

**BUY**

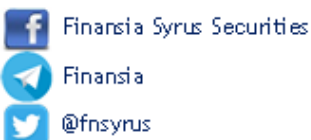
**บมจ. ปัญจวัฒนาพลาสติก**

Previous	BUY
<b>2022 Target Price (Bt)</b>	<b>6.00</b>
Price (28/01/2022)	4.52
up/downside (%)	+32.7
SET Index	1,639.51
Sector	MAI/Industrial
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.22
Free float (%)	42.45
Market cap (Bt m)	2,594.84
Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD)	50.16
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	4.72, 3.96, 4.45
IOD 2021	4
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	2,794	3,107	3,577	4,057
Normalized profit	115	167	196	238
Net profit	115	167	196	238
EPS (Bt) - norm	0.20	0.29	0.34	0.41
EPS (Bt) reported	0.20	0.29	0.34	0.41
%growth y-y	nm	45.1	17.7	21.2
Dividend/share (Bt)	0.13	0.17	0.20	0.25
BV/share (Bt)	1.92	2.04	2.14	2.27
EV/EBITDA (x)	9.2	7.9	7.2	6.5
PER (x) - norm	22.6	15.6	13.2	10.9
PER (x)	22.6	15.6	13.2	10.9
PBV (x)	2.4	2.2	2.1	2.0
Dividend yield (%)	2.8	3.9	4.5	5.5
Norm ROE (%)	10.4	14.2	16.0	18.2
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



**เริ่มเก็บเกี่ยวประโยชน์จากการลงทุนในอดีต**

การซื้อกิจการชกอบริต Master Laundry อาจไม่ได้สร้างการเติบโตมากมายแต่ช่วยสร้าง **Recurring income** เราคาดว่าในปี 2022 Master Laundry จะยังมีผลขาดทุนเล็กน้อยเพราะกลุ่มลูกค้าโรงแรมยังไม่ฟื้นเต็มที่ และเริ่มทำกำไรได้ในปี 2023 เป็นต้นไป ปี 2022 จะเป็นปีที่ PJW เริ่มเก็บเกี่ยวประโยชน์จากการลงทุนในอดีตเต็มที่ โรงงานบรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นในจินคาดเริ่มสร้างกำไร โรงงานพลาสติในไทยมีกำไรต่อเนื่องและเติบโตตามอุตสาหกรรมยานยนต์ ขณะเดียวกัน New S-Curve ของบริษัทได้แก่ผลิตภัณฑ์ไฮริ่งค์จะเริ่มจำหน่ายหลังตรุษจีน และคาดเห็นความชัดเจนเรื่องการลงทุนธุรกิจใหม่ **Disposable Medical Devices** เพื่อเตรียมชดเชยรายได้จากบรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นที่จะถูกกระทบจากรถ EV ในระยะยาว เราคงประมาณการกำไรปี 2021 +44.8% Y-Y และคาดปี 2022-2024 เติบโตเฉลี่ย 15.4% CAGR คงราคาเป้าหมาย 6.00 บาท (PE 17 เท่า PEG 1.1) แนะนำซื้อ

**ซื้อกิจการ Master Laundry**

PJW เข้าซื้อกิจการของบริษัท มาสเตอร์ ลอนดรี จำกัด (Master Laundry) 99.996% คิดเป็นมูลค่า 63.0 ล้านบาท Master Laundry ดำเนินธุรกิจชกอบริตเป็นอุตสาหกรรมครบวงจร โรงงานตั้งอยู่บนพื้นที่ 6,600 ตารางเมตรบริเวณเทพารักษ์ เขียวชาญการชกอบริตผ้าทุกประเภท เช่น ผ้าปูเตียง ปลอกหมอน ผ้าห่ม ชุดยูนีฟอร์ม เป็นต้น เน้นลูกค้ากลุ่มโรงพยาบาลและโรงแรม บริษัทยังไม่สามารถสร้างกำไรได้เพราะเพิ่งเริ่มธุรกิจไม่นานก็เผชิญกับการแพร่ระบาดของ COVID-19 ซึ่งส่งผลกระทบต่อแรงต่อภาคท่องเที่ยวที่เป็นหนึ่งในกลุ่มลูกค้าหลักของบริษัท มูลค่าการซื้อขาย 63.0 ล้านบาท คิดเป็น PBV 1.7 เท่า ต่ำกว่า PBV ของ PJW ที่ 2.1 เท่า และถูกกว่ากรณี SABUY ชื่อ Laundry Bar ที่ PBV 16.0 เท่า (ตามสัดส่วนการถือหุ้น)

