



พร้อมเติบโตไปกับการพัฒนาประเทศ

Mega Project จำนวนมากที่กำลังทยอยเกิดขึ้น เพิ่มโอกาสในการขยายกองยานรถขนส่งของ MENA รองรับการเติบโตของลูกค้ากลุ่มโรงงานปูนซีเมนต์และคอนกรีตผสมเสร็จ คาดผลักดันกำไรปี 2564-66 เติบโตเฉลี่ยปีละ 16% ประเมินราคาเหมาะสมปี 2565 อิง PER 22 เท่า ได้ 1.45 บาท

ผู้นำในธุรกิจขนส่งปูนซีเมนต์และคอนกรีตผสมเสร็จ

MENA คือผู้ให้บริการขนส่งปูนซีเมนต์และคอนกรีตผสมเสร็จรายใหญ่ของประเทศ สามารถให้บริการขนส่งได้ทั่วประเทศ โดยมีบุคลากรขับรถที่ชำนาญงานกว่า 512 คน และกองยานรถ Mixer เทคอนกรีตมากที่สุดในประเทศจำนวน 466 คัน และรถ Trailer จำนวน 75 คัน พร้อมระบบการจัดการที่มีประสิทธิภาพเพื่อควบคุมการเชื้อเพลิงไม่ให้สิ้นเปลือง มีลูกค้าหลักคือผู้นำในอุตสาหกรรมปูนซีเมนต์ของประเทศ อาทิเช่น กลุ่มปูนซีเมนต์นครหลวง กลุ่มปูนเอเชียและผู้ขายคอนกรีตรายใหญ่อย่าง CPAC เป็นต้น

คาดการณ์กำไรปี 2564-66 เติบโตเฉลี่ยปีละ 16%

คาดการณ์กำไรปี 2564-66 เติบโตเฉลี่ยปีละ 16% จากปี 2563 ที่ 35 ล้านบาท ขึ้นสู่ระดับ 54 ล้านบาท ในปี 2566 โดยกำไรที่จะเติบโต 19.7%YoY ในปี 2564 มาจากรายได้ธุรกิจขนส่งด้วยรถ Mixer (สัดส่วนรายได้ 68%) ที่เติบโต 11%YoY ตามการขยายกองยานรถขนส่ง รองรับลูกค้ากลุ่มโรงงานที่ต้องการขยายกองยานรถเพื่อใช้ในงานก่อสร้างรถไฟเชื่อม 3 สนามบิน และรถไฟ ไทย-จีน เป็นต้น ขณะที่รายได้ธุรกิจขนส่งด้วยรถ Trailer (สัดส่วนรายได้ 27%) คาดรายได้ลดลง 3%YoY หลังการขายรถ Trailer ออกไปบางส่วน

กำหนดราคาเหมาะสมอิง PER 22 เท่า ได้ที่ 1.45 บาท

ประเมินมูลค่าเหมาะสมอิง PER 22 เท่า ตามค่าเฉลี่ยหุ้นเปรียบเทียบกับในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง และกลุ่มขนส่ง ให้มูลค่าพื้นฐานสิ้นปี 2565 ที่ 1.45 บาท คาดหวังเงินปันผลปี 0.03 บาท

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563	2564F	2565F	2566F
กำไรสุทธิ	37.6	34.8	41.6	48.5	54.3
EPS (บาท)	0.07	0.06	0.06	0.07	0.07
DPS (บาท)	0.00	0.04	0.03	0.04	0.04
Book Value (บาท)	1.02	1.09	1.05	1.08	1.11
EV/EBITDA (X)	8.53	7.82	7.61	6.64	5.83
ROE (%)	6.9%	6.0%	6.1%	6.2%	6.8%

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

MENA

Fair Value (บาท) 1.45



การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)		
ประชาชนทั่วไป	184	
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว (ล้านบาท)		
ก่อน IPO	275	
หลัง IPO	367	
ราคาพาร์ (บาท)	0.5	
รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
1. ครอบครัวขจรวุฒิเดช	93.9%	70.4%
2. บุคคลอื่น	6.1%	4.5%
3. ประชาชนทั่วไป	0.0%	25.1%
รวม	100.0%	100.0%
นโยบายเงินปันผลจ่ายไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิ		

บริษัทหลักทรัพย์เอเชียพลัส จำกัดเป็นผู้จัดทำนำ และรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ MENA ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุนผู้ลงทุนควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุน

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) ตั้งแต่วันที่ 14 มิ.ย. 2564 จนถึงสิ้นสุดระยะเวลาการจองซื้อ

RESEARCH DIVISION
บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ประสิทธิ์ รัตนกิจกมล CISA, CFA
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

ผู้ให้บริการจัดส่งปูนและคอนกรีตผสมเสร็จอันดับ 1 ของประเทศ

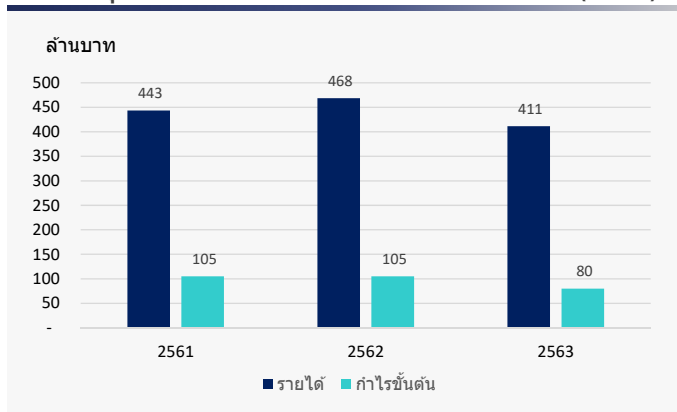
บริษัท มีนาทรานสปอร์ต จำกัด (มหาชน) (“MENA”) ก่อตั้งในปี 2536 เริ่มต้นจากธุรกิจขนส่งก๊าซปิโตรเลียม และขยายการให้บริการไปสู่การขนส่งปูนซีเมนต์ผง ต่อมาในปี 2550 ผู้บริหารได้เล็งเห็นโอกาสในการเติบโตของธุรกิจขนส่งคอนกรีตผสมเสร็จ จึงได้ลงทุนรถผสมคอนกรีต 50 คัน พร้อมปรับเปลี่ยนระบบการให้บริการรถผสมคอนกรีตรูปแบบใหม่ เพื่อตอบโจทย์การให้บริการที่ช่วยให้ผู้ว่าจ้างสามารถเพิ่มยอดขายได้มากยิ่งขึ้น จนปัจจุบัน MENA กลายเป็นผู้ให้บริการขนส่งคอนกรีตผสมเสร็จรายใหญ่ที่สุดของประเทศ (หากไม่นับรวมโรงงานผู้ผลิตปูนซีเมนต์และคอนกรีตที่มีกองยานเป็นของตนเอง) โดย ณ 31 มี.ค. 64 มีกองยานรถผสมคอนกรีตจำนวน 466 คัน และรถ Trailer จำนวน 75 คัน จึงเป็นผู้เชี่ยวชาญการขนส่งสินค้าประเภทวัสดุก่อสร้างที่อยู่เบื้องหลังอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างไทย ขับเคลื่อนด้วยแผนการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานภาครัฐมาโดยตลอด MENA มีสำนักงานใหญ่อยู่ที่จังหวัดสระบุรี และมีสาขาอีก 4 แห่ง ได้แก่ ลาดกระบัง ราชเทวี ระยอง และขอนแก่น โดย MENA แบ่งการประกอบธุรกิจออกเป็น 3 หน่วยธุรกิจดังนี้

1) ธุรกิจการให้บริการขนส่งคอนกรีตผสมเสร็จด้วยรถมิกเซอร์ (Mixer)

ในการบริการขนส่งคอนกรีตผสมเสร็จ (Ready-to-mix concrete) จะใช้รถผสมคอนกรีตหรือรถ Mixer ชนิด 4 – 10 ล้อ ซึ่ง MENA ให้บริการทั้งรถ Mixer ขนาดเล็ก (บรรทุกได้ 2 ลบ.ม) และรถ Mixer ขนาดใหญ่ (บรรทุกได้ 5 ลบ.ม) โดยจัดตั้งศูนย์ที่ลาดกระบังเพื่อเป็นศูนย์กลางบริหารจัดการธุรกิจ Mixer ในพื้นที่เขตกรุงเทพฯและปริมณฑล

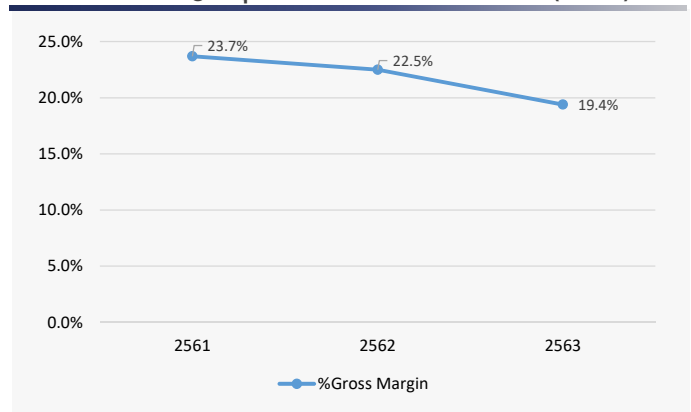
กลุ่มธุรกิจขนส่งคอนกรีตผสมเสร็จ หรือธุรกิจ Mixer ปี 2561, 2562, 2563 มีรายได้อยู่ที่ 443 ล้านบาท, 468 ล้านบาท, และ 411 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งเป็นกลุ่มธุรกิจที่มีสัดส่วนรายได้สูงสุดคิดเป็น 67% ของรายได้ธุรกิจหลัก ด้านประสิทธิภาพการทำการกำไรที่สูงที่สุดเช่นเดียวกัน โดยปี 2561, 2562, 2563 มี Gross Margin อยู่ที่ 23.7%, 22.5%, 19.4% ตามลำดับ โดย margin ที่ลดลงมากในปี 2563 เกิดจากราคาน้ำมันที่ปรับตัวลงอย่างรุนแรง ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาค่าขนส่ง ทำให้รายได้ลดลง ในขณะที่ Fix Cost ที่ MENA ยังต้องแบกรับยังอยู่ในปริมาณใกล้เคียงเดิม

