BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 22.00 (From: Bt 29.00)

Upside : 40.1%

31 January 2022

Small Cap Research

Precious Shipping Pcl (PSL TB)

แนวโน้มฟื้นตัว



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

หลังราคาหุ้นลดลง 38% จากจุดสูงสุดของปีก่อน เราเชื่อว่า PSL ปรับลงจากความกังวลต่อการชะลอตัวของจีนและผลกระทบของช่วงโลว์ซีซั่นใน 1Q22F มากแล้ว เราคาดว่าค่าระวางต่ำสุดแล้ว เพราะเทศกาลตรุษจีนจะผ่านไปในไม่ช้า พร้อมกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโดยรวมของจีน

ราคาหุ้นปรับตัวลงมาแล้ว

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” PSL โดยมีราคาเป้าหมายที่ 22 บาท (จาก 29 บาท) 1) เรามองว่าราคาหุ้นของ PSL ปรับลงมากแล้ว โดยร่วงลง 38% จากจุดสูงสุดของปี 2021 และ 12% YTD มาซื้อขายที่ 1.4 เท่า P/BV อีกครั้งซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตอยู่ที่ 1.5 เท่า 2) เราคาดว่าผลกระทบของช่วงโลว์ซีซันจากเทศกาลตรุษจีนจะผ่านไปในไม่ช้า และอัตราค่าระวางจะฟื้นตัว และ 3) แม้ว่าจะปรับประมาณการลง แต่เราคาดว่าอัตราค่าระวางเฉลี่ยของ PSL จะยังคงอยู่ที่ระดับสูงมาก เราสมมติให้อัตราค่าระวางอยู่ที่ US$18,700/18,737/18,363 ต่อลำต่อวัน ในปี 2022-24F

ปัจจัยผลักดัน

อัตราค่าระวางขนส่งของ PSL ลดลง 42% จากระดับสูงสุดใน 3Q21 และ 28% YTD นอกจากไตรมาส 1 เป็นช่วงโลว์ซีซั่นแล้ว เราเชื่อว่าสาเหตุหลักมาจากจีน (50% ของความต้องการสินค้าเทกองแห้ง) ซึ่งได้แก่ วิกฤตหนี้ของ Evergrande คำสั่งของรัฐบาลที่ให้ลดการผลิตภาคอุตสาหกรรมในช่วงโอลิมปิกฤดูหนาวที่ปักกิ่งในเดือนก.พ. และนโยบายโควิดเป็นศูนย์ (Zero Covid Policy) ทำให้เกิดการล็อกดาวน์ที่นี่และที่นั่น เราคาดว่าอัตราค่าระวางจะฟื้นตัวเนื่องจากเทศกาลตรุษจีนจะสิ้นสุดในไม่ช้า และการดำเนินการของรัฐบาลในการปรับปรุงนโยบายที่มุ่งเน้นการเติบโต ซึ่งได้แก่ การลดอัตราดอกเบี้ย และการผ่อนคลายนโยบายการคลังหลังเห็น GDP น่าผิดหวัง Exhibit 8-17 แสดงปริมาณการนำเข้าสินค้าแห้งเทกองหลักของจีนที่ยังคงอยู่ในระดับสูง ขณะที่สินค้าคงคลังไม่สูง

ยังคงอยู่ในช่วงขาขึ้น

แม้ว่าคาดการณ์อัตราการเติบโตของอุปสงค์ทั่วโลกของผลิตภัณฑ์เทกองแห้งถูกปรับลดลง 0.3% เป็น 3.1% ตามข้อมูลของ Clarksons สำนักงานวิจัยด้านการเดินเรือ แต่เรายังคงมองบวกต่ออุตสาหกรรม เนื่องจากอุปทานเรือใหม่ที่อ่อนแอ ซึ่งคาดว่าจะเติบโตเพียง 1.8% ในปีนี้ คำสั่งซื้อเรือใหม่ยังคงอ่อนแอในปี 2020-21 แม้อัตราค่าระวางเรือจะเพิ่มขึ้นอย่างมาก เนื่องจากผู้ประกอบการยังคงระมัดระวังในเรื่องความยั่งยืนของค่าระวางเรือ

