

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 29.00

Upside : 46.5%

(From: Bt 28.00)

27 September 2021

Small Cap Research

Precious Shipping Pcl (PSL TB)

ตลาดแข็งแกร่งต่อเนื่อง

เนื่องจากราคาหุ้นที่ปรับลง 22% เราจึงได้อัปเดตแนวโน้มอุตสาหกรรม การขนส่งสินค้าทางทะเลของ PSL และมองว่าอุปสงค์-อุปทานยังคงดี ซึ่ง หนุนให้อัตราการว่างอยู่ในระดับสูงมาก เราแนะนำ "ซื้อ" จากราคาหุ้นที่ ปรับตัวลงในปัจจุบัน

ราคาปรับตัวลง เรามองว่าเป็นโอกาสในการเข้า "ซื้อ"

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" PSL ด้วยเห็นว่าราคาหุ้นร่วงลง 22% เนื่องจาก ความกังวลของตลาดเกี่ยวกับความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของ Evergrande ในประเทศจีน ซึ่งเรามองว่าเป็นอีกโอกาสในการเข้า "ซื้อ" 1) เราไม่คิดว่าเศรษฐกิจที่มีการจัดการอย่างจีนจะพังลง ขณะที่ตลาดคาดว่า จะชะลอตัวลงอยู่แล้ว 2) กลไกอุปสงค์-อุปทานของอุตสาหกรรมขนส่ง สินค้าทางทะเลยังคงแข็งแกร่ง ด้วยอัตราการว่างเฉลี่ยที่สูงมากที่ US\$26,000/ลำ/วัน สำหรับกลุ่มเรือของ PSL 3) เราคาดว่ากำไร 3Q21F ที่ สูงเป็นประวัติการณ์ และ 4Q21F ที่แข็งแกร่งขึ้นจะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้น และ 4) เรามองว่า PSL ไม่แพงที่ 1.7 เท่า P/BV หรือ 6.7 เท่า PE ในปี 2022F เทียบกับรอบอัตราการว่างที่สูงในรอบทศวรรษ ราคา เป้าหมายของเราที่ 29 บาท (จาก 28 บาท) อยู่ที่ 2.5 เท่า P/BV แชนห์ 2.5 เท่า ในปี 2007 ซึ่งอัตราการว่างสูงสุดอยู่เหนือ US\$14,000

ความต้องการแข็งแกร่ง

แม้ว่าตัวเลขเศรษฐกิจในจีนจะอ่อนตัวลง ซึ่งคิดเป็น 50% ของความ ต้องการสินค้าทางทะเลทั่วโลก แต่อัตราการว่างยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เราเชื่อว่าเป็นเพราะแม้การเติบโตจะชะลอตัวลง แต่การเติบโตของอุปสงค์ ยังแซงหน้าการเติบโตของอุปทาน Consensus คาดว่า GDP ของจีนจะ เติบโตที่ 8.0/5.3% ในปี 2021-22F ความต้องการนอกจีนยังคงแข็งแกร่ง เช่นกันจากการกลับมาเปิดประเทศทั่วโลก Exhibit 7-17 แสดงให้เห็นราคา และปริมาณของผลิตภัณฑ์แห้งทางทะเลหลัก เช่น เหล็ก เมล็ดพืช และถ่าน หิน ยังคงอยู่ที่ระดับสูงสุดในรอบหลายปี ขณะที่สต็อกคงคลังอยู่ในระดับ ปานกลาง Exhibit 18 แสดงราคาสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสำหรับผลิตภัณฑ์ เหล่านี้ในช่วงหกเดือนข้างหน้าซึ่งอยู่ใกล้ราคาสปอต ซึ่งหมายความว่า ความต้องการที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องอยู่ในความคาดหมายของตลาดแล้ว

อุปทานอ่อนแอ

ตามคาดการณ์ของสถาบันวิจัยการเงินเรือ Clarkson's ความต้องการขนส่ง สินค้าทางทะเลจะเติบโต 4/3% ในปี 2021-22F ความต้องการขนส่ง สินค้าทางทะเลโดยปกติจะเคลื่อนไหวตามการเติบโตของ GDP โลก ซึ่ง คาดว่าจะเติบโต 6.0/4.9% ในปี 2021-22FF ตามข้อมูลของกองทุน การเงินระหว่างประเทศ สำหรับอุปทานคาดว่าจะเติบโตเพียง 2.8% ในปี 2021F ซึ่งลดลงมาอยู่ที่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1.6% ในปี 2022F นอกจากนี้ แม้ว่าอัตราการว่างเรือจะแข็งแกร่งมาก แต่คำสั่งซื้อเรือใหม่ YTD คิดเป็นเพียง 1.8% ของกองเรือที่มีอยู่ เนื่องจากเรือใช้เวลาสร้าง 2-3 ปี จึงหมายความว่าอุปทานจะยังคงอ่อนแอต่อเนื่องในปี 2023-24F

