

PRTR GROUP PRTR TB
THAILAND / PROFESSIONAL SERVICES

FROM

ผู้ให้บริการด้านทรัพยากรบุคคลครบวงจร

TARGET PRICE

THB9.00

- มีประสบการณ์ในธุรกิจ Outsource และ Recruitment กว่า 30 ปี มีลูกค้าในหลากหลายธุรกิจ มีบริการครบวงจร
- เติบโตไปพร้อมกับความนิยมของการจัดจ้างบุคลากรแบบ Outsource
- คาดการณ์โตเฉลี่ย 21.9% CAGR (2023-25) ราคาเป้าหมาย 9 บาท (P/E 22 เท่า)

ให้บริการ Outsource และ Recruitment ด้วยประสบการณ์กว่า 30 ปี

PRTR ประกอบธุรกิจบริหารและจัดจ้างพนักงาน (Outsourcing Service) และธุรกิจสรรหาบุคลากร (Recruitment Service) มีประสบการณ์ในธุรกิจกว่า 30 ปี มีลูกค้าในหลากหลายธุรกิจ มีจุดเด่นในด้านคุณภาพการให้บริการ และศักยภาพในการให้บริการแบบครบวงจร ตั้งแต่การจัดหาและจัดจ้างพนักงาน บริหารและจัดการทรัพยากรบุคคลในเรื่องต่างๆ บริษัทมีแผนขยายฐานลูกค้าและฐานรายได้ด้วยการเข้าสู่ธุรกิจให้บริการฝึกอบรมแบบออนไลน์ผ่านแพลตฟอร์มและออฟไลน์ (Blacksmith) และธุรกิจการให้บริการแพลตฟอร์มหางานออนไลน์ (Nexmove) เพื่อรองรับความต้องการของลูกค้า

แนวคิดการจัดจ้างบุคลากรแบบ Outsource ได้รับความนิยมมากขึ้น

แนวคิดการจัดจ้างบุคลากรแบบ Outsource ได้รับความนิยมมากขึ้นเรื่อยๆ เนื่องจากช่วยลดต้นทุนและค่าใช้จ่ายของธุรกิจ ช่วยหาพนักงานได้ในระยะเวลาอันสั้น ลดความเสี่ยงในการทำงานที่ไม่ต่อเนื่อง ช่วยจัดหาบุคลากรใหม่มารับช่วงต่อได้ทันที และในบางกรณีที่มีบางธุรกิจต้องการริเริ่มทำสิ่งใหม่ บุคลากรภายในองค์กรยังไม่มีความรู้ความสามารถมากพอหรือไม่ได้เชี่ยวชาญเฉพาะด้าน การใช้บริการ Outsource จึงเป็นทางเลือกหนึ่งที่ทำให้องค์กรได้พนักงานชั่วคราวที่มีความชำนาญในด้านนั้นๆ

คาดการณ์กำไรสุทธิขยายตัว 21.9% CAGR (2023-2025)

เราคาดการณ์กำไรสุทธิในปี 2023-2025 ขยายตัวเฉลี่ย 21.9% CAGR จากรายได้ที่คาดเติบโตเฉลี่ย 10.8% CAGR ธุรกิจ Outsource ยังคงเป็นรายได้หลัก มีสัดส่วนใกล้เคียงเดิม 94%-95% ของรายได้รวม และคาดการณ์กำไรขั้นต้นใกล้เคียงในอดีตคือ 7%-8% การเติบโตดังกล่าวมาจากการขยายตัวของเศรษฐกิจในประเทศ การขยายฐานลูกค้า การเพิ่มบริการใหม่ เช่นคอร์สออนไลน์ และแพลตฟอร์มหางานออนไลน์ รวมถึงการมี JMART เป็นพันธมิตร เชื่อว่าเป็นประโยชน์กับบริษัทในด้าน Outsource และ Recruitment

ประเมินมูลค่าที่เหมาะสมปี 2023 ที่ 9 บาท

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2023 ที่ 9.00 บาท อิง PE 22 เท่า หรือ PEG 1 บนคาดการณ์อัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ 21.9% CAGR (2023-2025) ทั้งนี้ ในตลาดหลักทรัพย์ มี 2 หลักทรัพย์ที่มีธุรกิจใกล้เคียงกับ PRTR คือ SO และ ETE ซึ่งไม่มีค่า Forward P/E ขณะที่ผู้ประกอบการในต่างประเทศมีค่า P/E 15.1 เท่าในปี 2023 แต่การเติบโตของกำไรต่ำกว่า PRTR

KEY STOCK DATA

| YE Dec (THB m) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------|-------|--------|--------------------------|--------|
| Revenue | 5,556 | 6,076 | 6,909 | 7,683 |
| Net profit | 183 | 200 | 241 | 303 |
| EPS (THB) | 9.17 | 0.45 | 0.40 | 0.51 |
| EBITDA | 247 | 266 | 311 | 385 |
| Core net profit | 183 | 200 | 241 | 303 |
| Core EPS (THB) | 9.17 | 0.45 | 0.40 | 0.51 |
| EPS growth (%) | 50.5 | (95.1) | (9.9) | 26.1 |
| Net debt/Equity (%) | 123.7 | 44.1 | (21.4) | (8.3) |
| ROE (%) | 58.1 | 41.9 | 21.7 | 19.1 |
| Mkt cap (USD m) | | | | 211 |
| Free float (%) | | | | 25 |
| Major shareholder | | | Mahagitsiri Family (24%) | |
| Issued shares (m) | | | | 450.00 |

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

PRTR's IPO summary

| รายละเอียด | |
|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Pre-IPO shares | 450 ล้านหุ้น |
| Share offering | 150 ล้านหุ้น คิดเป็น 25.00% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO |
| Use of proceeds | 1) ชำระคืนหนี้เงินกู้ 2) สำรองเป็นเงินทุนหมุนเวียน 3) ลงทุนในโครงการในอนาคตซึ่ง PRTR จะเปิดเผยใน Filing ต่อไป |
| Blackout date | 21 ก.พ. - 10 มี.ค. 2023 |
| Financial advisor | KGI Securities (Thailand) PCL |

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY JOIN AS A CO-UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF PRTR GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF PRTR BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY KGI SECURITIES (THAILAND)



Jitra Amorntum

jitra.a@fssia.com
+66 2646 9966

สารบัญ

| | |
|-------------------------------------------|----|
| แผนการขาย IPO และนโยบายการจ่ายปันผล | 3 |
| ลักษณะการประกอบธุรกิจ | 5 |
| โครงสร้างรายได้และต้นทุนบริการ..... | 8 |
| อุตสาหกรรมและการแข่งขัน..... | 10 |
| ประเด็นการลงทุน..... | 11 |
| วัตถุประสงค์ในการใช้เงิน..... | 13 |
| การประมาณการผลประกอบการ..... | 14 |
| การประเมินมูลค่าหุ้น | 16 |
| ปัจจัยเสี่ยง..... | 17 |

แผนการขาย IPO และนโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทมีแผนขายหุ้นสามัญจำนวน 150 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 0.5 บาท/หุ้น) คิดเป็น 25% ของหุ้นสามัญที่ชำระแล้วหลัง IPO โดยภายหลัง IPO แล้วเสร็จบริษัทจะมีจำนวนหุ้นทั้งหมด 600 ล้านหุ้น เพิ่มขึ้นจาก 450 ล้านหุ้น และมีทุนจดทะเบียนหลัง IPO เพิ่มขึ้นเป็น 300 ล้านบาท

ทั้งนี้ ณ วันแรกที่หุ้นของ PRTR ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ คุณพอล เดวิด ซอนดี และกลุ่มคุณจรรุวรรณ จะขายหุ้นรวมจำนวน 101.14 ล้านหุ้นบนกระดานรายใหญ่ (Big lot) ในราคา IPO ให้แก่นักลงทุน 3 รายได้แก่ 1) JMART จำนวน 90.00 ล้านหุ้น 2) บุคคลที่เกี่ยวข้องของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จำนวน 10.02 ล้านหุ้น และ 3) คุณนลินทิพย์ แก้วอำไพ ซึ่งเป็นพนักงานของบริษัทฯ จำนวน 1.12 ล้านหุ้น

Exhibit 1: โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อนและหลัง IPO

| | รายชื่อผู้ถือหุ้น | ก่อน IPO | | หลัง IPO | |
|---------------------------------|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | | (ล้านหุ้น) | (%) | (ล้านหุ้น) | (%) |
| กลุ่มคุณริศรา เจริญพานิช | | | | | |
| 1 | คุณริศรา เจริญพานิช | 96.35 | 21.40 | 96.35 | 16.10 |
| 2 | คุณสมศักดิ์ อธิชัยตระกูล | - | - | 10.02 | 1.70 |
| กลุ่มคุณจรรุวรรณ | | | | | |
| 3 | คุณจรรุวรรณ พานิชเจริญ | 51.10 | 11.40 | 23.39 | 3.90 |
| 4 | คุณริชาร์ด ฮิวจ์ เบนเนต | 49.41 | 11.00 | 21.70 | 3.60 |
| ผู้ถือหุ้นรายอื่น ๆ | | | | | |
| 5 | คุณอรุณี เกตุทวี | 85.41 | 19.00 | 85.41 | 14.20 |
| 6 | คุณพอล เดวิด ซอนดี | 82.91 | 18.40 | 37.19 | 6.20 |
| 7 | คุณลักษณะ เต็นดี | 46.89 | 10.40 | 46.89 | 7.80 |
| 8 | คุณเดวิด พอลลอค | 14.58 | 3.20 | 14.58 | 2.40 |
| 9 | คุณบงกช พัชรภัก | 7.61 | 1.70 | 7.61 | 1.30 |
| 10 | คุณจริยา บุญพิทักษ์สถิตย์ | 4.50 | 1.00 | 4.50 | 0.80 |
| 11 | คุณสุกัญญา รุ่งแจ้ง | 4.50 | 1.00 | 4.50 | 0.80 |
| 12 | คุณสตีฟ โรมส์ รัตน์ | 2.25 | 0.50 | 2.25 | 0.40 |
| 13 | คุณนริตา อุดลย์แก้วผลึก | 2.25 | 0.50 | 2.25 | 0.40 |
| 14 | คุณภักพงษ์ รัตนประไพ | 2.25 | 0.50 | 2.25 | 0.40 |
| 15 | JMART | - | - | 90.00 | 15.00 |
| 16 | คุณนลินทิพย์ แก้วอำไพ | - | - | 1.12 | 0.20 |
| รวมผู้ถือหุ้น | | 450.00 | 100.00 | 450.00 | 75.00 |
| IPO | | - | - | 150.00 | 25.00 |
| รวมทั้งสิ้น | | 450.00 | 100.00 | 600.00 | 100.00 |

Source: PRTR filing

ภายหลังการซื้อขายหุ้นดังกล่าว กลุ่มผู้ที่มีส่วนร่วมในการบริหาร (Strategic shareholders) ได้แก่ผู้ถือหุ้นหมายเลข 1-8, 13, 14 จะนำหุ้น PRTR ที่ตนถืออยู่ทั้งหมด ถูกห้ามขายตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฯ เรื่องการรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2558

สำหรับ JMART ได้ยินยอมให้หุ้น PRTR ที่ตนถืออยู่ทั้งหมด ถูกห้ามขายโดยตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฯ เรื่องการรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2558 และจะนำหุ้นของ PRTR ทั้งหมดดังกล่าวฝากในบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์กับ KGI

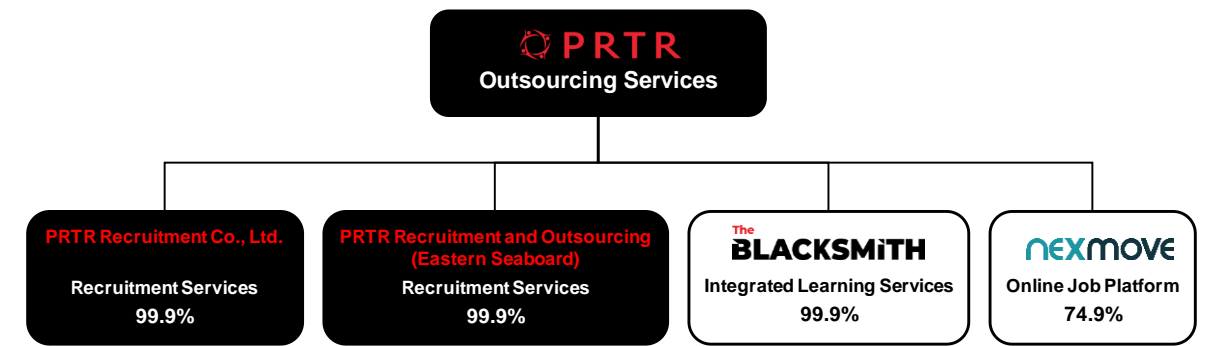
ผู้ถือหุ้นหมายเลข 9-12, 16 ได้ยินยอมให้หุ้น PRTR ที่ตนถืออยู่ทั้งหมด ถูกห้ามขายและจะนำหุ้น PRTR ทั้งหมดดังกล่าวฝากในบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์กับ KGI เป็นเวลาไม่ต่ำกว่า 1 เดือน

นโยบายการจ่ายเงินปันผล PRTR มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 40.0% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการหลังจากหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและเงินทุนสำรองตามกฎหมาย และเงินสำรองอื่น

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

PRTR ก่อตั้งเมื่อ 22 มี.ค. 1993 เพื่อประกอบธุรกิจบริหารและจัดจ้างพนักงาน (Outsourcing services) และธุรกิจสรรหาบุคลากร (Recruitment service) ด้วยประสบการณ์ 29 ปี มีลูกค้ากระจายอยู่ในหลากหลายธุรกิจ ในปี 2021 บริษัทได้ก่อตั้ง บริษัท จัดหางาน เน็กซ์มูฟ แพลตฟอร์ม จำกัด (NEXMOVE) เพื่อให้บริการแพลตฟอร์มการทำงานออนไลน์อย่างครบวงจร (Job Platform) และบริษัท เดอะแบล็คสมิธ จำกัด (BLACKSMITH) ธุรกิจให้บริการฝึกอบรมแบบออนไลน์ผ่านแพลตฟอร์มและออฟไลน์ (Integrated Learning services) โดยทั้ง 2 ธุรกิจหลังอยู่ในระยะเริ่มต้น และทั้งหมดนี้ดำเนินงานภายใต้บริษัทย่อย 4 บริษัทที่แบ่งการดำเนินงานอย่างชัดเจน

Exhibit 2: ภาพรวมของธุรกิจและบริการ



Source: PRTR

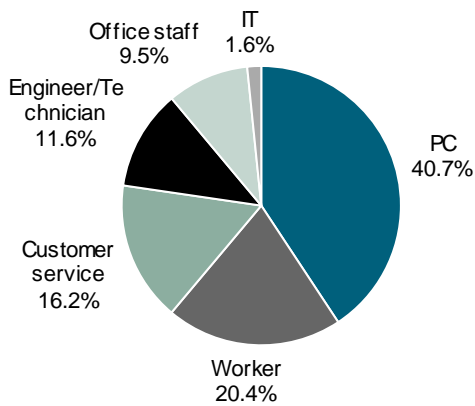
ลักษณะของบริการแบ่งได้ ดังนี้

1. **ธุรกิจบริหารจัดการจ้างพนักงาน (Outsourcing Services)** บริษัทให้บริการบริหารจัดการจ้างพนักงานที่มีคุณสมบัติและจำนวนสอดคล้องกับความต้องการของลูกค้า และให้บริการงานด้านการบริหารบุคลากร (HR Outsourcing) ให้แก่ลูกค้าประเภทบริษัทหรือองค์กรที่มีความต้องการพนักงานจำนวนมากในระยะเวลาอันสั้น หรือมีความต้องการจ้างพนักงานระยะสั้น หรือไม่มีความพร้อมด้านการบริหารบุคลากร ระยะเวลาในการให้บริการขึ้นอยู่กับที่ระบุในสัญญา หากพนักงานมีคุณสมบัติตรงตามความต้องการของลูกค้า จะถูกจ้างงานในฐานะพนักงานของ PRTR โดยบริษัทจะทำสัญญาว่าจ้างพนักงานเท่ากับระยะเวลาของสัญญาที่ให้บริการแก่ลูกค้า (Back-to-back)

บริการของ PRTR ครอบคลุมตั้งแต่การสรรหา (Recruitment) ตรวจสอบประวัติพนักงาน (Background Check) การจัดฝึกอบรมพนักงาน (Orientation & Training) เพื่อให้พนักงานมีความพร้อมและทักษะเฉพาะด้านสอดคล้องกับความต้องการของลูกค้า และจัดหาพนักงานสำรองในกรณีฉุกเฉินที่พนักงานหลักไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้ รวมถึงการให้บริการ จัดทำเงินเดือนและผลประโยชน์ของพนักงาน (Payroll & Benefit Management) เก็บข้อมูลการขาด ลา มาสาย ผ่านระบบ PRTR Connect ที่ PRTR พัฒนาขึ้นเอง

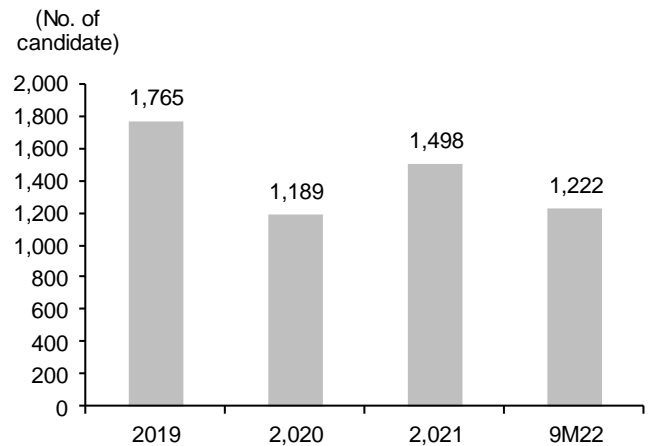
ในช่วง 9M22 บริษัทมีพนักงาน Outsource กว่า 15,920 ราย โดย 40.7% เป็นพนักงานขาย (PC) 20.4% เป็นพนักงานโรงงาน เป็นต้น และบริษัทให้บริการแก่ลูกค้ากว่า 400 บริษัท

Exhibit 3: พนักงาน Outsource ที่ PRTR บริหารใน 9M22



Source: PRTR filing

Exhibit 4: จำนวนตำแหน่งงานที่จัดหางานได้

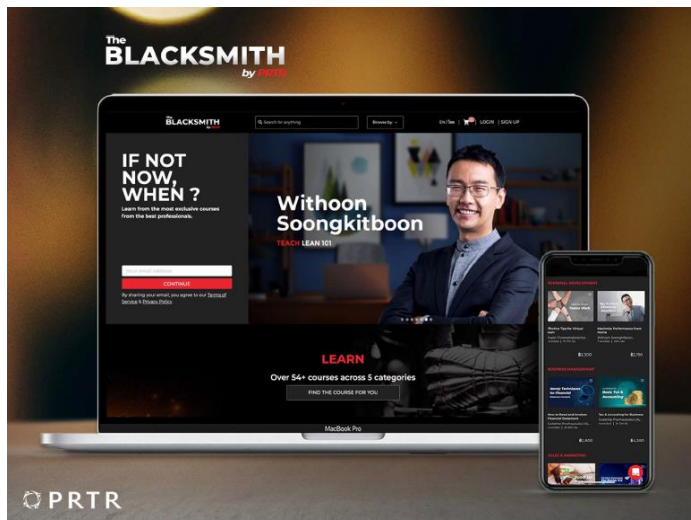


Source: PRTR filing

2. ธุรกิจบริการสรรหาบุคลากร (Recruitment Services) ดำเนินการภายใต้ 2 บริษัทคือ บริษัท จัดหางาน พีอาร์ทีอาร์ จำกัด (RE) และ บริษัท จัดหางาน พีอาร์ทีอาร์ แอนด์ เฮ้าท์ ซอสซิ่ง (อีสเทิร์น ซีบอร์ด) (ES) จำกัด เนื่องจากข้อจำกัดด้านกฎหมาย ทำให้ต้องมีการจัดตั้ง ES สำหรับให้บริการในท้องที่โดยเฉพาะ โดย ES จะสรรหาบุคลากรรองรับลูกค้าทั้งองค์กร ไทยและต่างประเทศในเขตนิคมอุตสาหกรรมบริเวณชายฝั่งทะเลตะวันออก (Eastern Seaboard) ที่มีความต้องการสรรหาบุคลากรเฉพาะด้าน เช่น งานวิศวกร บุคลากรในกลุ่ม โรงงานอุตสาหกรรม บุคลากรด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ เป็นต้น ทั้ง RE และ ES เป็นผู้สรรหาบุคลากรตั้งแต่ระดับทั่วไป (Staff level) ระดับกลาง (Middle Level) จนถึงระดับผู้บริหาร (Executive Level) ที่มีคุณสมบัติตรงกับความต้องการของลูกค้า หลังจากที่คุณสมัครผ่านการคัดเลือกจนได้เข้าทำงานกับบริษัทลูกค้าแล้ว บริษัทมีการติดตามผลว่าผู้สมัครทำงานได้ตามความคาดหวังหรือไม่ หากบริษัทลูกค้าและผู้สมัครเกิดปัญหา ไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ต่อได้ RE และ ES จะทำการสรรหาบุคลากรรายใหม่มาทดแทนบุคลากรรายเดิม โดยลูกค้าไม่เสียค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมสำหรับการสรรหาบุคลากรทดแทนเป็นจำนวน 1 ครั้ง ลูกค้าหลักของธุรกิจ Recruitment มีหลากหลายอุตสาหกรรม เช่น อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค อุตสาหกรรม โรงงาน อุตสาหกรรมพลังงาน อุตสาหกรรม IT และอุตสาหกรรมบริการ เป็นต้น

3. ธุรกิจให้บริการฝึกอบรมแบบออนไลน์ผ่านแพลตฟอร์มและออฟไลน์ (**Integrated Learning Services**) ดำเนินการภายใต้ บริษัท เดอะแบล็คสมิธ จำกัด (BLACKSMITH) ให้บริการด้านการอบรมทั้งในรูปแบบคอร์สอบรม Offline และ Online ปัจจุบัน BLACKSMITH มีคอร์สอบรม Offline มากกว่า 30 หลักสูตร และคอร์สอบรม Online กว่า 200 หลักสูตร มีทั้งคอร์สที่อบรมทักษะเฉพาะทางที่เป็นสำหรับวิชาชีพ (Hard Skills) และคอร์สที่อบรมทักษะทางสังคมที่ใช้เพื่อปฏิสัมพันธ์กับบุคคลในองค์กรและคนทั่วไป (Soft Skills) ปัจจุบันมีการให้บริการคอร์สอบรม Offline แก่ลูกค้าองค์กรเป็นส่วนใหญ่

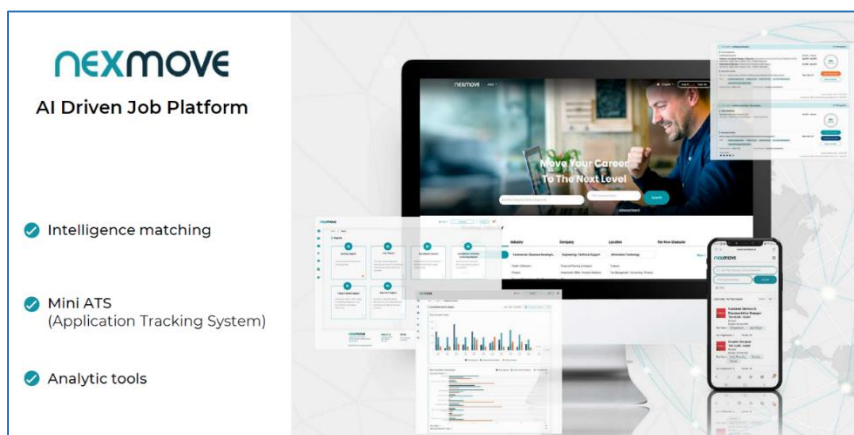
Exhibit 5: BLACKSMITH application



Source: PRTR

4. ธุรกิจให้บริการแพลตฟอร์มหางานออนไลน์ (**Job Platform**) ดำเนินงานภายใต้ บริษัท จัดหางาน เน็กซ์มูฟ แพลตฟอร์ม จำกัด (NEXMOVE) ทำหน้าที่เป็นตัวกลางที่ช่วยให้ผู้ที่สนใจสมัครงาน และบริษัทที่ต้องการหาพนักงานมาเจอกัน บริการของ NEXMOVE เหมาะกับบริษัทหรือองค์กรที่มีหน่วยงานด้านทรัพยากรมนุษย์ (Human Resource Division) ที่ดูแลเรื่องการประกาศ คัดเลือกและสัมภาษณ์ผู้สมัครอยู่แล้ว โดยสามารถใช้งาน NEXMOVE ในรูปแบบ Website

Exhibit 6: NEXMOVE application



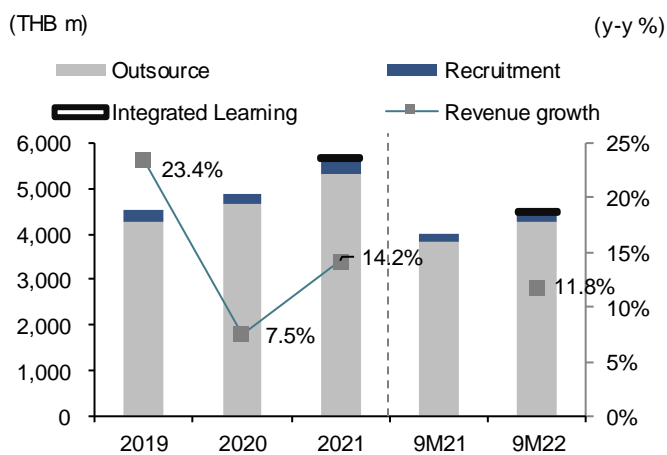
Source: PRTR

โครงสร้างรายได้และต้นทุนบริการ

รายได้ของ PRTR แบ่งเป็น 3 ส่วน โดยในช่วงปี 2019 ถึง 9M22 รายได้รวมจากการให้บริการเติบโตต่อเนื่องจาก 4,525.0 ล้านบาทในปี 2019 เป็น 5,555.9 ล้านบาทในปี 2021 คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 11.8% CAGR และในงวด 9M22 รายได้รวมเติบโตอีก 11.8% y-y เป็น 4,480.3 ล้านบาท โดยรายได้หลัก 94%-96% มาจากธุรกิจ Outsource รองลงมาเป็นธุรกิจ Recruitment มีสัดส่วนรายได้ 4%-5% ส่วนธุรกิจ Integrated Learning Services ของ Blacksmith เริ่มมีรายได้เป็นปีแรกในปี 2021

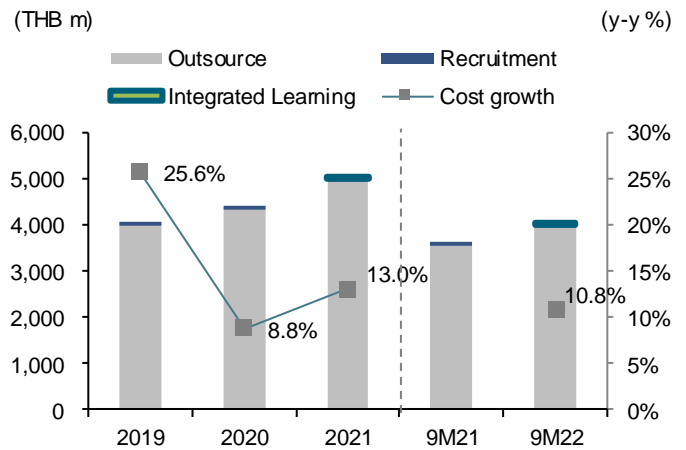
ต้นทุนการให้บริการเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 10.9% CAGR ในช่วงปี 2019-2021 และงวด 9M22 เพิ่มขึ้น 10.8% y-y ต้นทุนเกือบทั้งหมด (ราว 97%-98%) มาจากธุรกิจ Outsource

Exhibit 7: โครงสร้างรายได้และอัตราการเติบโต



Source: PRTR filing

Exhibit 8: โครงสร้างต้นทุนและอัตราการเติบโต



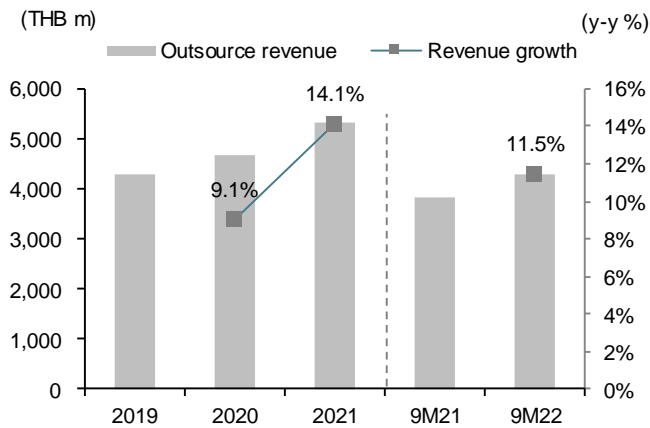
Source: PRTR filing

ธุรกิจ **Outsource** รายได้จากธุรกิจ Outsource ส่วนใหญ่มาจากค่าบริการการจัดการพนักงานขาย และวิศวกรหรือผู้เชี่ยวชาญซึ่งมีสัดส่วนรายได้รวมกัน 60.5%-73.4% สำหรับปี 2020 ซึ่งเป็นปีแรกของการระบาดของ COVID-19 องค์กรและภาคธุรกิจหลายแห่งมีความไม่แน่นอนในการจ้างงาน ทำให้แนวคิดการใช้พนักงานที่เป็น Outsource ได้รับความนิยม ส่งผลให้รายได้จาก Outsource ของบริษัทเติบโต 9.1% จากความต้องการในการจัดหาพนักงานโรงงาน พนักงาน Customer Service ที่ให้บริการทางโทรศัพท์หรือ Online รวมถึงความต้องการพนักงาน IT เพื่อรองรับการทำงานแบบ Work From Home เป็นต้น ซึ่งชดเชยรายได้ค่าบริการที่ลดลงจากการจัดหางานพนักงานขายและพนักงาน Office ซึ่งเป็นผลมาจากการปิดเมือง สำหรับปี 2021 รายได้จากธุรกิจ Outsource เติบโตเร่งตัวขึ้นต่ออีก 14.1% จากการเติบโตของทุกกลุ่มซึ่งเป็นผลจากสถานการณ์ COVID-19 เริ่มคลี่คลาย ส่งผลให้มีความต้องการพนักงานเพิ่มขึ้น ในงวด 9M22 ที่เริ่มเปิดเมือง รายได้จากธุรกิจ Outsource ขยายตัว 11.5% y-y

อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจ Outsource ก่อนหักมีเสถียรภาพ ไม่ผันผวน โดยอยู่ในช่วง 7.4%-7.9% ในช่วงปี 2019-2021 และปรับตัวดีขึ้นเป็น 8.2% ในงวด 9M22 ต้นทุนหลักของธุรกิจ Outsource คือ เงินเดือนและค่าแรงซึ่งมีสัดส่วนประมาณ 50-55% ของรายได้ Outsource รองลงมาเป็นเบี้ยขยันและค่าล่วงเวลา มีสัดส่วนรวม 16%-17% ของรายได้ Outsource ส่วนที่เหลือเป็นโบนัส ค่าคอมมิชชั่น เบี้ยเลี้ยง และอื่นๆ

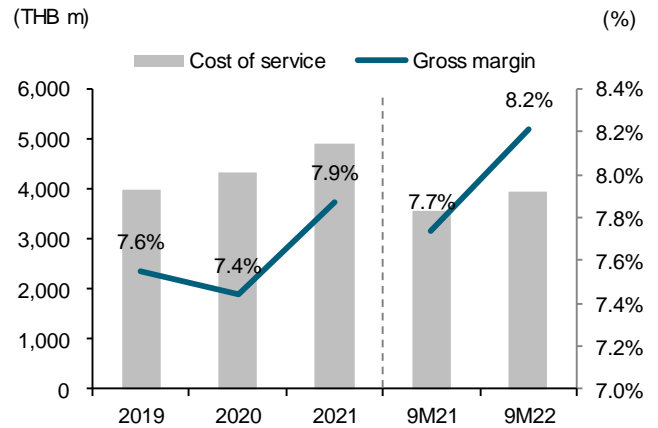
เงินเดือนและค่าแรงในช่วงปี 2019-2021 เติบโตเฉลี่ย 15.7% CAGR ขยายตัวเร็วกว่ารายได้จาก Outsource ที่เติบโตเฉลี่ย 11.6% CAGR เนื่องจากสัดส่วนพนักงานที่รับเงินเดือนเพิ่มมากขึ้น เช่น กลุ่ม Customer Service พนักงาน IT และพนักงาน Worker บางส่วน

Exhibit 9: รายได้และอัตราการเติบโตของธุรกิจ Outsource



Source: PRTR filing

Exhibit 10: ต้นทุนและอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจ Outsource

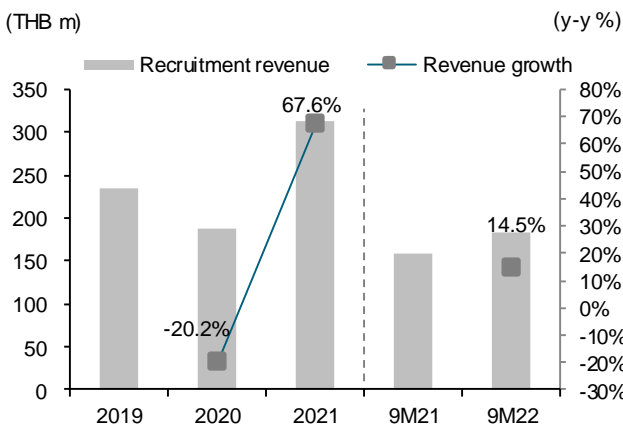


Source: PRTR filing

ธุรกิจ **Recruitment** รายได้จากธุรกิจ Recruitment ถูกกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ในปี 2020 ส่งผลให้รายได้ลดลง 20.2% ก่อนจะกลับมาฟื้นตัว 67.6% ในปี 2021 หลังผู้ประกอบการปรับตัวได้และกลับมาสรรหาบุคลากรมากขึ้น สำหรับงวด 9M22 รายได้เพิ่มขึ้นต่อ 14.5% y-y จากความต้องการสรรหาพนักงานเพิ่มมากขึ้นตามกิจกรรมทางเศรษฐกิจ

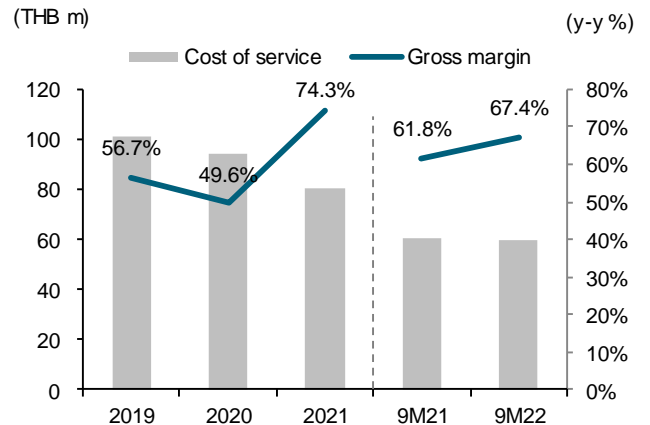
อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจ Recruitment ผันผวนกว่าธุรกิจ Outsource โดยในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2019-2021) อยู่ที่ 49.6%-62.2% ทั้งนี้ ต้นทุนหลักของธุรกิจนี้คือเงินเดือนของพนักงาน Recruitment อัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับลงเหลือ 49.6% ในปี 2020 จากรายได้ที่ลดลง แต่อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มสูงขึ้นเป็น 62.2% ในปี 2021 เนื่องจากจำนวนพนักงานลดลงเพราะ PRTR ไม่ได้จ้างพนักงานทดแทนพนักงานที่ลาออก สำหรับงวด 9M22 อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 67.4% เพิ่มขึ้น 560 bps เนื่องจากได้อิโณผู้บริหาร 2 ท่านไปยังบริษัทย่อยคือ NEXMOVE และ BLACKSMITH ทำให้ต้นทุนเงินเดือนพนักงานลดลง

Exhibit 11: รายได้และการเติบโตของธุรกิจ Recruitment



Source: PRTR filing

Exhibit 12: ต้นทุนและอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจ Recruitment



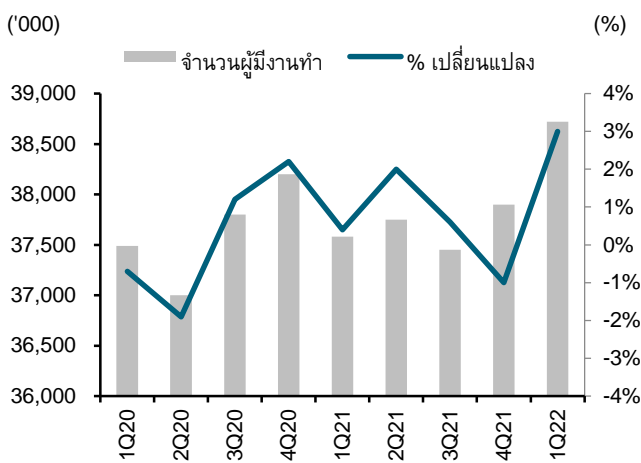
Source: PRTR filing

ธุรกิจ **Integrated Learning Services** PRTR เริ่มมีรายได้จากธุรกิจ Integrated Learning Services ของ Blacksmith ในปี 2021 เป็นปีแรกจำนวน 1.4 ล้านบาทโดยเป็นการฝึกอบรม (Training) แบบ Offline ทั้งหมด สำหรับงวด 9M22 รายได้จาก Blacksmith เพิ่มขึ้นเป็น 6.6 ล้านบาท ส่วนใหญ่ยังคงเป็นการ Training แบบ Offline ต้นทุนหลักของธุรกิจนี้คือการว่าจ้างวิทยากร และค่าตอบแทนแก่วิทยากรที่พัฒนาหลักสูตรอบรม ในปี 2021 มีอัตรากำไรขั้นต้น 54.1% และงวด 9M22 อยู่ในระดับใกล้เคียงกันที่ 53.9%

อุตสาหกรรมและการแข่งขัน

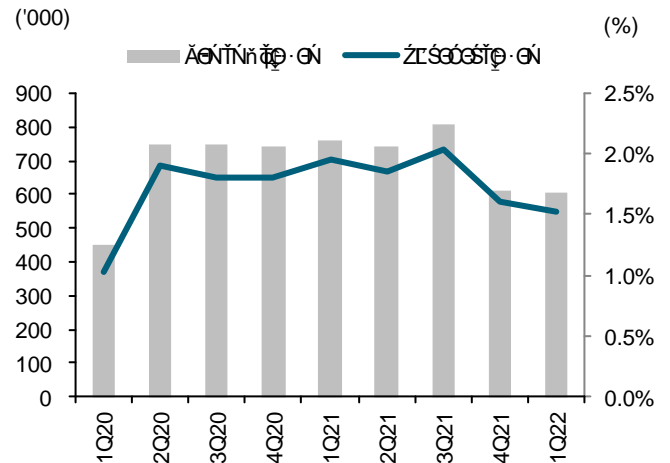
ธนาคารแห่งประเทศไทยคาดการณ์การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของไทยในปี 2023 ที่ 3.7% พื้นตัวต่อเนื่องจากปี 2022 ที่คาดว่าจะเติบโต 3.2% ตามการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว การใช้จ่ายใช้สอย และการลงทุนของภาคเอกชน ส่งผลให้สถานการณ์ด้านแรงงานมีทิศทางปรับตัวดีขึ้น ซึ่งส่งผลดีต่ออุตสาหกรรม Outsource ทั้งนี้ งานวิจัย Outsourcing and Shared Services 2019-2023 ของ Deloitte คาดการณ์ว่าในช่วงปี 2018-2023 ตลาด Outsourcing Services ทั่วโลกจะเติบโตเฉลี่ยปีละ 4% โดยคาดว่าปี 2023 จะมีมูลค่าตลาด USD713.3m เหตุผลที่องค์กรเลือกใช้ Outsource เนื่องจาก 1) ให้องค์กรสามารถมุ่งเน้นทรัพยากรไปยังกิจกรรมหลักขององค์กรได้ 2) แก้ปัญหาด้านความไม่เพียงพอของบุคลากร 3) ช่วยลดต้นทุนการบริหาร และ 4) เพิ่มประสิทธิภาพของผลลัพธ์การทำงานจากความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านของบุคลากร Outsourcing

Exhibit 13: จำนวนผู้มีงานทำ



Source: NESDC

Exhibit 14: จำนวนผู้ว่างงานและอัตราการว่างงาน



Source: NESDC

ธุรกิจ Outsource มีผู้ประกอบการจำนวนมากทั้งขนาดเล็ก-กลาง-ใหญ่ จับกลุ่มลูกค้าหลากหลายธุรกิจ และแตกต่างกัน เช่น การจัดจ้างกลุ่มพนักงานขับรถยนต์ พนักงานรักษาความปลอดภัย พนักงานทำความสะอาด หรือ พนักงานขายประจำห้างสรรพสินค้า เป็นต้น สำหรับ PRTR ถือว่าให้บริการครบทุกบริการ เกือบครบทุกสายงาน และครบทุกระดับตั้งแต่พนักงานระดับปฏิบัติการไปจนถึง C-level บริษัทถือได้ว่าเป็น 1 ใน 3 ผู้นำตลาดในด้าน Outsource ในประเทศไทยเมื่อพิจารณาจากขนาดของรายได้ (ที่มา: BOL)

ธุรกิจ Recruitment มีผู้ประกอบการเป็นจำนวนมากเช่น ธุรกิจนี้เป็นธุรกิจที่ต้องได้รับใบอนุญาตในการประกอบธุรกิจจากกรมการจัดหางานซึ่งเป็นหน่วยงานภาครัฐที่กำกับดูแล โดย ณ สิ้นเดือน มิ.ย. 2022 มีบริษัทที่ได้รับใบอนุญาตจัดหางานให้คนหางานทำงานในประเทศไทยจำนวน 304 บริษัท (ที่มา: กองทะเบียนจัดหางานกลางและคุ้มครองคนหางาน) เหล่านี้ถือเป็นคู่แข่งของบริษัท แต่หากพิจารณาจากขนาดรายได้ (ที่มา: BOL) PRTR ถือว่าเป็น 1 ใน 4 ผู้นำตลาดด้าน Recruitment ในประเทศที่ประกอบด้วย Robert Walter, Michael Page และ JAC และมีคู่แข่งที่สำคัญอื่น เช่น กลุ่ม RGF และ Argyll Scott เป็นต้น

ประเด็นการลงทุน

แนวคิดการจัดจ้างบุคลากรแบบ **Outsource** ได้รับความนิยมมากขึ้น

ปัจจุบันแนวคิดการจัดจ้างบุคลากรแบบ **Outsource** ได้รับความนิยมมากขึ้นเรื่อยๆ ตั้งแต่ผู้ประกอบการขนาดเล็กไปจนถึงผู้ประกอบการขนาดใหญ่ เนื่องจากช่วยลดต้นทุนและค่าใช้จ่ายของธุรกิจได้โดยสามารถจ้างคนนอกที่เชี่ยวชาญเฉพาะทางได้โดยตรงโดยไม่ต้องตั้งแผนกขึ้นมาใหม่ นอกจากนี้ ยังช่วยหาพนักงานได้ในระยะเวลาอันสั้น ลดความเสี่ยงในการทำงานที่ไม่ต่อเนื่อง เช่น การขาด ลา มาสาย หรือลาออกกลางคัน ซึ่งทำให้การทำงานต้องหยุดชะงัก การใช้บริการ **Outsource** จะช่วยจัดหาบุคลากรใหม่มารับช่วงต่อได้ทันที และในบางกรณีที่บางธุรกิจต้องการริเริ่มทำสิ่งใหม่ บุคลากรภายในองค์กรยังไม่มีความรู้ความสามารถมากพอ หรือไม่ได้เชี่ยวชาญเฉพาะด้าน การใช้บริการ **Outsource** จึงเป็นทางเลือกหนึ่งที่ทำให้องค์กรได้พนักงานชั่วคราวที่มีความชำนาญในด้านนั้นๆ ส่งผลให้ศักยภาพของธุรกิจเพิ่มสูงขึ้น

รายได้หลักถือเป็นรายได้ **Recurring income**

ธุรกิจ **Outsource** ซึ่งเป็นรายได้หลักของ **PRTR** มีสัดส่วน 94%-96% ของรายได้รวม และมีสัดส่วน 73%-76% ของกำไรขั้นต้นรวมของกลุ่ม ถือได้ว่าเป็นรายได้ประเภท **Recurring income** เห็นได้จากกำไรขั้นต้นที่ทยอยเพิ่มขึ้นจาก 324.1 ล้านบาทในปี 2019 เป็น 420.6 ล้านบาทในปี 2021 และงวด 9M22 เพิ่มขึ้นเป็น 352.4 ล้านบาท คิดเป็น 83.8% ของกำไรขั้นต้นทั้งปีในปี 2021 ไปแล้ว

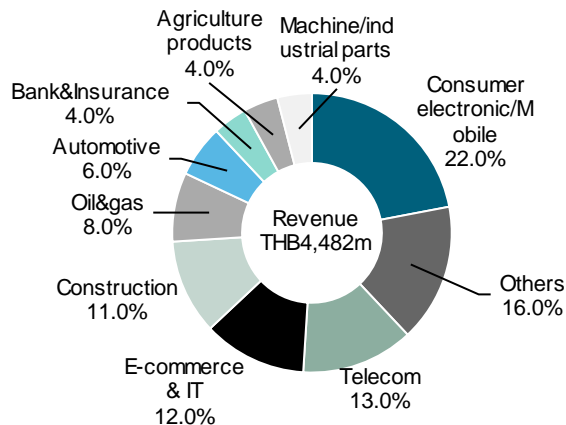
มีประสบการณ์ในธุรกิจมานานกว่า 30 ปี

PRTR มีประสบการณ์ในธุรกิจ **Outsource** และ **Recruitment** มานานกว่า 30 ปี มีความชำนาญในการจัดการและบริหารทรัพยากรบุคคล มีบริการครบทั้งการจัดหางาน การจัดจ้างพนักงาน การจัดทำเงินเดือน การตรวจสอบประวัติพนักงาน อบรมพัฒนาบุคลากร รวมถึงบริการให้คำปรึกษา และให้บริการครบทุกสายอาชีพ ไม่ว่าจะเป็นพนักงานขาย วิศวกร ไอที บัญชีและการเงิน โลจิสติกส์ และด้านกฎหมาย เป็นต้น รวมถึงบริษัทสามารถจัดจ้างพนักงานตั้งแต่ระดับปฏิบัติการไปจนถึง C-level จึงเป็นความสะดวกรับรู้คุณค่าในการใช้บริการของบริษัทได้เกือบครบในที่เดียว

รายได้กระจายในหลากหลายอุตสาหกรรม

รายได้มีการกระจายไปในหลายอุตสาหกรรม ไม่พึ่งพาอุตสาหกรรมไม่กี่อุตสาหกรรม ช่วยลดความเสี่ยงของบริษัทเมื่อเกิดเหตุการณ์ที่ไม่คาดฝัน จะเห็นได้จากในช่วงสถานการณ์ COVID-19 ที่ยังระบาดในปี 2020-2021 รายได้รวมของ PRTR กลับขยายตัวสูงขึ้นเนื่องจากแม้ว่ารายได้ค่าบริการจัดหาพนักงานขายและพนักงาน Office ลดลงจากมาตรการปิดเมืองและมาตรการควบคุมต่างๆ แต่พนักงาน Customer Service ให้บริการทางโทรศัพท์หรือ Online และพนักงาน IT กลับมีความต้องการเพิ่มมากขึ้น

Exhibit 15: รายได้กระจายในหลายอุตสาหกรรม (9M22)



Source: PRTR filing

ใช้เทคโนโลยีในการต่อยอดธุรกิจ

ปัจจุบันบริษัทมีระบบซอฟต์แวร์ที่ใช้งานภายใน ได้แก่ PRTR connect, Candidate database บริษัทยังต่อยอดไปยังธุรกิจใหม่ที่ยังเกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ของบริษัทคือ Blacksmith (ฝึกอบรมแบบ Online ผ่านแพลตฟอร์ม และแบบ Online) และ Nexmove (แพลตฟอร์มหางานออนไลน์)

มี Synergy จากการเป็นพันธมิตรกับกลุ่ม JMART

การเป็นพันธมิตรกับ JMART โดยมี JMART เป็นผู้ถือหุ้นลำดับที่ 5 ด้วยสัดส่วน 15.0% หรือ 90.0 ล้านหุ้น ผ่านการซื้อขายกับกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมบางส่วนในวันแรกที่หุ้น PRTR ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ในราคา IPO และ JMART มีสิทธิเสนอชื่อบุคคลเพื่อแต่งตั้งให้ดำรงตำแหน่งกรรมการของ PRTR จำนวน 1 คนภายหลังการเข้าถือหุ้น กลุ่ม JMART มีธุรกิจขนาดใหญ่และมีการขยายงานตลอดเวลา มีบุคลากรในกลุ่มจำนวนมาก และมีบุคลากรที่สามารถใช้บริการ Outsource ได้โดยเฉพาะพนักงานขายสินค้าไอที เป็นต้น จึงช่วยสร้างความแข็งแกร่งทางธุรกิจให้แก่ PRTR

ทั้งนี้ ภายหลังการเข้าถือหุ้น JMART ยินยอมให้หุ้นของ PRTR ที่ตนถืออยู่ทั้งหมดถูกห้ามขายโดยอ้างอิงตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ และตราบไคที่ JMART ยังคงเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และภายในระยะเวลา 1 ปีนับแต่สิ้นสุดความเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ PRTR ทาง JMART จะไม่ประกอบธุรกิจที่มีลักษณะเดียวกัน หรือเป็นการแข่งขันกับธุรกิจของ PRTR ในประเทศไทย

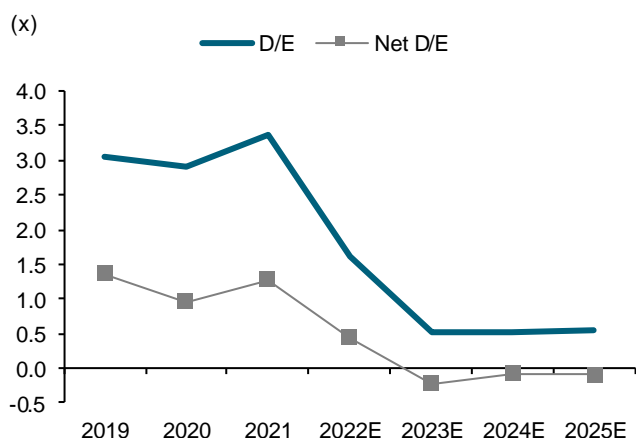
วัตถุประสงค์ในการใช้เงิน

PRTR มีวัตถุประสงค์ในการใช้เงิน ดังนี้

- 1) ชำระคืนหนี้เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินภายในปี 2023
- 2) สำหรับเป็นเงินทุนหมุนเวียน
- 3) ลงทุนในโครงการในอนาคตซึ่ง PRTR จะเปิดเผยใน Filing ต่อไป

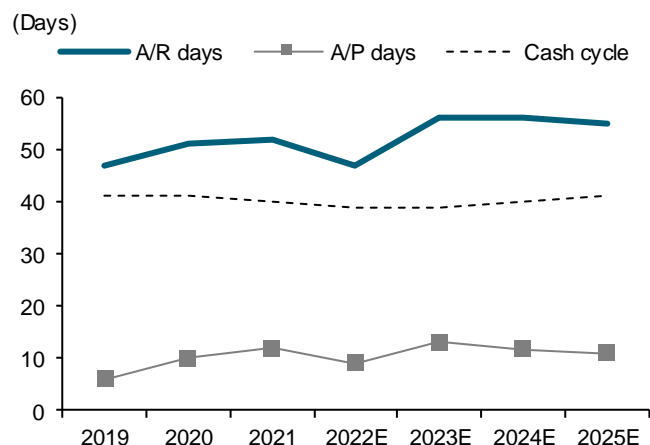
ธรรมชาติของธุรกิจ Outsource ของ PRTR ใช้เงินทุนหมุนเวียนสูงในการเตรียมเงินเพื่อจ่าย Commission และ Incentive แก่พนักงาน Outsource ประกอบกับในช่วงที่ผ่านมา บริษัทมีสินเชื่อเพิ่มขึ้นตามมาตรการของ ธปท. ที่ช่วยเหลือผู้ประกอบการในช่วง COVID-19 ส่งผลให้อัตราส่วน D/E ในช่วงปี 2019-2021 อยู่ที่ระดับ 2.7-3.3 เท่า เราคาดว่าภายหลังการชำระคืนเงินกู้บางส่วนหลัง IPO อัตราส่วนดังกล่าวจะปรับตัวดีขึ้น สำหรับวงจรเงินสดในช่วงที่ผ่านมาค่อนข้างคงที่ที่ 38-41 วัน เนื่องจาก PRTR มีนโยบายการให้ระยะเวลาชำระหนี้เชื่อการค้า (Credit Term) ตามที่ตกลงกับลูกค้าอยู่ระหว่าง 30-60 วัน ระยะเวลาชำระหนี้เฉลี่ยอยู่ที่ 6-12 วัน สอดคล้องกับระยะเวลาการจ่ายพนักงาน Outsource ให้แก่พนักงานโดยประมาณในวันที่ 5-10 ของเดือนถัดไป

Exhibit 16: D/E ratio



Sources: PRTR filing, FSSIA estimates

Exhibit 17: วงจรเงินสด



Sources: PRTR filing, FSSIA estimates

การประมาณการผลประกอบการ

เรคาดการณ์กำไรสุทธิในปี 2022-2025 ขยายตัว 9%/20%/26%/18% จาก 200.3 ล้านบาทในปี 2022 เป็น 357.2 ล้านบาทในปี 2025 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 21.9% CAGR (2023-2025) จากรายได้ที่คาดว่าจะเติบโต 9%/13%/11%/10% หรือคิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 10.8% CAGR (2023-2025) อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะไม่สามารถปรับขึ้นได้เร็วเนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่คือธุรกิจ Outsource มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับธุรกิจอื่น เรคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะทยอยปรับขึ้นจาก 10.6% ในปี 2022 เป็น 11.3% ในปี 2025 อัตรากำไรสุทธิคาดว่าจะปรับขึ้นจาก 3.3% ในปี 2022 เป็น 4.2% ในปี 2025 โดยมีสมมติฐาน ดังนี้

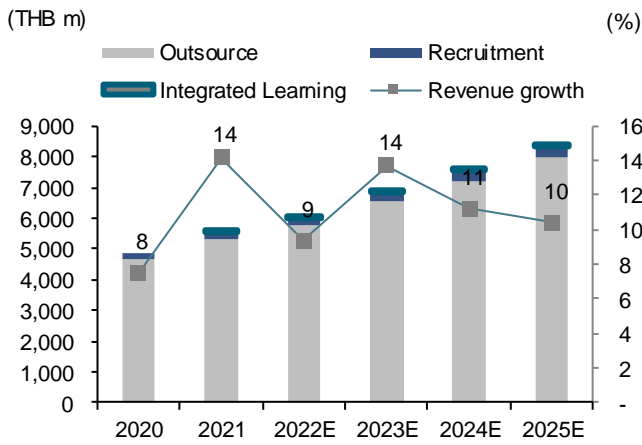
- 1) ธุรกิจ Outsource ยังคงเป็นแหล่งรายได้หลัก มีสัดส่วนใกล้เคียงเดิม 94%-95% ขยายตัวเฉลี่ยปีละ 10%-13% การเติบโตมาจากจำนวนพนักงานในตลาดที่เพิ่มขึ้นมากกว่าการขยายตัวของเงินเดือนและค่าจ้างที่เรคาดว่าจะเพิ่ม อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะยังอยู่ในระดับ 7%-8% ใกล้เคียงในอดีต
- 2) ธุรกิจ Recruitment เรคาดรายได้เติบโต 11%-15% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า ตามการเพิ่มขึ้นของจำนวนพนักงานที่สรรหาได้และเงินเดือนที่เพิ่มขึ้นจากการทยอยฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ผู้ประกอบการส่วนใหญ่มีการสรรหาพนักงานเพิ่มขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นคาดในระดับ 67%
- 3) ธุรกิจ Integrated Learnings Services เรคาดรายได้จาก Blacksmith จะเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วจากปี 2022 จากการเพิ่มบริการแบบ Online จากปีก่อนที่ให้บริการ Online อย่างเดียว ด้วยจำนวนคอร์สสอบรวมกว่า 200 คอร์สเรียน การทำการตลาดของ Blacksmith ไม่น่ายากนักเนื่องจากกลุ่มลูกค้าเป้าหมายของ Blacksmith เป็นทั้งกลุ่มบุคคลและองค์กร ซึ่ง PRTR มีฐานลูกค้าอยู่แล้ว และคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นในระดับ 48%
- 4) ธุรกิจ Nexmove เริ่มให้บริการใน 4Q22 เรคาดรายได้ปี 2023 ที่ 10.0 ล้านบาท ไม่เพียงพอที่จะทำกำไรได้ และคาดรายได้ปรับตัวดีขึ้นและเริ่มทำกำไรได้ตั้งแต่ปี 2024

Exhibit 18: สมมติฐานหลักในการประมาณการ

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | (THB m) | (THB m) | (THB m) | (THB m) | (THB m) |
| Outsource | 5,342 | 5,780 | 6,555 | 7,216 | 7,944 |
| No. of staff (no.) | 14,596 | 15,742 | 17,536 | 19,115 | 20,835 |
| Average Increase in salary (%) | -1.6% | 0.3% | 1.8% | 1.0% | 1.0% |
| Gross margin (%) | 7.9% | 7.9% | 8.0% | 7.9% | 7.9% |
| Recruitment | 213 | 247 | 275 | 318 | 364 |
| No. of staff | 1,498 | 1,633 | 1,747 | 1,922 | 2,114 |
| Gross margin (%) | 62.4% | 67.0% | 67.3% | 67.0% | 67.0% |
| Blacksmith | 1 | 49 | 69 | 89 | 103 |
| Gross margin (%) | 71.4% | 46.5% | 48.0% | 48.0% | 48.0% |
| Nexmove | 0 | 0 | 10 | 60 | 72 |
| Gross margin (%) | 0.0% | -50.0% | -60.0% | 40.0% | 50.0% |
| Total revenue | 5,556 | 6,076 | 6,909 | 7,683 | 8,483 |
| Gross margin (%) | 10.0% | 10.6% | 10.7% | 11.1% | 11.3% |

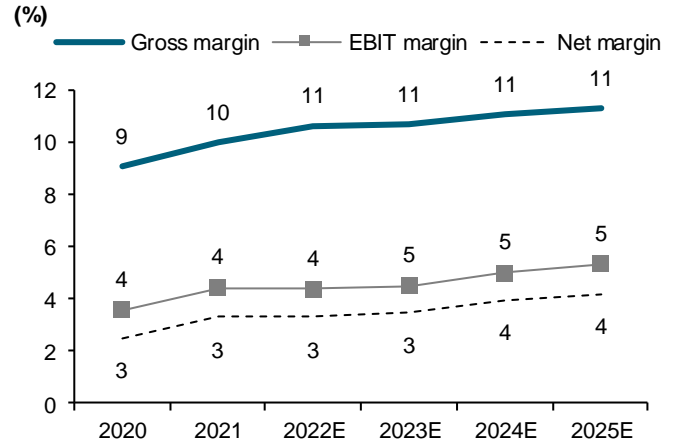
Source: FSSIA estimates

Exhibit 19: คาดการณ์รายได้และการเติบโต



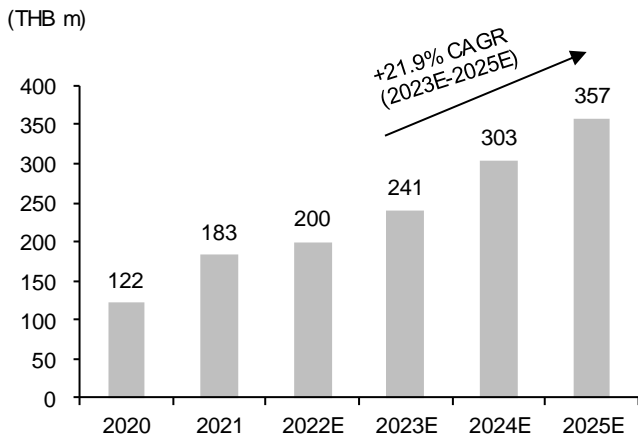
Sources: PRTR, FSSIA estimates

Exhibit 20: คาดการณ์อัตรากำไร



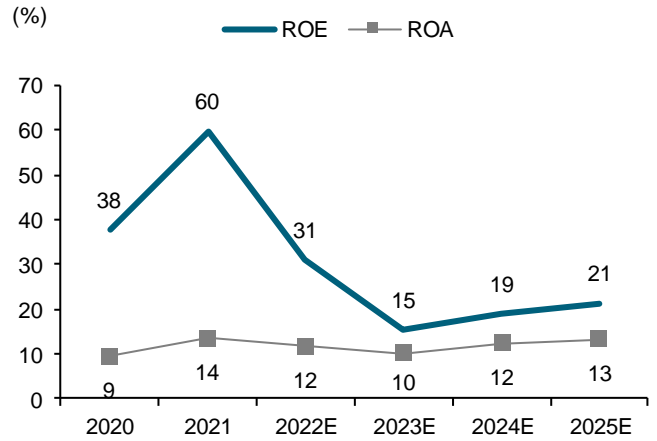
Sources: PRTR, FSSIA estimates

Exhibit 21: คาดการณ์กำไรสุทธิ



Sources: PRTR, FSSIA estimates

Exhibit 22: คาดการณ์ ROE และ ROA



Sources: PRTR, FSSIA estimates

การประเมินมูลค่าหุ้น

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2023 ที่ 9.00 บาท อิง PE 22.0 เท่า หรือ PEG 1 บนคาดการณ์อัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ 21.9% CAGR (2023-2025) ทั้งนี้ ในตลาดหลักทรัพย์ฯ มี 2 หลักทรัพย์ที่มีธุรกิจใกล้เคียงกับ PRTR คือ SO และ ETE แต่ทั้ง 2 หลักทรัพย์ไม่มี Forward P/E สำหรับอ้างอิง ขณะที่ผู้ประกอบการในต่างประเทศมีค่า P/E เฉลี่ย 15.1 เท่าในปี 2023 แต่การเติบโตของกำไรต่ำกว่า PRTR

Exhibit 23: Peers comparison as of 1 Feb-23

| Company | BBG | Market Cap (USD m) | ---- PE ---- | | ---- DivYld ---- | | ---- ROE ---- | | ---- PBV ---- | |
|-------------------------------|---------|-----------------------|----------------|-------------|--------------------|------------|-----------------|-------------|-----------------|-------------|
| | | | 20 (x) | 23E (x) | 22E (%) | 23E (%) | 22E (x) | 23E (x) | 22E (x) | 23E (x) |
| Thailand | | | | | | | | | | |
| Siamrajathanee | SO TB | 130 | 18.1 | 48.0 | 0.0 | 2.0 | 23.5 | 18.5 | 3.7 | 8.4 |
| Eastern technical engineering | ETE TB | 20 | 11.3 | 32.8 | 0.0 | 0.0 | 6.1 | 3.0 | 0.6 | 1.0 |
| Thailand average | | 150 | 14.7 | 40.4 | 0.0 | 1.0 | 14.8 | 10.7 | 2.1 | 4.7 |
| Global peers | BBG | Market Cap (USD m) | ----- PE ----- | | ----- DivYld ----- | | ----- ROE ----- | | ----- PBV ----- | |
| | | | 22E (x) | 23E (x) | 22E (%) | 23E (%) | 22E (x) | 23E (x) | 22E (x) | 23E (x) |
| Robert Walters | RWA LN | 463 | 9.0 | 9.4 | 4.7 | 5.0 | 23.4 | 20.3 | 2.2 | 1.9 |
| HAYS | HAS LN | 2,487 | 14.6 | 14.6 | 5.7 | 4.1 | 17.6 | 18.8 | 2.6 | 2.6 |
| Pagegroup | PAGE LN | 1,862 | 10.5 | 15.3 | 6.7 | 5.1 | 40.0 | 28.5 | 4.2 | 4.1 |
| Sthree | STEM LN | 723 | 11.1 | 10.7 | 3.5 | 3.6 | 29.2 | 25.1 | 3.0 | 2.5 |
| Ziprecruiter | ZIP US | 2,164 | 45.5 | 32.5 | n/a | n/a | 75.5 | n/a | 21.6 | 42.7 |
| Renrui Human Resources | 6919 HK | 84 | 25.7 | 8.2 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EN Japan | 4849 JP | 946 | n/a | n/a | 3.0 | 2.8 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| JAC recruitment | 2124 JP | 764 | n/a | n/a | 3.3 | 4.0 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Global peers average | | 9,493 | 19.4 | 15.1 | 4.5 | 4.1 | 37.1 | 23.2 | 6.7 | 10.8 |
| Average | | 9,643 | 19.4 | 15.1 | 4.5 | 4.1 | 37.1 | 23.2 | 6.7 | 10.8 |

Source: Bloomberg

ปัจจัยเสี่ยง

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนพนักงาน **Outsource**

ลักษณะของธุรกิจการให้บริการบริหารจัดการจัดจ้างพนักงาน (HR Outsourcing Services) เป็นปกติของธุรกิจที่จะมีการเข้าออกของพนักงานอยู่เสมอ มาจากปกติธุรกิจที่การทำสัญญาว่าจ้างพนักงานจะมีกำหนดระยะเวลาว่าจ้างเท่ากับระยะเวลาของสัญญาให้บริการแก่ลูกค้า (Back to Back) ทำให้เมื่อครบกำหนดสัญญาและโครงการสิ้นสุดลง พนักงานจะลาออกโดยสมัครใจเพื่อไปหางานใหม่ การโอนย้ายพนักงานไปทำงานกับบริษัทของลูกค้า บริษัทลูกค้าจะต้องชำระค่าโอนย้ายพนักงาน (Conversion Fee) ให้แก่ PRTR การเข้าออกที่เป็นไปตามลักษณะธุรกิจดังกล่าว ทำให้ PRTR มีอัตราการเข้า-ออก (Turnover Rate) ที่สูง มากกว่า 50% ดังนั้น การจัดหาพนักงานเพื่อรักษาระดับจำนวนพนักงานแต่ละประเภทให้เพียงพอกับความต้องการของลูกค้าจึงมีความสำคัญกับ PRTR เป็นอย่างมาก

ความเสี่ยงเรื่องการจ่ายค่าชดเชยแก่ลูกจ้างตาม พ.ร.บ.คุ้มครองแรงงาน พ.ศ. 2541

การจ่ายเงินชดเชยแก่ลูกจ้างตาม พ.ร.บ. คุ้มครองแรงงาน พ.ศ. 2541 กำหนดให้จ่ายเงินชดเชยเมื่อสิ้นสุดสัญญาหรือเลิกจ้าง ทั้งนี้ เนื่องจากพนักงาน Outsource เป็นพนักงานของ PRTR (PRTR เป็นนายจ้างตามกฎหมาย) หากมีการจ่ายค่าชดเชยแก่ลูกจ้างไม่เป็นไปตาม พ.ร.บ. คุ้มครองแรงงาน พ.ศ. 2541 PRTR จะมีความผิดตามกฎหมาย โดย PRTR ได้มีการติดตามดูแลเรื่องดังกล่าวอย่างใกล้ชิด ซึ่งในสัญญาว่าจ้างพนักงานมีลักษณะ Back to back เพื่อให้มีความเข้าใจตรงกันระหว่าง PRTR และพนักงานว่าโครงการของลูกค้ามีระยะเวลาสิ้นสุด เมื่อครบกำหนดสัญญาและโครงการสิ้นสุดลง พนักงานจะลาออกโดยสมัครใจเพื่อไปหางานใหม่

ความเสี่ยงจากการไม่ได้รับการต่อสัญญาบริการ

PRTR ไม่มีการพึ่งพิงรายได้จากลูกค้ารายใดเกิน 30% ของรายได้รวม แต่หากลูกค้ารายหลัก ๑ รวมกันหลายรายไม่ต่อสัญญาบริการ ก็อาจมีผลกระทบต่อรายได้และกำไรสุทธิของ PRTR ทั้งนี้ PRTR เน้นการให้ความสำคัญกับการสร้างความพึงพอใจให้แก่ลูกค้าตลอดระยะเวลาในการให้บริการรวมถึงตระหนักถึงการดำเนินธุรกิจของลูกค้าไม่ติดขัด

ความเสี่ยงด้านข้อบกพร่องและความเสียหายจากการปฏิบัติงานโดยพนักงานที่ส่งไปปฏิบัติงานกับลูกค้า (พนักงาน **Outsource**)

กรณีข้อบกพร่องและความเสียหายจากการทำงานเกิดจากความบกพร่องของพนักงาน Outsource ไม่ว่าจะโดยเจตนาหรือไม่เจตนาก็ตาม ทาง PRTR ต้องรับผิดชอบชดเชยให้แก่ลูกค้า หลังจากนั้นจึงจะดำเนินการเรียกเก็บจากพนักงาน ดังนั้น PRTR ได้จัดให้มีการทำประกันภัยที่ครอบคลุมเพื่อปิดความเสี่ยงจากความเสียหายที่เกิดขึ้นจากพนักงาน Outsource ได้แก่ การจัดทำประกันภัยคุ้มครองความเสียหายทั่วไป ประกันภัยคุ้มครองสัญญาการค้าประกันสำหรับลูกจ้าง และประกันภัยความรับผิดจากวิชาชีพ เป็นต้น