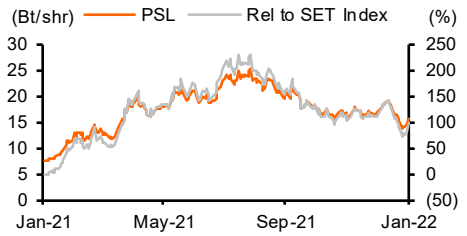
มูลค่าน่าสนใจ

อัตราค่าระวางขนส่งในปัจจุบันของ PSL ในช่วงโลว์ซีซั่นที่ US$15,000 ยังคงเป็นระดับสูงสุดในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ไม่รวมการเพิ่มขึ้นอย่างมากในปี 2021 ท่ามกลางการกลับมาเปิดประเทศทั่วโลก เราคาดว่าอัตราค่าระวางจะดีดตัวขึ้นหลังตรุษจีน และคาดว่าจะเฉลี่ยอยู่ที่ US$18,700 ในปี 2022F สมมติฐานอัตราค่าระวางของเราถูกปรับลง 13/13/15% ในปี 2022-24F เนื่องจากปัจจัยของจีนที่กล่าวถึงข้างต้น การระบาดของโอมิครอน และการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยของ Fed ที่เร็วกว่าที่คาดไว้ ดังนั้นเราจึงปรับลดประมาณการการเติบโตของกำไรลง 19/21/21% ในปี 2022-24F อย่างไรก็ตาม เนื่องจากเรายังคงคาดว่า PSL จะทำกำไรได้สูงถึง 3.7 พันลบ. ในปีนี้ เราจึงคาดว่าหุ้นมีราคาถูกที่ 1.4 เท่า P/BV และ 6 เท่า PE เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” PSL ด้วยราคาเป้าหมายอิง P/BV ปีฐาน 2022F ที่ 22 บาท/หุ้น (จาก 29 บาท)

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,730	7,944	8,251	7,983
Net profit	(1,295)	3,620	3,721	3,587
Consensus NP	—	3,970	3,146	2,992
Diff frm cons (%)	—	*(8.8)*	*18.3*	*19.9*
Norm profit	(422)	3,620	3,721	3,587
Prev. Norm profit	—	3,525	4,584	4,566
Chg frm prev (%)	—	*2.7*	*(18.8)*	*(21.4)*
Norm EPS (Bt)	(0.3)	2.3	2.4	2.3
Norm EPS grw (%)	na	na	2.8	(3.6)
Norm PE (x)	na	6.8	6.6	6.8
EV/EBITDA (x)	24.3	5.5	4.5	4.0
P/BV (x)	2.4	1.8	1.4	1.2
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	7.3
ROE (%)	na	30.3	23.8	19.1
Net D/E (%)	88.0	32.2	(2.4)	(18.6)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 31-Jan-22 (Bt)	15.70
Market Cap (US$ m)	734.9
Listed Shares (m shares)	1,559.3
Free Float (%)	46.85
Avg Daily Turnover (US$ m)	16.14
12M Price H/L (Bt)	25.25/7.35
Sector	Shipping
Major Shareholder	Globex Corporation 28.4%

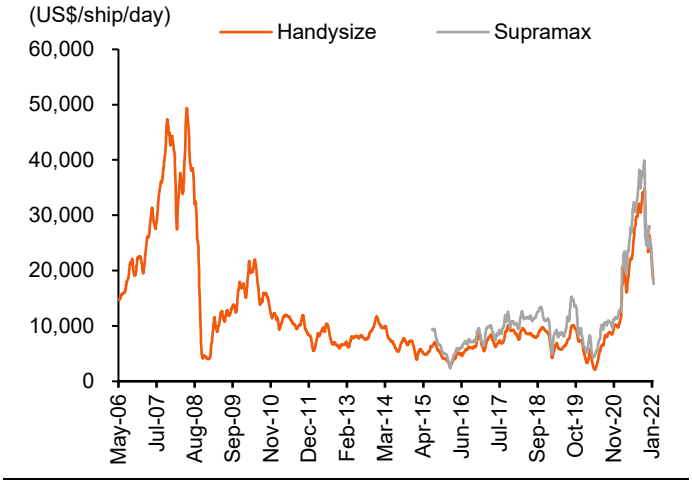
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