รายได้ธุรกิจขนส่งคอนกรีตผสมเสร็จด้วยรถมิกเซอร์ (Mixer)



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

Gross Margin ธุรกิจขนส่งคอนกรีตผสมเสร็จ (Mixer)



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

การให้บริการธุรกิจ Mixer สามารถแบ่งออกเป็น 3 รูปแบบ ดังนี้

1.1 บริการรถไม่ครบวงจร (สัดส่วนรายได้หลักของกลุ่มธุรกิจ Mixer) : การให้บริการขนส่งคอนกรีตประจำหน่วยงาน โดย MENA จะทำการลงทุนจัดหารถและพนักงานจัดส่งไปประจำในพื้นที่ตามที่ลูกค้ากำหนด โดยเป็นการว่าจ้างระยะยาว 5-7 ปี ขึ้นกับข้อตกลงของลูกค้า และเป็นการให้บริการแบบระบุทะเบียน (รถ Mixer จะถูกกำหนดให้วิ่งได้เฉพาะงานของลูกค้าตามสัญญานั้นๆ และตัวรถจะมีตราสัญลักษณ์ของลูกค้า) ทั้งนี้ในการบริหารประสิทธิภาพของกองยาน MENA สามารถโยกย้ายรถไปตามสัญญาไปใช้ในแพลนที่อื่น หรืองานอื่นได้หากได้รับความยินยอมจากลูกค้า

1.2 Me-Mo Service : การให้บริการรถ Mixer พร้อมคนขับทั่วประเทศ โดยเป็นการให้บริการแบบรายเดือน ซึ่งมีทั้งแบบรวมค่าเชื้อเพลิง และ ไม่รวมค่าเชื้อเพลิง ซึ่งมีการกำหนดอัตราค่าบริการแบบเหมาจ่ายรายเดือนและค่าล่วงเวลาตามอัตราที่ได้ตกลงกับลูกค้า ทั้งนี้การให้บริการ Me-Mo Service นั้น ต้องมีสัญญาว่าจ้างขั้นต่ำ 3 เดือน และจะเป็นการให้บริการแบบไม่ระบุทะเบียน (บริการด้วยรถที่มีตรา MENA หรือรถสีขาว)

1.3 Me-Mo Fleet : การบริหารจัดการรถ Mixer ของลูกค้า โดยรถที่ใช้เป็นรถของลูกค้า แต่ทีมงานของ MENA เป็นผู้บริหารจัดการการขนส่งให้แก่ลูกค้าเช่นเดียวกับงานบริการรถไม่ครบวงจร โดยมีเงื่อนไขการจัดจ้างที่อย่างน้อยเวลา 3 ปี

ธุรกิจบริการขนส่งด้วยรถ Mixer ของ MENA จะมีลูกค้าเป้าหมายคือกลุ่มลูกค้าโรงงานซีเมนต์รายใหญ่หรือบริษัทคอนกรีตชั้นนำของประเทศ ปัจจุบัน MENA รับงานจัดการขนส่งให้กับกลุ่มปูนซีเมนต์นครหลวง, กลุ่มปูนเอเชีย และผู้ขายคอนกรีตรายใหญ่ออย่าง CPAC เป็นต้น รวมถึงโรงงานผลิตคอนกรีต/ผู้ขายคอนกรีตที่ไม่ใช่ผู้ผลิตปูนซีเมนต์

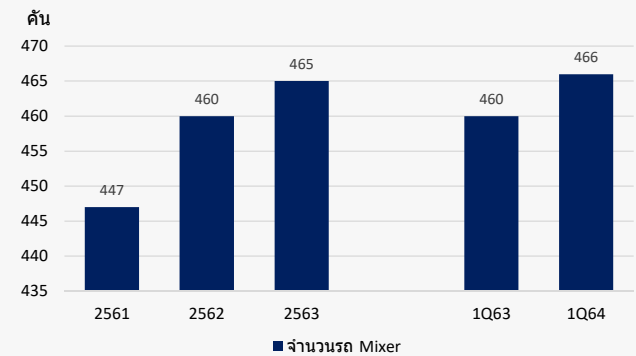
ณ สิ้นงวด 1Q64 MENA มีรถ Mixer จำนวน 466 คัน (รวมรถสำรอง 20 คัน) แบ่งออกเป็นรถ Mixer ขนาดเล็ก 96 คัน และรถ Mixer ขนาดใหญ่ 370 คัน โดย MENA จะมีรถสำรองจำนวน 20 คัน กรณีที่รถที่ให้บริการลูกค้าต้องการหยุดซ่อมบำรุง ส่วนรถที่เหลือ 446 คัน จะประจำการที่หน่วยงานของลูกค้า โดย Utilization Rate การใช้รถของ MENA สูงระดับ 90% เพราะผู้ว่าจ้างต้องประกันรายได้ขั้นต่ำให้ MENA ส่งผลให้การทำงานของรถ Mixer ในแต่ละเดือนจะต้องเทคอนกรีตผสมเสร็จ 26-28 วัน สำหรับแพลนที่ที่ใช้รถไม่ถึง Utilization Rate ที่กำหนด MENA จะดำเนินการประสานงานกับทางลูกค้าเพื่อพิจารณาแนวทางการเพิ่ม Utilization Rate ร่วมกันเพื่อให้เกิดผลประโยชน์สูงสุด

รถผสมคอนกรีตหรือรถมิกเซอร์ (Mixer)



จำนวนรถขนส่งคอนกรีตผสมเสร็จ (Mixer)

Mixer	2561	2562	2563	1Q63	1Q64
จำนวนรถต้นปี 1.ม.ค.	427	447	460	460	465
ซื้อเพิ่ม	21	13	10	0	10
ขาย/ตัดจำหน่าย ระหว่างงวด	-1	0	-5	0	-9
คงเหลือสิ้นงวด (คัน)	447	460	465	460	466



ที่มา: MENA

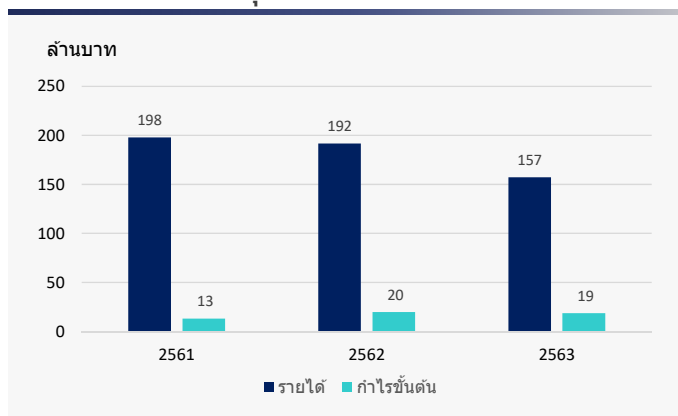
ที่มา: MENA

2) ธุรกิจให้บริการขนส่งด้วยรถเทรลเลอร์ (Trailer)

MENA ให้บริการขนส่งโดยใช้รถลากจูงหรือรถเทรลเลอร์ (Trailer) 18 – 22 ล้อ โดยรถลากจูงหรือรถ Trailer คือรถบรรทุกที่สามารถเปลี่ยนทางหรือรถกึ่งพวงได้หลายประเภทเพื่อใช้ขนส่งสินค้าหลากหลายชนิดตามความต้องการของลูกค้า ได้แก่ หางกัวย่อมแบบ 2 และ 3 เพลา หางยกเท หางพื้นเรียบ 3 เพลา และหางก้างปลา 2 เพลา

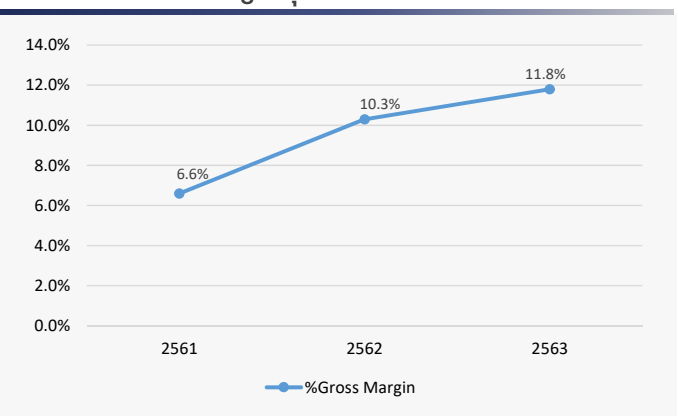
ธุรกิจขนส่งด้วยรถ Trailer มีรายได้ 3 ปีย้อนหลัง คิดเป็นสัดส่วนราว 28% ของรายได้ธุรกิจหลักของ MENA โดยปี 2561, 2562 และ 2563 ทำรายได้ที่ 198 ล้านบาท, 192 ล้านบาท และ 157 ล้านบาท ตามลำดับ ขณะที่ปี 2561, 2562 และ 2563 มี Gross Margin เท่ากับ 6.6%, 10.3%, และ 11.8% ตามลำดับ

รายได้ธุรกิจขนส่งด้วยรถ Trailer



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

Gross Margin ธุรกิจขนส่งด้วยรถ Trailer



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

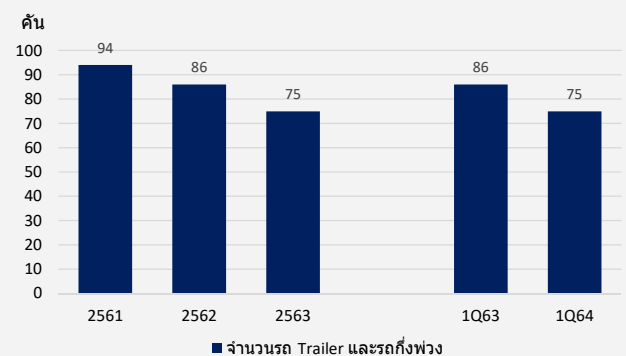
MENA มีรถ Trailer 2 ประเภท แยกตามเชื้อเพลิงที่ใช้ คือ รถ Trailer ที่ใช้เชื้อเพลิง NGV คิดเป็น 60% ของรถทั้งหมด ที่เหลือคือรถ Trailer ที่ใช้เชื้อเพลิงน้ำมันดีเซล ความแตกต่างกันของเชื้อเพลิงที่ใช้ ส่งผลถึงความต่างของต้นทุนการขนส่ง โดยรถ Trailer ที่ใช้เชื้อเพลิง NGV จะมีต้นทุนต่ำกว่ารถ Trailer ที่ใช้น้ำมันดีเซล แต่จะมีรอบการบำรุงรักษาที่เร็วกว่า และมีต้นทุนการบำรุงรักษาที่สูงกว่ามาหักล้าง อย่างไรก็ตาม โดยรวมแล้วรถ Trailer ที่ใช้เชื้อเพลิง NGV จะให้อัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่ารถ Trailer ที่ใช้น้ำมันดีเซลราว 3% และเพื่อให้การบริหารงานเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ MENA ได้ดำเนินการให้สำนักงานที่สระบุรีเป็นศูนย์กลางการจัดการงานขนส่งรถ Trailer และสาขาระยองเป็นศูนย์กลางสำหรับการบริหารงานขนส่งที่ถ่้ายจากโรงไฟฟ้าบริเวณใกล้เคียง

