

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 27.00

Upside : 43.6%

(From: Bt 23.00)

17 June 2022

Small Cap Research

Precious Shipping Pcl (PSL TB)

เพิ่มขนาดระวางบรรทุกในตลาดที่ตึงตัว

PSL ได้ซื้อเรือใหม่สองลำ หรือมีขนาดระวางบรรทุกเพิ่มขึ้น 6% เราปรับกำไรขึ้น 7-11% ต่อปี ในปี 2022-24F และปรับมาใช้ราคาเป้าหมายที่ 27 บาท/หุ้น PSL ยังคงดำเนินการในตลาดขนส่งสินค้าแห่งเทกองที่ตึงตัว และเรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ"



PATTADOL BUNNAK

662 - 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

เพิ่มขนาดระวางบรรทุก

PSL ได้ซื้อเรือขนาด handysize จำนวน 2 ลำ ขนาดระวางบรรทุกรวม 71,764 DWT ที่ราคา US\$25-26m ต่อลำ ซึ่งสอดคล้องกับราคาตลาด เรือลำนี้มีอายุ 5-6 ปี และทั้งสองลำทำให้ขนาดระวางบรรทุกเพิ่มขึ้น 6% จากกองเรือสินค้าแห่งเทกอง 36 ลำที่มีอยู่ของ PSL เนื่องจากการเพิ่มเรือในตลาดที่ตึงตัวมาก เราจึงปรับเพิ่มกำไรของเราขึ้น 7-11% ต่อปี ในปี 2022-24F ราคาเป้าหมายที่ 2.2 เท่า P/BV ของเรานั้นเป็นราคาที่ปรับมาใช้ฐานปี 2023F ด้วย และเพิ่มขึ้นเป็น 27 บาท (จาก 23 บาท) เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" PSL เนื่องจากเราคาดว่าตลาดที่ตึงตัวจะยังคงทำให้อัตราค่าระวางอยู่ในระดับสูง (Exhibit 1 แสดงสมมติฐานหลักของเรา) การเปิดประเทศอีกครั้งหลังการล็อกดาวน์ของจีนยังเป็นปัจจัยผลักดันในระยะสั้นสำหรับหุ้นอีกด้วย แต่ถึงแม้มีผลกระทบจากการล็อกดาวน์และสงคราม แต่อัตราค่าระวางของ PSL จนถึง 2Q22 ยังคงอยู่ที่ระดับสูงมากที่ US\$24,000/ลำ/วัน เพิ่มขึ้น 35% y-y และ 9% q-q

คำสั่งซื้อเรือใหม่ยังคงอ่อนแอ

แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยและอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่ออุปสงค์เรือเทกองแห้ง ซึ่งสถาบันวิจัยการเดินเรือ Clarksons คาดการณ์ที่ 2.7/2.9% ในปี 2022-23F แต่เรายังคงมองบวกต่ออุตสาหกรรมนี้เนื่องจากการเติบโตของอุปทานที่อ่อนแอมาก ซึ่งคาดว่าจะเติบโตเพียง 2.2/0.8% ในปีเหล่านั้น แม้จะมีอัตราค่าระวางขนส่งที่สูงมาก แต่คำสั่งซื้อใหม่จนถึงปีนี้อยู่ที่เพียง 0.4% ของกองเรือที่มีอยู่ คำสั่งซื้อเหล่านี้จะได้รับการส่งมอบในปี 2024-25F หรือหลังจากนั้น เนื่องจากกำลังการผลิตของเรือเพิ่มจากคำสั่งซื้อก่อนหน้านี้ของเรือที่ทำการได้มากกว่า เช่น เรือคอนเทนเนอร์ เรือบรรทุก LNG และ NPG