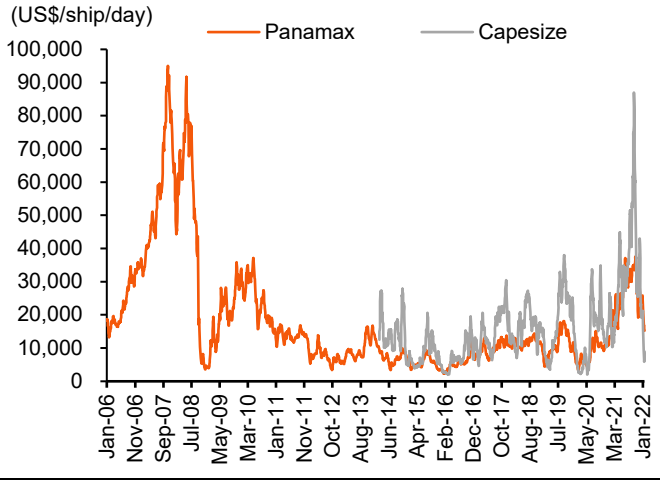
Thanachart Securities

Ex 1: Freight Rates For PSL's Ship Categories



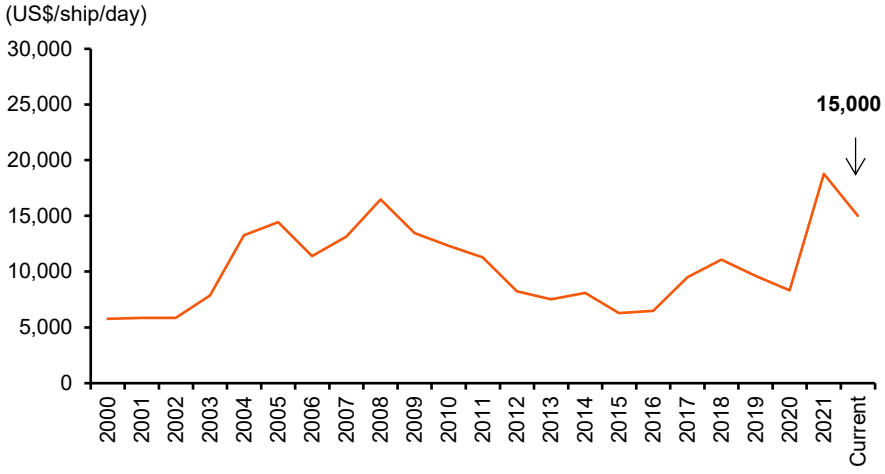
Source: Bloomberg

Ex 2: Freight Rates For Other Ship Categories



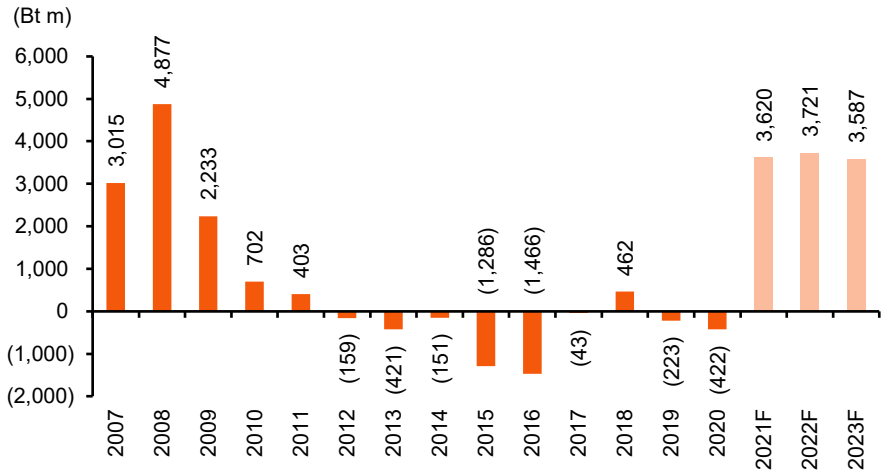
Source: Bloomberg

Ex 3: PSL's Freight Rate



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: PSL's Earnings Level



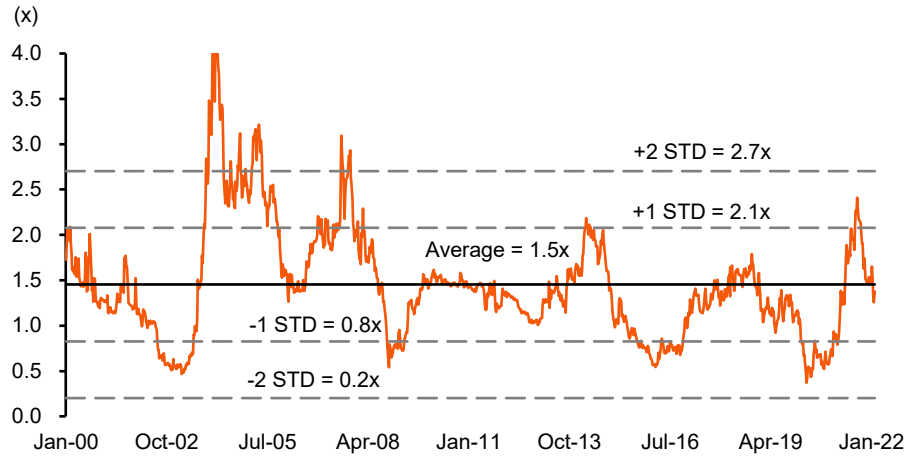
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Our Key Assumption Revisions

	2020	2021F	2022F	2023F
Freight rate (US$/ship/day)				
New	8,332	18,700	18,700	18,737
Old		15,000	21,500	21,543
Change (%)		*24.7*	*(13.0)*	*(13.0)*
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)	3,620	3,721	3,587
Old		3,525	4,584	4,566
Change (%)		*2.7*	*(18.8)*	*(21.4)*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: In The Cheap Zone In Our View