จำนวนรถ Trailer และ รถกึ่งพ่วง

Trailer	2561	2562	2563	1Q63	1Q64
จำนวนรถต้นปี 1.ม.ค.	106	94	86	86	75
ซื้อเพิ่ม	0	0	0	0	0
ขาย/ตัดจำหน่าย ระหว่างงวด	-12	-8	-11	0	0
คงเหลือสิ้นงวด (คัน)	94	86	75	86	75

ที่มา: MENA

จำนวนรถ Trailer และ รถกึ่งพ่วง



ที่มา: MENA

รถ Trailer รถกึ่งพ่วง และการใช้งาน

หางกล้วยหอม 2 เพลา 38 คัน



ใช้งานขนส่ง ปูนซีเมนต์ผง ซีเมนต์เม็ด หรือ แคลเซียม

หางกล้วยหอม 3 เพลา 45 คัน



ใช้งานขนส่ง ปูนซีเมนต์ผง ซีเมนต์เม็ด หรือ แคลเซียม

หางยกเท (ดัมพ์) 13 คัน



ใช้งานยกวัสดุก่อสร้าง เช่น หิน ดิน ทราาย ปูนเม็ด ซีเมนต์หนัก

ที่มา: MENA

รถ Trailer รถกึ่งพ่วง และการใช้งาน

หางพื้นเรียบ 5 คัน



ใช้งานขนส่ง ถูบักแบ็ค พาเลท สินค้าอุปโภคบริโภค หรือขนแผ่นไม้

หางก้างปลา 4 คัน



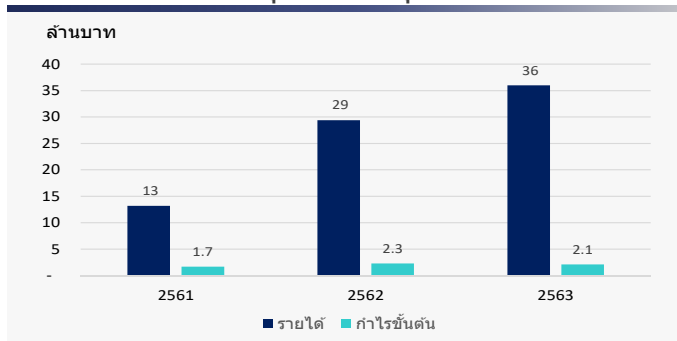
ใช้งาน ขนยกตู้คอนเทนเนอร์

ที่มา: MENA

3) ธุรกิจขายสินค้าวัสดุก่อสร้าง อุปกรณ์ และเครื่องมือเครื่องใช้ในการก่อสร้าง MENA ทำธุรกิจซื้อมาขายไป โดยขายสินค้าประเภทวัสดุก่อสร้าง อุปกรณ์ และเครื่องมือเครื่องใช้ในการก่อสร้าง เช่น คอนกรีต, ปูนซีเมนต์ถุง, ปูนซีเมนต์ผง, และซีเมนต์ลอย (Fly Ash) ให้แก่ลูกค้าซึ่งเป็นบริษัทรับเหมาก่อสร้างที่อาจมีข้อจำกัดและไม่สะดวกที่จะซื้อสินค้ากับผู้ผลิตสินค้าดังกล่าวโดยตรง

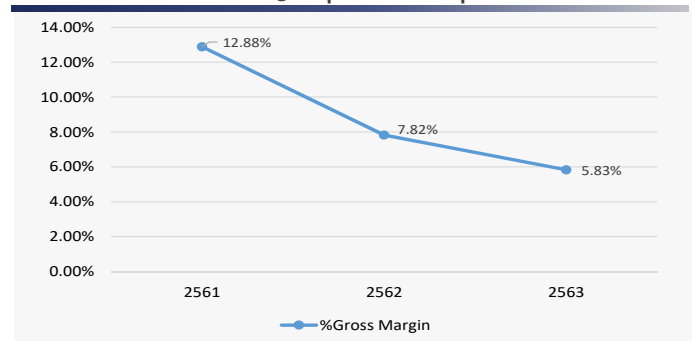
รายได้เฉลี่ยของธุรกิจขายวัสดุก่อสร้างมีสัดส่วนเพียง 4% ของรายได้หลัก โดย ปี 2561, 2562, และ 2563 มีรายได้เท่ากับ 13 ล้านบาท, 29 ล้านบาท, 36 ล้านบาท ตามลำดับ ขณะที่ Gross Margin ปี 2561, 2562 และ 2563 อยู่ที่ 12.88%, 7.82%, 5.83% โดยความแตกต่างกันของ Gross margin ขึ้นอยู่กับ Product Mixed ที่ขายในแต่ละปี

รายได้ธุรกิจขายวัสดุก่อสร้าง



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

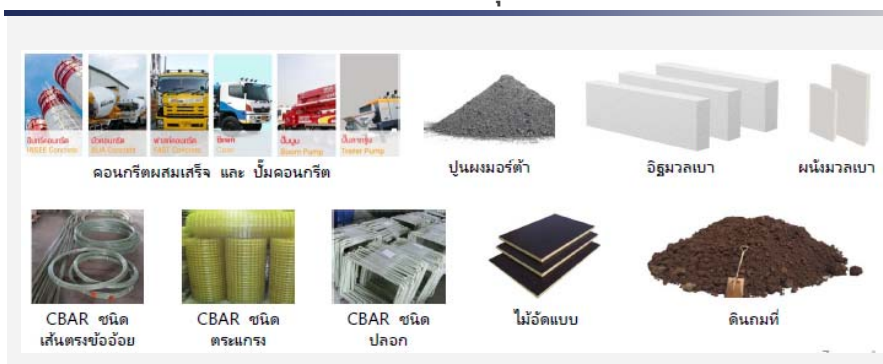
Gross Margin ธุรกิจขายวัสดุก่อสร้าง



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

MENA ทำหน้าที่จัดหาสินค้าให้ตามที่ถูกความต้องการ อย่างไรก็ตาม MENA ไม่ได้เป็นตัวแทนขายสินค้าให้กับผู้ผลิตรายใดรายหนึ่งเพื่อความยืดหยุ่นในการดำเนินงาน ยกเว้นสินค้าวัสดุเสริมแรงคอนกรีตในรูปแบบพอลิเมอร์เสริมเส้นใยหรือ Fiber Reinforce Polymer เพื่อใช้ในกิจการก่อสร้าง ภายใต้ชื่อสินค้า C-Bar by MENA ซึ่ง MENA ได้รับการแต่งตั้งเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้าในเขตพื้นที่ กทม. และปริมณฑล โดยเมื่อ MENA ได้รับแจ้งความต้องการจากลูกค้าก็จะทำการติดต่อซื้อสินค้าจากบริษัทผู้ผลิตและจัดส่งให้ลูกค้า ทั้งนี้ MENA ไม่มีนโยบายสต็อกสินค้าเพื่อรอขาย แต่จะติดต่อขอซื้อสินค้าจากผู้ผลิตเมื่อมีการแจ้งความต้องการซื้อจากลูกค้าเท่านั้น ทำให้ MENA ไม่มีความเสี่ยงเรื่องสินค้าเสื่อมสภาพหรือหมดอายุ

ประเภทสินค้าวัสดุก่อสร้าง



ที่มา: MENA

บุคลากรพร้อม รองรับการขนส่งได้ทุกที่ทุกเวลา

MENA มีพนักงานขับรถ 512 คน โดยแบ่งออกเป็น 3 ประเภทได้แก่

- 1) พนักงานจัดส่ง (พจส.) หมายถึง พนักงานจัดส่งของ MENA ที่ได้รับเงินเดือนและค่าเที่ยวของการวิ่งรถ ปัจจุบันมีทั้งหมด 449 คน แบ่งเป็น พจส. รถ Mixer จำนวน 401 คน และ พจส. รถ Trailer จำนวน 48 คน
- 2) พนักงานจัดส่งรถร่วม (พจร.) หมายถึง บุคคลที่เคยเป็นพนักงานจัดส่งของ MENA และมีประวัติการทำงานรวมถึงคุณสมบัติตามที่กำหนด MENA จะให้สิทธิในการซื้อรถที่ครบกำหนดอายุการใช้งานแต่ยังมีสภาพดีจาก MENA โดย พจร. เข้าทำสัญญาซื้อขายแบบผ่อนชำระราคาและสัญญาว่าจ้างขนส่งกับ MENA โดยตลอดระยะเวลาสัญญา พจร. จะผ่อนชำระค่ารถให้แก่ MENA และ MENA จะหางานขนส่งให้แก่ พจร. โดย พจร. จะต้องทำการส่งสินค้าในนาม MENA เท่านั้น ซึ่ง พจร. จะได้รับผลตอบแทนเป็นค่าขนส่งของแต่ละงานที่ MENA ได้รับจากลูกค้า ภายหลังหักค่าบริหารจัดการต่างๆ นอกจากนี้ ระหว่างผ่อนชำระ พจร. เป็นผู้รับผิดชอบค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการซ่อมแซม การต่อประกัน การต่อ พ.ร.บ. และการเติมน้ำมัน ปัจจุบัน MENA มี พจร. ทั้งหมด 63 คน แบ่งเป็น พจร. รถ Mixer 44 คน และ พจร. รถ Trailer 19 คน
- 3) พนักงานจัดส่งรถร่วมนอก (พจน.) หมายถึง พจร. ที่ผ่อนชำระค่ารถครบแล้วและยังประสงค์มาขนส่งให้ MENA หรือพนักงานจัดส่งจากภายนอก โดย พจน. จะเข้าทำสัญญาว่าจ้างขนส่งกับ MENA และต้องขนส่งให้ MENA เพียงรายเดียวภายในระยะเวลาตามสัญญา ยกเว้นกรณีที่ MENA ไม่มีงาน อาจไปขนส่งให้บุคคลอื่นได้ โดยได้รับความเห็นชอบจาก MENA ทั้งนี้ พจน. จะได้รับค่าตอบแทนเป็นค่าขนส่งของแต่ละงานที่ MENA ได้รับจากลูกค้า ภายหลังหักค่าบริหารจัดการต่างๆ โดยปัจจุบัน MENA ไม่มี พจน. เนื่องจาก MENA สามารถบริหารรถที่มีเพียงพอกับปริมาณงาน

จำนวนพนักงาน พจส. พจร. และ พจน. แยกตามประเภทรถจัดส่ง

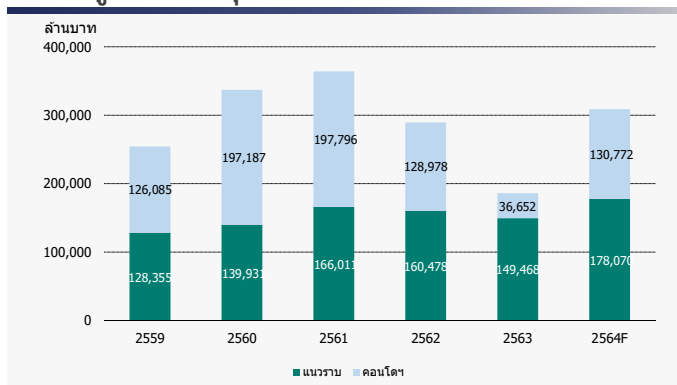
 Mixer	2561	2562	2563	3M64	
	พจส.	440	439	376	401
พจร.	1	44	49	48	
 Trailer	2561	2562	2563	3M64	
	พจส.	45	31	41	44
	พจร.	43	31	22	19
	พจน.	14	14	-	-

ที่มา: MENA

การลงทุนอสังหาริมทรัพย์และงานภาครัฐ หุ่น Demand ปูนและคอนกรีต

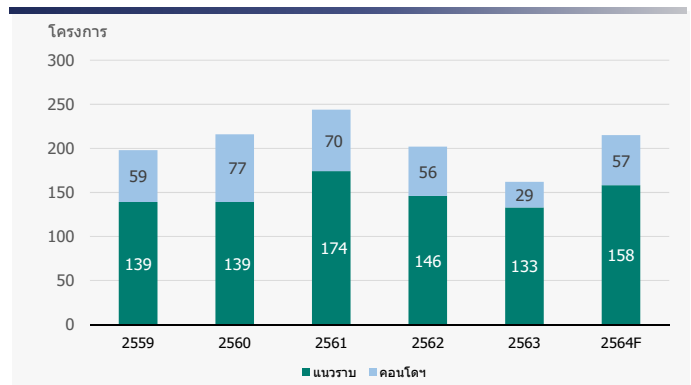
งานบริการขนส่งด้วยรถ Trailer และรถ Mixer ถูกขับเคลื่อนด้วยโครงการอสังหาริมทรัพย์จากภาคเอกชนและการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานภาครัฐ เนื่องจากโรงงานผลิตปูนซีเมนต์และแพลตฟอร์มคอนกรีตผสมเสร็จจะว่าจ้างให้ MENA จัดการรถขนส่งมากขึ้นตามยอดขายปูนและคอนกรีตผสมเสร็จ สำหรับอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ที่ทรุดตัวลงอย่างหนักในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา จากมาตรการ LTV จำกัดการซื้อบ้านหลังที่สอง ขัดขวางด้วยการแพร่ระบาดของ Covid-19 ทำให้ปี 2563 ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ได้ Coverage ฝ่ายวิจัยจำนวน 17 ราย มียอดเปิดตัวโครงการใหม่ลดลง 35.7%YoY เหลือเพียง 1.86 แสนล้านบาท ขณะที่ปี 2564 ความหวังเชิงบวกจากการกระจายวัคซีน Covid-19 ในวงกว้างตั้งแต่ช่วงกลางปี น่าจะช่วยให้ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์กลับมาเปิดตัวโครงการใหม่มากขึ้น นอกจากนี้ โครงการลงทุนขนาดใหญ่ภาครัฐที่ได้ผ่านการเปิดประมูลไปแล้ว ไม่ว่าจะเป็น เมืองการบินภาคตะวันออก, รถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน, ท่าเรือมาบตาพุดเฟส 3 ท่าเรือแหลมฉบังเฟส 3, และโครงการรถไฟไทย-จีน จะเริ่มเข้าสู่ขั้นตอนก่อสร้าง ซึ่งจะเป็นปัจจัยหนุนให้เกิดความต้องการใช้ปูนซีเมนต์และคอนกรีตผสมเสร็จมากขึ้นในช่วงหลายปีนับจากนี้

มูลค่าการลงทุนอสังหาริมทรัพย์ของ 17 บริษัทจดทะเบียน



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

จำนวนโครงการบ้านแนวราบและคอนโดฯ 17 บริษัทจดทะเบียน



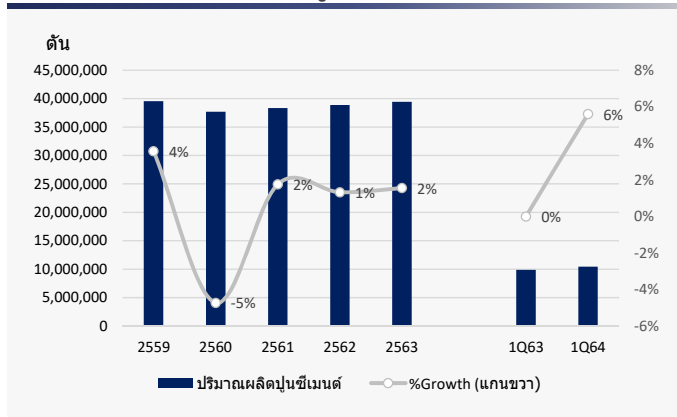
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

คอนกรีตผสมเสร็จและปูนซีเมนต์ซึ่งเป็นสินค้าหลักที่ MENA ให้บริการขนส่งจะเติบโตตามยอดขายปูนซีเมนต์และการเปิดแพลตฟอร์มคอนกรีตแห่งใหม่ของบริษัทผู้ว่าจ้าง โดยแพลตฟอร์มคอนกรีต 1 แห่ง จะต้องใช้กองยานขนส่งรถ Mixer เทคอนกรีตราว 8-10 คัน ซึ่งนโยบายของโรงงานซีเมนต์ชั้นนำในปัจจุบันจะนิยมการ Outsource ธุรกิจขนส่งคอนกรีตให้บุคคลอื่นเพื่อตัดปัญหาความวุ่นวายเกี่ยวกับการบริหารพนักงานขับรถรวมถึงการซ่อมบำรุงรถขนส่ง จึงเป็นโอกาสสำหรับ MENA ในการขยายกองยานรถขนส่งใหม่ และทดแทนรถ Mixer เดิมของผู้ว่าจ้างที่เสื่อมสภาพลงตามอายุการใช้งาน

สำหรับปริมาณขายคอนกรีตผสมเสร็จในประเทศปี 2563 (อ้างอิงข้อมูลจากสำนักงานสถิติอุตสาหกรรม) มียอดรวมอยู่ที่ 18.2 ล้าน ลบม. เติบโต 8%YoY ส่วนทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัว เพราะอุตสาหกรรมก่อสร้างยังได้แรงหนุนจากโครงการลงทุนภาครัฐที่มีต่อเนื่อง และเมื่อพิจารณายอดขายคอนกรีตผสมเสร็จช่วงระยะเวลา 5 ปีที่ผ่านมา (2559-2563) มีอัตรา

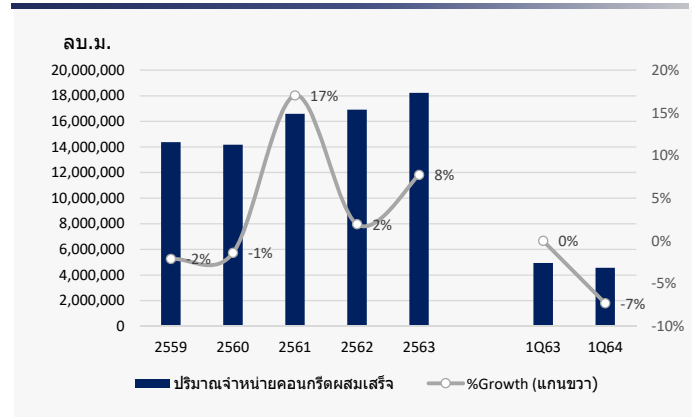
การเติบโตเฉลี่ยปีละ 6.1% ขณะที่ปริมาณการผลิตปูนซีเมนต์รวมกันทุกประเภท (ซีเมนต์ปอร์ตแลนด์, ซีเมนต์ผสม, และซีเมนต์อื่นๆ) บวกกับปริมาณการผลิตปูนเม็ด (Clinkers) มี ยอดการผลิตโดยเฉลี่ยอยู่ที่ปีละ 38.7 ล้านตัน ซึ่งล่าสุดงวด 1Q64 ปริมาณการผลิตปูนซีเมนต์อยู่ที่ 10.4 ล้านตัน เติบโต 6%YoY