เข้าสู่ฤดูกาลขนส่ง

อัตราการว่างเฉลี่ยของ PSL ใน 3Q21F อยู่ที่ US\$22,000 และเราคาดว่า จะเพิ่มขึ้นเป็น US\$23,000 ใน 4Q21F เราปรับประมาณการขึ้น 12/5% ในปี 2021-22F และคาดว่ากำไรอยู่ที่ 1.2/1.3 พันลบ. ใน 3-4Q21F เทียบ กับ 769 ลบ. ใน 2Q21 และ 281 ลบ. ใน 1Q21 โดยปกติไตรมาสที่ 4 จะเป็นฤดูกาลที่มีการขนส่งมากกว่าไตรมาส 3 เนื่องจากเป็นฤดูเก็บเกี่ยวของ ตลาดธัญพืชรายใหญ่ เช่น สหรัฐฯ รัสเซีย และประเทศในยุโรป ในปีนี้ นอกเหนือจากอุปสงค์ตามฤดูกาลแล้ว การกลับมาเปิดประเทศเศรษฐกิจ ขนาดใหญ่หลายแห่งอีกครั้งยังช่วยหนุนอุปสงค์ให้เติบโตไปอีกด้วย



PATTADOL BUNNAK

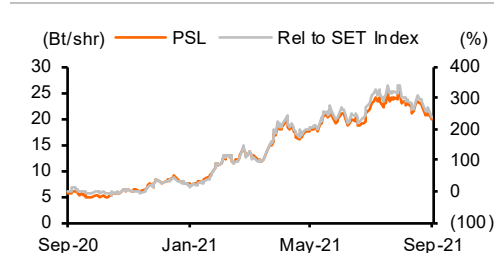
662 – 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,730	7,779	8,741	8,595
Net profit	(1,295)	3,525	4,584	4,566
Consensus NP	—	3,489	3,495	3,459
Diff frm cons (%)	—	1.0	31.1	32.0
Norm profit	(422)	3,525	4,584	4,566
Prev. Norm profit	—	3,160	4,355	4,429
Chg frm prev (%)	—	11.6	5.3	3.1
Norm EPS (Bt)	(0.3)	2.3	2.9	2.9
Norm EPS grw (%)	na	na	30.0	(0.4)
Norm PE (x)	na	8.8	6.7	6.8
EV/EBITDA (x)	29.0	6.8	4.8	4.2
P/BV (x)	3.0	2.3	1.7	1.4
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	7.4
ROE (%)	na	29.6	28.7	22.9
Net D/E (%)	88.0	33.3	(6.3)	(24.0)

PRICE PERFORMANCE

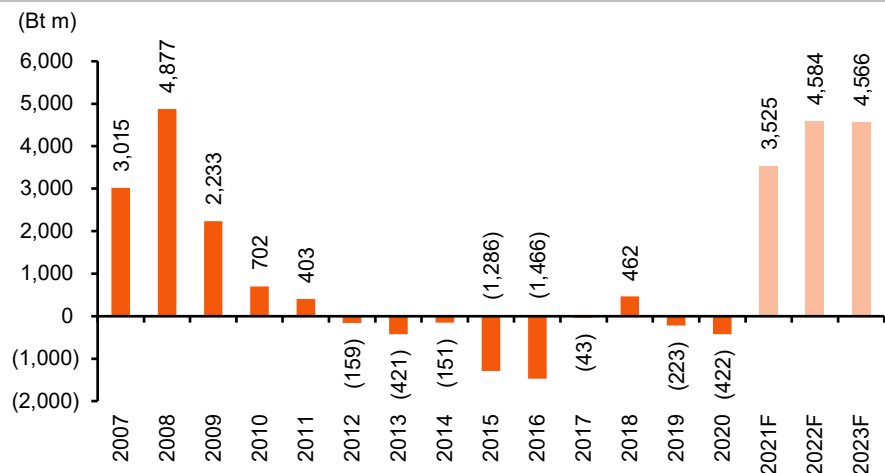


COMPANY INFORMATION

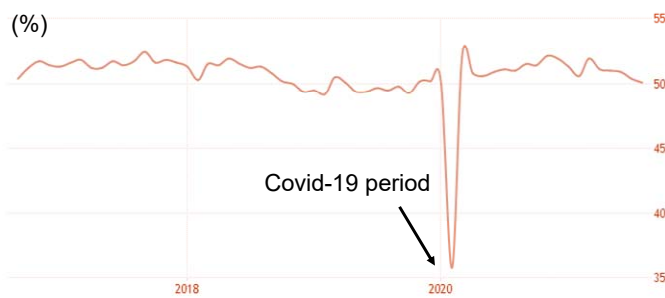
Price as of 27-Sep-21 (Bt)	19.80
Market Cap (US\$ m)	921.3
Listed Shares (m shares)	1,559.3
Free Float (%)	46.85
Avg Daily Turnover (US\$ m)	23.18
12M Price H/L (Bt)	25.25/4.66
Sector	Shipping
Major Shareholder	Globex Corporation 28.4%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณารับรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

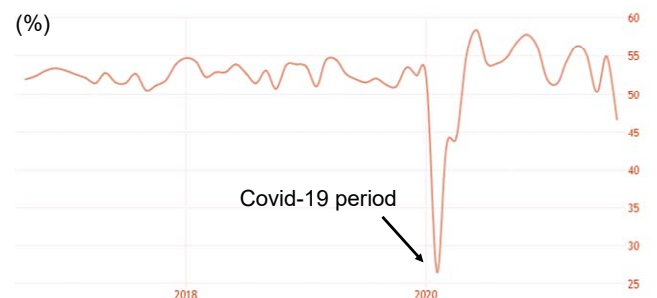
Ex 1: PSL's Normalized Earnings

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: China's Manufacturing PMI

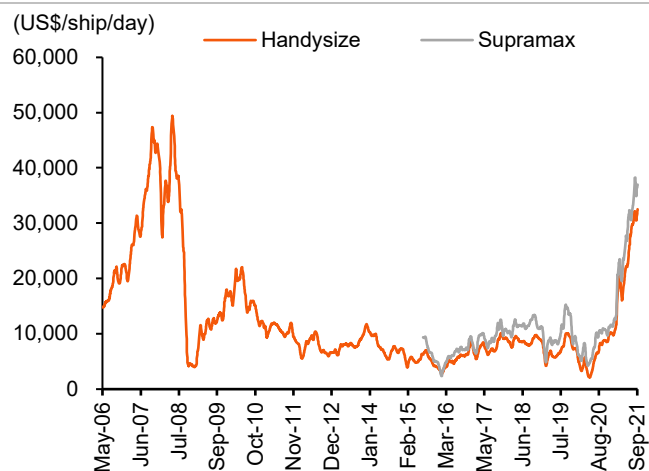
Source: Trading economics

Note: PMI below 50% implies for business contraction; on the contrary for PMI above 50%

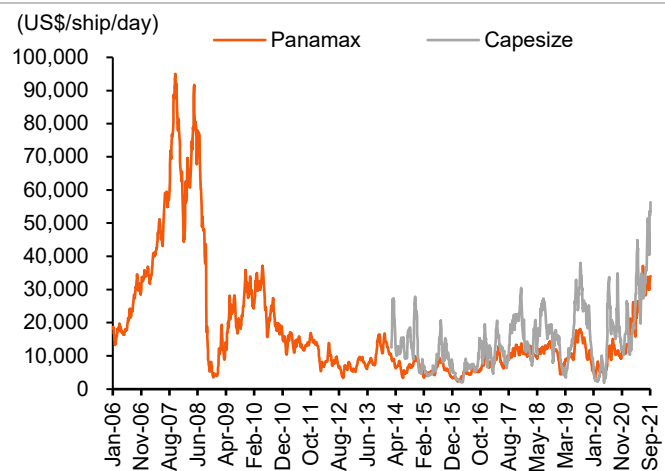
Ex 3: China's Service PMI

Source: Trading economics

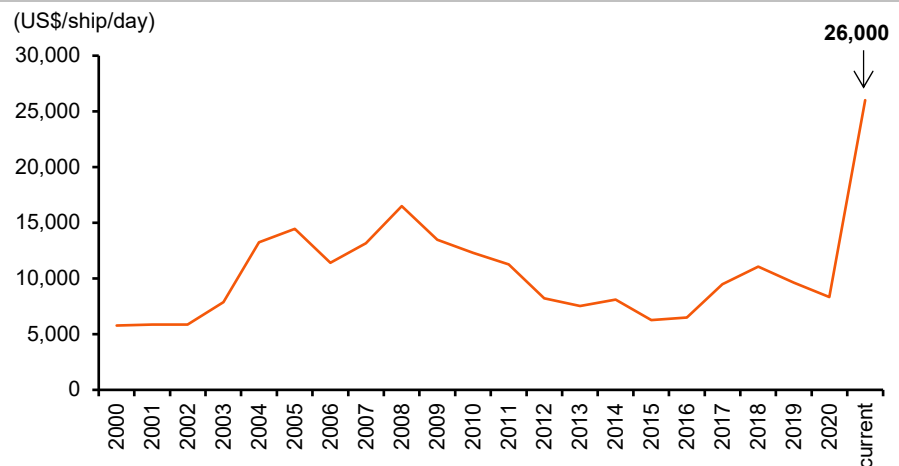
Note: PMI below 50% implies for business contraction; on the contrary for PMI above 50%

Ex 4: Freight Rate For PSL's Ship Segments

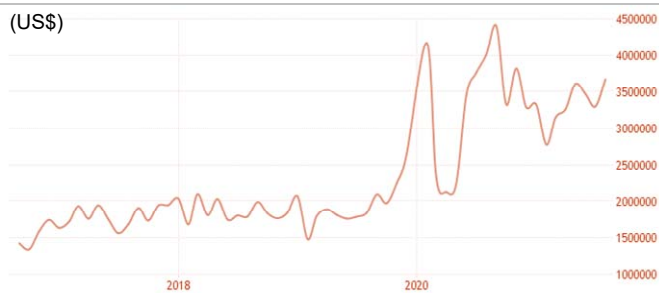
Source: Bloomberg

Ex 5: Freight Rate For Other Ship Segments

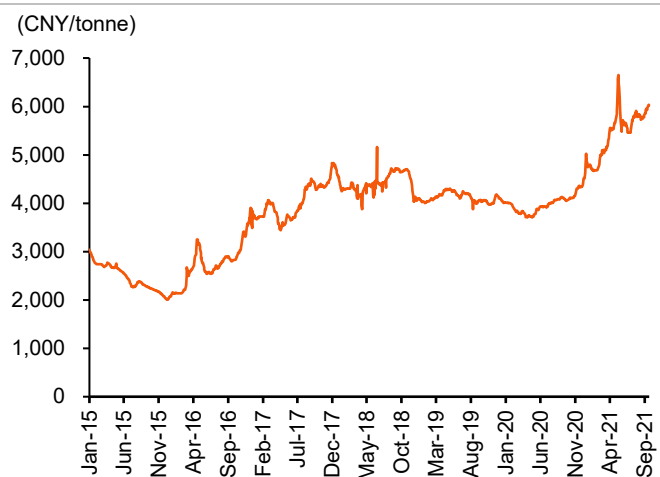
Source: Bloomberg

Ex 6: PSL's Freight Rate

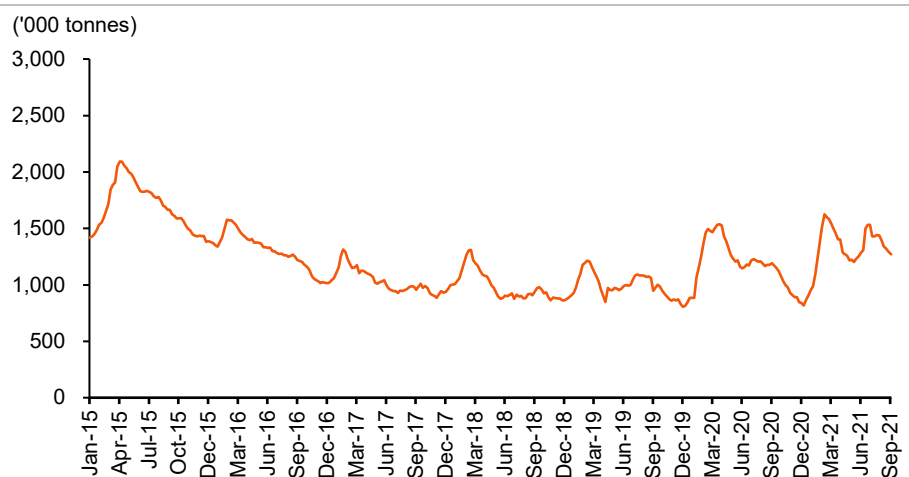
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: China's Steel And Iron Ore Import

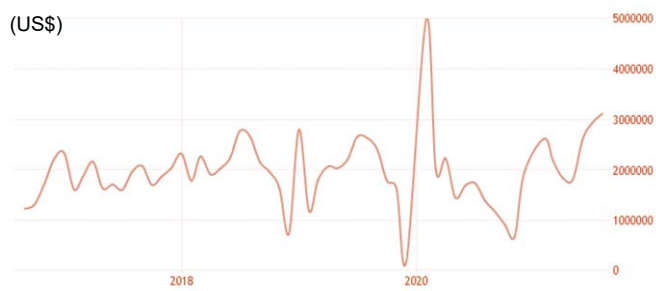
Source: Trading economics

Ex 8: Steel Price

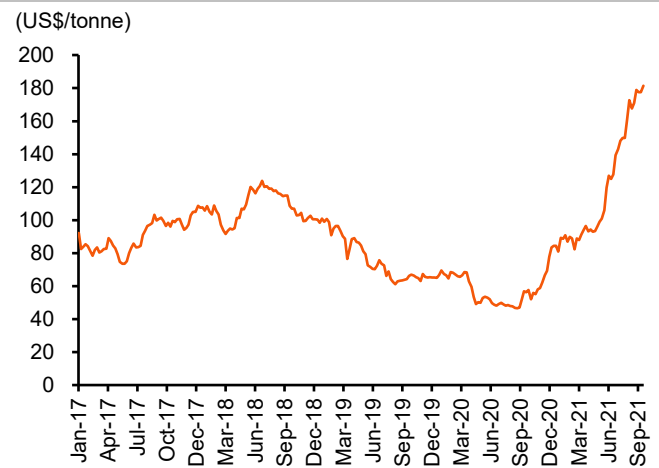
Source: Bloomberg

Ex 9: Steel Inventory

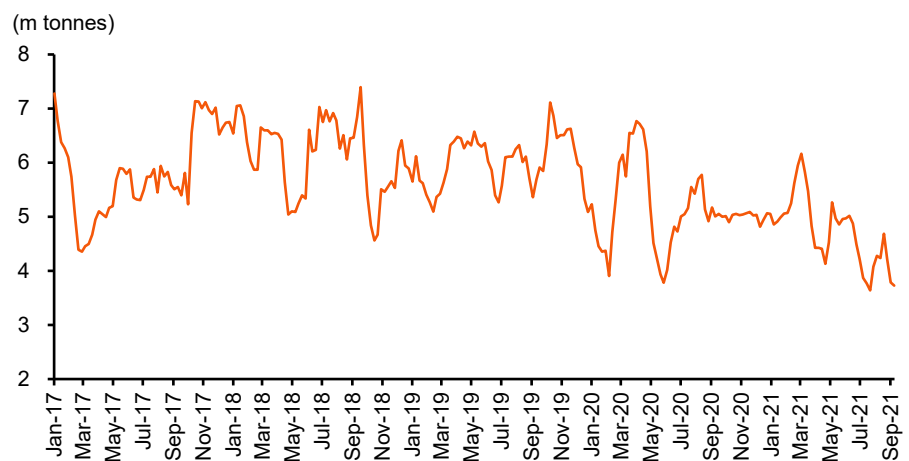
Source: Bloomberg

Ex 10: China Coal Imports

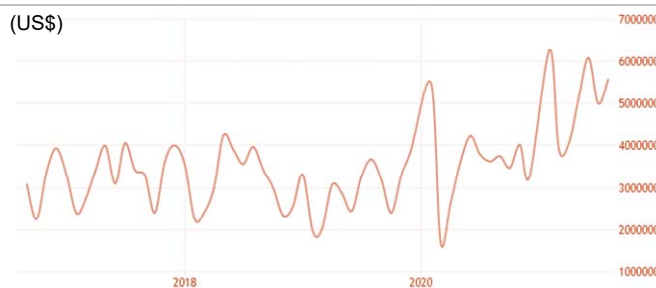
Source: Trading economics

Ex 11: Coal Price

Source: Bloomberg

Ex 12: China Coal Inventory

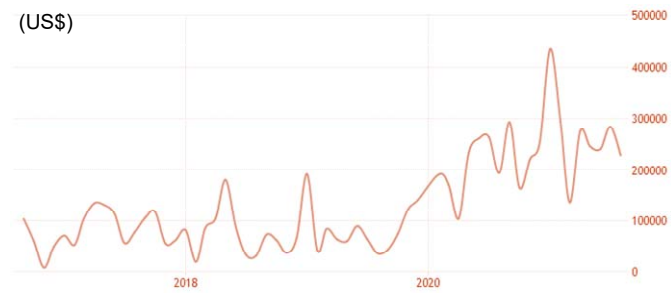
Source: Bloomberg

Ex 13: China Soybean Imports

Source: Trading economics

Ex 14: Soybean Price

Source: Trading economics

Ex 15: China Wheat Imports

Source: Trading economics

Ex 16: Wheat Price

Source: Trading economics

Ex 17: China's Imports Of Other Agricultural Products

Source: Trading economics

Ex 18: Spot Price Vs. Futures Price

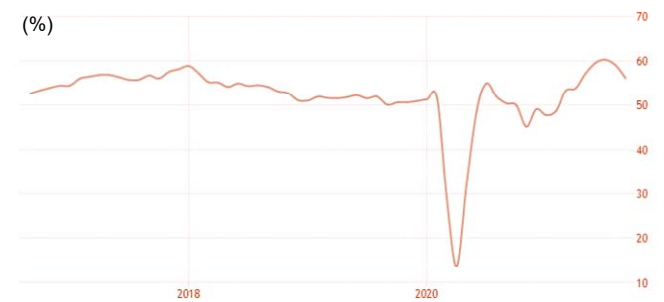
	24-Sep-21	Mar-22
Steel rebar (CNY/MT)	5,800	5,246
Soybean (US\$/bushels)	1,266	1,296
Corn (US\$/bushels)	526	532
Wheat (US\$/bushels)	723	733
Coal (US\$/tonne)	191	173

Sources: Trading economics , Bloomberg

Ex 19: US Composite PMI

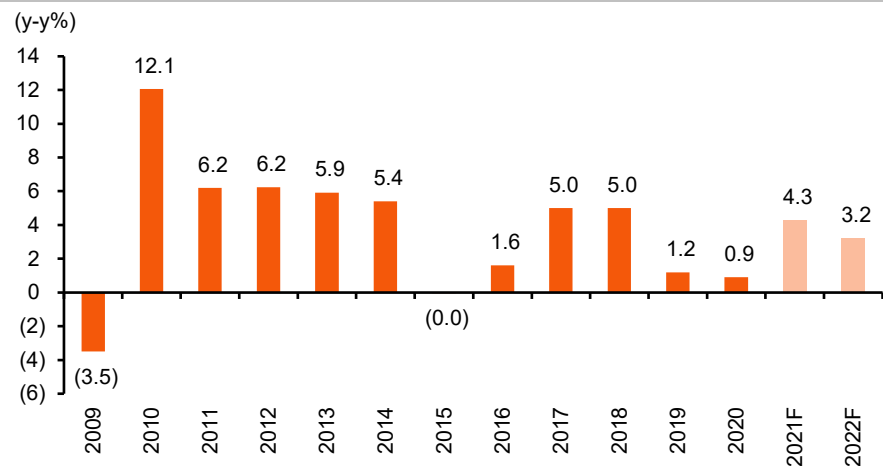
Source: Trading economics

Note: PMI below 50% implies for business contraction; on the contrary for PMI above 50%

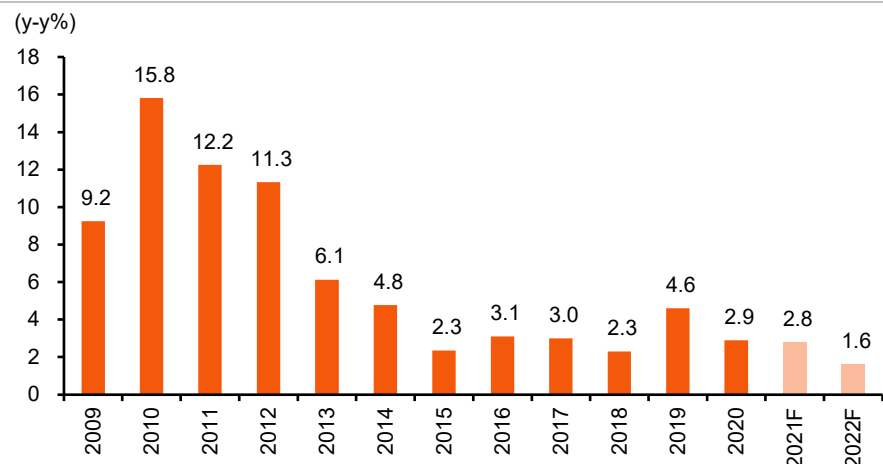
Ex 20: EU Area Composite PMI

Source: Trading economics:

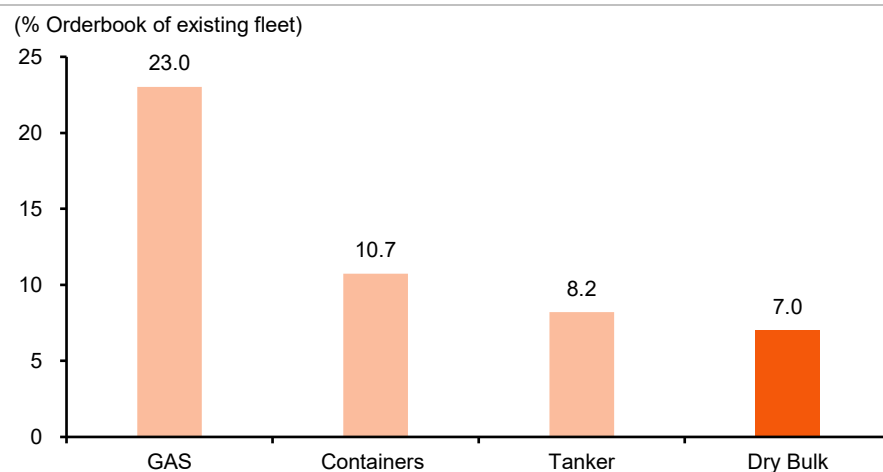
Note: PMI below 50% implies for business contraction; on the contrary for PMI above 50%

Ex 21: Demand Growth Vs...

Sources: Clarksons, Thanachart compilation

Ex 22: ... Supply Growth

Sources: Clarksons, Thanachart compilation

Ex 23: New Ship Orders

Sources: Clarksons, Thanachart compilation

Note: Orderbook shown in this chart is included with ships already delivered in 1H21 and ships to be delivered from 2H21 to 2023

Ex 24: Historical Quarterly Freight Rate Of Handysize

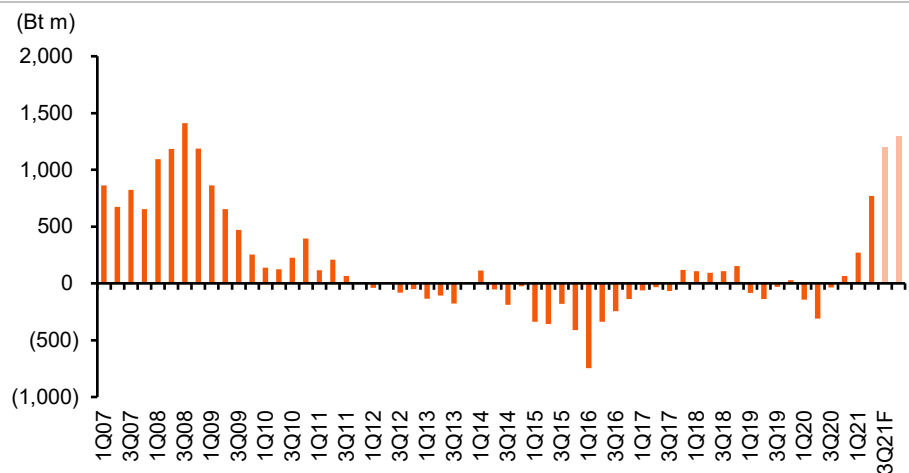
(US\$)	1Q	2Q	3Q	4Q
2016	3,408	4,794	5,786	6,988
2017	6,597	7,311	7,371	9,369
2018	8,480	8,784	8,265	9,264
2019	5,996	6,082	8,458	8,097
2020	4,516	3,212	7,187	9,226
2021	14,362	20,455	30,065	

Sources: Company data, Thanachart estimates

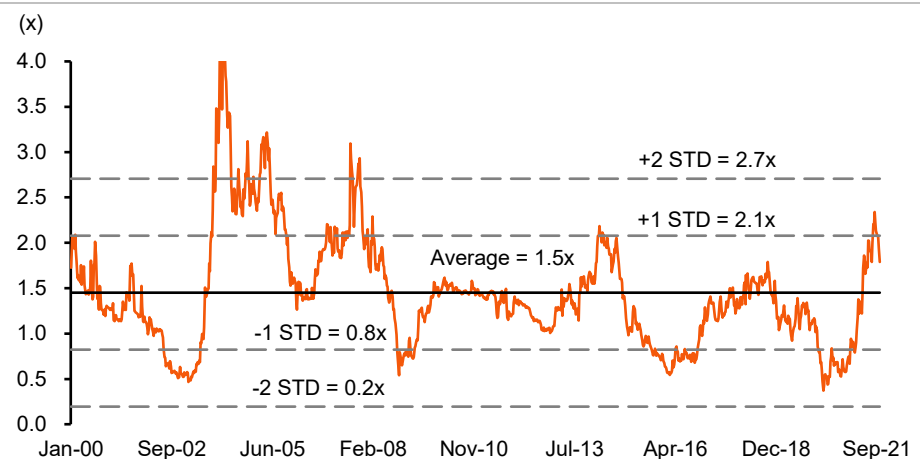
Ex 25: ...And of Supramax

(US\$)	1Q	2Q	3Q	4Q
2016	3,698	5,857	7,101	8,096
2017	8,041	8,852	9,558	10,998
2018	10,722	11,502	11,881	11,800
2019	7,899	8,483	12,577	10,582
2020	6,530	5,439	9,945	10,778
2021	16,363	25,407	34,222	

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 26: Our Forecasts For PSL's Quarterly Earnings

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 27: Historical P/BV

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 28: Our 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	6,186	6,080	5,479	5,251	4,953	4,952	4,604	4,241	3,901	3,565	3,383	—
Free cash flow	5,839	5,782	5,220	4,962	4,667	4,635	4,319	3,957	3,617	3,281	2,549	38,019
PV of free cash flow	5,823	4,930	4,109	3,606	3,094	2,830	2,428	2,049	1,725	1,441	1,004	14,970
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	8.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	48,007											
Net debt (2021F)	4,546											
Minority interest	0											
Equity value	43,461											
# of shares (m)	1,559											
Value/share (Bt)	28											

Source: Thanachart estimates

Ex 29: Assumption Revision

	2020	2021F	2022F	2023F
Freight rate (US\$/ship/day)				
New	8,332	18,700	21,500	21,543
Old		17,800	21,000	21,315
Change (%)		5.1	2.4	1.1
Breakeven cost (Bt m)				
New	9,500	9,400	9,400	9,400
Old		9,400	9,400	9,400
Change (%)		—	—	—
Normalized profit (Bt m)				
New	(422)	3,525	4,584	4,566
Old		3,160	4,355	4,429
Change (%)		11.6	5.3	3.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 30: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Evergreen Marine	2603 TT	Taiwan	613.2	(35.5)	3.6	5.7	2.5	2.0	2.9	4.2	1.2	9.0
Yang Ming Marine	2609 TT	Taiwan	852.4	(34.2)	2.9	4.4	2.0	1.4	2.0	2.2	12.1	9.4
Wan Hai Lines	2615 TT	Taiwan	768.5	(40.1)	5.2	8.6	3.4	2.3	na	na	0.0	0.4
COSCO Shipping Energy	1138 HK	Hong Kong	(47.6)	109.2	10.0	4.8	0.4	0.4	14.5	9.3	3.3	4.9
COSCO Shipping	1919 HK	Hong Kong	838.2	(52.8)	1.8	3.8	1.2	1.0	2.9	5.0	6.4	4.4
Pacific Basin Shipping	2343 HK	Hong Kong	na	12.4	4.5	4.0	1.5	1.3	4.3	4.1	12.0	13.3
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	Japan	227.2	(57.9)	2.1	4.9	1.2	1.0	23.2	20.9	2.1	3.0
Mitsui OSK Lines	9104 JP	Japan	367.5	(46.6)	2.6	4.9	1.0	0.9	16.9	15.7	7.6	4.5
Nippon Yusen KK	9101 JP	Japan	330.3	(49.5)	2.9	5.7	1.5	1.3	9.7	11.5	8.1	4.4
Korea Line	005880 KS	S. Korea	238.0	(19.0)	8.3	10.3	0.9	0.8	10.0	9.8	na	na
Thoresen Thai Agencies	TTA TB	Thailand	na	8.9	14.7	13.5	1.3	1.2	7.1	7.7	1.1	1.0
Prima Marine Pcl*	PRM TB	Thailand	18.7	17.9	8.5	7.2	1.8	1.6	6.5	5.7	5.3	6.2
Precious Shipping*	PSL TB	Thailand	na	30.0	8.8	6.7	2.3	1.7	6.8	4.8	0.0	0.0
Average			420.6	(12.1)	5.8	6.5	1.6	1.3	8.9	8.4	4.9	5.0

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 27-Sep-21 closing prices

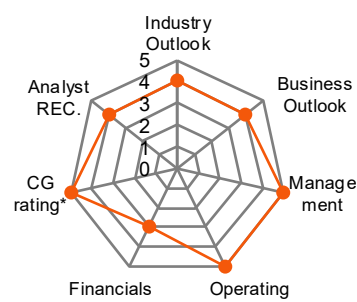
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท พรี่เซียสชิปปิง 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 เนื่องจากมีเรือที่ดีกว่าและบริการที่มีคุณภาพ
- 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)	25.75	29.00	13%
Net profit 21F (Bt m)	3,489	3,525	1%
Net profit 22F (Bt m)	3,495	4,584	31%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 1	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022F และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดอย่างมาก เนื่องจากเราคาดว่าค่าระวางเรือจะแข็งแกร่งขึ้นอย่างมาก

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความต้องการเรือเทกองแห้งที่อ่อนแอ จากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	4,152	3,730	7,779	8,741	8,595
Cost of sales	3,173	3,226	3,394	3,347	3,290
Gross profit	979	504	4,385	5,395	5,305
% gross margin	23.6%	13.5%	56.4%	61.7%	61.7%
Selling & administration expenses	547	345	327	322	323
Operating profit	433	159	4,059	5,073	4,982
% operating margin	10.4%	4.3%	52.2%	58.0%	58.0%
Depreciation & amortization	1,183	1,213	1,128	1,113	1,098
EBITDA	1,616	1,372	5,186	6,186	6,080
% EBITDA margin	38.9%	36.8%	66.7%	70.8%	70.7%
Non-operating income	31	9	18	47	75
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(703)	(597)	(561)	(546)	(500)
Pre-tax profit	(240)	(429)	3,515	4,574	4,556
Income tax	3	4	0	0	0
After-tax profit	(243)	(433)	3,515	4,574	4,556
% net margin	-5.8%	-11.6%	45.2%	52.3%	53.0%
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)	3,525	4,584	4,566
Normalized profit	(223)	(422)	3,525	4,584	4,566
EPS (Bt)	(0.1)	(0.8)	2.3	2.9	2.9
Normalized EPS (Bt)	(0.1)	(0.3)	2.3	2.9	2.9

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	4,552	9,882	12,162
Cash & cash equivalent	1,181	1,100	3,500	8,700	11,000
Account receivables	183	169	352	395	389
Inventories	0	0	0	0	0
Others	317	669	700	787	773
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	508	571	562
Total assets	25,061	21,397	23,448	28,027	29,500
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,712	3,339	2,994	3,277	2,670
Account payables	528	277	291	287	282
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	4,085	2,436	1,955	1,835	1,408
Others current liabilities	99	627	747	1,154	980
Total LT debt	8,577	7,586	6,091	5,717	4,385
Others LT liabilities	46	171	357	401	394
Total liabilities	13,502	11,263	9,788	9,784	7,832
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	11,694	16,277	19,702
Shareholders' equity	11,559	10,134	13,660	18,243	21,668
Liabilities & equity	25,061	21,397	23,448	28,027	29,500

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)	3,515	4,574	4,556
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)	(169)	(48)	2
Chg In other CA & CL / minorities	(426)	204	26	331	(151)
Cash flow from operations	1,005	747	4,500	5,970	5,505
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	174	24	(4)
Cash flow from investments	1,124	1,957	(126)	(276)	(304)
Debt financing	(1,882)	(2,655)	(1,975)	(494)	(1,760)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	0	0	0	0	(1,142)
Warrants & other surplus	(908)	(130)	0	0	0
Cash flow from financing	(2,790)	(2,785)	(1,975)	(494)	(2,901)
Free cash flow	2,133	507	4,200	5,670	5,205

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	8.8	6.7	6.8
Normalized PE - at target price (x)	na	na	12.8	9.9	9.9
PE (x)	na	na	8.8	6.7	6.8
PE - at target price (x)	na	na	12.8	9.9	9.9
EV/EBITDA (x)	26.2	29.0	6.8	4.8	4.2
EV/EBITDA - at target price (x)	35.1	39.4	9.6	7.1	6.6
P/BV (x)	2.7	3.0	2.3	1.7	1.4
P/BV - at target price (x)	3.9	4.5	3.3	2.5	2.1
P/CFO (x)	30.7	41.3	6.9	5.2	5.6
Price/sales (x)	7.4	8.3	4.0	3.5	3.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4
FCF Yield (%)	6.9	1.6	13.6	18.4	16.9
(Bt)					
Normalized EPS	(0.1)	(0.3)	2.3	2.9	2.9
EPS	(0.1)	(0.8)	2.3	2.9	2.9
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5
BV/share	7.4	6.5	8.8	11.7	13.9
CFO/share	0.6	0.5	2.9	3.8	3.5
FCF/share	1.4	0.3	2.7	3.6	3.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(15.8)	(10.2)	108.6	12.4	(1.7)
Net profit (%)	na	na	na	30.0	(0.4)
EPS (%)	na	na	na	30.0	(0.4)
Normalized profit (%)	na	na	na	30.0	(0.4)
Normalized EPS (%)	na	na	na	30.0	(0.4)
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	23.6	13.5	56.4	61.7	61.7
Operating margin (%)	10.4	4.3	52.2	58.0	58.0
EBITDA margin (%)	38.9	36.8	66.7	70.8	70.7
Net margin (%)	(5.8)	(11.6)	45.2	52.3	53.0
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.0	0.6	0.4	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.9	0.3	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	0.6	0.3	7.2	9.3	10.0
Interest coverage - EBITDA (x)	2.3	2.3	9.2	11.3	12.1
ROA - using norm profit (%)	na	na	15.7	17.8	15.9
ROE - using norm profit (%)	na	na	29.6	28.7	22.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	29.5	28.7	22.8
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	na	na	52.4	58.6	58.8
- leverage (x)	2.2	2.1	1.9	1.6	1.4
- interest burden (%)	(51.8)	(254.6)	86.2	89.3	90.1
- tax burden (%)	na	na	100.0	100.0	100.0
WACC (%)	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
ROIC (%)	1.7	0.7	21.3	27.9	29.1
NOPAT (Bt m)	433	159	4,059	5,073	4,982

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน 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 117 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GLOB16C2201A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2201A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016P2112C, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอัคริณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิजारุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง 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 ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, 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 สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุลชล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัตร Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ 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