

13 June 2023

Sector: Transport

MENA Transport

ขยายกองรถรองรับการก่อสร้างพื้นตัว+TWD เพิ่มการเติบโตใน
อนาคตอีกมาก

MENA TB

Recommendation	BUY
Current price	Bt1.87
Target price	Bt2.50
Upside/Downside	+34%
EPS revision	n.a.

Bloomberg target price	Bt3.02
Bloomberg consensus	Buy 3 / Hold 0 / Sell 0

Stock data

Stock price 1-year high/low	Bt1.26 / Bt2.84
Market cap. (Bt mn)	1,373
Shares outstanding (mn)	734
Avg. daily turnover (Bt mn)	40
Free float	41%
CG rating	Good
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights

FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	561	697	793	841
EBITDA	124	132	156	184
Net profit	33	51	68	85
EPS (Bt)	0.05	0.07	0.09	0.12
Growth	-16.7%	39.5%	32.4%	25.7%
Core EPS (Bt)	0.05	0.07	0.09	0.12
Growth	-16.7%	39.5%	32.4%	25.7%
DPS (Bt)	0.03	0.03	0.04	0.05
Div. yield	1.8%	1.6%	1.9%	2.4%
PER (x)	38.0	27.2	20.6	16.4
Core PER (x)	38.0	27.2	20.6	16.4
EV/EBITDA (x)	10.6	10.4	10.1	8.1
PBV (x)	1.5	1.6	1.6	1.5

Bloomberg consensus

Net profit	33	51	76	103
EPS (Bt)	0.05	0.07	0.10	0.14



Source: DAOL

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-13.3%	-15.6%	34.0%	18.1%
Relative to SET	-12.7%	-12.0%	38.2%	23.4%

Major shareholders

	Holding
1. Ms.Suwanna Kajonwuttidet	26.69%
2. Mr.Nathaphon Kajonwuttidet	25.75%
3. Mr.Somkiet Chatsakulwilai	4.78%

Analyst: Poonpat Chaikumhan, CFA (Reg. no. 038730)

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์ MENA ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 2.50 บาท อิงวิธี DCF (WACC 7.7%, TG 2.0%) MENA ประกอบธุรกิจขนส่งคอนกรีตผสมเสร็จ (Mixer) การขนส่งสินค้าด้วยรถลากจูง (Trailer) และรถบรรทุกอื่นๆ โดยเราชอบ MENA จาก 1) กำไรมีการเติบโตต่อเนื่องจากการขยายกองรถขนส่งอีกกว่า 100 คัน (จาก 624 คันในปี 2022) เพื่อรองรับปริมาณงานที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะโครงการขนาดใหญ่จากภาครัฐ และการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมก่อสร้างและเศรษฐกิจโดยรวมหลังโควิดคลี่คลาย และ 2) การเติบโต TWD (MENA ถือหุ้น 35%/CBG 75%) ในการขนส่งสินค้าให้กลุ่มคาราบาว โดยเริ่มต้นที่ร้านค้าในเครือ “CJ” และ “ถูกดี มีมาตรฐาน” ในปี 2023E ซึ่งมีโอกาสเติบโตอีกจากการขยายบริการขนส่งสินค้าอื่นของกลุ่มคาราบาวตามจุดส่งสินค้าต่างๆ รวมถึงการขนส่งข้ามแดน ซึ่งช่วยเพิ่มโอกาสในการเติบโตในอนาคตอีกมาก

เราประเมินกำไรสุทธิปี 2023E-24E ที่ 68 ล้านบาท และ 85 ล้านบาท เติบโต +30% CAGR2022-24E หนุนโดยการขยายกองรถและส่วนแบ่งกำไรจาก TWD ที่เพิ่มขึ้นตามการขยายธุรกิจของกลุ่มคาราบาว โดยประเมินรายได้ปี 2023E-24E 793 ล้านบาท (+14% YoY) และ 841 ล้านบาท (+6% YoY) ตามลำดับ ในขณะที่ blended GPM ประเมินที่ระดับ 16.5-16.8% ด้านส่วนแบ่งกำไรจาก TWD ในปี 2023E-24E ประเมินที่ 12 ล้านบาท และ 25 ล้านบาท ตามลำดับ ภายใต้สมมติฐานรายได้ปี 2023E-24E ที่ 500 ล้านบาท และ 700 ล้านบาท ings net margin ที่ 10%

ราคาหุ้น outperform SET +38% ใน 6 เดือน อย่างไรก็ตาม เราแนะนำ “ซื้อ” เราเชื่อว่าผลประโยชน์ที่อยู่มาวะเติบโตจะทำให้ราคาหุ้น outperform SET ได้ในระยะยาว โดย ณ ราคาดังกล่าวจะคิดเป็น Forward PER ที่ 26x ใกล้เคียงอัตราการใช้เงินปันผลในช่วง CAGR22-24E ที่ 25 (PEG 0.9x)

Event: Initial Coverage

□ ขยายกองรถเชิงรุกรับอุตสาหกรรมพื้นตัว จากภาวะอุตสาหกรรมก่อสร้างและเศรษฐกิจฟื้นตัวทำให้ความต้องการขนส่งสินค้าของกลุ่มลูกค้าผู้ผลิตปูน รวมถึงสินค้าอาหารสดและกลุ่มผู้ประกอบการคู่ค้าที่มีเพิ่มมากขึ้น ซึ่งบริษัทประเมินต้องขยายกองรถรองรับความต้องการดังกล่าวในปี 2023E แบ่งเป็น Mixer +46 คัน (จาก 473 คัน) รถควบคุมอุณหภูมิ +11 คัน (จาก 14 คัน) และรถขนอาหารสัตว์ +20 คัน (จาก 11 คัน) โดยเราประเมินหนุนรายได้รวมปี 2023E เติบโต +14% YoY

□ ร่วมทุน TDM หนุนการเติบโตในอนาคต ระดมทุน 270 ล้านบาท ให้บริการขนส่งสินค้าที่จะกระจายไปยังทั่วภูมิภาคภายในประเทศให้กับคาราบาวกรุ๊ป โดยทางบริษัทจะเข้าทำการถือหุ้น 35% ตั้งเป้ารายได้ปี 2023E ที่ 500 ล้านบาท และขึ้นสู่ระดับ 1,000 ล้านบาทภายใน 3 ปี โดย key drivers มาจาก 1) ให้บริการขนส่งกับกลุ่ม CJ ซึ่งปัจจุบันมีมากกว่า 1,000 สาขา และมีแผนขยายเป็น 2,000 สาขา ภายใน 3 ปี 2) การให้บริการขนส่งกับร้าน ถูกดี มีมาตรฐาน โดยมีสาขาในปัจจุบันกว่า 5,000 สาขา และมีแผนขยายให้ถึง 10,000 สาขา ภายใน 3 ปี นอกจากนี้ยังมีบริการอื่นๆที่มีโอกาสตามมา เช่น บริการขนส่งสินค้าของกลุ่มคาราบาวตามจุดส่งสินค้าต่างๆรวมถึงการขนส่งข้ามแดน

□ ประเมินกำไรปี 2023E-24E อยู่ในขาขึ้น เราประเมินกำไรสุทธิปี 2023E-24E ที่ 68 ล้านบาท และ 85 ล้านบาท เติบโต +32% YoY และ +26% YoY ตามลำดับ หนุนโดยการขยายกองรถภายใต้ภาวะอุตสาหกรรมที่ฟื้นตัว และส่วนแบ่งกำไรจาก TWD ที่เพิ่มขึ้นตามการขยายธุรกิจของกลุ่มคาราบาว โดยประเมินรายได้ปี 2023E-24E 793 ล้านบาท (+14% YoY) และ 841 ล้านบาท (+6% YoY) ตามลำดับ ในขณะที่ blended GPM ประเมินที่ระดับ 16.5-16.8% หลังทิศทางต้นทุนพลังงานมีแนวโน้มมีเสถียรภาพมากขึ้น ด้านส่วนแบ่งกำไรจาก TWD ในปี 2023E-24E ประเมินที่ 12 ล้านบาท และ 25 ล้านบาท ตามลำดับ ภายใต้สมมติฐานรายได้ปี 2023E-24E ที่ 500 ล้านบาท และ 700 ล้านบาท และ net margin ที่ 10% (MENA ถือหุ้น 35%)

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC 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 decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Valuation/Catalyst/Risk

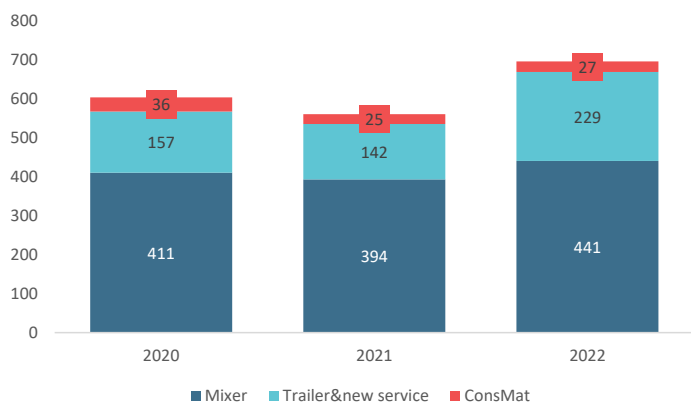
ประเมินราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 2.50 บาท/หุ้น อิงวิธี DCF (WACC 7.7%, TG 2.0%) โดย ณ ราคาดังกล่าวจะคิดเป็น Forward PER ที่ 27x ใกล้เคียงอัตราการเติบโตของกำไรในช่วง CAGR22-24E ที่ 30x (PEG 0.9x) key catalyst คือการขยายตัวของเศรษฐกิจ ในขณะที่ความเสี่ยงคือความผันผวนของราคาน้ำมันและการปรับขึ้นค่าแรง แต่ประเมินจะเป็นเพียง short term impact เพราะสามารถผลักดันต้นทุนดังกล่าวไปให้ลูกค้าได้