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

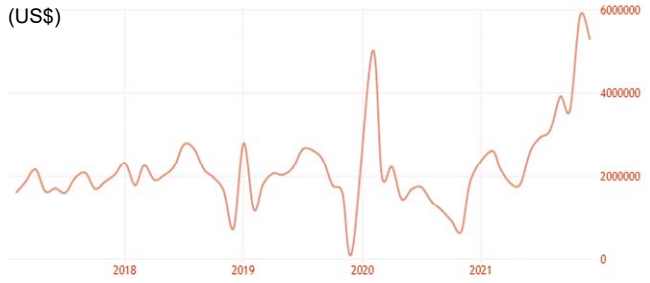
Ex 7: Our 12-month DCF-based Valuation, Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	5,346	5,184	4,654	4,444	4,169	4,230	3,916	3,584	3,274	2,963	2,772	—
Free cash flow	5,050	4,886	4,390	4,154	3,882	3,909	3,630	3,299	2,988	2,678	1,938	28,914
PV of free cash flow	5,036	4,166	3,455	3,019	2,573	2,386	2,041	1,708	1,425	1,176	763	11,385

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.2
WACC (%)	8.3
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	39,135
Net debt (2021F)	4,433
Minority interest	0
Equity value	34,701
# of shares (m)	1,559
Value/share (Bt)	**22**

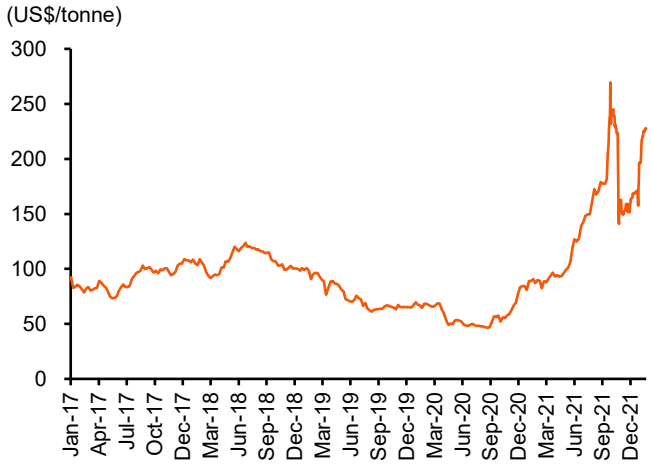
Source: Thanachart estimates

Ex 8:China's Coal Imports



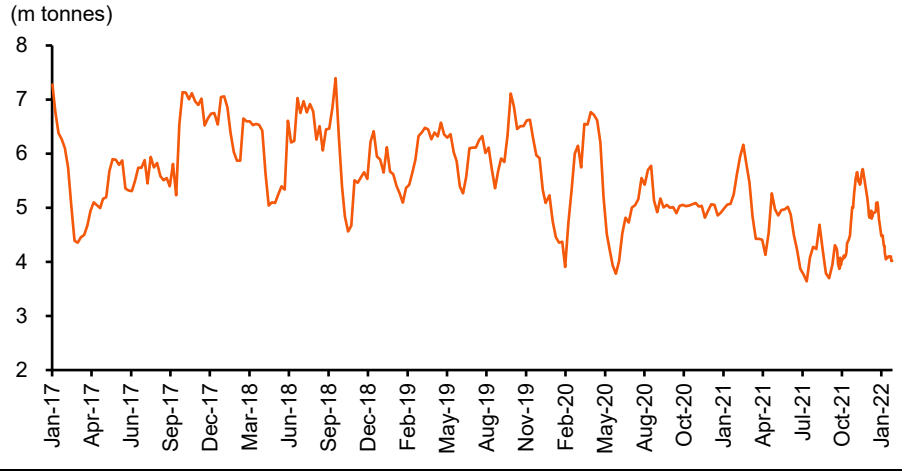
Source: Trading Economics

Ex 9: Coal Price



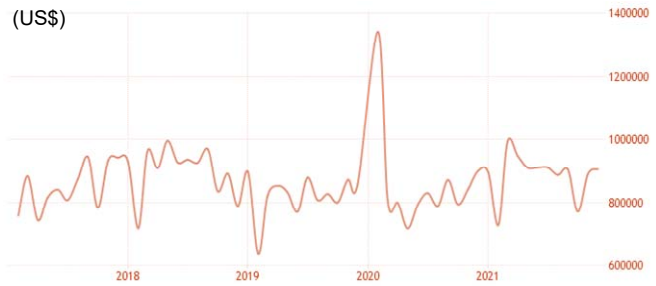
Source: Bloomberg

Ex 10: Coal Inventory



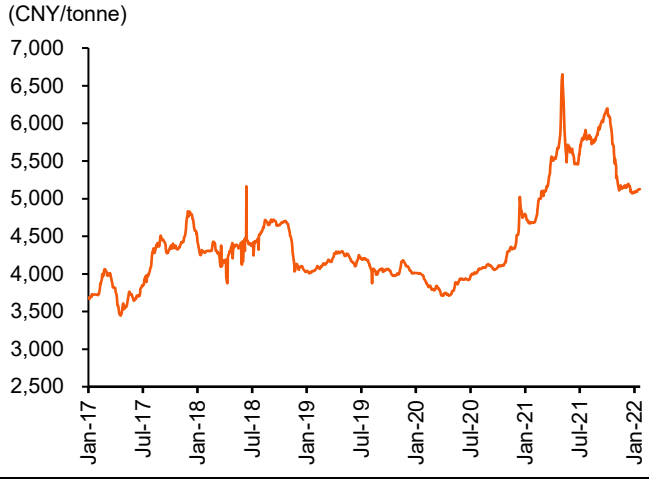
Source: Bloomberg

Ex 11: China's Steel Imports



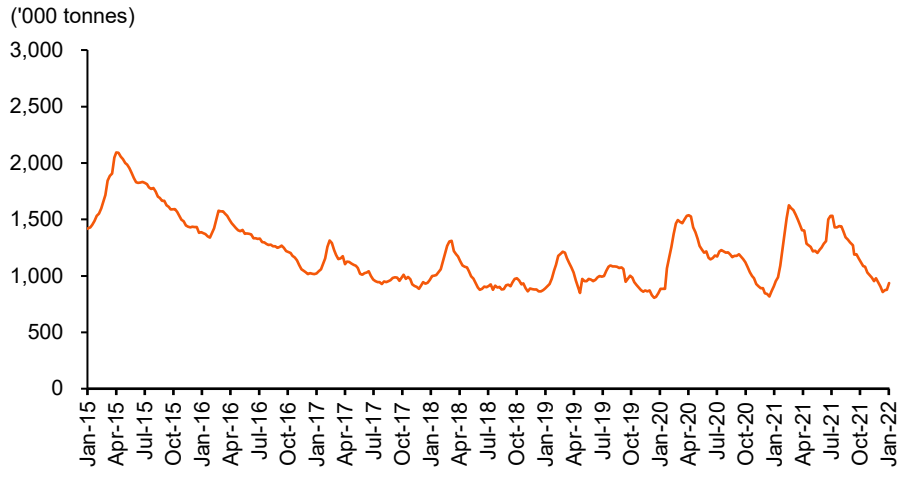
Source: Trading Economics

Ex 12: Steel Price



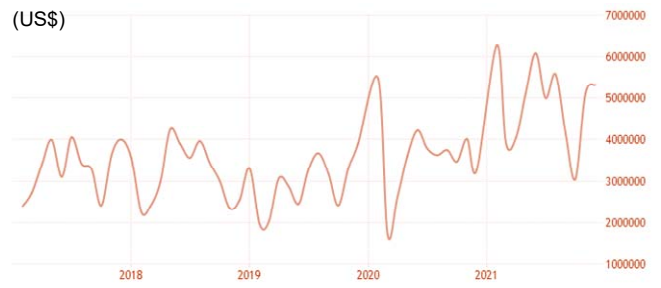
Source: Bloomberg

Ex 13: Steel Inventory



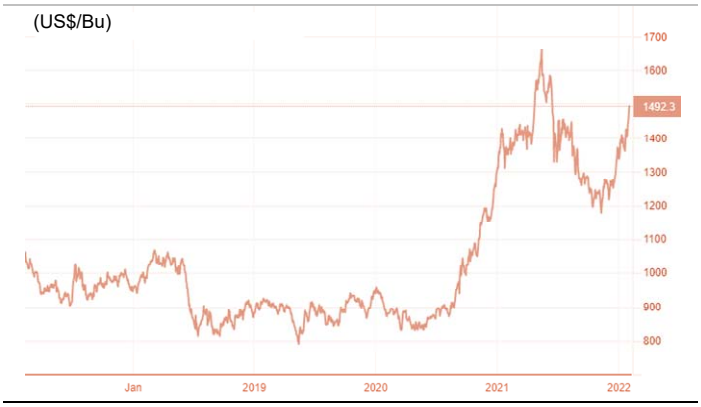
Source: Bloomberg

Ex 14: China's Soybean Imports



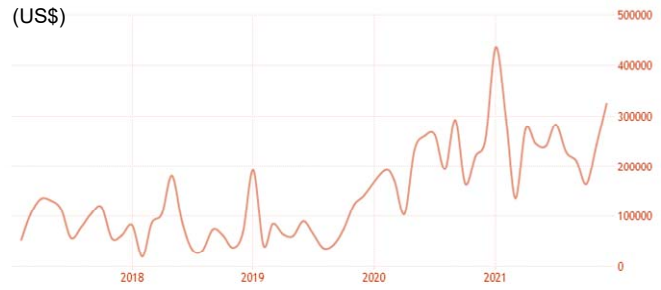
Source: Trading Economics

Ex 15: China's Soybean Price



Source: Trading Economics

Ex 16: China's Wheat Imports



Source: Trading Economics