ปริมาณการผลิตปูนซีเมนต์ในประเทศไทย



ที่มา: สำนักงานสถิติอุตสาหกรรม

ยอดขายจำหน่ายคอนกรีตผสมเสร็จในประเทศไทย



ที่มา: สำนักงานสถิติอุตสาหกรรม

MENA ได้รับความไว้วางใจจากลูกค้าทั่วประเทศ

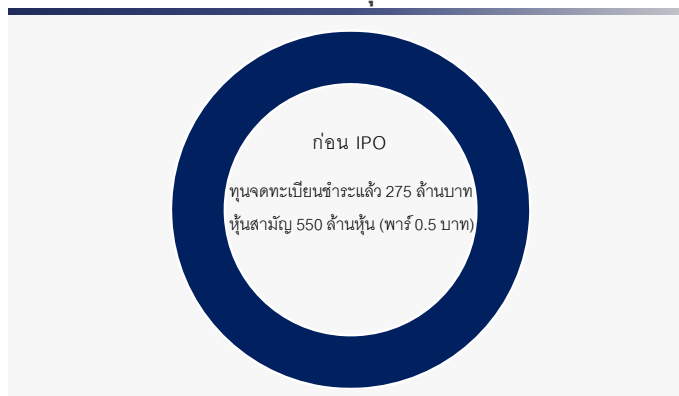
จุดเด่นที่สำคัญของ MENA สรุปได้ดังนี้

1. ทีมงานมีศักยภาพสูง ด้วยประสบการณ์ในธุรกิจบริการขนส่งยาวนานกว่า 20 ปี
2. มีจำนวน Fleet รถ Mixer 466 คัน สามารถกล่าวได้ว่ามีขนาดกองรถติดอันดับต้นๆของประเทศ อ้างอิงข้อมูลรถ Mixer ที่จดทะเบียนกับกรมขนส่ง และพร้อมให้บริการได้ไม่จำกัดพื้นที่แบบ One Stop Service รวมถึงมีรูปแบบการให้บริการหลากหลายตามความต้องการของลูกค้า ทั้งขนาดรถและระยะเวลาทำสัญญา
3. ความสัมพันธ์ที่ยาวนานกับลูกค้าซึ่งเป็นบริษัทขนาดใหญ่ อาทิ กลุ่มปูนซีเมนต์นครหลวง กลุ่มปูนเอเชียและผู้ขายคอนกรีตรายใหญ่อย่าง CPAC ซึ่งเป็นบริษัทในกลุ่มปูนซีเมนต์ไทย เป็นต้น รวมถึงลูกค้าที่เป็นผู้ผลิตปูนซีเมนต์ในท้องถิ่น ทั้งที่เป็นเจ้าของเอง หรือเป็นแฟรนไชส์แพลนท์คอนกรีต ทำให้ MENA มีโอกาสการเติบโตไปพร้อมกับการขยายธุรกิจของลูกค้า และได้รับการต่อสัญญากับลูกค้าเดิมอย่างต่อเนื่อง
4. การบริหารการเดินรถที่มีระบบในการควบคุมการใช้เชื้อเพลิงอย่างมีประสิทธิภาพ ภายใต้เทคโนโลยีสารสนเทศที่ถูกพัฒนาขึ้นเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการทุจริตในเรื่องการใช้เชื้อเพลิงของพนักงานขับรถ
5. ประสิทธิภาพการทำการค้ากำไรค่อนข้างสม่ำเสมอในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2561-2563) โดยมี Net Profit margin 5.5-5.8% ทำให้ MENA มีกำไรสะสม ณ สิ้นงวด 1Q64 สูงถึง 211 ล้านบาท และแม้ภายหลังจ่ายเงินปันผลจำนวน 22 ล้านบาท ในเดือนพ.ค 64 ก็ยังมีความพร้อมจ่ายเงินปันผลให้แก่นักลงทุนตามนโยบายที่จะจ่ายไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิ

ระดมทุน IPO เพื่อย้ายกองยานและชำระคืนหนี้

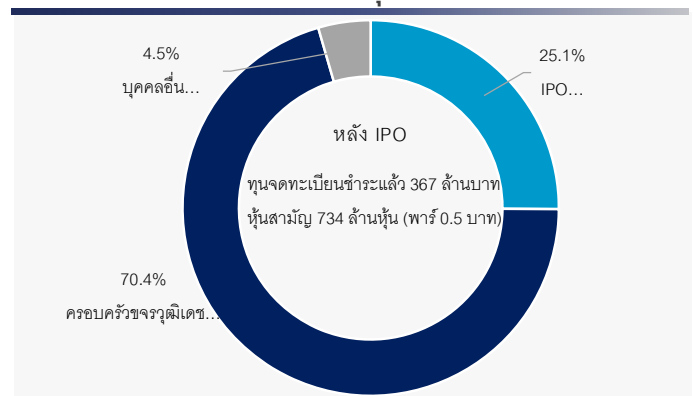
MENA นำเสนอขายหุ้น IPO รวม 184 ล้านหุ้น (ราคาพาร์ 0.5 บาท) คิดเป็น 25.1% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดภายหลัง IPO หรือจำนวน 734 ล้านหุ้น ส่งผลให้มีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 275 ล้านบาท ณ สิ้น ธ.ค. 2563 เป็น 367 ล้านบาทวัตถุประสงค์ของการขายหุ้นเพิ่มทุนครั้งนี้ เพื่อใช้เป็นเงินทุนในการพัฒนาโครงการใหม่ในอนาคต รวมถึงชำระคืนหนี้ และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนภายใน

สัดส่วนการถือหุ้นก่อน IPO



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

สัดส่วนการถือหุ้นหลัง IPO



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

โดยมีหุ้นเดิมที่ห้ามขายหุ้น (Silent Period) ในช่วง 6 เดือนแรก หลังเข้าซื้อขายในตลาดฯ จำนวน 403.7 ล้านหุ้น คิดเป็นสัดส่วน 55% ของทุนเรียกชำระแล้วหลังเสนอขายหุ้น IPO

โครงสร้างผู้ถือหุ้น MENA ก่อนและหลัง IPO

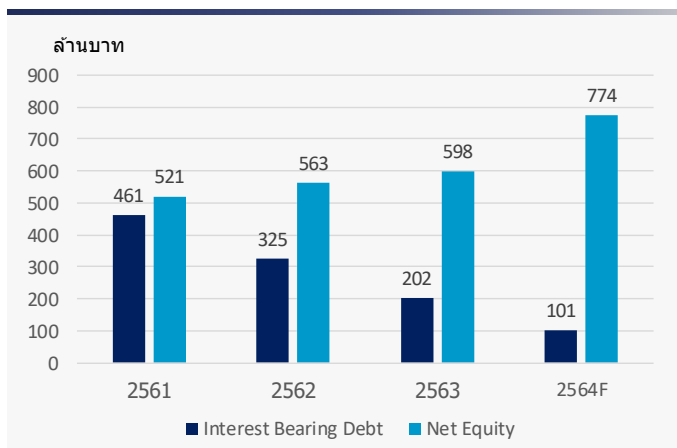
รายชื่อ	ก่อน		ภายหลัง	
	การเสนอขายหุ้นต่อประชาชน		การเสนอขายหุ้นต่อประชาชน	
	จำนวนหุ้น	%	จำนวนหุ้น	%
ครอบครัวยุทธศาสตร์ (หมายเลข 1-10)	516,640,000	93.9	516,640,000	70.4
1. นาง สุวรรณา ขจรวุฒิเดช	195,920,000	35.6	195,920,000	26.7
2. นาย ญัณพล ขจรวุฒิเดช	189,026,000	34.4	189,026,000	25.8
3. นาย ศรัชัย แซ่ตั้ง	33,360,000	6.1	33,360,000	4.5
4. นางสาว สิริมา ขจรวุฒิเดช	22,200,000	4.0	22,200,000	3.0
5. นางสาว สุดารัตน์ ขจรวุฒิเดช	22,078,000	4.0	22,078,000	3.0
6. นางสาว ดารณี มธุรพจน์วงษ์	21,920,000	4.0	21,920,000	3.0
7. นาย จีเพ็ง ขจรวุฒิเดช	20,258,000	3.7	20,258,000	2.8
8. นางสาว กรรณิกา ขจรวุฒิเดช	9,838,000	1.8	9,838,000	1.3
9. นางสาว สิริรัตน์ ขจรวุฒิเดช	1,360,000	0.2	1,360,000	0.2
10. นาย สมพร ขจรวุฒิเดช	680,000	0.1	680,000	0.1
11. นาย จิรุตติ คุ้มพันธ์	33,360,000	6.1	33,360,000	4.5
ประชาชนทั่วไป	-	-	184,000,000	25.1
รวม	550,000,000	100.00	734,000,000	100.00

ที่มา: หนังสือชี้ชวน

โครงสร้างการเงินแข็งแกร่งขึ้นหลัง IPO หนี้เงินปันผลขั้นต่ำ 40%

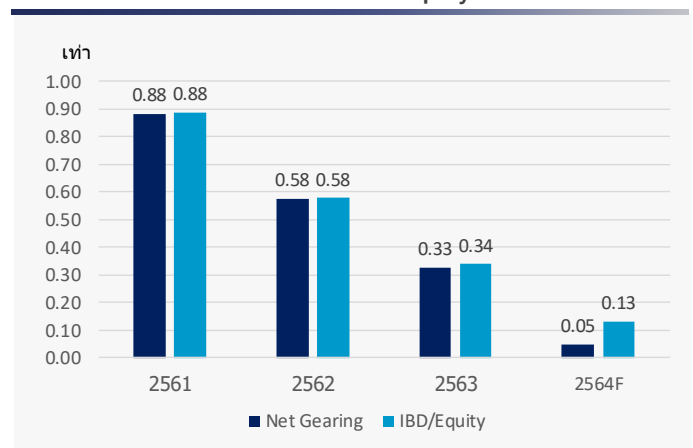
ณ สิ้นปี 2563 MENA มี Net Gearing อยู่ที่ 0.33 เท่า โดยอัตราส่วน Net Gearing ลดลงต่อเนื่องตลอดช่วง 3 ปีที่ผ่านมา จากการทยอยชำระคืนเงินกู้และส่วนทุนที่เพิ่มขึ้นตามผลกำไรที่ทำได้ ฝ่ายวิจัยคาดว่า MENA จะมี Net Gearing ลดลงจนกลายเป็นบริษัทที่มีเงินสดสุทธิ (Net Cash) ภายในปี 2566 แม้ในช่วงปี 2564-2566 MENA จะมีแผนซื้อรถเข้ามาเพิ่มเติมจำนวนมากก็ตาม โดยเงินที่ได้จากการระดมทุน IPO บางส่วนจะถูกนำไปจ่ายคืนหนี้เงินกู้ ประกอบกับผลประกอบการที่จะเติบโตขึ้นตามแผนการขยายกองยาน ส่งผลให้ MENA มีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลได้ตามนโยบายที่กำหนดไว้ไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิ ทั้งนี้ที่ประชุม EGM เมื่อวันที่ 22 เม.ย. 2564 ได้อนุมัติจ่ายเงินปันผลสำหรับผลประกอบการปี 2563 จำนวน 22 ล้านบาท ซึ่งผู้ถือหุ้น IPO จะไม่ได้รับเงินปันผลในครั้งนี้

โครงสร้างการเงิน



ที่มา: งบการเงิน, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

อัตราส่วน IBD/Equity



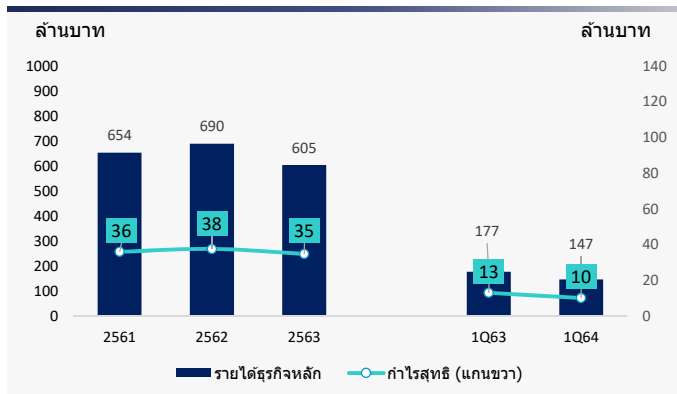
ที่มา: งบการเงิน, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

อัตรากำไร 3 ปีล่าสุด ก่อนขำงนึ่ง Net Profit margin 5.5-5.8%

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (2561-2563) MENA มีรายได้หลักอยู่ในช่วง 605-690 ล้านบาท และมี Net Profit margin ก่อนขำงนึ่งอยู่ในช่วง 5.5-5.8% สำหรับปี 2563 มีรายได้หลักลดลง 12%YoY อยู่ที่ 605 ล้านบาท สาเหตุหลักมาจากการปรับตัวลงของราคาดีเซล ส่งผลให้อัตราค่าบริการซึ่งอ้างอิงกับราคาน้ำมันปรับตัวลดลง และยังมีสาเหตุจากการชะลอตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์ เนื่องมาจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 ทำให้ปริมาณคอนกรีตทั้งหมดที่ MENA ขนส่งลดลง 4.9%YoY และ MENA ยังได้รับผลกระทบจากการยกเลิกสัญญาของบริษัทขนส่งสินค้าอุปโภค Multi National ขนาดใหญ่ ตั้งแต่ช่วงปลายปี 2562 แม้ว่า MENA จะเข้าทำสัญญากับผู้ว่าจ้างรายใหม่ แต่ก็ไม่สามารถชดเชยปริมาณงานที่หายไปได้ โดยรวมจึงทำให้กำไรสุทธิปี 2563 ลดลง 8%YoY จาก 38 ล้านบาทในปี 2562 ลงมาอยู่ที่ 35 ล้านบาท อย่างไรก็ตามในปี 2564 บริษัทขนส่งสินค้าอุปโภค Multi National ขนาดใหญ่ดังกล่าว ได้กลับมาว่าจ้าง MENA อีกครั้ง โดยมีปริมาณรถ Trailer จำนวน 7 คัน คาดจะช่วยหนุนรายได้เพิ่มให้กับ MENA ได้ประมาณ 24 ล้านบาท

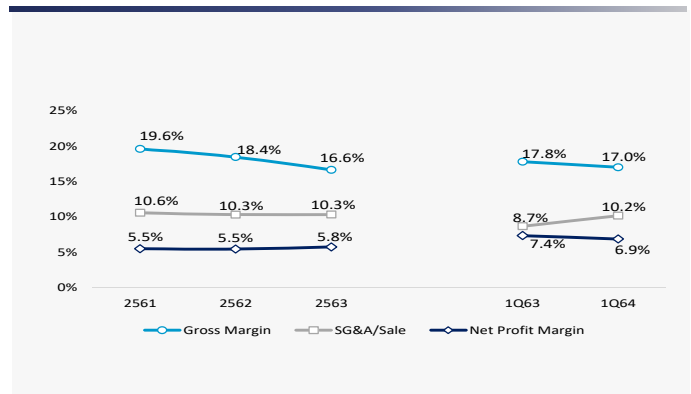
สำหรับงวด 1Q64 MENA มีรายได้หลัก 147 ล้านบาท ลดลง 17%YoY หลักๆมาจากการเปลี่ยนแปลงวิธีคำนวณค่าขนส่งกับลูกค้าทุกรายโดยอ้างอิงน้ำมันดีเซล B10 เทียบกับ 1Q63 ที่ยังอ้างอิงน้ำมันดีเซล B7 ซึ่งมีราคาสูงกว่าดีเซล B10 ประมาณลิตรละ 3 บาท ประกอบกับปริมาณการขนส่งด้วยรถ Mixer ลดลง 2.5%YoY เนื่องด้วยงานก่อสร้างภาคเอกชนยังคงได้รับผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 รวมถึงงานขนส่งที่เฝ้าลดลงเพราะโรงไฟฟ้ามีการปิดซ่อมบำรุงฉุกเฉินช่วงเดือน ม.ค.-ก.พ. 2564 จึงทำให้กำไรสุทธิ 1Q64 ลดลง 22%YoY มาอยู่ที่ 10 ล้านบาท

รายได้และกำไรปี 2561-2563 และงวด 1Q64



ที่มา: งบการเงิน และรายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประสิทธิภาพการดำเนินงานปี 2561-2563 และงวด 1Q64



ที่มา: งบการเงิน และรายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

คาดการณ์กำไรปี 2564-2566 เติบโตเฉลี่ยปีละ 16%

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรปี 2564-2566 จะเติบโตขึ้นเฉลี่ยปีละ 16% จาก 35 ล้านบาทในปี 2563 ก้าวสู่ 54 ล้านบาทในปี 2566 จากการขยายกองยานรถ Mixer เพิ่มอย่างต่อเนื่อง รวมถึงการเติบโตของลูกค้าหลักอย่าง กลุ่มบริษัทปูนซีเมนต์ชั้นนำที่ต้องการ Outsource กองยานรถขนส่ง Mixer (พร้อมคนขับ) เพิ่มเติมเพื่อรองรับงานก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้าเชื่อม 3 สนามบิน, รถไฟฟ้าไทย-จีน, และรถไฟทางคู่เด่นชัย-เชียงของ เป็นต้น โดยรายได้ที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลบวกต่ออัตรากำไรที่ดีขึ้นเนื่องจากลักษณะธุรกิจของ MENA ที่มี Fixed Cost สูง ทำให้อัตรากำไรจะผันแปรไปตามรายได้

สมมติฐานในการจัดทำประมาณการ

1. รายได้จากการธุรกิจหลัก

ธุรกิจขนส่งคอนกรีตผสมเสร็จด้วยรถ Mixer (สัดส่วน 68%) คาดรายได้ปี 2564 เติบโต 11% YoY และปี 2565-2566 เติบโตปีละ 7%YoY หนุนจากการขยายกองยานรถขนส่งเพิ่มจากปี 2563 อีก 30 คันเป็น 495 คัน และเพิ่มต่อเนื่องเป็น 535 คัน ในปี 2566 ตามแผนการขยายแพลตฟอร์มคอนกรีตผสมเสร็จและทดแทนรถเก่าด้วยรถใหม่ (Replacement) ของลูกค้าเดิมเพื่อรองรับจำนวนงานคอนกรีตที่มากขึ้น ตามความคืบหน้าของการก่อสร้างรถไฟฟ้าเชื่อม 3 สนามบิน, รถไฟฟ้า ไทย-จีน, รวมถึงงานประมูลล่าสุดอย่างรถไฟทางคู่เด่นชัย-เชียงของ ฝ่ายวิจัยกำหนดสมมติฐานค่าบริการ

ขนส่งต่อปริมาตรอยู่ที่ 220 บาท/ลบม. ในปี 2564 และเพิ่มขึ้นปีละ 3% ในปี 2565-2566

ธุรกิจขนส่งปูนซีเมนต์ด้วยรถ Trailer (สัดส่วน 27%) คาดรายได้ปี 2564 ลดลง 3% YoY และจะกลับมาเติบโต 5% ในปี 2565 และ 2566 โดยรายได้ปี 2564 ที่ลดลงเกิดจากฐานการคิดค่าบริการที่เปลี่ยนมาอ้างอิงกับน้ำมันดีเซล B10 ซึ่งมีราคาสูงกว่าน้ำมันดีเซล B7 ถึง 3 บาท/ลิตร โดยที่ MENA ไม่ได้มีแผนเพิ่มจำนวนรถ Trailer ขึ้นจากปัจจุบันที่มีอยู่ 75 คัน แต่การเติบโตของรายได้ในอนาคตจะมาจากการเพิ่มรายได้ต่อคันของรถ Trailer ให้มากขึ้น ทั้งในด้านการจัดหาพนักงานขับรถเพิ่มเติมให้สอดคล้องกับจำนวนรถที่มีอยู่และการดูแลรักษารถให้พร้อมใช้งานอยู่เสมอ

สมมติฐานรายได้ธุรกิจขนส่งด้วยรถ Mixer

	2563	2564F	2565F	2566F
รายได้ขนส่งด้วยรถ Mixer (ล้านบาท)	411	458	491	525
% Revenue Growth	-12%	11%	7%	7%
จำนวนรถ Mixer (คัน)	465	495	515	535
การเปลี่ยนแปลงของจำนวนรถ (คัน)	5	30	20	20
ปริมาณขนส่ง (ลบม./คัน/เดือน)	N/A	350	350	350
ค่าบริการขนส่งต่อน้ำหนัก (บาท/ลบม.)	N/A	220	227	233
%Price Growth	N/A	N/A	3%	3%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

สมมติฐานรายได้ธุรกิจขนส่งด้วยรถ Trailer

	2563	2564F	2565F	2566F
รายได้ขนส่งด้วยรถ Trailer (ล้านบาท)	157	153	161	169
% Revenue Growth	-18%	-3%	5%	5%
จำนวนรถ Trailer (คัน)	81	75	75	75
การเปลี่ยนแปลงของจำนวนรถ (คัน)	-9	-6	0	0
รายได้/คัน/เดือน (ล้านบาท)	0.16	0.17	0.18	0.19
%Price Growth	-9%	5%	5%	5%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ธุรกิจขายวัสดุก่อสร้าง (สัดส่วน 6%) คาดรายได้ปี 2564-66 เติบโตเฉลี่ยปีละ 10% YoY ซึ่งเป็นอัตราการเติบโตในระดับปกติของธุรกิจ โดยมีแรงหนุนจากการขายวัสดุก่อสร้างที่เพิ่มขึ้น เช่น ปูนผงมอร์ต้า, ไม้อัดแบบ, และอิฐ-ผนังมวลเบา รวมถึงสินค้าใหม่อย่าง C-Bar by MENA ซึ่งเป็นสินค้าที่ใช้ทดแทนเหล็กเส้นและน่าจะได้รับการตอบรับจากตลาดเป็นอย่างดีในสถานการณ์ที่ราคาเหล็กเส้นปรับตัวสูงขึ้นมากในปัจจุบัน

2. Gross Margin

ปี 2564 กำหนด Gross margin ไว้ที่ 17.0% และเพิ่มขึ้นเป็น 17.5% ในปี 2565-2566 โดยองค์ประกอบหลักของต้นทุน คือค่าตอบแทนคนขับรถที่คิดเป็นสัดส่วนราว 37% สำหรับธุรกิจ Mixer และสัดส่วนมากกว่า 50% สำหรับธุรกิจ Trailer รองลงมาคือเชื้อเพลิง คิดเป็นสัดส่วนราว 17% สำหรับธุรกิจ Mixer และสัดส่วน 15% สำหรับธุรกิจ Trailer โดยราคาน้ำมันที่เปลี่ยนแปลงทุก 1% จะทำให้ค่าบริการขนส่งของ MENA เปลี่ยนแปลงไป 0.5% ซึ่งสูตรการคำนวณค่าบริการขนส่งของ MENA มีต้นทุนอื่นรวมอยู่ด้วย เช่น ค่ายางและอะไหล่ในการซ่อมรถซึ่งไม่ได้ผันแปรไปตามราคาน้ำมัน ดังนั้น Gross Margin ปี 2564-2566 จึงมีทิศทางปรับตัวสูงขึ้นตามราคา

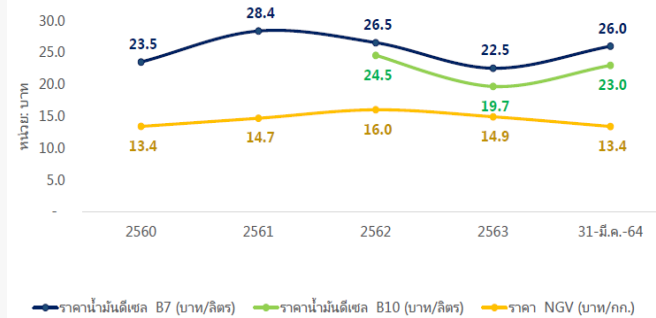
น้ำมันที่ขยับขึ้น บวกกับความประหยัดต่อขนาดที่เกิดขึ้นตามการเติบโตของรายได้ นอกจากนี้ MENA อยู่ระหว่างการลงทุนสร้างถังเก็บน้ำมันขนาด 15,000 ลิตร ที่ จ.ระยอง จากที่มีอยู่แล้วที่ จ. สระบุรี ขนาด 15,000 ลิตร จะช่วยให้ MENA บริหารความเสี่ยงเรื่องราคาน้ำมันได้ดียิ่งขึ้น

คาดการณ์ Gross Margin แยกตามธุรกิจปี 2564-2566

	2562	2563	2564F	2565F	2566F
%Gross Margin ธุรกิจ Mixer	22.5%	19.4%	20.0%	20.5%	20.5%
%Gross Margin ธุรกิจ Trailer	10.3%	11.8%	11.0%	11.5%	11.5%
%Gross Margin ธุรกิจขาย	7.8%	5.8%	6.0%	6.3%	6.3%
%Gross Margin เฉลี่ย	18.5%	16.6%	17.0%	17.5%	17.5%

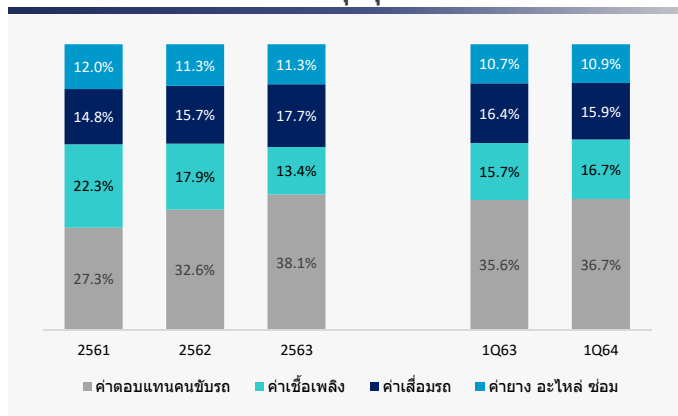
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ทิศทางราคาน้ำมันเชื้อเพลิงน้ำมันดีเซล B10 และ B7



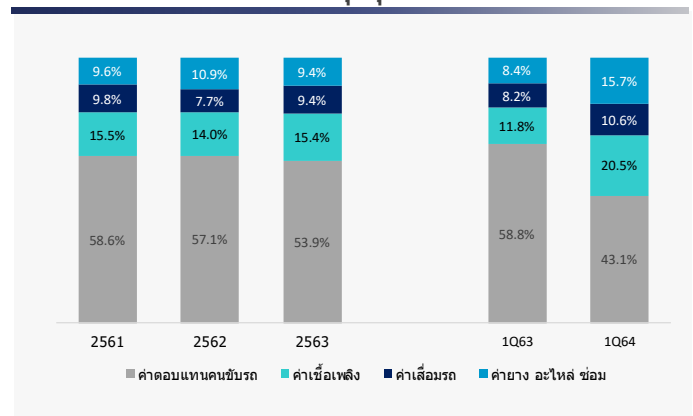
ที่มา: บมจ. บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด, MENA

โครงสร้างต้นทุนธุรกิจ Mixer



ที่มา: MENA

โครงสร้างต้นทุนธุรกิจ Trailer



ที่มา: MENA

3. SG&A/Sale ปี 2564 กำหนดไว้ที่ 10% และปี 2565-66% ขยับลดลงเหลือ 9.8% และ 9.6% ตามลำดับ ตามฐานรายได้ที่เพิ่มขึ้น
4. ต้นทุนการเงิน (Interest Expense) ปี 2564 คาดลดลงจาก ปี 2563 ที่ 13.9 ล้านบาท เหลือ 6.7 ล้านบาท และลดลงเป็น 2.8 ล้านบาทในปี 2566 จากการทยอยชำระคืนเงินกู้
5. อัตราภาษีจ่าย (Effective Rate) ปี 2564-66 กำหนดให้เท่ากับอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่ 20%

กำหนด PER อ้างอิงจากกลุ่มบริษัทที่มีความ Key Driver เดียวกัน

เนื่องจากไม่มีบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่ทำธุรกิจเช่นเดียวกับ MENA ดังนั้นฝ่ายวิจัยจึงทำการเปรียบเทียบ MENA กับธุรกิจที่ใกล้เคียงกัน สามารถแบ่งเป็น 3 กลุ่ม ได้ดังนี้

1. กลุ่มธุรกิจจำหน่ายผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับคอนกรีต เช่น แพลนท์คอนกรีต ผสมเสร็จ, คอนกรีตสำเร็จรูป (Precast), คอนกรีตอัดแรง, เสาค้ำคอนกรีต, บั้มคอนกรีต, และอิฐมวลเบา เป็นต้น ซึ่งการเติบโตของธุรกิจจะเป็นไปในทิศทางเดียวกับการลงทุนโครงการภาครัฐและเอกชน ได้แก่ CCP, SCP, QCON เป็นต้น
2. กลุ่มธุรกิจจำหน่ายปูนซีเมนต์ และผลิตภัณฑ์อื่น (ปูนผง ปูนเม็ด หิน ดิน ทราาย และซีเมนต์ลอย) คือ SCC,SCCC และ TPIPL อย่างไรก็ตามโครงสร้างกำไรส่วนใหญ่ของ SCC และ TPIPL มาจากธุรกิจอื่นที่ไม่ใช่ธุรกิจวัสดุก่อสร้าง ดังนั้นจึงเลือกเฉพาะ SCCC ที่มีฐานกำไรหลักอยู่ในธุรกิจวัสดุก่อสร้างมาเป็นตัวเปรียบเทียบ
3. กลุ่มธุรกิจรับจัดการขนส่งระหว่างประเทศ (Freight Forwarder) เช่น WICE, III, และ SONIC เป็นต้น ร่วมกับธุรกิจขนส่งทางบกและขนส่งข้ามแดนอย่าง KIAT แม้เป็นกลุ่มบริการด้านการจัดการขนส่งให้กับลูกค้าภาคอุตสาหกรรมที่มีรถขนส่งและพนักงานจัดส่งเช่นเดียวกับ MENA แต่การเติบโตจะขึ้นกับมูลค่าการค้าของสินค้าส่งออกหลักของไทย อาทิ สินค้าเกษตร, ยานยนต์, และ อิเล็กทรอนิกส์ เป็นต้น

P/E ซ้ำยหุ้กลุ่มธุรกิจที่นำมาเปรียบเทียบ

กลุ่มธุรกิจจำหน่ายผลิตภัณฑ์คอนกรีต		Mkt Cap ล้านบาท	Rev 2020 ล้านบาท	Net Profit 2020 ล้านบาท	NPM (%)	ROE (%)	PBV (x)	PER (x)
บมจ. ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี	CCP	1,522	2,457	83	3.4%	6.3%	1.11	18.3
บมจ. ทักษิณคอนกรีต	SCP	1,908	1,662	216	13.0%	10.5%	0.89	8.8
บมจ. เอสทีซี คอนกรีตโปรดักส์	STC	432	421	15	3.5%	7.3%	1.14	29.4
บมจ. ดีคอนโปรดักส์	DCON	2,316	928	92	10.0%	3.9%	0.95	25.1
บมจ. ควอลิตี้คอนสตรัคชันโปรดักส์	Q-CON	2,144	1,718	114	6.6%	10.2%	1.12	18.8
บมจ. สมาร์ทคอนกรีต	SMART	1,132	417	46	11.0%	9.1%	2.14	24.7
Average		1,576	1,267	94	7.4%	7.9%	1.22	20.9

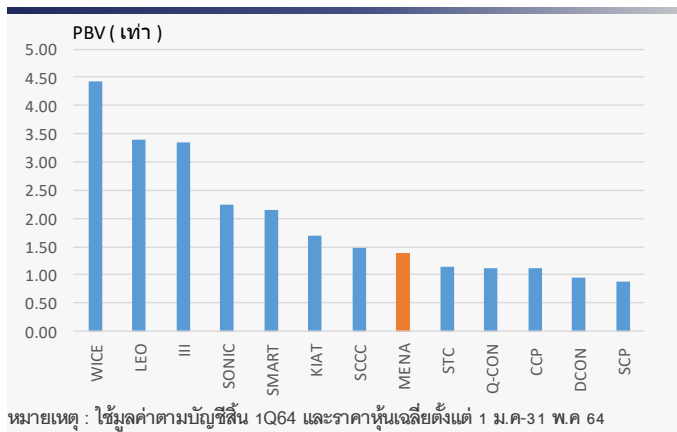
กลุ่มธุรกิจจำหน่ายปูนซีเมนต์		Mkt Cap ล้านบาท	Rev 2020 ล้านบาท	Net Profit 2020 ล้านบาท	NPM (%)	ROE (%)	PBV (x)	PER (x)
บมจ. ปูนซีเมนต์นครหลวง	SCCC	47,880	42,000	3,680	8.8%	11.4%	1.48	13.0
Average		47,880	42,000	3,680	8.8%	11.4%	1.48	13.0

กลุ่มธุรกิจรับจัดการขนส่งระหว่างประเทศ		Mkt Cap ล้านบาท	Rev 2020 ล้านบาท	Net Profit 2020 ล้านบาท	NPM (%)	ROE (%)	PBV (x)	PER (x)
บมจ. เกียรตินา ขนส่ง	KIAT	1,916	784	157	20.0%	14.0%	1.70	12.2
บมจ. ไวส์ โลจิสติกส์	WICE	4,276	3,996	201	5.0%	24.1%	4.43	21.3
บมจ. ทริเพิล ไอ โลจิสติกส์	III	4,595	1,607	162	10.1%	12.7%	3.34	28.3
บมจ. โซนิค อินเตอร์เฟรท	SONIC	1,535	1,352	60	4.4%	9.6%	2.24	25.7
บมจ. ลีโอ โกลบอล โลจิสติกส์	LEO	2,189	1,129	57	5.0%	14.0%	3.40	38.5
Average		2,902	1,774	127	7.2%	14.9%	3.02	25.2
Average							1.99	22.0

ที่มา: Bloomberg (ใช้ราคาหุ้นเฉลี่ยตั้งแต่ 1 ม.ค -31 พ.ค 64 ในการคำนวณ PER และ PBV)

แม้ MENA จะเป็นผู้ให้บริการขนส่งเช่นเดียวกับตัวเปรียบเทียบกลุ่มที่ 3 แต่ปัจจัยที่ผลักดันการเติบโตของรายได้และกำไรแตกต่างกันอย่างสิ้นเชิง โดยการเติบโตของ MENA จะขึ้นอยู่กับรายได้ของอุตสาหกรรมก่อสร้างและวัสดุก่อสร้างประเภทปูนซีเมนต์และคอนกรีตเป็นหลัก เนื่องจาก MENA ดำเนินธุรกิจอยู่ในห่วงโซ่อุปทานของอุตสาหกรรมก่อสร้าง เพราะได้รับงานว่าจ้างจากกลุ่มโรงงานปูนซีเมนต์และแพลนท์คอนกรีตผสมเสร็จ อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น MENA ส่วนหนึ่งน่าจะได้รับอิทธิพลจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในกลุ่มขนส่งซึ่งเป็นกลุ่มที่ MENA เข้าจดทะเบียน โดยเฉพาะหุ้นที่เกี่ยวข้องกับ Logistic ฝ่ายวิจัยจึงนำ PER ของทั้ง 3 กลุ่มธุรกิจที่นำมาเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยเพื่อใช้ในการกำหนดราคาเหมาะสมของหุ้น MENA ได้ที่ 22 เท่า จะให้มูลค่าพื้นฐานสิ้นปี 2565 เท่ากับ 1.45 บาท

PBV ของ MENA และบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบ



หมายเหตุ : ใช้มูลค่าตามบัญชีสิ้น 1Q64 และราคาหุ้นเฉลี่ยตั้งแต่ 1 ม.ค.-31 พ.ค. 64

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

Sensitivity ของ FV ณ ระดับ PER ต่างๆ

ราคาหุ้นที่ระดับ PER ต่างๆ	2564F	2565F
EPS (บาท/หุ้น)	0.06	0.07
PER 18	1.02	1.18
PER 19	1.08	1.25
PER 20	1.13	1.31
PER 21	1.19	1.38
PER 22	1.25	1.45
PER 23	1.31	1.51
PER 24	1.36	1.58
PER 25	1.42	1.64
PER 26	1.48	1.71

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ความเสี่ยงที่สำคัญ

1. MENA มีความเสี่ยงในแง่ของรายได้ที่กระจุกตัว เพราะพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่คือกลุ่มปูนนิกอินทรี (บมจ. ปูนซีเมนต์นครหลวง และ บจ. นครหลวงคอนกรีต) ซึ่งสัดส่วนยอดขายจากกลุ่มนี้คิดเป็น 47% ของรายได้หลักในปี 2563 และ 43% ใน 1Q64
2. การกำหนดอัตราค่าบริการของ MENA ในเดือนถัดไป ส่วนใหญ่จะอ้างอิงจากราคาน้ำมันดีเซล B10 วันที่ 25 ของเดือนก่อนหน้า ดังนั้นหากราคาน้ำมันดีเซล B10 ปรับตัวขึ้นในระหว่างเดือนหลังจากวันที่กำหนดราคาอ้างอิงไปแล้ว ก็จะทำให้ MENA มีต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูงขึ้น
3. การขาดแคลนบุคลากรคนขับรถจะส่งผลกระทบต่อรายได้ โดยเฉพาะรถ Mixer ที่ต้องการคนขับรถที่มีประสบการณ์สูง
4. ความเสี่ยงจากผู้ถือหุ้นเดิมที่ไม่ติด Silent Period จำนวน 146.3 ล้านหุ้น ซึ่งหากขายหุ้นออกมาจะกดดันราคาหุ้น ทั้งนี้กลุ่มครอบครัวขจรวุฒิเดชียืนยันว่าไม่มีนโยบายขายหุ้นออก

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66 ของ MENA

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
ยอดขาย	605	651	695	742
ต้นทุนขาย	504	540	573	612
กำไรขั้นต้น	101	111	122	130
ค่าใช้จ่ายในการขาย	62	65	68	71
ดอกเบี้ยจ่าย	14	7	4	3
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	10	13	11	12
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	34	52	61	68
ภาษีเงินได้	(0)	10	12	14
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	35	42	48	54
กำไรจากการดำเนินงาน	35	42	48	54
Norm EPS	0.06	0.06	0.07	0.07
การเติบโตของยอดขาย	-12.3%	7.6%	6.8%	6.7%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-7.5%	19.7%	16.4%	12.0%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	16.6%	17.0%	17.5%	17.5%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	5.8%	6.4%	7.0%	7.3%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	2Q63	3Q63	4Q63	1Q64
ยอดขาย	149	141	135	147
ต้นทุนขาย	126	120	110	122
กำไรขั้นต้น	23	20	25	25
ค่าใช้จ่ายในการขาย	17	15	15	15
ดอกเบี้ยจ่าย	3	3	3	2
รายได้อื่น	3	3	3	5
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	5	5	11	13
ภาษีเงินได้	1	0	(0)	(3)
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	6	5	10	10
กำไรจากการดำเนินงาน	6	5	10	10
Norm EPS	0.01	0.01	0.02	0.02
ยอดขาย (QoQ)	-17%	-6%	-4%	9%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	-29%	-11%	24%	-2%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	-53%	-14%	97%	-2%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.54	1.32	1.28	1.64
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	6.82	6.25	6.25	6.25
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	207.51	207.42	206.19	206.17
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	8.69	8.73	8.68	8.68
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.53	0.28	0.22	0.20
Net Gearing Ratio	0.33	0.05	0.02	Net Cash
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	3.6%	4.4%	4.9%	5.6%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	6.0%	6.1%	6.2%	6.8%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	34	52	61	68
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	93	93	103	113
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
อื่นๆ	10	(9)	(11)	(13)
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	11	(11)	(4)	(5)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	148	125	148	163
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	8	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(1)	(100)	(100)	(100)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	7	(100)	(100)	(100)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(16)	(56)	(29)	(33)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	160	-	-
เพิ่ม/ลด วอร์แรนท์	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	-	(25)	(29)	(33)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(149)	33	(79)	(54)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	6	58	(31)	9
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	7	65	34	43
ลูกหนี้การค้า	89	104	111	119
สินค้าคงเหลือ	2	3	3	3
สินทรัพย์สิทธิการใช้ + สินทรัพย์อื่นๆ	434	429	431	433
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	385	392	390	377
สินทรัพย์รวม	917	993	969	975
เจ้าหนี้การค้า+หนี้สินอื่นๆ	117	118	124	130
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น	113	63	43	23
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว	89	38	8	7
หนี้สินรวม	319	219	175	160
ทุนที่ชำระแล้ว	275	367	367	367
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น+สำรองตามกฎหมาย	120	188	188	188
กำไรสะสม	201	201	220	242
ส่วนของผู้ถือหุ้น	598	774	793	815
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	917	993	969	975
สมบัติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.				
รายได้ธุรกิจ Mixer (ล้านบาท)	411	458	491	525
จำนวนรถ Mixer เฉลี่ย (คัน)	465	495	515	535
รายได้ธุรกิจ Trailer (ล้านบาท)	157	153	161	169
จำนวนรถ Trailer เฉลี่ย (คัน)	81	75	75	75
รายได้ธุรกิจขาย (ล้านบาท)	36	40	44	48
Gross margin เฉลี่ย	16.6%	17.0%	17.5%	17.5%
%SG&A/Sale	10.3%	10.0%	9.8%	9.6%
Effective tax rate	-1%	20%	20%	20%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส