	287	287	287
Share premium	338	338	338	338	338
Legal reserve	29	29	29	29	29
Retained earnings	394	464	541	611	694
Others	-32	-16	-16	-16	-16
MI	0	0	0	0	0
Total equity	1,016	1,103	1,180	1,249	1,332

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	5.5	-11.0	12.2	10.6	9.4
EBITDA	50.9	27.5	25.0	9.5	9.1
Net profit	-639.2	81.7	66.8	16.8	14.7
Normalized earnings	-639.2	81.7	66.8	16.8	14.7
Profitability (%)					
Gross profit margin	15.4	18.9	19.8	19.9	20.1
EBITDA margin	9.8	14.1	15.7	15.5	15.5
EBIT margin	3.8	5.9	8.7	9.0	9.3
Normalized profit margin	2.0	4.1	6.1	6.5	6.8
Net profit margin	2.0	4.1	6.1	6.5	6.8
Normalized ROA	2.1	4.0	6.3	7.1	7.9
Normalize ROE	6.2	10.4	16.3	17.9	19.3
Normalized ROCE	8.1	9.7	15.8	17.1	18.5
Risk (x)					
D/E	1.9	1.6	1.6	1.5	1.4
Net D/E	1.9	1.6	1.5	1.5	1.4
Net debt/EBITDA	4.5	2.6	2.1	1.9	1.7
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.11	0.20	0.33	0.39	0.45
Normalized EPS	0.11	0.20	0.33	0.39	0.45
EBITDA	0.54	0.68	0.86	0.94	1.02
Book value	1.77	1.92	2.05	2.18	2.32
Dividend	0.07	0.13	0.20	0.23	0.27
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	41.5	22.8	13.6	11.7	10.2
Norm P/E	41.3	22.8	13.6	11.7	10.2
P/BV	2.6	2.4	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	13.0	9.3	7.4	6.8	6.2
Dividend yield (%)	1.5	2.7	4.4	5.1	5.9

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

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

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

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

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง 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, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSJ, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCO, 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 **NR** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ 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