Ex 17: China's Wheat Price



Source: Trading Economics

Ex 18: Seasonal Pattern For Handysize…

	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	30,169	28,372

Source: Bloomberg

Note: * A COVID lockdown quarter

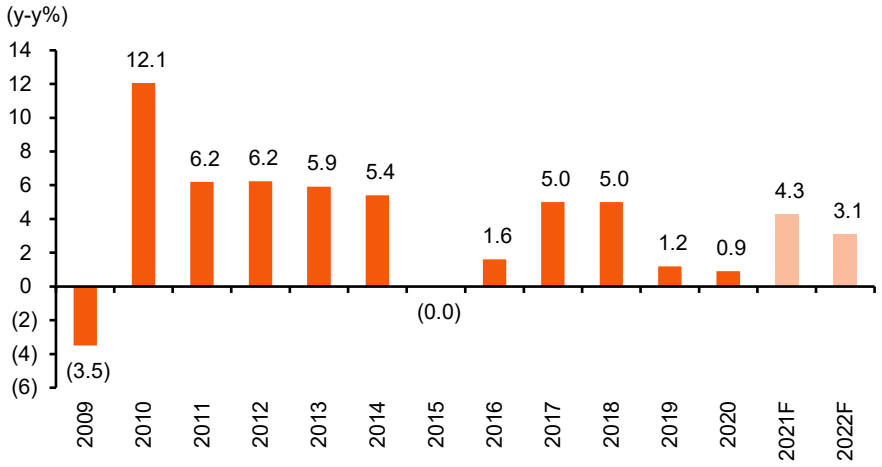
Ex 19: …And For Supramax

	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	34,278	29,432

Source: Bloomberg

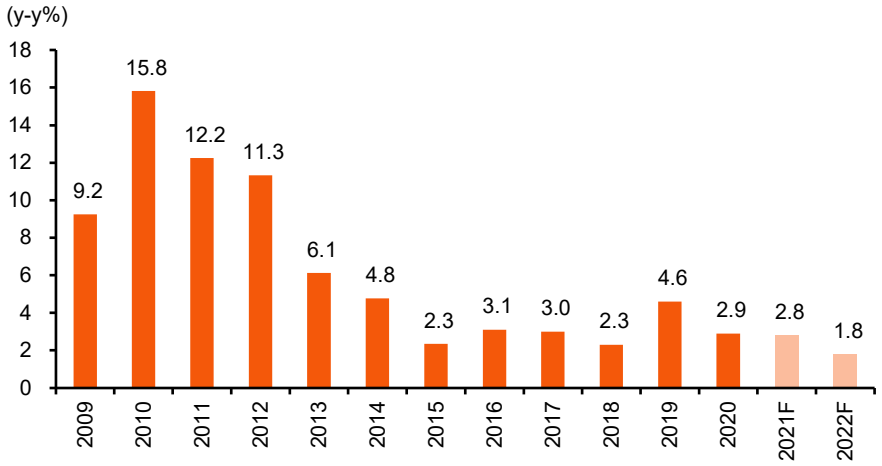
Note: * A COVID lockdown quarter

Ex 20: Dry Bulk Demand Vs…



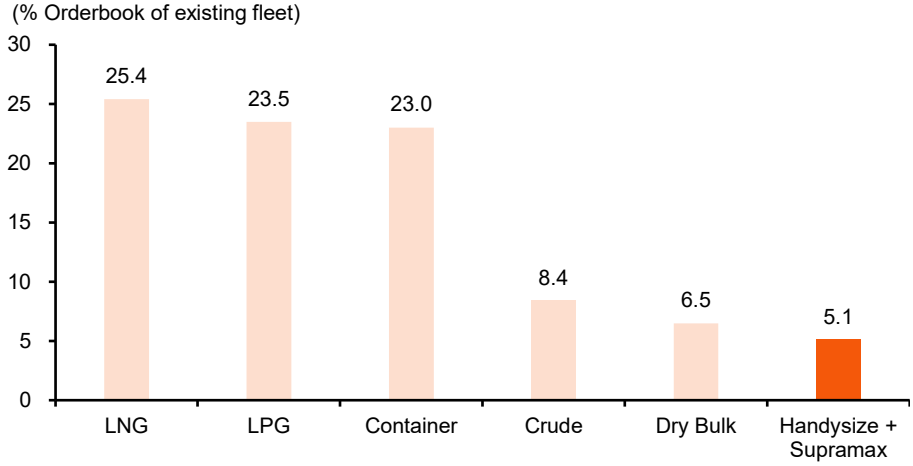
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 21: … Supply Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 22: Weak Dry-Bulk Orders



Sources: Clarksons, Thanachart compilation

Note: The order book shown in this chart includes ships already delivered in 1H21 and ships scheduled to be delivered from 2H21 to 2023

Valuation Comparison

Ex 23: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth 21F (%)	EPS growth 22F (%)	PE 21F (x)	PE 22F (x)	P/BV 21F (x)	P/BV 22F (x)	EV/EBITDA 21F (x)	EV/EBITDA 22F (x)	Div yield 21F (%)	Div yield 22F (%)
Evergreen Marine	2603 TT	Taiwan	794.4	(8.9)	2.5	2.7	1.8	1.3	1.9	1.9	15.0	17.3
Yang Ming Marine	2609 TT	Taiwan	931.4	(30.4)	2.1	3.1	1.6	1.1	1.2	1.5	0.0	15.9
Wan Hai Lines	2615 TT	Taiwan	800.8	(32.9)	3.5	5.3	4.8	1.5	na	na	na	na
COSCO Shipping Energy	1138 HK	Hong Kong	(81.4)	373.3	24.7	5.2	0.3	0.3	9.1	6.2	3.5	4.5
COSCO Shipping	1919 HK	Hong Kong	826.7	(14.3)	2.0	2.3	1.4	0.9	1.9	2.1	5.4	10.2
Pacific Basin Shipping	2343 HK	Hong Kong	na	5.3	3.0	2.8	1.3	1.1	3.2	3.0	18.7	20.6
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	Japan	322.4	(23.4)	1.4	1.9	1.0	0.6	18.5	8.5	4.9	8.4
Mitsui OSK Lines	9104 JP	Japan	498.4	(21.1)	2.0	2.5	1.0	0.7	14.7	14.1	10.5	8.9
Nippon Yusen KK	9101 JP	Japan	466.6	(24.8)	1.9	2.5	1.2	0.8	7.3	6.5	10.4	9.6
Korea Line	005880 KS	S. Korea	527.1	(46.6)	3.2	6.0	0.6	0.5	8.2	8.1	na	na
Thoresen Thai Agencies	TTA TB	Thailand	na	(40.1)	5.3	8.9	0.9	0.8	4.4	6.2	1.8	2.2
Prima Marine Pcl*	PRM TB	Thailand	18.7	17.9	7.7	6.5	1.6	1.4	6.0	5.3	5.8	6.9
Precious Shipping*	PSL TB	Thailand	na	2.8	6.8	6.6	1.8	1.4	5.5	4.5	0.0	0.0
Average			**510.5**	**12.1**	**5.1**	**4.3**	**1.5**	**1.0**	**6.8**	**5.7**	**6.9**	**9.5**

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 31-Jan-22 closing prices

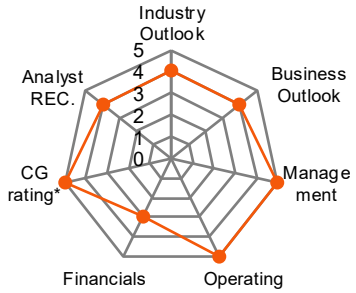
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท พรีเซียสชิพปิ้ง 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

W — Weakness

- เป็นอุตสาหกรรมที่มีความผันผวนสูง
- มีความผันผวนของกำไรที่สูง
- เป็นอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวน้อย จึงทำให้มีแรงกดดันด้านราคาในช่วงภาวะตกต่ำ

O — Opportunity

- ด้วยอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวน้อย จึงทำให้มีโอกาสในการเข้าซื้อกองเรือได้ในราคาที่ดี
- กลุ่มลูกค้าเป้าหมายใหม่ อาทิเช่น เรือขนส่งซีเมนต์
- การขยายขีดความสามารถในการให้บริการไปยังกองเรือที่มีขนาดใหญ่ขึ้น

T — Threat

- ไม่มีอุปสรรคในการเข้ามายังตลาด
- การเปลี่ยนแปลงสินค้าโภคภัณฑ์จากการขนส่งสินค้าเทกองแห้งไปเป็นการขนส่งแบบตู้คอนเทนเนอร์

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	21.14	22.00	4%
Net profit 21F (Bt m)	3,970	3,620	9%
Net profit 22F (Bt m)	3,146	3,721	18%
Consensus REC	**BUY: 6**	**HOLD: 1**	**SELL: 1**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความต้องการเรือเทกองแห้งที่อ่อนแอจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2021-22F และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดอย่างมาก เนื่องจากเราคาดว่าค่าระวางเรือจะแข็งแกร่งขึ้นอย่างมาก

EBITDA was positive in the past despite net losses

We expect very strong profits from 2021-23F

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	4,152	3,730	7,944	8,251	7,983
Cost of sales	3,173	3,226	3,460	3,670	3,553
Gross profit	**979**	**504**	**4,484**	**4,581**	**4,429**
% gross margin	23.6%	13.5%	56.4%	55.5%	55.5%
Selling & administration expenses	547	345	334	348	344
Operating profit	**433**	**159**	**4,150**	**4,233**	**4,086**
% operating margin	10.4%	4.3%	52.2%	51.3%	51.2%
Depreciation & amortization	1,183	1,213	1,128	1,113	1,098
EBITDA	**1,616**	**1,372**	**5,278**	**5,346**	**5,184**
% EBITDA margin	38.9%	36.8%	66.4%	64.8%	64.9%
Non-operating income	31	9	18	47	75
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(703)	(597)	(558)	(568)	(583)
Pre-tax profit	**(240)**	**(429)**	**3,610**	**3,711**	**3,577**
Income tax	3	4	0	0	0
After-tax profit	**(243)**	**(433)**	**3,610**	**3,711**	**3,577**
% net margin	-5.8%	-11.6%	45.4%	45.0%	44.8%
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)**	**3,620**	**3,721**	**3,587**
Normalized profit	**(223)**	**(422)**	**3,620**	**3,721**	**3,587**
EPS (Bt)	(0.1)	(0.8)	2.3	2.4	2.3
Normalized EPS (Bt)	(0.1)	(0.3)	2.3	2.4	2.3