IMO 2023 อาจให้ upside

IMO คาดว่าจะบังคับใช้กฎระเบียบใหม่เพื่อจำกัด CO2 ในปี 2023 แม้ว่ายังไม่มีการลงมติชัดเจน แต่อย่างไรก็ตาม มีความเป็นไปได้สูงที่เรือเก่าจะต้องลดความเร็วเพื่อลดการปล่อย CO2 เรือเก่าที่มีอายุมากกว่า 20 ปี คิดเป็น 8% ของกองเรือทั่วโลก และบางส่วนอาจถูกทิ้ง ผู้ประกอบการบางรายกำลังเตรียมติดตั้งอุปกรณ์ลด CO2 ก่อนที่ IMO จะมีผลบังคับใช้

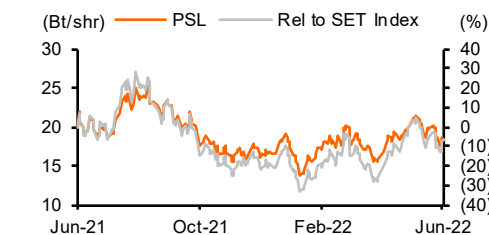
มีความเสี่ยงจากการห้ามการส่งออกที่จำกัด

ในด้านลบ อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกและอุปทานอาหารที่ตึงตัว ทำให้บางประเทศควบคุมการส่งออกผลิตภัณฑ์บางประเภทเพื่อลดแรงกดดันต่อราคาในประเทศที่สูงขึ้น สินค้าแห่งเทกองที่มีความเสี่ยง ได้แก่ ข้าวสาลี เหล็กกล้า และน้ำตาล แต่อย่างไรก็ตาม ผู้ส่งออกรายใหญ่ส่วนใหญ่ ยกเว้นอินเดีย ยังคงส่งออกต่อไป เราคาดว่าผลิตภัณฑ์ที่ถูกจำกัดมีสัดส่วนน้อยกว่า 0.5% ของความต้องการสินค้าแห่งเทกอง เราคาดว่าฤดูกาลขนส่งที่แข็งแกร่งในไตรมาส 3 และความต้องการที่ถูกกักไว้ของจีนจะชดเชยผลลบที่กล่าวข้างต้น และเราคาดว่าอัตราค่าระวางจะเพิ่มขึ้นอีกจากอัตราปัจจุบันของ PSL ที่ US\$23,000

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	8,615	9,389	9,130	9,164
Net profit	4,475	5,000	4,899	4,891
Consensus NP	—	4,555	4,149	4,929
Diff frm cons (%)	—	9.8	18.1	(0.8)
Norm profit	4,348	5,000	4,899	4,891
Prev. Norm profit	—	4,504	4,466	4,557
Chg frm prev (%)	—	11.0	9.7	7.3
Norm EPS (Bt)	2.8	3.2	3.1	3.1
Norm EPS grw (%)	na	15.0	(2.0)	(0.2)
Norm PE (x)	6.7	5.9	6.0	6.0
EV/EBITDA (x)	5.9	4.9	4.7	4.3
P/BV (x)	2.0	1.7	1.5	1.4
Div yield (%)	8.0	8.9	8.7	8.3
ROE (%)	35.5	32.0	27.1	24.0
Net D/E (%)	40.0	21.1	7.7	(9.8)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Jun-22 (Bt)	18.80
Market Cap (US\$ m)	832.2
Listed Shares (m shares)	1,559.3
Free Float (%)	47.55
Avg Daily Turnover (US\$ m)	9.29
12M Price H/L (Bt)	25.25/13.80
Sector	Shipping
Major Shareholder	Globex Corporation 28.4%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

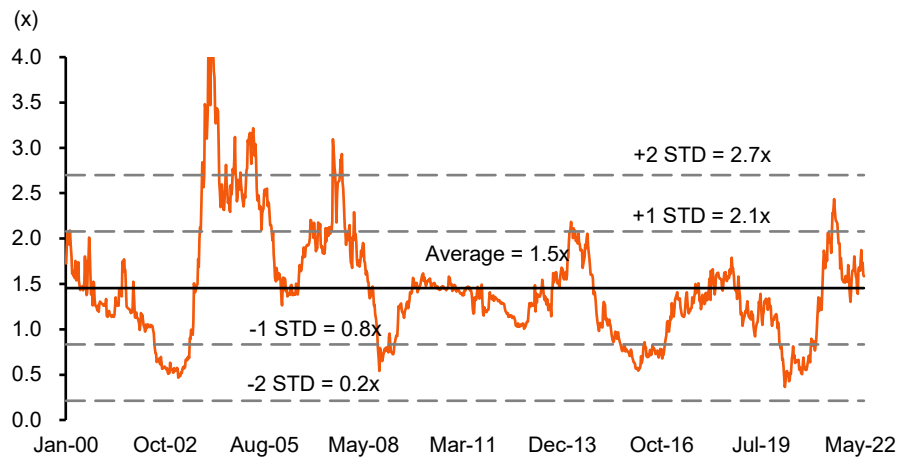
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

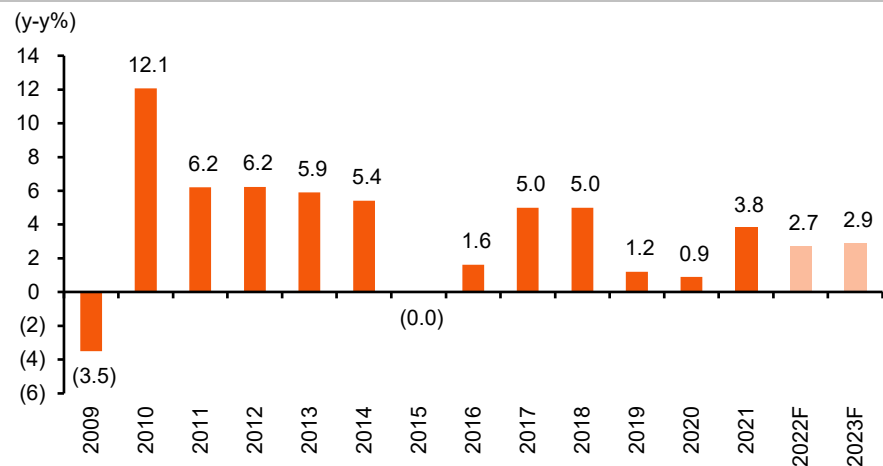
Ex 1: Changes In Our Key Assumptions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Freight rate (US\$/ship/day)					
New	8,332	20,338	21,070	21,112	21,112
Old			20,338	20,379	20,379
Change (%)			3.6	3.6	3.6
Vessels at year end (units)					
New	36	36	38	38	38
Old			36	36	36
Breakeven cost (Bt m)					
New	9,500	9,400	9,400	9,400	9,400
Old			9,400	9,400	9,400
Change (%)			—	—	—
Normalized profit (Bt m)					
New	(422)	4,348	5,000	4,899	4,891
Old			4,504	4,466	4,557
Change (%)			11.0	9.7	7.3

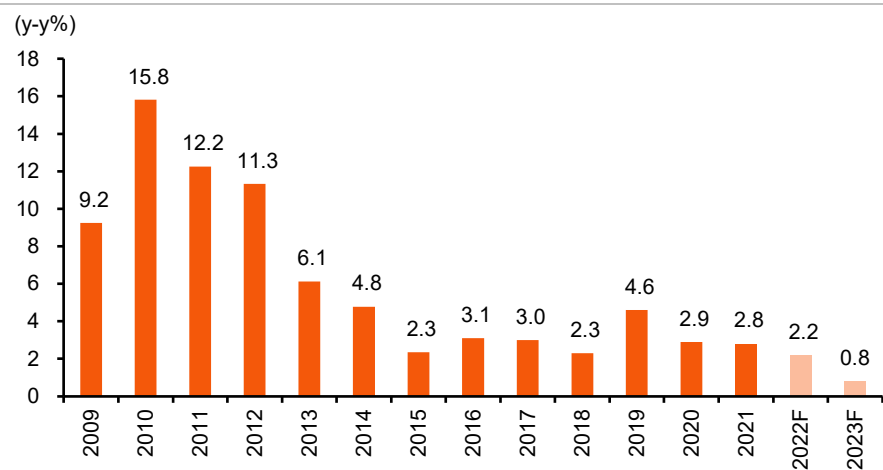
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: PSL's P/BV