KEY HIGHLIGHTS

□ ขยายกองรถให้บริการขนส่ง รองรับต่อความต้องการที่เพิ่มขึ้น

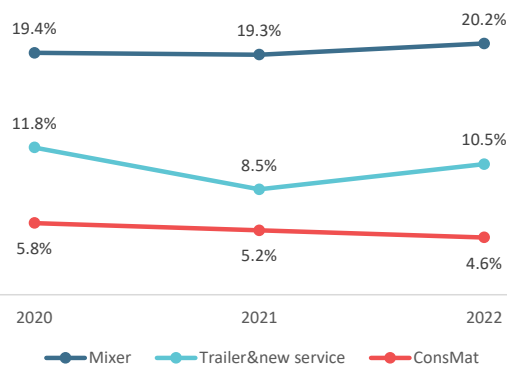
บริษัทอยู่ระหว่างการขยายกองรถให้บริการขนส่งเพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มขึ้นทั้งในส่วนของผู้ประกอบการก่อสร้าง รวมไปถึงการขนส่งในเชิงพาณิชย์อื่นๆ โดยปัจจุบันบริษัทมีรถขนส่งรวมทั้งสิ้น 624 คัน (สิ้นปี 2022 และจะมีโอนเข้า TWD 58 คันใน 2Q23E) รองรับทั้งการขนส่งคอนกรีตผสมเสร็จ (Mixer) การขนส่งสินค้าด้วยรถลากจูง (Trailer) และรถบรรทุกอื่นๆ ได้แก่ รถคลุมอุโมงค์ และรถอาหารสัตว์ โดยมีเป้าหมายในการขยายกองรถอีกราว 100 คัน ในปี 2023E เพื่อรองรับอุตสาหกรรมที่ฟื้นตัว โดยมีการคาดการณ์ว่าอุตสาหกรรมก่อสร้างจะสามารถฟื้นตัวได้ในระดับ +5% YoY หนุนโดยโครงการของภาครัฐและเอกชน ในขณะที่ GDP คาดว่าจะฟื้นตัวได้ในกรอบ 2.7-3.7% YoY โดยมีปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว การขยายตัวของการอุปโภคบริโภคภายในประเทศ และการลงทุนของภาคเอกชนและภาครัฐ

Fig 1: MENA revenue breakdown



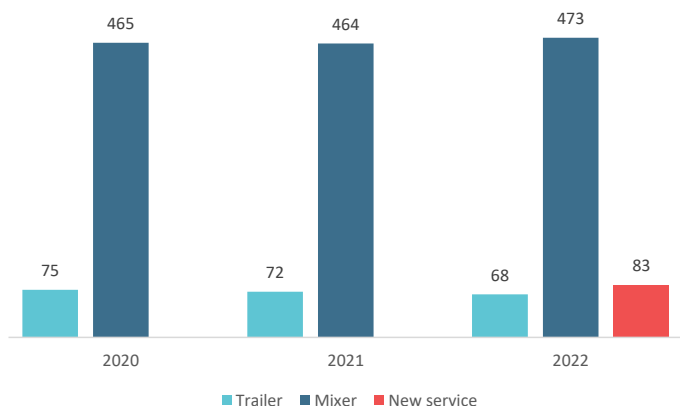
Source: Company, DAOL

Fig 2: MENA GPM breakdown



Source: Company, DAOL

Fig 3: Number of fleet (units)



Source: Company, DAOL

Fig 4: Fleet example



Source: Company, DAOL

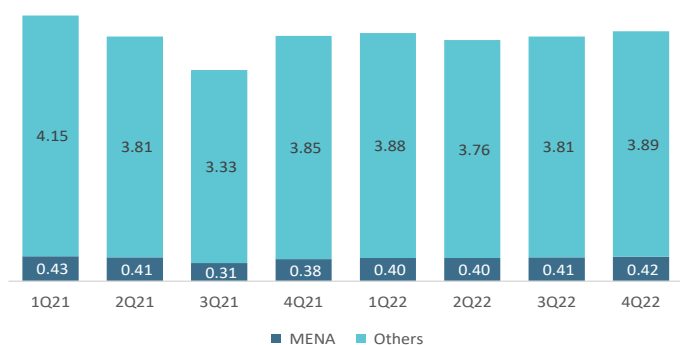
□ อุตสาหกรรมกำลังฟื้นตัวทั้งอุตสาหกรรมก่อสร้างและเศรษฐกิจโดยรวม

แนวโน้มตลาดคอนกรีตผสมเสร็จฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องหลังจากสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลายลง (ปิดแคมป์แรงงานเป็นจุดต่ำสุดใน 3Q64) สอดคล้องกับการขนส่งของ MENA ซึ่งฟื้นตัวอย่างน่าประทับใจในปี 2022 +7% YoY ส่วนตลาดฟื้นตัวราว +2% YoY

ในขณะที่ปี 2023E อุตสาหกรรมก่อสร้างมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องได้ดี อิงข้อมูลจาก GSB research คาดอุตสาหกรรมดังกล่าวเติบโตในระดับ 4.5-5.5% หนุนโดยการลงทุนโครงการ Mega Projects ด้านคมนาคมซึ่งคาดว่าจะมีการประมูลในปี 2023E กว่า 1.2 แสนล้านบาท ในขณะที่สภาพัฒนาฯ คาดมีการเบิกจ่ายงบลงทุนในปีดังกล่าวกว่า 8.3 หมื่นล้านบาท รวมถึงโครงการที่เกี่ยวข้องกับ EEC จะเร่งตัวขึ้น นอกจากนี้ในภาคเอกชนสำหรับก่อสร้าง คาดมีโครงการใหม่่ออกมาอีกมาก อิงโครงการที่หลายบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ (SIRI, ORI, SPALI, PSH, LPN, QH) ตั้งเป้าจะลงทุนในปีนี้มีมูลค่ารวมสูงกว่า 2.1 แสนล้านบาท (+42% YoY)

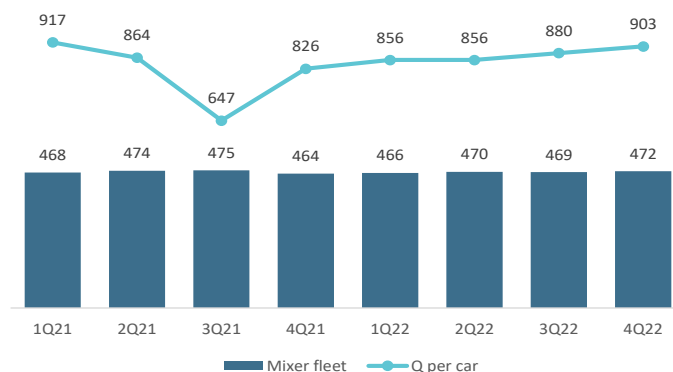
ภาพรวมอุตสาหกรรมดีทำให้ MENA ตั้งเป้าขยายกองรถในส่วนของการขนส่งคอนกรีตผสมเสร็จเชิงรุกมากขึ้นอีกราว 46 คัน หนุนจำนวนกองรถประเภทดังกล่าว ณ สิ้นปี 2023E ที่ระดับ 518 คัน

Fig 5: Thailand ready-mixed concrete market (mn, cubic meter)



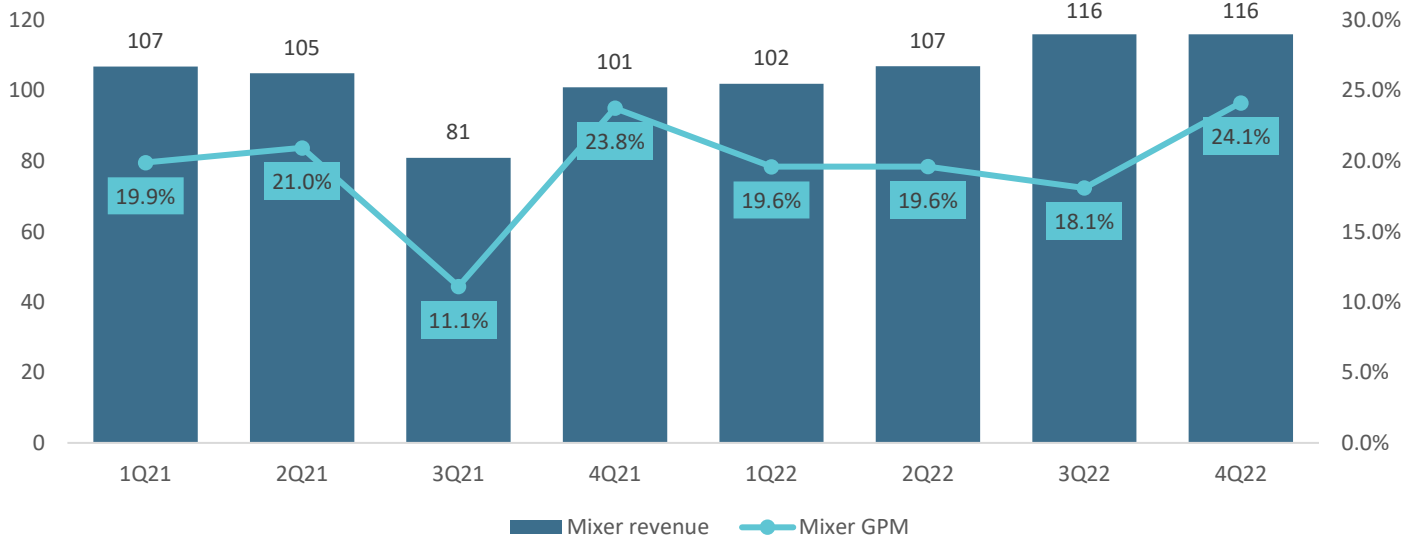
Source: Company, DAOL

Fig 6: MENA ready-mixed concrete stats



Source: Company, DAOL

Fig 7: MENA mixer fleet revenue profile



Source: Company

Fig 8: Top 10 big projects on going in Thailand

โครงการ	หน่วยงาน	วงเงินอนุมัติดำเนินการ (ลบ.)	ประมาณการเบิกจ่าย (ลบ.)	อัตราเบิกจ่ายสะสม
โครงการความร่วมมือรถไฟฟ้าความเร็วสูงไทย-จีน ช่วงกรุงเทพฯ-หนองคาย (ระยะที่ 1)	รฟท.	143,281	18,138	60%
โครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วง	รฟม.	91,974	10,647	74%
โครงการระบบส่งและจำหน่าย	กฟภ.	28,586	10,552	13%
โครงการทางพิเศษสายพระราม 3-ดาวคะนอง-วงแหวนรอบนอก กทม. ด้านตะวันตก	กทพ.	20,767	8,608	44%
โครงการก่อสร้างทางรถไฟสายบ้านไผ่-มหาสารคาม-ร้อยเอ็ด-มุกดาหาร-นครพนม	รฟท.	61,273	7,499	9%
โครงการพัฒนาพื้นที่สวนขยายศูนย์ราชการเฉลิมพระเกียรติ ๗๕ ปี จ.นครราชสีมา	รฟท.	17,344	6,129	14%
แผนปรับปรุงระบบจำหน่ายพลังงานไฟฟ้า	กฟน.	15,494	5,864	12%
โครงการสร้างทางรถไฟสายเด่นชัย-เชียงใหม่-เชียงใหม่	รฟท.	76,369	5,753	33%
โครงการปรับปรุงกิจการประปาหลักครั้งที่ 9	กปน.	28,143	5,460	41%
โครงการโรงไฟฟ้าแม่เมาะทดแทน เครื่องที่ 8-9	กฟผ.	42,557	5,296	0%

Source: NESDC, DAOL

Fig 9: Big potential projects in 2023E

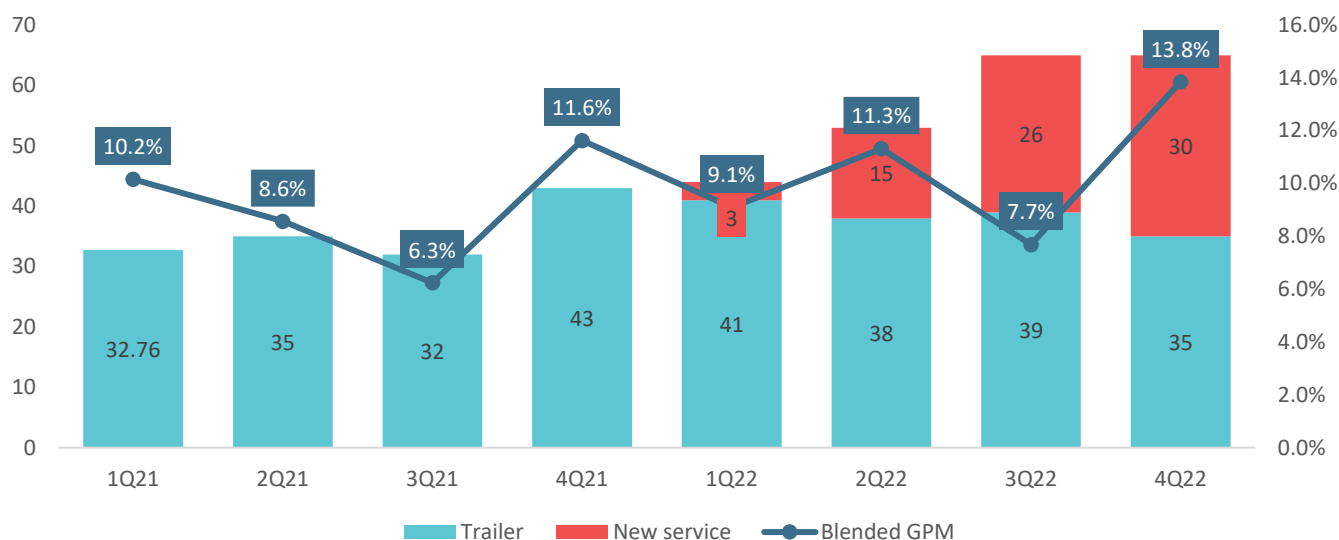
โครงการ	วงเงิน (ลบ.)	สถานะ
มอเตอร์เวย์ ต่อขยาย เชื่อมต่อสนามบินอู่ตะเภา	4,508	เตรียมประมูล
มอเตอร์เวย์ ต่อขยาย ดอนเมือง-โกลด์เวย์	28,700	รอเสนอ ครม.
มอเตอร์เวย์ นครปฐม-ชะอำ	79,006	ทบทวนการศึกษา
มอเตอร์เวย์ บางขุนเทียน-บางบัวทอง	56,035	เตรียมประมูล
ทางด่วน กะรุ-ป่าตอง	14,470	ประมูลแล้ว
ทางด่วน เมืองใหม่-เกาะแก้ว-กะรุ	30,896	ทบทวนการศึกษา
สะพานเชื่อมเกาะสันตา	1,850	เตรียมประมูล
สะพานข้ามทะเลสาบสงขลา	4,829	เตรียมประมูล
พัฒนาท่าอากาศยานดอนเมือง ระยะที่ 3	36,830	เตรียมประมูล
พัฒนาท่าอากาศยานระนอง	750	เตรียมประมูล
พัฒนาท่าอากาศยานภูเก็ต ระยะที่ 2	6,211	ออกแบบรายละเอียด
ท่าอากาศยานใหม่ จ.มุกดาหาร	41,043	ศึกษาออกแบบ
ท่าอากาศยานใหม่ จ.บึงกาฬ	41,042	ศึกษาออกแบบ
รถไฟสีแดง ดิ่งชัน-ศาลายา	10,670	รอเสนอ ครม.
รถไฟสีแดง ดิ่งชัน-ศิริราช	4,694	รอเสนอ ครม.
รถไฟสีแดง รางสี-ม.ธรรมศาสตร์รังสิต	6,469	รอเสนอ ครม.
รถไฟสีแดง บางซื่อ-พญาไท-หัวหมาก และ บางซื่อ-หัวลำโพง	47,000	อยู่ระหว่างปรับแบบ

Source: Ministry of Transport, DAOL

ในขณะที่เศรษฐกิจโดยรวมในประเทศมีแนวโน้มฟื้นตัวด้วยเช่นกัน จึงประมาณการจาก NESDC คาด GDP ขยายตัวในระดับ 2.7-3.7% ในปี 2023E หนุนโดยการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยว การขยายตัวของการอุปโภคบริโภคภายในประเทศ และการลงทุนของภาคเอกชนและภาครัฐ

ทำให้บริษัทเตรียมขยายกองรถในส่วนบริการใหม่เพิ่มเติม ประกอบด้วยรถควบคุมอุณหภูมิเพิ่มขึ้น 10 คัน (รวม 24 คัน) และรถขนอาหารสัตว์อีก 20 คัน (รวม 31 คัน)

Fig 10: Trailer and New service revenue profile



Source: Company

□ จัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับ บริษัท ตะวันแดงโลจิสติกส์ (TWD) รองรับรถเตปโตในอนาคต

บริษัทร่วมลงทุนกับ บริษัท ตะวันแดงโลจิสติกส์ (TWD) ในการจัดตั้งบริษัท ทีดีเอ็ม โลจิสติกส์ จำกัด หรือ TDM ร่วมกันระดมทุนรวมกว่า 270 ล้านบาท ในการให้บริการขนส่งสินค้าที่จะกระจายไปยังทั่วประเทศให้กับคาราวาญรูป โดยทางบริษัทจะเข้าทำการถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 35%

ตั้งเป้ารายได้ปี 2023E ที่ 500 ล้านบาท และขึ้นสู่ระดับ 1,000 ล้านบาทภายใน 3 ปี และเพิ่มกองรถจากปัจจุบันราว 400 คัน เป็น 900 คัน โดย key drivers มาจาก 1) ให้บริการขนส่งกับกลุ่ม CJ ซึ่งปัจจุบันมีมากกว่า 1,000 สาขา และมีแผนขยายเป็น 2,000 สาขา ภายใน 3 ปี 2) การให้บริการขนส่งกับร้าน ถูกดี มีมาตรฐาน โดยมีสาขาในปัจจุบันกว่า 5,000 สาขา และมีแผนขยายให้ถึง 10,000 สาขา ภายใน 3 ปี นอกจากนี้ยังมีบริการอื่นๆที่มีโอกาสตามมา เช่น บริการขนส่งสินค้าของกลุ่มคาราวาญตามจุดส่งสินค้าต่างๆรวมถึงการขนส่งข้ามแดน

Fig 11: Example of supermarket under Carabao group



Source: Company, DAOL

Fig 12: Example of supermarket under Carabao group



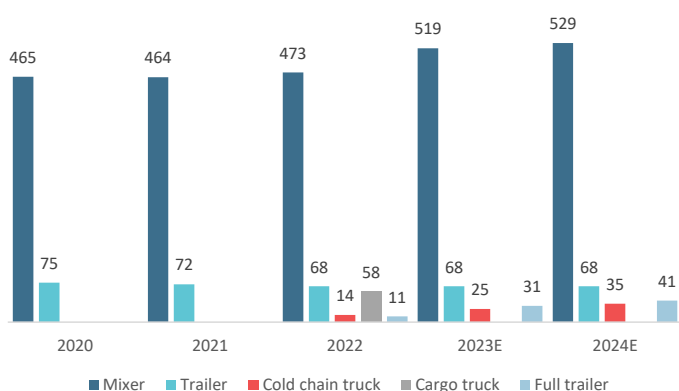
Source: Company, DAOL

□ กำไรปี 2023E-24E อยู่ในขาขึ้น

เราประเมินกำไรสุทธิปี 2023E-24E ที่ 68 ล้านบาท และ 85 ล้านบาท เติบโต +32% YoY และ +26% YoY ตามลำดับ หนุนโดยการขยายกองรถภายใต้ภาวะอุตสาหกรรมที่ฟื้นตัว และส่วนแบ่งกำไรจาก TWD ที่เพิ่มขึ้นตามการขยายธุรกิจของกลุ่มคาราบาว

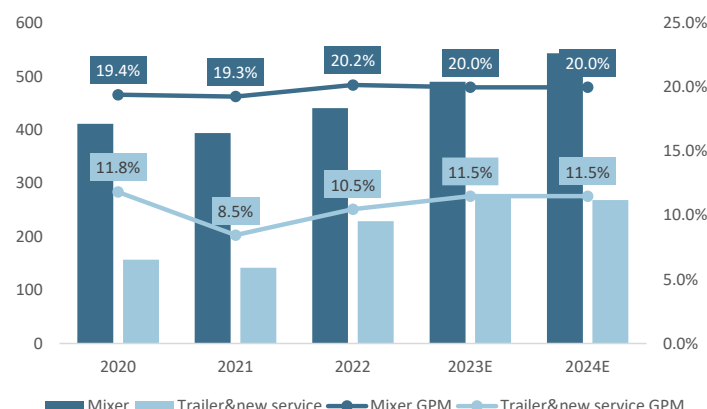
โดยประเมินรายได้ปี 2023E-24E 793 ล้านบาท (+14% YoY) และ 841 ล้านบาท (+6% YoY) ตามลำดับ ในขณะที่ blended GPM ประเมินที่ระดับ 16.5-16.8% หลังทิศทางต้นทุนพลังงานมีแนวโน้มมีเสถียรภาพมากขึ้น ด้านส่วนแบ่งกำไรจาก TWD ในปี 2023E-24E ประเมินที่ 12 ล้านบาท และ 25 ล้านบาท ตามลำดับ ภายใต้สมมติฐานรายได้ปี 2023E-24E ที่ 500 ล้านบาท และ 700 ล้านบาท และ net margin ที่ 10% (MENA ถือหุ้น 35%)

Fig 13: Number of fleet



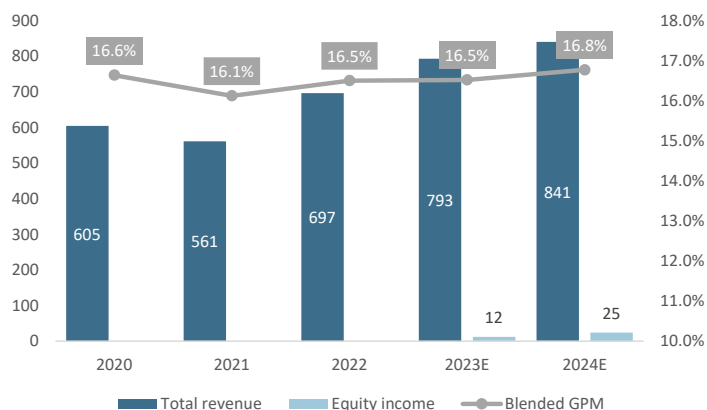
Source: Company, DAOL

Fig 14: Revenue and GPM breakdown



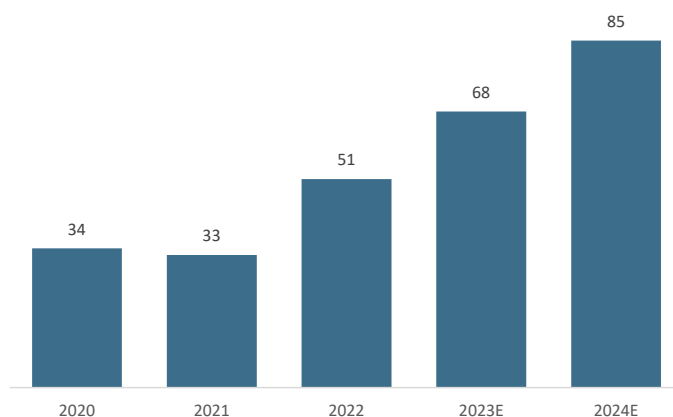
Source: Company, DAOL

Fig 15: Overall revenue and blended GPM



Source: Company, DAOL

Fig 16: Net profit



Source: Company, DAOL

□ Valuation

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 2.50 บาท/หุ้น ซึ่งวิธี DCF (WACC 7.7%, TG 2.0%) โดย ณ ราคาดังกล่าวจะคิดเป็น Forward PER ที่ 27x ใกล้เคียงอัตราการเติบโตของกำไรในช่วง CAGR22-24E ที่ 30x (PEG 0.9x) key catalyst คือการขยายตัวของเศรษฐกิจ ในขณะที่ความเสี่ยงคือความผันผวนของราคาน้ำมันและการปรับขึ้นค่าแรง แต่ประเมินจะเป็นเพียง short term impact เพราะสามารถผลักดันหุ้นดังกล่าวไปให้สูงกว่านี้ได้

Fig 17: DCF sensitivity analysis

		WACC							
		5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	7.7%	8.0%	8.5%	9.0%
Terminal growth	1.0%	3.39	3.00	2.68	2.41	2.10	1.99	1.83	1.68
	1.5%	3.84	3.35	2.97	2.65	2.28	2.16	1.97	1.80
	2.0%	4.41	3.80	3.32	2.93	2.50	2.36	2.14	1.95
	2.5%	5.18	4.37	3.76	3.28	2.76	2.59	2.33	2.11
	3.0%	6.25	5.13	4.32	3.72	3.07	2.87	2.56	2.31
	3.5%	7.87	6.19	5.07	4.28	3.46	3.21	2.84	2.54

Source: Company, DAOL

Fig 18: PER band



Source: Company, DAOL

Quarterly income statement

(Bt mn)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
Sales	156	167	186	188	193
Cost of sales	(131)	(140)	(160)	(151)	(158)
Gross profit	25	27	26	37	35
SG&A	(15)	(16)	(14)	(15)	(15)
EBITDA	30	32	32	39	33
Finance costs	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)
Core profit	9	11	11	20	15
Net profit	9	11	11	20	15
EPS	0.01	0.02	0.02	0.03	0.02
Gross margin	15.8%	16.4%	14.0%	19.7%	18.3%
EBITDA margin	19.0%	18.8%	17.0%	20.8%	17.2%
Net profit margin	5.7%	6.7%	6.1%	10.5%	7.9%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Cash & deposits	7	84	25	30	30
Accounts receivable	89	103	125	142	151
Inventories	2	3	5	5	5
Other current assets	1	101	100	100	100
Total cur. assets	99	290	255	277	286
Investments	0	0	0	0	0
Fixed assets	385	532	588	818	783
Other assets	433	239	319	319	319
Total assets	917	1,061	1,161	1,414	1,387
Short-term loans	0	0	0	202	119
Accounts payable	58	62	73	83	88
Current maturities	24	4	0	0	0
Other current liabilities	99	45	56	56	56
Total cur. liabilities	181	111	130	342	264
Long-term debt	8	4	0	0	0
Other LT liabilities	130	124	178	179	179
Total LT liabilities	138	128	178	179	179
Total liabilities	319	239	308	521	443
Registered capital	367	367	367	367	367
Paid-up capital	275	367	367	367	367
Share premium	120	242	242	242	242
Retained earnings	203	213	245	285	336
Others	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Shares' equity	598	822	853	893	944

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Net profit	34	33	51	68	85
Depreciation	93	78	65	63	68
Chg in working capital	7	(11)	(13)	(7)	(4)
Others	(29)	(11)	0	(1)	0
CF from operations	105	89	103	123	150
Capital expenditure	(1)	(24)	(205)	(293)	(33)
Others	(10)	(6)	6	0	0
CF from investing	(11)	(30)	(199)	(293)	(33)
Free cash flow	94	58	(97)	(170)	117
Net borrowings	(92)	(79)	59	202	(83)
Equity capital raised	0	214	0	0	0
Dividends paid	0	(22)	(22)	(27)	(34)
Others	4	(94)	0	0	0
CF from financing	(88)	19	38	175	(117)
Net change in cash	6	77	(59)	5	0

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales	605	561	697	793	841
Cost of sales	(504)	(471)	(582)	(662)	(700)
Gross profit	101	91	115	131	141
SG&A	(62)	(55)	(59)	(62)	(64)
EBITDA	141	124	132	156	184
Depre. & amortization	93	78	65	63	68
Equity income	0	0	0	12	25
Other income	10	12	11	11	14
EBIT	48	47	67	93	116
Finance costs	(14)	(8)	(7)	(13)	(16)
Income taxes	(0)	(6)	(9)	(12)	(15)
Net profit before MI	34	33	51	68	85
Minority interest	0	0	0	0	0
Core profit	34	33	51	68	85
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	34	33	51	68	85

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2020E	2021	2022	2023E	2024E
Growth YoY					
Revenue	-12.3%	-7.2%	24.1%	13.9%	6.0%
EBITDA	-8.3%	-11.9%	6.0%	18.2%	18.2%
Net profit	-9.2%	-4.9%	57.4%	32.4%	25.7%
Core profit	-9.2%	-4.9%	57.4%	32.4%	25.7%
Profitability ratio					
Gross profit margin	16.6%	16.1%	16.5%	16.5%	16.8%
EBITDA margin	23.3%	22.1%	18.9%	19.6%	21.9%
Core profit margin	5.7%	5.8%	7.3%	8.5%	10.1%
Net profit margin	5.7%	5.8%	7.3%	8.5%	10.1%
ROA	3.7%	3.1%	4.4%	4.8%	6.1%
ROE	5.7%	4.0%	6.0%	7.6%	9.0%
Stability					
D/E (x)	0.53	0.29	0.36	0.58	0.47
Net D/E (x)	0.04	(0.09)	(0.03)	0.19	0.09
Interest coverage ratio	0.29	0.17	0.10	0.14	0.13
Current ratio (x)	0.54	2.61	1.96	0.81	1.08
Quick ratio (x)	0.53	1.67	1.15	0.50	0.69
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.06	0.05	0.07	0.09	0.12
Core EPS	0.06	0.05	0.07	0.09	0.12
Book value	1.05	1.26	1.16	1.22	1.29
Dividend	0.00	0.03	0.03	0.04	0.05
Valuation (x)					
PER	31.67	38.00	27.25	20.58	16.37
Core PER	31.67	38.00	27.25	20.58	16.37
P/BV	1.81	1.50	1.63	1.56	1.48
EV/EBITDA	10.06	10.61	10.40	10.06	8.07
Dividend yield	0.0%	1.8%	1.6%	1.9%	2.4%

Corporate governance report of Thai listed companies 2022

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เผยแพร่ต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งไม่ได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทร่วมกับบริษัท มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องได้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งานการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการบริหาร และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.

❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.

❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC 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 decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 10