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	1,681	1,938	4,559	9,800	12,064
Cash & cash equivalent	1,181	1,100	3,500	8,700	11,000
Account receivables	183	169	359	373	361
Inventories	0	0	0	0	0
Others	317	669	700	727	703
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	519	539	522
Total assets	**25,061**	**21,397**	**23,466**	**27,914**	**29,362**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,712	3,339	2,988	3,418	2,979
Account payables	528	277	297	315	305
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	4,085	2,436	1,928	2,014	1,764
Others current liabilities	99	627	763	1,089	910
Total LT debt	**8,577**	**7,586**	**6,005**	**6,273**	**5,494**
Others LT liabilities	46	171	365	379	366
Total liabilities	**13,502**	**11,263**	**9,711**	**10,437**	**9,195**
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**	**11,789**	**15,510**	**18,201**
Shareholders' equity	11,559	10,134	13,755	17,476	20,167
Liabilities & equity	**25,061**	**21,397**	**23,466**	**27,914**	**29,362**

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	(240)	(429)	3,610	3,711	3,577
Tax paid	(38)	(4)	0	0	0
Depreciation & amortization	1,183	1,213	1,128	1,113	1,098
Chg In w orking capital	526	(237)	(171)	4	2
Chg In other CA & CL / minorities	(426)	204	42	310	(146)
Cash flow from operations	**1,005**	**747**	**4,609**	**5,139**	**4,532**
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	179	8	(7)
Cash flow from investments	**1,124**	**1,957**	**(121)**	**(292)**	**(307)**
Debt financing	(1,882)	(2,655)	(2,088)	354	(1,028)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	0	0	0	0	(897)
Warrants & other surplus	(908)	(130)	0	0	0
Cash flow from financing	**(2,790)**	**(2,785)**	**(2,088)**	**354**	**(1,925)**
Free cash flow	**2,133**	**507**	**4,309**	**4,839**	**4,232**

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

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	na	na	6.8	6.6	6.8
Normalized PE - at target price (x)	na	na	9.5	9.2	9.6
PE (x)	na	na	6.8	6.6	6.8
PE - at target price (x)	na	na	9.5	9.2	9.6
EV/EBITDA (x)	22.3	24.3	5.5	4.5	4.0
EV/EBITDA - at target price (x)	28.3	31.5	7.3	6.3	5.9
P/BV (x)	2.1	2.4	1.8	1.4	1.2
P/BV - at target price (x)	3.0	3.4	2.5	2.0	1.7
P/CFO (x)	24.4	32.8	5.3	4.8	5.4
Price/sales (x)	5.9	6.6	3.1	3.0	3.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	7.3
FCF Yield (%)	8.7	2.1	17.6	19.8	17.3
(Bt)					
Normalized EPS	(0.1)	(0.3)	2.3	2.4	2.3
EPS	(0.1)	(0.8)	2.3	2.4	2.3
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2
BV/share	7.4	6.5	8.8	11.2	12.9
CFO/share	0.6	0.5	3.0	3.3	2.9
FCF/share	1.4	0.3	2.8	3.1	2.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(15.8)	(10.2)	113.0	3.9	(3.2)
Net profit (%)	na	na	na	2.8	(3.6)
EPS (%)	na	na	na	2.8	(3.6)
Normalized profit (%)	na	na	na	2.8	(3.6)
Normalized EPS (%)	na	na	na	2.8	(3.6)
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	23.6	13.5	56.4	55.5	55.5
Operating margin (%)	10.4	4.3	52.2	51.3	51.2
EBITDA margin (%)	38.9	36.8	66.4	64.8	64.9
Net margin (%)	(5.8)	(11.6)	45.4	45.0	44.8
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.0	0.6	0.5	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.9	0.3	(0.0)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	0.6	0.3	7.4	7.5	7.0
Interest coverage - EBITDA (x)	2.3	2.3	9.5	9.4	8.9
ROA - using norm profit (%)	na	na	16.1	14.5	12.5
ROE - using norm profit (%)	na	na	30.3	23.8	19.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	30.2	23.8	19.0
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3
- operating margin (%)	na	na	52.5	51.9	52.1
- leverage (x)	2.2	2.1	1.9	1.6	1.5
- interest burden (%)	(51.8)	(254.6)	86.6	86.7	86.0
- 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	21.8	23.3	23.9
NOPAT (Bt m)	433	159	4,150	4,233	4,086

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 101 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2203A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2205A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2205A, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2205A, GUNK16C2203A, GULF16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, IRPC16C2205A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2205A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2203A, KBAN16C2202A, KCE16C2205B, KCE16C2205A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016C2206A, S5016P2206A, S5016P2203B, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2205A, SAWA16C2204A, SAWA16C2202A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
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, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

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

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรทรง
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

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

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

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

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

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ 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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

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

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

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

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

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

สุจินตนา สถาพร
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