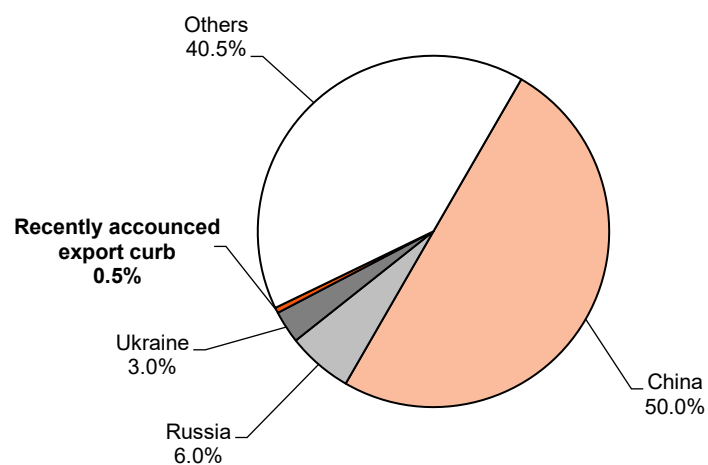
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Demand Growth Forecasts

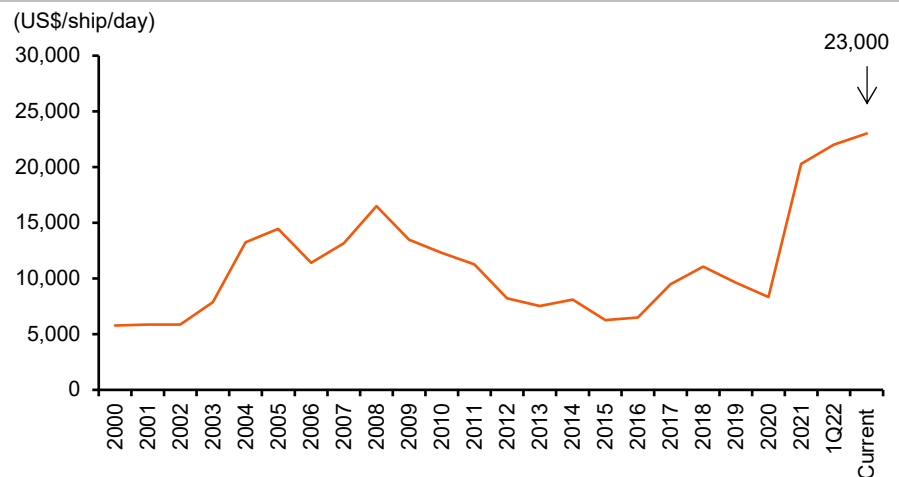
Source: Clarksons

Ex 4: Supply Growth Forecasts

Source: Clarksons

Ex 5: Dry Bulk Demand Market Share By Above-Mentioned Markets

Sources: Company data, Thanachart compilation

Ex 6: PSL's Freight Rate

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Handysize Seasonal Pattern

	1Q	2Q	3Q	4Q
2013	6,876	7,987	7,877	10,138
2014	9,955	7,456	6,212	7,111
2015	5,321	5,120	6,327	4,652
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
2022	22,357	26,188		

Source: Bloomberg

Note: 1) 2014-15 was a China slowdown year

2) 2020 saw the first wave of COVID infections

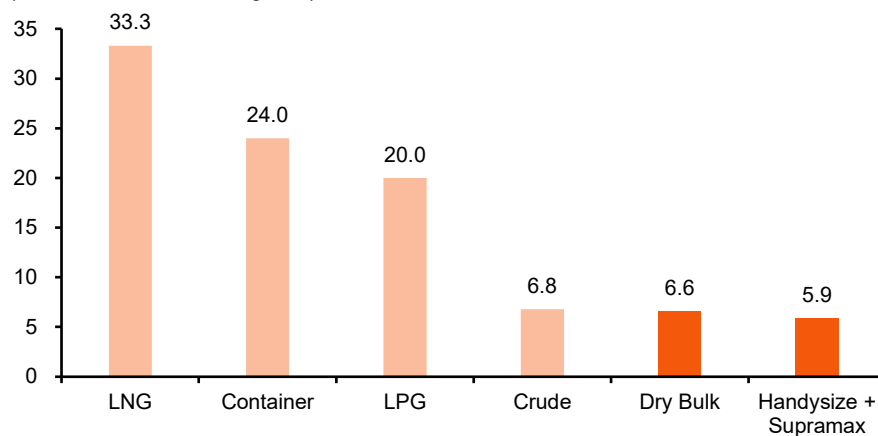
Ex 8: Supramax Seasonal Pattern

	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
2022	24,853	29,077		

Source: Bloomberg

Ex 9: Ship Orders By Category

(% of orderbook of existing fleet)



Source: Clarksons

Ex 10: Our 12-month DCF-based Valuation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	6,542	6,385	6,064	5,732	5,510	5,121	4,717	4,475	4,223	4,171	4,058	—
Free cash flow	5,345	6,102	5,768	5,437	5,190	4,825	4,422	4,177	3,927	3,872	3,211	38,789
PV of free cash flow	5,330	5,062	4,320	3,698	3,206	2,705	2,252	1,932	1,649	1,476	1,076	13,001
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	9.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	45,707											
Net debt (2022F)	3,564											
Minority interest	—											
Equity value	42,143											
# of shares (m)	1,559											
Value/share (Bt)	27											

Source: Company, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
U-Ming Marine Transport	2606 TT	Taiwan	16.4	22.7	7.7	6.3	1.4	na	7.4	6.4	7.7	9.7
Evergreen Marine	2603 TT	Taiwan	37.2	(43.4)	1.9	3.4	1.1	1.1	1.3	2.3	20.7	10.9
Yang Ming Marine	2609 TT	Taiwan	20.9	(32.3)	2.0	3.0	1.1	1.0	0.6	0.8	21.4	9.8
Wan Hai Lines	2615 TT	Taiwan	28.4	(23.7)	2.4	3.2	1.2	na	1.1	1.4	na	na
COSCO Shipping Energy	1138 HK	Hong Kong	na	129.5	14.2	6.2	0.6	0.6	12.2	8.7	2.6	6.7
COSCO Shipping	1919 HK	Hong Kong	16.5	(52.4)	1.6	3.4	0.8	0.6	1.0	2.0	10.2	4.3
Pacific Basin Shipping	2343 HK	Hong Kong	(6.3)	(9.3)	2.6	2.8	1.0	0.9	2.3	2.3	21.8	19.5
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	Japan	(0.7)	(58.3)	1.3	3.0	0.6	0.5	13.3	9.7	6.6	6.1
Mitsui OSK Lines	9104 JP	Japan	(6.9)	(54.9)	1.7	3.7	0.6	0.6	13.6	11.1	15.0	7.4
Nippon Yusen KK	9101 JP	Japan	(15.3)	(32.0)	1.8	2.7	0.7	0.6	6.6	7.0	13.6	6.9
Korea Line	005880 KS	S. Korea	(14.2)	8.1	3.5	3.3	0.6	0.5	7.0	6.5	na	na
Thoresen Thai Agencies	TTA TB	Thailand	(34.8)	(15.7)	6.9	8.2	0.7	0.6	4.8	5.3	2.1	2.2
Prima Marine Pcl*	PRM TB	Thailand	113.2	12.4	6.2	5.5	1.4	1.2	5.1	4.6	7.3	8.2
Precious Shipping*	PSL TB	Thailand	15.0	(2.0)	5.9	6.0	1.7	1.5	4.9	4.7	8.9	8.7
Average			12.8	(10.8)	4.3	4.3	1.0	0.8	5.8	5.2	11.5	8.4

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 17-Jun-22 closing prices

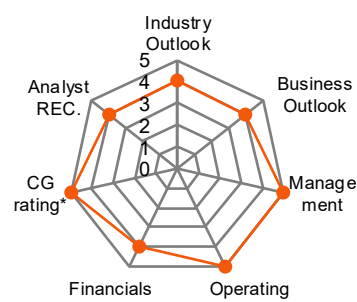
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท พรี่เซียสซิปป์ 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)	21.99	27.00	23%
Net profit 22F (Bt m)	4,555	5,000	10%
Net profit 23F (Bt m)	4,149	4,899	18%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดอย่างมาก เนื่องจากเราคาดว่าค่าระวางเรือจะแข็งแกร่งขึ้นอย่างมาก

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความต้องการเรือเทกองแห้งที่อ่อนแอ จากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,730	8,615	9,389	9,130	9,164
Cost of sales	3,226	3,305	3,308	3,303	3,490
Gross profit	504	5,311	6,081	5,827	5,674
% gross margin	13.5%	61.6%	64.8%	63.8%	61.9%
Selling & administration expenses	345	572	617	598	600
Operating profit	159	4,739	5,464	5,229	5,073
% operating margin	4.3%	55.0%	58.2%	57.3%	55.4%
Depreciation & amortization	1,213	1,215	1,283	1,314	1,312
EBITDA	1,372	5,954	6,747	6,542	6,385
% EBITDA margin	36.8%	69.1%	71.9%	71.7%	69.7%
Non-operating income	9	3	5	5	6
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(597)	(415)	(477)	(343)	(196)
Pre-tax profit	(429)	4,327	4,992	4,891	4,883
Income tax	4	2	2	2	2
After-tax profit	(433)	4,325	4,990	4,889	4,881
% net margin	-11.6%	50.2%	53.1%	53.5%	53.3%
Shares in affiliates' Earnings	11	23	10	10	10
Minority interests	0	(0)	(0)	(0)	(0)
Extraordinary items	(872)	127	0	0	0
NET PROFIT	(1,295)	4,475	5,000	4,899	4,891
Normalized profit	(422)	4,348	5,000	4,899	4,891
EPS (Bt)	(0.8)	2.9	3.2	3.1	3.1
Normalized EPS (Bt)	(0.3)	2.8	3.2	3.1	3.1

EBITDA was positive in the past despite net losses

We expect very strong profits over 2022-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	1,938	2,810	4,391	4,367	4,870
Cash & cash equivalent	1,100	2,468	3,500	3,500	4,000
Account receivables	169	175	191	186	186
Inventories	0	0	0	0	0
Others	669	166	700	681	683
Investments & loans	91	106	106	106	106
Net fixed assets	19,125	20,285	20,802	20,688	19,677
Other assets	244	330	360	350	351
Total assets	21,397	23,531	25,659	25,511	25,003
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,339	1,917	2,438	1,714	1,378
Account payables	277	354	355	354	374
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	2,436	1,409	1,211	854	325
Others current liabilities	627	154	873	506	680
Total LT debt	7,586	6,809	5,853	4,130	1,569
Others LT liabilities	171	264	288	280	281
Total liabilities	11,263	9,165	8,770	6,310	3,415
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	(1,561)	(246)	(246)	(246)	(246)
Retained earnings	8,168	11,084	13,608	15,920	18,307
Shareholders' equity	10,134	14,365	16,889	19,200	21,588
Liabilities & equity	21,397	23,531	25,659	25,511	25,003

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(429)	4,327	4,992	4,891	4,883
Tax paid	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)
Depreciation & amortization	1,213	1,215	1,283	1,314	1,312
Chg In working capital	(237)	71	(15)	5	19
Chg In other CA & CL / minorities	102	36	89	(338)	181
Cash flow from operations	645	5,647	6,346	5,870	6,393
Capex	(240)	(2,375)	(1,800)	(1,200)	(300)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(5)	(15)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	2,305	(35)	116	(3)	0
Cash flow from investments	2,059	(2,426)	(1,684)	(1,203)	(300)
Debt financing	(2,655)	(1,609)	(1,154)	(2,079)	(3,091)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	0	(1,559)	(2,476)	(2,587)	(2,503)
Warrants & other surplus	(130)	1,315	0	0	0
Cash flow from financing	(2,785)	(1,853)	(3,630)	(4,666)	(5,594)
Free cash flow	405	3,272	4,546	4,670	6,093

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	6.7	5.9	6.0	6.0
Normalized PE - at target price (x)	na	9.7	8.4	8.6	8.6
PE (x)	na	6.6	5.9	6.0	6.0
PE - at target price (x)	na	9.4	8.4	8.6	8.6
EV/EBITDA (x)	27.9	5.9	4.9	4.7	4.3
EV/EBITDA - at target price (x)	37.2	8.0	6.8	6.7	6.3
P/BV (x)	2.9	2.0	1.7	1.5	1.4
P/BV - at target price (x)	4.2	2.9	2.5	2.2	2.0
P/CFO (x)	45.4	5.2	4.6	5.0	4.6
Price/sales (x)	7.9	3.4	3.1	3.2	3.2
Dividend yield (%)	0.0	8.0	8.9	8.7	8.3
FCF Yield (%)	1.4	11.2	15.5	15.9	20.8
(Bt)					
Normalized EPS	(0.3)	2.8	3.2	3.1	3.1
EPS	(0.8)	2.9	3.2	3.1	3.1
DPS	0.0	1.5	1.7	1.6	1.6
BV/share	6.5	9.2	10.8	12.3	13.8
CFO/share	0.4	3.6	4.1	3.8	4.1
FCF/share	0.3	2.1	2.9	3.0	3.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(10.2)	131.0	9.0	(2.8)	0.4
Net profit (%)	na	na	11.7	(2.0)	(0.2)
EPS (%)	na	na	11.7	(2.0)	(0.2)
Normalized profit (%)	na	na	15.0	(2.0)	(0.2)
Normalized EPS (%)	na	na	15.0	(2.0)	(0.2)
Dividend payout ratio (%)	0.0	52.3	52.3	52.3	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	13.5	61.6	64.8	63.8	61.9
Operating margin (%)	4.3	55.0	58.2	57.3	55.4
EBITDA margin (%)	36.8	69.1	71.9	71.7	69.7
Net margin (%)	(11.6)	50.2	53.1	53.5	53.3
D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.6	0.4	0.3	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.4	0.2	0.1	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	0.3	11.4	11.4	15.2	25.9
Interest coverage - EBITDA (x)	2.3	14.3	14.1	19.1	32.6
ROA - using norm profit (%)	na	19.4	20.3	19.1	19.4
ROE - using norm profit (%)	na	35.5	32.0	27.1	24.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	35.3	31.9	27.1	23.9
- asset turnover (x)	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	na	55.0	58.3	57.3	55.4
- leverage (x)	2.1	1.8	1.6	1.4	1.2
- interest burden (%)	(254.6)	91.2	91.3	93.4	96.1
- tax burden (%)	na	100.0	100.0	100.0	100.0
WACC (%)	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
ROIC (%)	0.7	24.9	27.2	25.6	24.5
NOPAT (Bt m)	159	4,737	5,462	5,226	5,071

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 73 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2209A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANPU16C2210A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2207A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209B, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, IVL16C2206A, JMART16C2210A, JMAR16C2206A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016P2209B, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TTA16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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

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

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

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

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

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

Strategy, ประกัน, กระดาษ
จักร เรืองสินัญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

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

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

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมั่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

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

Data Support Team

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

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

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

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

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

สุจินตนา สภาพร
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