**Master Laundry อาจไม่โตในระยะยาวแต่สร้าง Recurring income**

แม้ว่า Master Laundry จะเป็นบริการที่แตกต่างจากสินค้าและบริการของ PJW อย่างสิ้นเชิง แต่เรามองว่ามีจุดร่วมที่สามารถสร้างประโยชน์ให้ PJW ได้ ตลาดของ Master Laundry มีลักษณะ B2B เหมือนกับ PJW ด้วยความเชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมโรงงาน เชื่อว่า PJW จะสามารถบริหารต้นทุนของ Master Laundry ให้มีกำไร แต่ยังไม่ในปี 2022 เนื่องจากลูกค้ากลุ่มโรงแรมยังไม่ฟื้นเต็มที่ เราคาด Master Laundry จะมีรายได้ราว 120 ล้านบาทในปี 2022 โกลด์เด็งช่วง 2 ปีที่ผ่านมาโดยมาจากลูกค้ากลุ่มโรงพยาบาลเดิมเป็นหลัก และคาดขาดทุนราว 5-10 ล้านบาทไม่ถึง 5% ของกำไรของ PJW และคาดรายได้ปี 2023 +25% Y-Y Net margin 8% สูงกว่า PJW ที่ 5-6% และคาดสร้างกำไรราว 30+/- ล้านบาทในระยะยาว คิดเป็น 12-15% ของ PJW เรามองว่า Master Laundry ไม่ได้เติบโตมากมายด้วยข้อจำกัดของกำลังการผลิตแต่ช่วยสร้าง Recurring income ได้ในระยะยาว

**ปี 2022 เริ่มเก็บเกี่ยวประโยชน์จากการลงทุนในอดีต และเส็งลงทุนเพิ่ม**

ปี 2022 PJW จะเริ่มเก็บเกี่ยวประโยชน์จากการลงทุนในอดีต โรงงานบรรจุภัณฑ์พลาสติกน้ำมันหล่อลื่นในจีนเริ่มทำกำไรจากการใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ 60% โรงงานพลาสติในไทยจะเริ่มสร้างกำไรจากอุตสาหกรรมยานยนต์ที่เติบโต การควบคุมต้นทุนการผลิตดีขึ้น ของเส็งลดลง และได้เป็น First tier ของผู้ผลิต สำหรับผลิตภัณฑ์ไฮริ่งค์คาดเริ่มจำหน่ายหลังตรุษจีน และคาดเห็นความชัดเจนเรื่องการลงทุนในธุรกิจ Disposable Medical Devices เร็วๆ นี้เพื่อเตรียมชดเชยรายได้จากบรรจุภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นที่จะถูกกระทบจากรถ EV ในระยะยาว

**ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 6.00 บาท แนะนำซื้อ**

เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2021 +44.8% Y-Y และคาดปี 2022-2024 เติบโตเฉลี่ย 15.4% CAGR โดยยังไม่ได้รวม Master Laundry เพราะเชื่อยังไม่มีความสำคัญต่อผลประกอบการโดยรวม แต่รวมรายได้จากไฮริ่งค์ไว้บางส่วน คงราคาเป้าหมาย 6.00 บาท อิง PE 17 เท่า, PEG 1.1 หาก PJW-W1 ใช้สิทธิครบจำนวน ราคาเป้าหมายจะ dilute เป็น 4.50 บาท คงคำแนะนำซื้อ

**Company Overview**

PJW เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์พลาสติกประเภท ขวดและฝา และชิ้นส่วนพลาสติกสำหรับยานยนต์ที่มีคุณภาพ ตามรูปแบบความต้องการใช้งานของลูกค้าซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีตราสินค้า (Brand) ที่เป็นที่ยอมรับในแง่ของอุตสาหกรรมและผู้บริโภคโดยทั่วไป 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 ปัญจิวพัฒนา (เทียนจีน) พลาสติก จำกัด (4) บริษัท พลาสเทค แล็บ จำกัด บริการทดสอบทางวิทยาศาสตร์ สอบเทียบมาตรฐาน การทดสอบและวิเคราะห์การปฏิบัติทางกายภาพ และเคมี (5) บริษัท ปัญจิวพัฒนา (เจียงซู) พลาสติก จำกัด



ที่มา: PJW

**Valuation Methodology**

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 6.00 บาท อิง PE 17 เท่า หรือ PEG 1.1 บนคาดการณ์กำไรเติบโตเฉลี่ย 15.4% CAGR ในช่วงปี 2022-2024 อยู่ในกรอบค่าเฉลี่ยของ PE ของ PJW นับตั้งแต่เข้าตลาดฯ ปี 2012 ที่อยู่ในช่วง 13-18 เท่า

บริษัทมี PJW-W1 จำนวน 191.36 ล้านหน่วยที่จัดสรรให้ผู้ถือหุ้นเดิมฟรีในอัตรา 3 หุ้นต่อ 1 วอร์แรนท์ โดย PJW-W1 มีอายุ 3 ปี ใช้สิทธิครั้งแรก 18 ก.ค. 2022 ใช้สิทธิครั้งสุดท้าย 18 ก.ค. 2024 อัตราการใช้สิทธิ 1:1 ราคาใช้สิทธิหุ้นละ 3.00 บาท

**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

**Master Laundry คือใคร**

Master Laundry ดำเนินธุรกิจซักอบรีดเป็นอุตสาหกรรมครบวงจร โรงงานตั้งอยู่บนพื้นที่ 6,600 ตารางเมตรบริเวณ เทพารักษ์ เชี่ยวชาญการซักอบรีดผ้าทุกประเภท เช่น ผ้าปูเตียง ปลอกหมอน ผ้าห่ม ชุดยูนิฟอร์ม เป็นต้น เน้นลูกค้า กลุ่มโรงพยาบาลและโรงแรม

**โรงงาน Master Laundry**



**Healthcare Laundry**



**Hospitality Laundry**

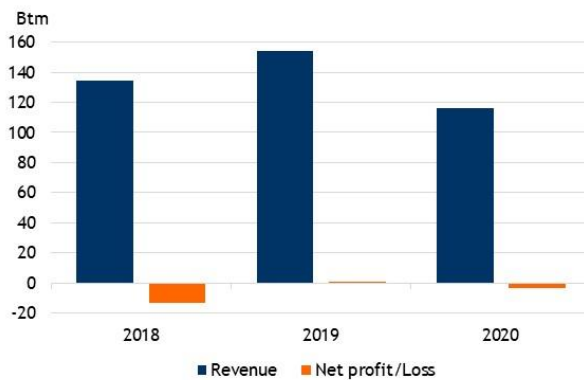


**Uniform & Workware Laundry Rental service**

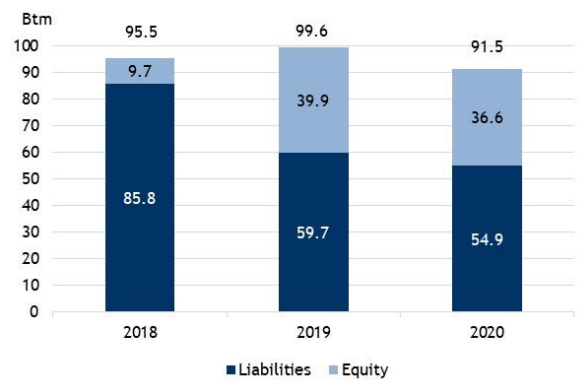


ที่มา: [www.masterlaundry.co.th](http://www.masterlaundry.co.th)

**รายได้และกำไร/ขาดทุนของ Master Laundry**

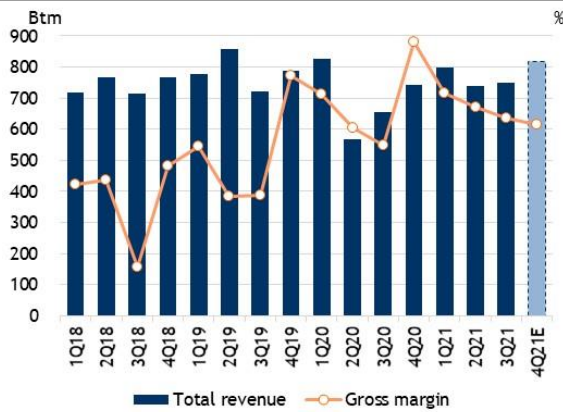


**สินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของผู้ถือหุ้นของ Master Laundry**

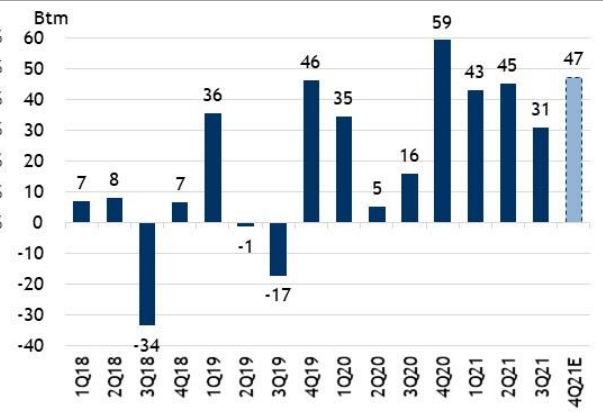


ที่มา: PJW

คาดการณ์รายได้ 4Q21 ของ PJW



คาดการณ์กำไรปกติ 4Q21 ของ PJW

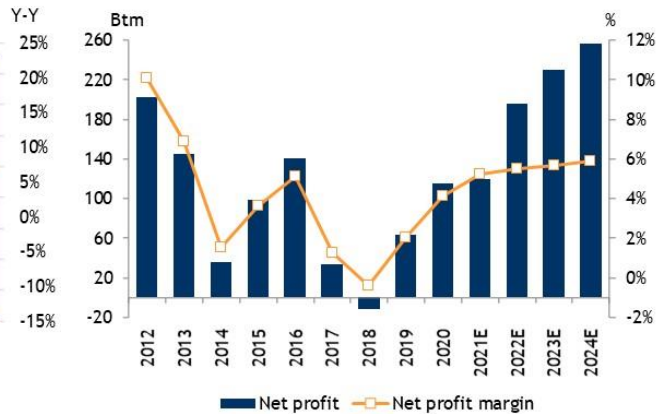


ที่มา: Finansia estimates

คาดการณ์รายได้รายปีของ PJW



คาดการณ์กำไรปกติรายปีของ PJW



ที่มา: Finansia estimates

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงของความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

การดำเนินธุรกิจของอุตสาหกรรมพลาสติกมีผลโดยตรงจากราคาน้ำมันดิบโลก โดยการปรับตัวของราคาน้ำมันดิบจะส่งผลกระทบต่อราคาวัตถุดิบ อีกทั้งราคาพลาสติกในตลาดโลกจะนำมาใช้อ้างอิงกับราคาพลาสติกในประเทศเห็นได้จากวัตถุดิบหลักของบรรจุภัณฑ์พลาสติกซึ่งก็คือ เม็ดพลาสติกเกรด HDPE ในปี 2020 มีราคาโดยเฉลี่ยต่ำกว่าปี 2019 อันเนื่องมาจากสภาวะถดถอยของเศรษฐกิจทั่วโลก ก่อให้เกิดการปรับตัวลงของราคาน้ำมัน ในอุตสาหกรรมพลาสติกสามารถปรับราคาขายสินค้าขึ้นลงตามราคาวัตถุดิบ โดยแต่ละลูกค้าจะต้องใช้ระยะเวลาหนึ่งตามเงื่อนไขการปรับราคาจากการเปลี่ยนแปลงราคาวัตถุดิบ บริษัทนั้นมีนโยบายรองรับการผันผวนของราคาวัตถุดิบ จากการบริหารการจัดซื้อวัตถุดิบที่มีการประเมินความเคลื่อนไหวของราคามะตพลาสติกทั้งในและต่างประเทศ รวมถึงมีการประเมินความต้องการใช้วัตถุดิบและการนำเข้าวัตถุดิบจากต่างประเทศ เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด

### ความเสี่ยงของการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่น้อยราย

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

### ความเสี่ยงจากการเข้ามาแข่งขันของผู้ผลิตรายใหม่

หากมีผู้ผลิตในอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติกมากขึ้น จะส่งผลให้การแข่งขันด้านราคาเกิดความรุนแรงขึ้น เนื่องจากหลายสาเหตุ ธุรกิจด้านบรรจุภัณฑ์พลาสติกและชิ้นส่วนยานยนต์ใช้เงินลงทุนไม่สูงมาก รวมถึงการดำเนินธุรกิจที่ไม่มีความซับซ้อนนัก อีกทั้งลูกค้าสามารถสร้างโรงงานผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติกได้เอง บวกกับการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนหรือ AEC ที่จะมีการย้ายฐานการผลิตเสริมมากขึ้น แต่ด้วยการบริหารการผลิตของบริษัทที่มีประสิทธิภาพ จากการพัฒนาความสามารถในการผลิต และการสร้างความแตกต่างในแก่ผลิตภัณฑ์ เพื่อรับรองการเติบโตของลูกค้า ทำให้ลูกค้ามีความเชื่อมั่นในบริษัทและคงสถานะการเป็นคู่ค้ามาอย่างต่อเนื่อง

### ความเสี่ยงจากการไม่มีสัญญาระยะยาว

ในกลุ่มลูกค้าบรรจุภัณฑ์พลาสติกมีหลักปฏิบัติทั่วไปคือ จะมีการทำสัญญาซื้อขายเพียง 1-2 ปี หรือ ไม่มีการทำสัญญา โดยจะขึ้นอยู่กับนโยบายของแต่ละบริษัทลูกค้า ส่วนลูกค้าที่บริษัทได้รับงาน เมื่อหมดอายุสัญญาจะมีความเสี่ยงของการคัดเลือกผู้ผลิตรายใหม่ โดยในอดีตที่ผ่านมา การยกเลิกสัญญาอยู่ในระดับที่ต่ำมาก อันเนื่องมาจากความเชื่อมั่นของลูกค้าในมาตรฐานสินค้า และการส่งมอบที่ตรงต่อเวลา เช่นเดียวกับลูกค้าในกลุ่มชิ้นส่วนพลาสติกส่วนประกอบยานยนต์ ที่มีการยกเลิกสัญญาในระดับที่ต่ำ จากปกติที่ลูกค้ามักคงการทำธุรกิจกับผู้ผลิตชิ้นส่วนจนกว่าจะหมดอายุของผลิตภัณฑ์นั้น 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	3,107	3,577	4,057
Cost of sales	2,656	2,265	2,542	2,917	3,292
Gross profit	484	529	565	660	765
SG&A	381	389	342	398	451
Operating profit	103	140	223	262	314
Other income	15	26	19	17	17
EBIT	118	166	242	279	331
EBITDA	308	393	460	505	565
Interest charge	55	54	46	48	48
Tax on income	0	0	0	0	0
Earnings after tax	.1	.3	29	35	45
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	63	115	167	196	238
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	63	115	167	196	238

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	63	115	167	196	238
Deprec. & amortization	190	227	218	226	234
Change in working capital	-541	1,261	-75	-80	-99
Other adjustments	559	-440	28	-8	-11
Cash flow from operations	271	1,163	338	335	361
Capital expenditure	420	-97	-214	-244	-199
Others	497	438	-9	-10	-11
Cash flow from investing	917	341	-223	-254	-210
Free cash flow	1,188	1,505	114	81	151
Net borrowings	791	-1,227	-21	59	1
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-40	-72	-100	-118	-143
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	751	-1,299	-121	-59	-142
Net change in cash	1,939	206	-7	22	9

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	28	68	61	83	92
Other financial assets	0	0	0	0	0
Trade AR-net	676	666	766	833	900
Short-term loans to sub	0	0	0	0	0
Inventory	317	233	286	320	361
Unbilled receivable for project	72	36	43	56	73
Other current assets	39	32	37	43	49
Total current assets	1,132	1,036	1,194	1,335	1,475
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	193	203	214
Total assets	2,947	2,882	3,039	3,209	3,327
S.T loans	865	450	444	465	479
Account payable	448	473	571	623	658
Current maturity	164	242	300	288	261
Other current liabilities	7	9	16	16	16
Total current liabilities	1,484	1,174	1,331	1,393	1,415
Long-term loan & lease	385	532	461	510	520
Long term bond	0	0	0	0	0
Other LTD	63	73	78	79	89
Total LT liabilities	447	605	538	589	609
Total liabilities	1,931	1,779	1,870	1,981	2,024
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	531	590	665
Others	-32	-16	-16	-16	-16
MI	0	0	0	0	0
Total equity	1,016	1,103	1,169	1,228	1,303

**Key Ratios**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	5.5	-11.0	11.2	15.1	13.4
EBITDA	50.9	27.5	17.2	9.8	11.8
Net profit	-639.2	81.7	44.8	17.7	21.2
Normalized earnings	-639.2	81.7	44.8	17.7	21.2
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	15.4	18.9	18.2	18.4	18.9
EBITDA margin	9.8	14.1	14.8	14.1	13.9
EBIT margin	3.8	5.9	7.8	7.8	8.2
Normalized profit margin	2.0	4.1	5.4	5.5	5.9
Net profit margin	2.0	4.1	5.4	5.5	5.9
Normalized ROA	2.1	4.0	5.5	6.1	7.1
Normalized ROE	6.2	10.4	14.2	16.0	18.2
Normalized ROCE	8.1	9.7	14.2	15.3	17.3
<b>Risk (x)</b>					
DE	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6
Net D/E	1.9	1.6	1.5	1.5	1.5
Net debt/EBITDA	4.5	2.6	2.2	2.1	1.9
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.11	0.20	0.29	0.34	0.41
Normalized EPS	0.11	0.20	0.29	0.34	0.41
EBITDA	0.54	0.68	0.80	0.88	0.98
Book value	1.77	1.92	2.04	2.14	2.27
Dividend	0.07	0.13	0.17	0.20	0.25
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	41.1	22.6	15.6	13.2	10.9
Norm P/E	41.0	22.6	15.6	13.2	10.9
P/BV	2.6	2.4	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	12.9	9.2	7.9	7.2	6.5
Dividend yield (%)	1.5	2.8	3.9	4.5	5.5

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>สำนักงานอัมมาลิงค์</b> 25 อาคารอัมมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>	<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>	<p><b>สาขา ประชาชีวะ</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</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 ถนนบรมหัตถทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p><b>สาขา สีลม 1</b> 130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p><b>สาขา เคียนหวน (สีลม 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</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 ชอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p><b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</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.อุดรธานี 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> 758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</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.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p><b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.หาดใหญ่ 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 สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p><b>สาขา ดรง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p><b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 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 ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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, EAJ, 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 และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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 ตุลาคม 2564) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC