

BUY (Unchanged)

TP: Bt 27.00

(From: Bt 17.00)

Change in Numbers

Upside : 35.0%

21 June 2021

Precious Shipping Pcl (PSL TB)

เติบโตต่อเนื่อง

เราเชื่อว่าอัตราค่าระวางเรือเทกองแห้งที่สูงเป็นประวัติการณ์ไม่ได้เป็นเพียงการเพิ่มขึ้นชั่วคราว ด้วยได้แรงหนุนจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น และอุปทานที่มีแนวโน้มเติบโตที่ต่ำ จากกำไรที่ 270 ลบ. ใน 1Q21 เราคาดว่า จะเพิ่มขึ้นจาก 2Q21F เป็นต้นไป และอยู่ที่ราว 3 พันลบ. ในปี 2021F เราคงค่าแนะนำ "ซื้อ" PSL โดยให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 27 บาท (จาก 17 บาท)



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

อัตราค่าระวางของ PSL ปัจจุบันอยู่ที่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ราว US\$20,500/ลำ/วัน และเราเชื่อว่ายังคงอยู่ในระดับสูงในปี 2023F เราปรับเพิ่มสมมติฐานอัตราค่าระวางขึ้น 15-32% เป็น US\$17,300-20,369 และส่งผลให้กำไรของเราเพิ่มขึ้น 52-89% เป็น 3-4 พันลบ. ในปี 2021-23F เมื่อรวมกับการปรับมาใช้ฐาน 2022F ราคาเป้าหมายของเราจึงปรับขึ้นเป็น 27 บาท (จาก 17 บาท) บนอัตราส่วน P/BV ที่สูงขึ้นที่ 2.5 เท่า และเราคงคำแนะนำ "ซื้อ" PSL ที่ 2.5 เท่า P/BV ไกลระดับ 2STD สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต 21 ปี ในช่วงขาขึ้นในปี 2007 PSL ซื้อขายที่ P/BV ที่สูงกว่า 2.5 เท่า ในขณะที่อัตราค่าระวางพุ่งสูงสุดที่ US\$14,000

ค่าระวางเรืออาจยืนอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง

เราเชื่อว่าอัตราค่าระวางที่สูงเป็นประวัติการณ์สามารถยืนอยู่ได้จนถึงปี 2023F ในด้านอุปสงค์ เศรษฐกิจโลกอยู่ในช่วงฟื้นตัว ส่วนอุปทาน แนวโน้มการเติบโตน่าจะยังคงอ่อนแอต่อไปในปี 2023F จากข้อมูลของ Clarksons สถาบันวิจัยด้านการเดินเรือชั้นนำ การเติบโตของความต้องการ (4-5% ต่อปี) คาดว่าจะแซงหน้าการเติบโตของอุปทาน (1-2% ต่อปี) อย่างมากในปี 2021-23F อัตราค่าระวางเรือที่สูงจนถึงขณะนี้ไม่ได้ส่งผลให้คำสั่งซื้อเรือใหม่พุ่งสูงขึ้น ซึ่งอาจเกิดจากความไม่แน่นอนเกี่ยวกับกฎระเบียบใหม่ที่เข้มงวดยิ่งขึ้น เรือต้องใช้เวลาประมาณสองปีในการสร้างและระดับการสั่งซื้อที่ต่ำในปี 2021 แสดงถึงอุปทานที่อ่อนแอในปี 2023F

แรงหนุนจาก IMO-2023

จากข้อมูลขององค์การทางทะเลระหว่างประเทศ (IMO) เรือเทกองแห้งจะต้องบรรลุเป้าหมายการปล่อย CO2 ภายในเดือนมกราคม 2023 แม้ว่า จะยังไม่ได้ประกาศอัตราการปล่อยก๊าซสูงสุดก็ตาม แม้ว่า IMO จะกำหนดเป้าหมายในระยะยาวเพื่อลดการปล่อย CO2 อย่างน้อย 40% ภายในปี 2030 แต่ก็ยังไม่มีการประกาศเกี่ยวกับการปล่อยมลพิษที่อุตสาหกรรมกำลังปล่อยในปัจจุบัน สิ่งนี้สร้างความไม่แน่นอนเกี่ยวกับข้อกำหนดของเรือ และทำให้มีคำสั่งซื้อใหม่น้อย ตั้งแต่ปี 2023 เรือที่ไม่ผ่านมาตรฐานใหม่จะต้องชะลอความเร็วเพื่อลดการปล่อย CO2 ซึ่งหมายความว่าระดับอุปทานจะลดลง PSL เชื่อว่าบริษัทฯ จะปล่อย CO2 น้อยกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม เนื่องจากได้ลดการปล่อยก๊าซอย่างต่อเนื่อง

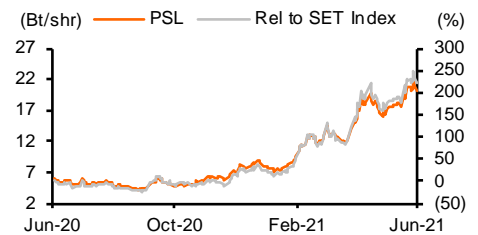
น่าจะทำสถิติใน 2Q21F

PSL รายงานกำไรปกติรายไตรมาสสูงสุดในรอบ 10 ปี ใน 1Q21 ที่ 270 ลบ. จากอัตราค่าระวางเรือเฉลี่ยที่ US\$12,157 เราคาดว่ากำไรปกติจะสูงเป็นประวัติการณ์ที่ 700 ลบ. ใน 2Q21F ด้วยมีอัตราค่าระวางเฉลี่ยที่ US\$17,000/ลำ/วัน เพิ่มขึ้น 180% y-y และ 40% q-q อัตราค่าระวางปัจจุบันอยู่ที่ US\$20,500 และหากยังอยู่ในระดับนี้ใน 3Q21F กำไรจะอยู่ที่ราว 1 พันลบ.

COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m) | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------------|---------|-------|-------|--------|
| Sales | 3,730 | 7,231 | 8,189 | 8,151 |
| Net profit | (1,295) | 2,958 | 4,021 | 4,094 |
| Consensus NP | — | 1,976 | 2,072 | 1,997 |
| Diff frm cons (%) | — | 49.7 | 94.1 | 105.0 |
| Norm profit | (422) | 2,958 | 4,021 | 4,094 |
| Prev. Norm profit | — | 1,951 | 2,072 | 2,164 |
| Chg frm prev (%) | — | 51.6 | 94.1 | 89.2 |
| Norm EPS (Bt) | (0.3) | 1.9 | 2.6 | 2.6 |
| Norm EPS grw (%) | na | na | 36.0 | 1.8 |
| Norm PE (x) | na | 10.5 | 7.8 | 7.6 |
| EV/EBITDA (x) | 29.2 | 7.8 | 5.5 | 4.9 |
| P/BV (x) | 3.1 | 2.4 | 1.8 | 1.5 |
| Div yield (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 6.6 |
| ROE (%) | na | 25.5 | 26.6 | 22.0 |
| Net D/E (%) | 88.0 | 39.4 | 0.3 | (18.2) |

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

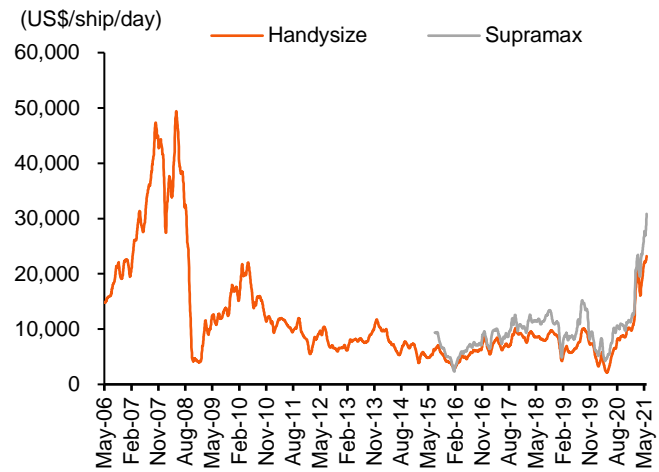
| | |
|-----------------------------|--------------------------|
| Price as of 21-Jun-21 (Bt) | 20.00 |
| Market Cap (US\$ m) | 991.6 |
| Listed Shares (m shares) | 1,559.3 |
| Free Float (%) | 46.85 |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 16.96 |
| 12M Price H/L (Bt) | 21.80/4.22 |
| Sector | Shipping |
| Major Shareholder | Globex Corporation 28.4% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

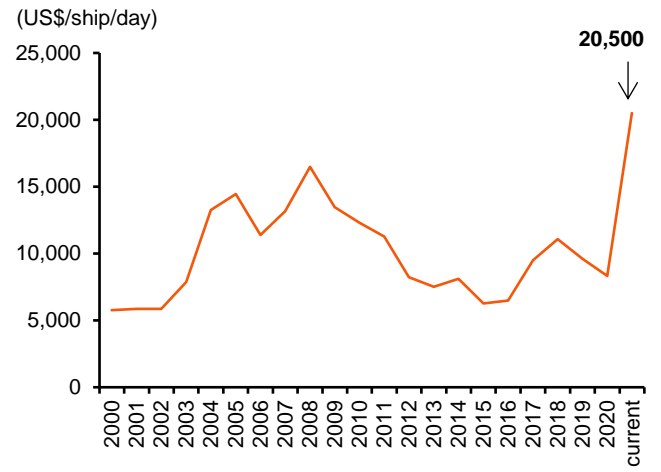


Ex 1: Freight Rates For PSL's Ship Categories



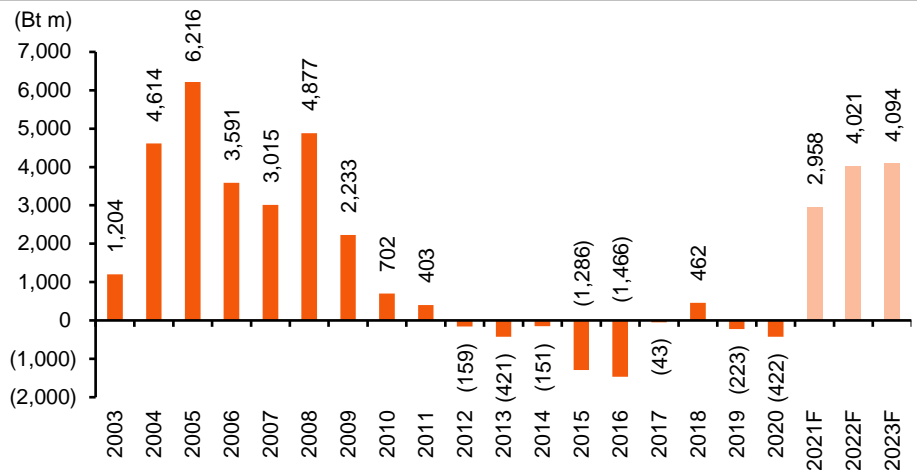
Source: Bloomberg

Ex 2: PSL's Average Freight Rate



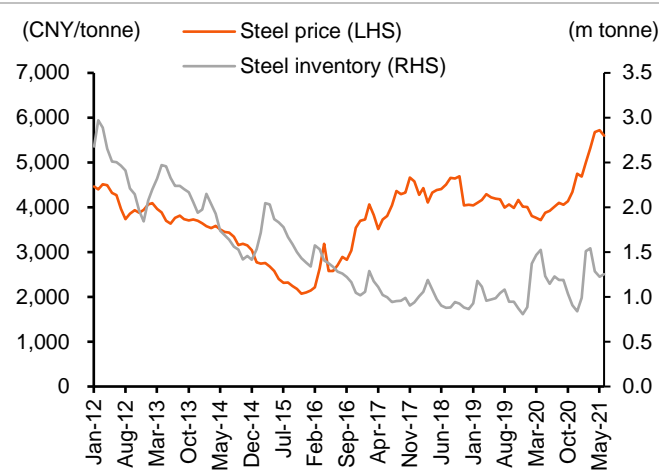
Source: Bloomberg

Ex 3: Normalized Profits



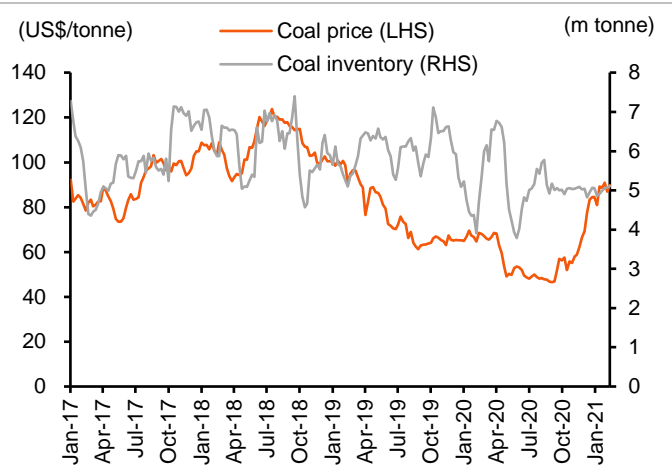
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Steel Price Vs. Inventory



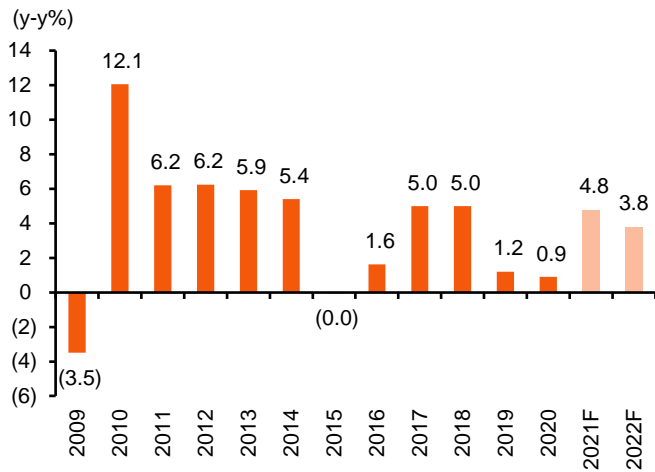
Source: Bloomberg

Ex 5: Coal Price Vs. Inventory



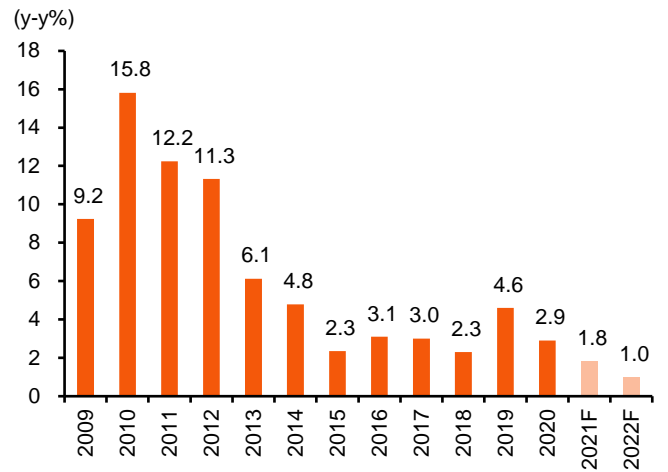
Source: Bloomberg

Ex 6: Demand Growth Vs...



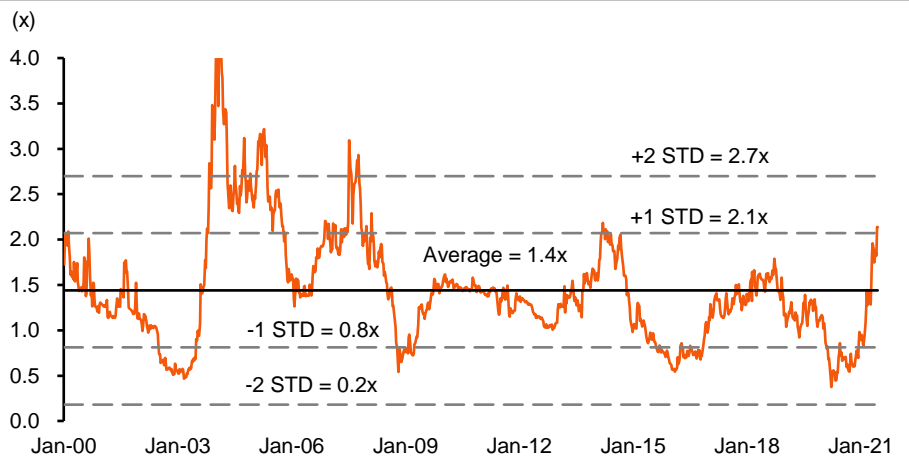
Sources: Clarksons, Thanachart compilation

Ex 7: ...Supply Growth



Sources: Clarksons, Thanachart compilation

Ex 8: PSL's Price To Book



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: Forecast Revisions

| | 2020 | 2021F | 2022F | 2023F |
|---------------------------------------|-------|--------|--------|--------|
| Freight rate (US\$/ship/day) | | | | |
| New | 8,332 | 17,300 | 20,068 | 20,369 |
| Old | | 15,000 | 15,300 | 15,453 |
| Change (%) | | 15.3 | 31.2 | 31.8 |
| Breakeven cost* (USD/ship/day) | | | | |
| New | 9,500 | 9,400 | 9,367 | 9,341 |
| Old | | 9,400 | 9,366 | 9,293 |
| Change (%) | | — | 0.0 | 0.5 |
| Normalized profit (Bt m) | | | | |
| New | (422) | 2,958 | 4,021 | 4,094 |
| Old | | 1,951 | 2,072 | 2,164 |
| Change (%) | | 51.6 | 94.1 | 89.2 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *Breakeven cost includes operating and interest costs

Ex 10: 12-month DCF-based Valuation, Using A Base Year Of 2022F

| (Bt m) | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | 2031F | 2032F | Terminal Value |
|------------------------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| EBITDA | 5,634 | 5,636 | 5,044 | 4,829 | 4,548 | 4,572 | 4,246 | 3,904 | 3,585 | 3,268 | 3,086 | — |
| Free cash flow | 5,287 | 5,333 | 4,785 | 4,540 | 4,261 | 4,253 | 3,960 | 3,620 | 3,299 | 2,982 | 2,252 | 33,599 |
| PV of free cash flow | 5,272 | 4,547 | 3,767 | 3,299 | 2,825 | 2,597 | 2,226 | 1,874 | 1,574 | 1,310 | 887 | 13,229 |
| Risk-free rate (%) | 2.5 | | | | | | | | | | | |
| Market risk premium (%) | 8.0 | | | | | | | | | | | |
| Beta | 1.2 | | | | | | | | | | | |
| WACC (%) | 8.3 | | | | | | | | | | | |
| Terminal growth (%) | 2.0 | | | | | | | | | | | |
| Enterprise value - add investments | 43,407 | | | | | | | | | | | |
| Net debt (2021) | 5,156 | | | | | | | | | | | |
| Minority interest | 0 | | | | | | | | | | | |
| Equity value | 38,251 | | | | | | | | | | | |
| # of shares (m) | 1,559 | | | | | | | | | | | |
| Value/share (Bt) | 25 | | | | | | | | | | | |

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Comparison With Regional Peers

| Name | BBG code | Country | EPS growth | | PE | | P/BV | | EV/EBITDA | | Div yield | |
|-------------------------|-----------|-----------|--------------|---------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | | 21F (%) | 22F (%) | 21F (x) | 22F (x) | 21F (x) | 22F (x) | 21F (x) | 22F (x) | 21F (%) | 22F (%) |
| U-Ming Marine Transport | 2606 TT | Taiwan | 241.7 | (14.7) | 21.3 | 25.0 | 2.6 | 2.7 | 16.5 | 20.9 | 3.6 | 3.6 |
| Evergreen Marine | 2603 TT | Taiwan | 435.3 | (41.4) | 6.0 | 8.7 | 3.7 | 3.1 | 4.5 | 6.8 | 6.8 | 4.5 |
| Yang Ming Marine | 2609 TT | Taiwan | 667.4 | (50.7) | 4.6 | 9.3 | 3.5 | 2.2 | 3.4 | 4.7 | 4.8 | 3.7 |
| Wan Hai Lines | 2615 TT | Taiwan | 554.7 | (34.9) | 7.5 | 11.5 | 4.7 | 4.3 | 5.6 | 7.8 | 6.7 | 0.0 |
| COSCO Shipping Energy | 1138 HK | Hong Kong | (44.9) | 60.5 | 10.5 | 6.5 | 0.4 | 0.4 | 12.3 | na | 3.3 | 5.3 |
| COSCO Shipping | 1919 HK | Hong Kong | 459.1 | (52.1) | 3.7 | 7.8 | 2.1 | 1.7 | 4.6 | 7.5 | 2.0 | 1.6 |
| Pacific Basin Shipping | 2343 HK | Hong Kong | na | (9.6) | 8.3 | 9.2 | 1.5 | 1.4 | 5.8 | 5.8 | 7.4 | 7.4 |
| Kawasaki Kisen Kaisha | 9107 JP | Japan | 19.6 | (59.0) | 2.5 | 6.1 | 0.9 | 0.8 | 16.3 | 15.0 | 0.2 | 1.4 |
| Mitsui OSK Lines | 9104 JP | Japan | 99.6 | (37.5) | 3.3 | 5.1 | 0.8 | 0.7 | 14.2 | 13.1 | 5.2 | 4.7 |
| Nippon Yusen KK | 9101 JP | Japan | 84.7 | (42.7) | 3.4 | 5.9 | 1.1 | 0.9 | 9.4 | 10.2 | 6.3 | 4.8 |
| Korea Line | 005880 KS | S. Korea | 91.9 | (12.8) | 16.7 | 19.2 | 1.1 | 1.0 | 10.8 | 10.5 | na | na |
| Thoresen Thai Agencies | TTA TB | Thailand | na | 28.0 | 37.1 | 29.0 | 1.7 | 1.7 | 14.6 | 13.1 | 0.5 | 0.6 |
| Prima Marine Pcl* | PRM TB | Thailand | 18.7 | 17.9 | 9.4 | 8.0 | 2.0 | 1.7 | 7.0 | 6.2 | 4.8 | 5.6 |
| Precious Shipping* | PSL TB | Thailand | na | 36.0 | 10.5 | 7.8 | 2.4 | 1.8 | 7.8 | 5.5 | 0.0 | 0.0 |
| Average | | | 238.6 | (15.2) | 10.3 | 11.4 | 2.0 | 1.7 | 9.5 | 9.8 | 4.0 | 3.3 |

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 21-Jun-21 closing prices

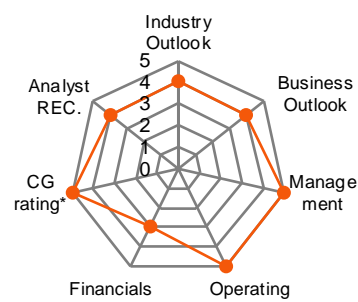
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท พีรียสซีพีบีจี้ จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจเดินเรือโดยเป็นเจ้าของเรือเอนกประสงค์ขนาดเล็กสำหรับขนส่งสินค้าแห้งเทกองแบบไม่ประจำเส้นทาง มีเส้นทางเดินเรือครอบคลุมทั่วโลกในภูมิภาคสำคัญ บริษัทฯ มีเครือข่ายตัวแทนขนส่งทั่วโลก

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

| | |
|------------------|----------|
| Excellent | 5 |
| Good | 4 |
| Fair | 3 |
| Weak | 2 |
| Very Weak | 1 |
| None | 0 |

Source: Thanachart; * CG rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีผู้บริหารที่มีประสบการณ์สูง
- ฐานะการเงินแข็งแกร่ง
- กำหนดอัตราค่าระวางเรือที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับคู่แข่ง เนื่องจากมีเรือที่ดึกว่าและบริการที่มีคุณภาพ
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ต่ำเมื่อเทียบกับคู่แข่ง

O — Opportunity

- ด้วยอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวน้อย จึงทำให้มีโอกาสในการเข้าซื้อกองเรือได้ในราคาที่ต่ำ
- กลุ่มลูกค้าเป้าหมายใหม่ อาทิเช่น เรือขนส่งซีเมนต์
- การขยายขีดความสามารถในการให้บริการไปยังกองเรือที่มีขนาดใหญ่ขึ้น

W — Weakness

- เป็นอุตสาหกรรมที่มีความผันผวนสูง
- มีความผันผวนของกำไรที่สูง
- เป็นอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวน้อย จึงทำให้มีแรงกดดันด้านราคาในช่วงภาวะตกต่ำ

T — Threat

- ไม่มีอุปสรรคในการเข้ามายังตลาด
- การเปลี่ยนแปลงสินค้าโภคภัณฑ์จากการขนส่งสินค้าเทกองแห้งไปเป็นการขนส่งแบบตู้คอนเทนเนอร์

CONSENSUS COMPARISON

| | Consensus | Thanachart | Diff |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt) | 18.42 | 27.00 | 47% |
| Net profit 21F (Bt m) | 1,976 | 2,958 | 50% |
| Net profit 22F (Bt m) | 2,072 | 4,021 | 94% |
| Consensus REC | BUY: 3 | HOLD: 4 | SELL: 1 |

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดอย่างมาก เนื่องจากเราคาดว่าค่าระวางเรือจะแข็งแกร่งขึ้น

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความต้องการเรือเทกองแห้งที่อ่อนแอ จากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales | 4,152 | 3,730 | 7,231 | 8,189 | 8,151 |
| Cost of sales | 3,173 | 3,226 | 3,394 | 3,347 | 3,290 |
| Gross profit | 979 | 504 | 3,837 | 4,842 | 4,861 |
| % gross margin | 23.6% | 13.5% | 53.1% | 59.1% | 59.6% |
| Selling & administration expenses | 547 | 345 | 327 | 322 | 323 |
| Operating profit | 433 | 159 | 3,510 | 4,521 | 4,538 |
| % operating margin | 10.4% | 4.3% | 48.5% | 55.2% | 55.7% |
| Depreciation & amortization | 1,183 | 1,213 | 1,128 | 1,113 | 1,098 |
| EBITDA | 1,616 | 1,372 | 4,638 | 5,634 | 5,636 |
| % EBITDA margin | 38.9% | 36.8% | 64.1% | 68.8% | 69.1% |
| Non-operating income | 31 | 9 | 18 | 40 | 66 |
| Non-operating expenses | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Interest expense | (703) | (597) | (580) | (550) | (521) |
| Pre-tax profit | (240) | (429) | 2,948 | 4,011 | 4,084 |
| Income tax | 3 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| After-tax profit | (243) | (433) | 2,948 | 4,011 | 4,084 |
| % net margin | -5.8% | -11.6% | 40.8% | 49.0% | 50.1% |
| Shares in affiliates' Earnings | 20 | 11 | 10 | 10 | 10 |
| Minority interests | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Extraordinary items | (6) | (872) | 0 | 0 | 0 |
| NET PROFIT | (228) | (1,295) | 2,958 | 4,021 | 4,094 |
| Normalized profit | (223) | (422) | 2,958 | 4,021 | 4,094 |
| EPS (Bt) | (0.1) | (0.8) | 1.9 | 2.6 | 2.6 |
| Normalized EPS (Bt) | (0.1) | (0.3) | 1.9 | 2.6 | 2.6 |

EBITDA was positive in the past despite net losses

We expect very strong profits from 2021-23F

BALANCE SHEET

| FY ending Dec (Bt m) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| ASSETS: | | | | | |
| Current assets: | 1,681 | 1,938 | 4,527 | 8,163 | 11,658 |
| Cash & cash equivalent | 1,181 | 1,100 | 3,500 | 7,000 | 10,500 |
| Account receivables | 183 | 169 | 327 | 370 | 369 |
| Inventories | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Others | 317 | 669 | 700 | 793 | 789 |
| Investments & loans | 85 | 91 | 91 | 91 | 91 |
| Net fixed assets | 20,098 | 19,125 | 18,297 | 17,484 | 16,685 |
| Other assets | 3,197 | 244 | 473 | 535 | 533 |
| Total assets | 25,061 | 21,397 | 23,387 | 26,272 | 28,967 |
| LIABILITIES: | | | | | |
| Current liabilities: | 4,712 | 3,339 | 3,089 | 3,082 | 2,873 |
| Account payables | 528 | 277 | 291 | 287 | 282 |
| Bank overdraft & ST loans | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Current LT debt | 4,085 | 2,436 | 2,104 | 1,713 | 1,661 |
| Others current liabilities | 99 | 627 | 694 | 1,081 | 929 |
| Total LT debt | 8,577 | 7,586 | 6,552 | 5,337 | 5,173 |
| Others LT liabilities | 46 | 171 | 332 | 376 | 374 |
| Total liabilities | 13,502 | 11,263 | 10,295 | 9,159 | 8,783 |
| Minority interest | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Preferreds shares | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Paid-up capital | 1,559 | 1,559 | 1,559 | 1,559 | 1,559 |
| Share premium | 1,968 | 1,968 | 1,968 | 1,968 | 1,968 |
| Warrants | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Surplus | (1,505) | (1,561) | (1,561) | (1,561) | (1,561) |
| Retained earnings | 9,537 | 8,168 | 11,126 | 15,147 | 18,217 |
| Shareholders' equity | 11,559 | 10,134 | 13,092 | 17,113 | 20,183 |
| Liabilities & equity | 25,061 | 21,397 | 23,387 | 26,272 | 28,967 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

No plans to buy new ships; therefore limited capex over the next two to three years

| FY ending Dec (Bt m) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Earnings before tax | (240) | (429) | 2,948 | 4,011 | 4,084 |
| Tax paid | (38) | (4) | 0 | 0 | 0 |
| Depreciation & amortization | 1,183 | 1,213 | 1,128 | 1,113 | 1,098 |
| Chg In working capital | 526 | (237) | (144) | (47) | (3) |
| Chg In other CA & CL / minorities | (426) | 204 | (27) | 304 | (138) |
| Cash flow from operations | 1,005 | 747 | 3,905 | 5,381 | 5,041 |
| Capex | 1,128 | (240) | (300) | (300) | (300) |
| ST loans & investments | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LT loans & investments | 7 | (5) | 0 | 0 | 0 |
| Adj for asset revaluation | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Chg In other assets & liabilities | (11) | 2,203 | 161 | 24 | (1) |
| Cash flow from investments | 1,124 | 1,957 | (139) | (276) | (301) |
| Debt financing | (1,882) | (2,655) | (1,366) | (1,605) | (216) |
| Capital increase | 0 | 0 | (0) | 0 | 0 |
| Dividends paid | 0 | 0 | 0 | 0 | (1,023) |
| Warrants & other surplus | (908) | (130) | 0 | 0 | 0 |
| Cash flow from financing | (2,790) | (2,785) | (1,366) | (1,605) | (1,240) |
| Free cash flow | 2,133 | 507 | 3,605 | 5,081 | 4,741 |

VALUATION

We see P/BV as a better valuation method than PE and PSL doesn't look expensive to us

| FY ending Dec | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Normalized PE (x) | na | na | 10.5 | 7.8 | 7.6 |
| Normalized PE - at target price (x) | na | na | 14.2 | 10.5 | 10.3 |
| PE (x) | na | na | 10.5 | 7.8 | 7.6 |
| PE - at target price (x) | na | na | 14.2 | 10.5 | 10.3 |
| EV/EBITDA (x) | 26.4 | 29.2 | 7.8 | 5.5 | 4.9 |
| EV/EBITDA - at target price (x) | 33.2 | 37.2 | 10.2 | 7.5 | 6.8 |
| P/BV (x) | 2.7 | 3.1 | 2.4 | 1.8 | 1.5 |
| P/BV - at target price (x) | 3.6 | 4.2 | 3.2 | 2.5 | 2.1 |
| P/CFO (x) | 31.0 | 41.7 | 8.0 | 5.8 | 6.2 |
| Price/sales (x) | 7.5 | 8.4 | 4.3 | 3.8 | 3.8 |
| Dividend yield (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 6.6 |
| FCF Yield (%) | 6.8 | 1.6 | 11.6 | 16.3 | 15.2 |
| (Bt) | | | | | |
| Normalized EPS | (0.1) | (0.3) | 1.9 | 2.6 | 2.6 |
| EPS | (0.1) | (0.8) | 1.9 | 2.6 | 2.6 |
| DPS | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.3 |
| BV/share | 7.4 | 6.5 | 8.4 | 11.0 | 12.9 |
| CFO/share | 0.6 | 0.5 | 2.5 | 3.5 | 3.2 |
| FCF/share | 1.4 | 0.3 | 2.3 | 3.3 | 3.0 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

| FY ending Dec | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Growth Rate | | | | | |
| Sales (%) | (15.8) | (10.2) | 93.9 | 13.3 | (0.5) |
| Net profit (%) | na | na | na | 36.0 | 1.8 |
| EPS (%) | na | na | na | 36.0 | 1.8 |
| Normalized profit (%) | na | na | na | 36.0 | 1.8 |
| Normalized EPS (%) | na | na | na | 36.0 | 1.8 |
| Dividend payout ratio (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 50.0 |
| Operating performance | | | | | |
| Gross margin (%) | 23.6 | 13.5 | 53.1 | 59.1 | 59.6 |
| Operating margin (%) | 10.4 | 4.3 | 48.5 | 55.2 | 55.7 |
| EBITDA margin (%) | 38.9 | 36.8 | 64.1 | 68.8 | 69.1 |
| Net margin (%) | (5.8) | (11.6) | 40.8 | 49.0 | 50.1 |
| D/E (incl. minor) (x) | 1.1 | 1.0 | 0.7 | 0.4 | 0.3 |
| Net D/E (incl. minor) (x) | 1.0 | 0.9 | 0.4 | 0.0 | (0.2) |
| Interest coverage - EBIT (x) | 0.6 | 0.3 | 6.0 | 8.2 | 8.7 |
| Interest coverage - EBITDA (x) | 2.3 | 2.3 | 8.0 | 10.2 | 10.8 |
| ROA - using norm profit (%) | na | na | 13.2 | 16.2 | 14.8 |
| ROE - using norm profit (%) | na | na | 25.5 | 26.6 | 22.0 |
| DuPont | | | | | |
| ROE - using after tax profit (%) | na | na | 25.4 | 26.6 | 21.9 |
| - asset turnover (x) | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| - operating margin (%) | na | na | 48.8 | 55.7 | 56.5 |
| - leverage (x) | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.6 | 1.5 |
| - interest burden (%) | (51.8) | (254.6) | 83.5 | 87.9 | 88.7 |
| - tax burden (%) | na | na | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| WACC (%) | 7.9 | 7.9 | 7.9 | 7.9 | 7.9 |
| ROIC (%) | 1.7 | 0.7 | 18.4 | 24.8 | 26.4 |
| NOPAT (Bt m) | 433 | 159 | 3,510 | 4,521 | 4,538 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. 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 the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 74 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, AOT16C2106A, BAM16C2110A, BAM16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2109A, BDMS16C2107A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, BPP16C2106A, CBG16C2109B, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2109A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KTC16C2110A, IVL16C2109A, KCE16C2106A, KTC16C2106A, MINT16C2109A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2109A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2108A, RS16C2109A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2109A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2109A, TASC16C2107A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BH, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EPG, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASC, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิลล์ แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกัน ได้แก่ นางอศิณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลิงงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ
จักร เรื่องสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ
พัทธดนย์ บุญนา
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเทิง
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลชล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th