ความเสี่ยงจากการไม่ปฏิบัติตามสัญญากู้ยืมเงิน

ปัจจุบัน PRTR มีวงเงินกับสถาบันการเงินแห่งหนึ่งที่กำหนดในสัญญากู้ยืมเงินให้ PRTR ต้องดำรงอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio) ไม่สูงกว่า 3.5 เท่า ซึ่งหาก PRTR ผิดสัญญาดังกล่าว สถาบันการเงินดังกล่าวมีสิทธิในการเรียกให้ PRTR ชำระเงินกู้ยืมที่ยังคงค้างอยู่ทั้งหมดได้ ซึ่งจะกระทบต่อสภาพคล่องและธุรกิจของ PRTR อย่างไรก็ตาม PRTR ยังดำรงอัตราส่วน D/E Ratio อยู่ใน Debt covenant ดังกล่าวและมีการติดตามอย่างใกล้ชิด

Financial Statements

PRTR Group

| Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Revenue | 4,866 | 5,556 | 6,076 | 6,909 | 7,683 |
| Cost of goods sold | (4,425) | (5,002) | (5,431) | (6,172) | (6,833) |
| Gross profit | 441 | 554 | 645 | 737 | 850 |
| Other operating income | 1 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| Operating costs | (268) | (310) | (382) | (428) | (469) |
| Operating EBITDA | 174 | 247 | 266 | 311 | 385 |
| Depreciation | (26) | (24) | (23) | (22) | (21) |
| Goodwill amortisation | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Operating EBIT | 148 | 223 | 243 | 289 | 364 |
| Net financing costs | 4 | 6 | 3 | 6 | 10 |
| Associates | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Recurring non-operating income | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Non-recurring items | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Profit before tax | 152 | 229 | 246 | 296 | 374 |
| Tax | (31) | (46) | (49) | (59) | (75) |
| Profit after tax | 121 | 183 | 197 | 237 | 299 |
| Minority interests | 1 | 0 | 4 | 4 | 5 |
| Preferred dividends | - | - | - | - | - |
| Other items | - | - | - | - | - |
| Reported net profit | 122 | 183 | 200 | 241 | 303 |
| Non-recurring items & goodwill (net) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Recurring net profit | 122 | 183 | 200 | 241 | 303 |
| Per share (THB) | | | | | |
| Recurring EPS * | 6.09 | 9.17 | 0.45 | 0.40 | 0.51 |
| Reported EPS | 6.09 | 9.17 | 0.45 | 0.40 | 0.51 |
| DPS | 0.13 | 0.08 | 0.18 | 0.16 | 0.20 |
| Diluted shares (used to calculate per share data) | 20 | 20 | 450 | 600 | 600 |
| Growth | | | | | |
| Revenue (%) | 7.5 | 14.2 | 9.4 | 13.7 | 11.2 |
| Operating EBITDA (%) | 1.8 | 41.6 | 7.9 | 17.0 | 23.6 |
| Operating EBIT (%) | (7.8) | 50.0 | 9.2 | 19.0 | 25.7 |
| Recurring EPS (%) | 5.5 | 50.5 | (95.1) | (9.9) | 26.1 |
| Reported EPS (%) | 5.5 | 50.5 | (95.1) | (9.9) | 26.1 |
| Operating performance | | | | | |
| Gross margin inc. depreciation (%) | 9.1 | 10.0 | 10.6 | 10.7 | 11.1 |
| Gross margin of key business (%) | 13.2 | 26.9 | 25.7 | 24.8 | 25.4 |
| Operating EBITDA margin (%) | 4.1 | 4.9 | 4.8 | 4.8 | 5.3 |
| Operating EBIT margin (%) | 3.6 | 4.4 | 4.4 | 4.5 | 5.0 |
| Net margin (%) | 2.5 | 3.3 | 3.3 | 3.5 | 3.9 |
| Effective tax rate (%) | 20.6 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| Dividend payout on recurring profit (%) | 2.1 | 0.9 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| Interest cover (X) | (41.6) | (35.9) | (96.9) | (46.6) | (36.8) |
| Inventory days | - | - | - | - | - |
| Debtor days | 50.7 | 51.6 | 54.8 | 53.5 | 53.2 |
| Creditor days | 12.7 | 14.5 | 14.4 | 13.1 | 11.9 |
| Operating ROIC (%) | 18.3 | 24.5 | 23.8 | 23.2 | 23.8 |
| ROIC (%) | 14.9 | 21.6 | 19.9 | 18.9 | 19.6 |
| ROE (%) | 37.7 | 59.6 | 30.9 | 15.3 | 18.9 |
| ROA (%) | 9.5 | 13.5 | 11.7 | 10.1 | 12.3 |
| * Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted | | | | | |
| Revenue by Division (THB m) | | | | | |
| Outsource service | 4,680 | 5,342 | 5,780 | 6,555 | 7,216 |
| Recruitment service | 187 | 213 | 247 | 275 | 318 |
| Integrated learning | 0 | 1 | 49 | 69 | 89 |
| Nexmove | 0 | 0 | 0 | 10 | 60 |

Sources: PRTR Group; FSSIA estimates

Financial Statements

PRTR Group

| Cash Flow (THB m) Year Ending Dec | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| Recurring net profit | 122 | 183 | 200 | 241 | 303 |
| Depreciation | 26 | 24 | 23 | 22 | 21 |
| Associates & minorities | (1) | 0 | (4) | (4) | (5) |
| Other non-cash items | 66 | 73 | 3 | (65) | (141) |
| Change in working capital | (28) | (91) | (193) | (245) | (186) |
| Cash flow from operations | 184 | 189 | 30 | (51) | (6) |
| Capex - maintenance | - | - | - | - | - |
| Capex - new investment | (1) | (12) | (38) | (55) | (45) |
| Net acquisitions & disposals | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Other investments (net) | 13 | (14) | (18) | (37) | (27) |
| Cash flow from investing | 12 | (26) | (56) | (92) | (72) |
| Dividends paid | (82) | (200) | (80) | (96) | (121) |
| Equity finance | 0 | 0 | 215 | 870 | 0 |
| Debt finance | 11 | 21 | (14) | (233) | 21 |
| Other financing cash flows | (22) | (18) | 0 | 0 | 1 |
| Cash flow from financing | (93) | (197) | 121 | 541 | (100) |
| Non-recurring cash flows | - | - | - | - | - |
| Other adjustments | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Net other adjustments | (1) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Movement in cash | 103 | (33) | 95 | 397 | (178) |
| Free cash flow to firm (FCFF) | 219.10 | 181.37 | (5.32) | (127.85) | (67.45) |
| Free cash flow to equity (FCFE) | 184.30 | 166.65 | (39.53) | (376.45) | (56.83) |

Per share (THB)

| | | | | | |
|-------------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| FCFF per share | 0.49 | 0.40 | (0.01) | (0.28) | (0.15) |
| FCFE per share | 0.41 | 0.37 | (0.09) | (0.84) | (0.13) |
| Recurring cash flow per share | 10.63 | 14.03 | 0.49 | 0.32 | 0.30 |

| Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tangible fixed assets (gross) | 158 | 161 | 199 | 254 | 299 |
| Less: Accumulated depreciation | (77) | (95) | (118) | (140) | (161) |
| Tangible fixed assets (net) | 80 | 66 | 81 | 115 | 139 |
| Intangible fixed assets (net) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Long-term financial assets | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Invest. in associates & subsidiaries | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cash & equivalents | 155 | 121 | 217 | 614 | 436 |
| A/C receivable | 711 | 859 | 966 | 1,060 | 1,179 |
| Inventories | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Other current assets | 252 | 199 | 225 | 350 | 431 |
| Current assets | 1,118 | 1,180 | 1,408 | 2,024 | 2,046 |
| Other assets | 89 | 108 | 216 | 239 | 276 |
| Total assets | 1,287 | 1,354 | 1,705 | 2,377 | 2,460 |
| Common equity | 323 | 308 | 648 | 1,574 | 1,606 |
| Minorities etc. | 23 | 9 | 4 | 5 | 5 |
| Total shareholders' equity | 346 | 317 | 653 | 1,578 | 1,611 |
| Long term debt | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Other long-term liabilities | 127 | 157 | 154 | 118 | 127 |
| Long-term liabilities | 128 | 157 | 154 | 118 | 127 |
| A/C payable | 193 | 204 | 223 | 220 | 225 |
| Short term debt | 465 | 513 | 504 | 276 | 302 |
| Other current liabilities | 155 | 162 | 171 | 184 | 196 |
| Current liabilities | 813 | 880 | 898 | 680 | 723 |
| Total liabilities and shareholders' equity | 1,287 | 1,354 | 1,705 | 2,377 | 2,461 |
| Net working capital | 615 | 691 | 797 | 1,006 | 1,189 |
| Invested capital | 784 | 866 | 1,094 | 1,359 | 1,604 |

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

Per share (THB)

| | | | | | |
|-------------------------------|-------|-------|------|------|------|
| Book value per share | 16.14 | 15.39 | 1.44 | 2.62 | 2.68 |
| Tangible book value per share | 16.14 | 15.39 | 1.44 | 2.62 | 2.68 |

Financial strength

| | | | | | |
|---------------------------|--------|--------|------|--------|-------|
| Net debt/equity (%) | 90.0 | 123.7 | 44.1 | (21.4) | (8.3) |
| Net debt/total assets (%) | 24.2 | 28.9 | 16.9 | (14.2) | (5.4) |
| Current ratio (x) | 1.4 | 1.3 | 1.6 | 3.0 | 2.8 |
| CF interest cover (x) | (50.8) | (27.8) | 1.6 | 52.7 | 2.2 |

| Valuation | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------------------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Recurring P/E (x) * | 1.3 | 0.9 | 18.0 | 19.9 | 15.8 |
| Recurring P/E @ target price (x) * | 1.5 | 1.0 | 20.2 | 22.4 | 17.8 |
| Reported P/E (x) | 1.3 | 0.9 | 18.0 | 19.9 | 15.8 |
| Dividend yield (%) | 1.6 | 1.0 | 2.2 | 2.0 | 2.5 |
| Price/book (x) | 0.5 | 0.5 | 5.6 | 3.1 | 3.0 |
| Price/tangible book (x) | 0.5 | 0.5 | 5.6 | 3.1 | 3.0 |
| EV/EBITDA (x) ** | 2.8 | 2.3 | 14.6 | 14.3 | 12.1 |
| EV/EBITDA @ target price (x) ** | 3.0 | 2.4 | 16.3 | 16.3 | 13.7 |
| EV/invested capital (x) | 0.6 | 0.6 | 3.6 | 3.3 | 2.9 |

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: PRTR Group; FSSIA estimates

Corporate Governance report of Thai listed companies 2021

| EXCELLENT LEVEL – Score range 90-100 | | | | | | | | | | |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| AAV | BCPG | CPALL | GCAP | K | MSC | PLANET | SAMART | SPI | THRE | TVD |
| ADVANC | BDMS | CPF | GFPT | KBANK | MST | PLAT | SAMTEL | SPRC | THREL | TVI |
| AF | BEM | CPI | GGC | KCE | MTC | PORT | SAT | SPVI | TIPCO | TVO |
| AH | BGC | CPN | GLAND | KKP | MVP | PPS | SC | SSSC | TISCO | TWPC |
| AIRA | BGRIM | CRC | GLOBAL | KSL | NCL | PR9 | SCB | SST | TK | U |
| AKP | BIZ | CSS | GPI | KTB | NEP | PREB | SCC | STA | TKT | UAC |
| AKR | BKI | DDD | GPSC | KTC | NER | PRG | SCCC | STEC | TMT | UBIS |
| ALT | BOL | DELTA | GRAMMY | LALIN | NKI | PRM | SCG | STI | TNDT | UV |
| AMA | BPP | DEMCO | GULF | LANNA | NOBLE | PROUD | SCGP | SUN | TNITY | VGI |
| AMATA | BRR | DRT | GUNKUL | LH | NSI | DRS | SCM | SUSCO | TOA | VIH |
| AMATAV | BTS | DTAC | HANA | LHFG | NVD | PSL | SDC | SUTHA | TOP | WACOAL |
| ANAN | BTW | DUSIT | HARN | LIT | NWR | PTG | SEAFCO | SVI | TPBI | WAVE |
| AOT | BWG | EA | HMPRO | LPN | NYT | PTT | SEAOIL | SYMC | TQM | WHA |
| AP | CENDEL | EASTW | ICC | MACO | OISHI | PTTEP | SE-ED | SYNTEC | TRC | WHAUP |
| ARIP | CFRESH | ECF | ICHI | MAJOR | OR | PTTGC | SELIC | TACC | TRU | WICE |
| ARROW | CHEWA | ECL | III | MAKRO | ORI | PYLON | SENA | TASCO | TRUE | WINNER |
| ASP | CHO | EE | ILINK | MALEE | OSP | Q-CON | SHR | TCAP | TSC | ZEN |
| AUCT | CIMBT | EGCO | ILM | MBK | OTO | QH | SIRI | TEAMG | TSR | |
| AWC | CK | EPG | INTUCH | MC | PAP | QTC | SIS | TFMAMA | TSTE | |
| AYUD | CKP | ETC | IP | MCOT | PCSGH | RATCH | SITHAI | TGH | TSTH | |
| BAFS | CM | FPI | IRPC | METCO | PDG | RS | SMK | THANA | TTA | |
| BANPU | CNT | FPT | ITEL | MFEC | PDJ | S | SMPC | THANI | TTB | |
| BAY | COM7 | FSMART | IVL | MINT | PG | S & J | SNC | THCOM | TTCL | |
| BBL | COMAN | GBX | JSP | MONO | PHOL | SAAM | SONIC | THG | TTW | |
| BCP | COTTO | GC | JWD | MOONG | PLANB | SABINA | SPALI | THIP | TU | |
| VERY GOOD LEVEL – Score range 80-89 | | | | | | | | | | |
| 2S | ASIMAR | CHOW | FLOYD | IT | LOXLEY | OCC | RPC | SKY | TCC | TVT |
| 7UP | ASK | CI | FN | ITD | LRH | OGC | RT | SLP | TCMC | TWP |
| ABICO | ASN | CIG | FNS | J | LST | PATO | RWI | SMIT | TEAM | UEC |
| ABM | ATP30 | CMC | FORTH | JAS | M | PB | S11 | SMT | TFG | UMI |
| ACE | B | COLOR | FSS | JCK | MATCH | PICO | SA | SNP | TFI | UOBKH |
| ACG | BA | CPL | FTE | JCKH | MBAX | PIMO | SAK | SO | TIGER | UP |
| ADB | BAM | CPW | FVC | JMART | MEGA | PJW | SALEE | SORKON | TITLE | UPF |
| AEONTS | BC | CRD | GEL | JMT | META | PL | SAMCO | SPA | TKN | UPOIC |
| AGE | BCH | CSC | GENCO | KBS | MFC | PM | SANKO | SPC | TKS | UTP |
| AHC | BEC | CSP | GJS | KCAR | MGT | PMTA | SAPPE | SPCG | TM | VCOM |
| AIT | BEYOND | CWT | GYT | KEX | MICRO | PPP | SAWAD | SR | TMC | VL |
| ALL | BFIT | DCC | HEMP | KGI | MILL | PPPM | SCI | SRICHA | TMD | VPO |
| ALLA | BJC | DCON | HPT | KIAT | MITSIB | PRIME | SCN | SSC | TMI | VRANDA |
| ALUCON | BJCHI | DHOUSE | HTC | KISS | MK | PRIN | SCP | SSF | TMILL | WGE |
| AMANAH | BLA | DOD | HYDRO | KOOL | MODERN | PRINC | SE | STANLY | TNL | WIJK |
| AMARIN | BR | DOHOME | ICN | KTIS | MTI | PSG | SFLEX | STGT | TNP | WP |
| APCO | BROOK | DV8 | IFS | KUMWEL | NBC | PSTC | SFP | STOWER | TOG | XO |
| APCS | CBG | EASON | IMH | KUN | NCAP | PT | SFT | STPI | TPA | XPG |
| APURE | CEN | EFORL | IND | KWC | NCH | QLT | SGF | SUC | TPAC | YUASA |
| AQUA | CGH | ERW | INET | KWM | NETBAY | RBF | SIAM | SWC | TPCS | |
| ASAP | CHARAN | ESSO | INSET | L&E | NEX | RCL | SINGER | SYNEX | TPS | |
| ASEFA | CHAYO | ESTAR | INSURE | LDC | NINE | RICHY | SKE | TAE | TRITN | |
| ASIA | CHG | ETE | IRC | LEO | NRF | RML | SKN | TAKUNI | TRT | |
| ASIAN | CHOTI | FE | IRCP | LHK | NTV | ROJNA | SKR | TBSP | TSE | |
| GOOD LEVEL – Score range 70-79 | | | | | | | | | | |
| A | BGT | CITY | GIFT | JTS | MDX | PK | SGP | SUPER | TQR | YGG |
| AI | BH | CMAN | GLOCON | JUBILE | MJD | PLE | SICT | SVOA | TTI | ZIGA |
| AIE | BIG | CMO | GREEN | KASET | MORE | PPM | SIMAT | TC | TYCN | |
| AJ | BLAND | CMR | GSC | KCM | MUD | PRAKIT | SISB | TCCC | UKEM | |
| ALPHAX | BM | CPT | GTB | KK | NC | PRAPAT | SK | THMUI | UMS | |
| AMC | BROCK | CRANE | HTECH | KKC | NDR | PRECHA | SMART | TNH | UNIQ | |
| APP | BSBM | CSR | HUMAN | KWI | NFC | PTL | SOLAR | TNR | UPA | |
| AQ | BSM | D | IHL | KYE | NNCL | RJH | SPACK | TOPP | UREKA | |
| ARIN | BTNC | EKH | IIG | LEE | NOVA | RP | SPG | TPCH | VIBHA | |
| AS | BYD | EMC | INGRS | LPH | NPK | RPH | SQ | TPIPL | W | |
| AU | CAZ | EP | INOX | MATI | NUSA | RSP | SSP | TIPIP | WIN | |
| B52 | CCP | F&D | JAK | M-CHAI | PAF | SABUY | STARK | TPLAS | WORK | |
| BEAUTY | CGD | FMT | JR | MCS | PF | SF | STC | TPOLY | WPH | |

Disclaimer:

The disclosure of the survey results of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey results may be changed after that date. FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such survey results.

* CGR scoring should be considered with news regarding wrong doing of the company or director or executive of the company such unfair practice on securities trading, fraud, and corruption SEC imposed a civil sanction against insider trading of director and executive

Sources: Thai Institute of Directors Association (IOD); FSSIA's compilation; data as of 26 October 2021

Anti-corruption Progress Indicator

| CERTIFIED | | | | | | | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2S | BCH | CPALL | GC | K | MFC | PE | QLT | SNP | THCOM | TU |
| 7UP | BCP | CPF | GCAP | KASET | MFEC | PG | QTC | SORKON | THIP | TVD |
| ADVANC | BCPG | CPI | GEL | KBANK | MILL | PHOL | RATCH | SPACK | THRE | TVI |
| AF | BE8 | CPN | GFPT | KBS | MINT | PK | RML | SPALI | THREL | TVO |
| AI | BEYOND | CSC | GGC | KCAR | MONO | PL | RWI | SPC | TIDLOR | TWPC |
| AIE | BGC | DCC | GJS | KCE | MOONG | PLANB | S & J | SPI | TIPCO | U |
| AIRA | BGRIM | DELTA | GPI | KGI | MSC | PLANET | SAAM | SPRC | TISCO | UBE |
| AKP | BJCHI | DEMCO | GPSC | KKP | MST | PLAT | SABINA | SRICHA | TKS | UBIS |
| ALPHAX | BKI | DIMET | GSTEEL | KSL | MTC | PM | SAPPE | SSF | TKT | UEC |
| AMA | BLA | DRT | GUNKUL | KTB | MTI | PPP | SAT | SSP | TMD | UKEM |
| AMANAHA | BPP | DTAC | HANA | KTC | NBC | PPPM | SC | SSSC | TMILL | UOBKH |
| AMATA | BROOK | DUSIT | HARN | KWC | NEP | PPS | SCB | SST | TMT | UPF |
| AMATAV | BRR | EA | HEMP | KWI | NINE | PR9 | SCC | STA | TNITY | UV |
| AP | BSBM | EASTW | HENG | L&E | NKI | PREB | SCCC | STOWER | TNL | VGI |
| APCS | BTS | ECL | HMPRO | LANNA | NMG | PRG | SCG | SUSCO | TNP | VIH |
| AQUA | BWG | EGCO | HTC | LH | NNCL | PRINC | SCN | SVI | TNR | WACOAL |
| ARROW | CEN | EP | ICC | LHFG | NOBLE | PRM | SEAOIL | SYMC | TOG | WHA |
| AS | CENTEL | EPG | ICHI | LHK | NOK | PROS | SE-ED | SYNTEC | TOP | WHAUP |
| ASIAN | CFRESH | ERW | IFEC | LPN | NSI | PSH | SELIC | TAE | TOPP | WICE |
| ASK | CGH | ESTAR | IFS | LRH | NWR | PSL | SENA | TAKUNI | TPA | WIJK |
| ASP | CHEWA | ETE | ILINK | M | OCC | PSTC | SGP | TASCO | TPP | XO |
| AWC | CHOTI | FE | INET | MAKRO | OGC | PT | SINGER | TBSP | TRU | ZEN |
| AYUD | CHOW | FNS | INSURE | MALEE | ORI | PTG | SIRI | TCAP | TRUE | |
| B | CIG | FPI | INTUCH | MATCH | PAP | PTT | SITHAI | TCMC | TSC | |
| BAFS | CIMBT | FPT | IRC | MBAX | PATO | PTTEP | SKR | TFG | TSTE | |
| BAM | CM | FSMART | IRPC | MBK | PB | PTTGC | SMIT | TFI | TSTH | |
| BANPU | CMC | FSS | ITEL | MC | PCSGH | PYLON | SMK | TFMAMA | TTA | |
| BAY | COM7 | FTE | IVL | MCOT | PDG | Q-CON | SMPC | TGH | TTB | |
| BBL | COTTO | GBX | JKN | META | PDJ | QH | SNC | THANI | TTCL | |
| DECLARED | | | | | | | | | | |
| AJ | CHG | DDD | ETC | JR | MAJOR | NUSA | RS | SSS | TQM | YUASA |
| ALT | CPL | DHOUSE | FLOYD | JTS | NCAP | NYT | SAK | STECH | TSI | ZIGA |
| APCO | CPR | DOHOME | GULF | KEX | NCL | OR | SCGP | STGT | VARO | |
| B52 | CPW | ECF | III | KUMWEL | NOVA | PIMO | SCM | TKN | VCOM | |
| BEC | CRC | EKH | INOX | LDC | NRF | PLE | SIS | TMI | VIBHA | |

| Level | |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Certified | This level indicates practical participation with thoroughly examination in relation to the recommended procedures from the audit committee or the SEC's certified auditor, being a certified member of Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) or already passed examination to ensure independence from external parties. |
| Declared | This level indicates determination to participate in the Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) |

Disclaimer:

The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by Thaipat Institute, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies of the Office of the Securities and Exchange Commission. Thaipat Institute made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of Thaipat Institute that is a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment results.

Note: Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of 26 October 2021) are categorised into: 1) companies that have declared their intention to join CAC, and; 2) companies certified by CAC.

Sources: The Securities and Exchange Commission, Thailand; * FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSS makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSS has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSS does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited

FSSIA may incorporate the recommendations and target prices of companies currently covered by FSS Research into equity research reports, denoted by an 'FSS' before the recommendation. FSS Research is part of Finansia Syrus Securities Public Company Limited, which is the parent company of FSSIA.

All share prices are as at market close, unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.