

BUY (Unchanged)

TP: Bt 9.00

(From: Bt 14.10)

Change in Numbers

Upside : 71.4%

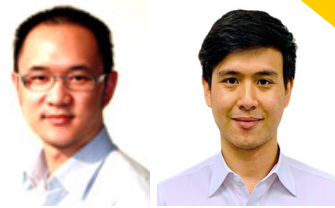
7 JULY 2022

Small Cap Research

Prima Marine Pcl (PRMTB)

แตะจุดต่ำสุดแล้ว

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" จาก PRM แต่ปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 9 บาท จาก 14.1 บาท เรามองว่า PRM มีมูลค่าที่น่าสนใจ ซื้อขายที่ 1.3 เท่า 2023F P/BV (เทียบกับค่าเฉลี่ยที่ 2.3 เท่า ในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา) เราเชื่อว่าถ้าเราแตะจุดต่ำสุดแล้ว และคาดว่าจะดีขึ้นตั้งแต่ 2H22F เป็นต้นไป



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

PATTADOL BUNNAK

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ปรับลดกำไร แต่ Valuation น่าสนใจ

เราคิดว่าปัจจัยลบร้ายสุดของ PRM ได้สิ้นสุดลงแล้ว และคาดว่าจะดีขึ้นจาก 2H22F เป็นต้นไป แม้เราปรับลดกำไรและราคาเป้าหมายลงอย่างมาก (ดู Exhibit 5) เนื่องจากการถดถอยของธุรกิจ FSU ตั้งแต่เราอัปเดตตัวเลขครั้งล่าสุดเมื่อปีที่แล้ว แต่เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจาก valuation ที่น่าสนใจ ด้วยซื้อขายที่เพียง 1.3 เท่า P/BV ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ประมาณ 2.3 เท่า ยิ่งไปกว่านั้น ราคาหุ้นยังปรับลง แม้ปัจจุบันราคาเรือจะปรับตัวขึ้น ซึ่งหมายความว่าจากมุมมองด้าน NAV หุ้นของ PRM ซื้อขายไปในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าสินทรัพย์อย่างยิ่ง เนื่องจากเราเชื่อว่าอัตราค่าขนส่งสินค้าแบบกำหนดระยะเวลาหนึ่ง (Time Charter) สำหรับเรือบรรทุกน้ำมันถึงจุดต่ำสุดแล้ว และกำไรน่าจะเพิ่มขึ้นใน 2H22F และปี 2023F เราจึงมองว่าราคาหุ้นปัจจุบันเป็นระดับที่น่าสนใจที่จะเข้าซื้อ

ธุรกิจ FSU มีเสถียรภาพ

ธุรกิจหลักของ PRM ซึ่งเป็นธุรกิจให้บริการขนส่งและจัดเก็บสินค้าแบบลอยน้ำ หรือ FSU อยู่ภายใต้แรงกดดันอย่างหนักจากค่าระวาง time-charter เนื่องจากผลกระทบจากสภาพแวดล้อมที่ย่ำแย่สำหรับเรือบรรทุกน้ำมันทั่วโลก อย่างไรก็ตาม เราคิดว่าธุรกิจนี้ได้ถึงจุดต่ำสุดแล้ว และคาดว่าจะอัตราค่าระวางจะทรงตัว และเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในอีกไม่กี่ปีข้างหน้า ในความเป็นจริง กองเรือ VLCC ทั่วโลกอาจหดตัวลงในปี 2022-23F ซึ่งเป็นบวกสำหรับอัตราค่าระวางรายวัน ซึ่งอาจให้ upside ต่อคาดการณ์ใหม่ที่มีระดับระวางมากขึ้นของเรา

VLCCs ใหม่หนุนการเติบโตใน 2H22F

PRM กำลังขยายกองเรือขนส่งน้ำมันดิบขนาดใหญ่ (VLCCs) เพื่อให้บริการแก่บมจ. ไทยออยล์ (TOP, "ถิอ" ซึ่งทำบทวิเคราะห์โดยคุณยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ) เราเชื่อว่าการเติบโตส่วนใหญ่จะเห็นใน 2H22F เมื่อเรือ 2 ลำ สามารถดำเนินการได้อย่างเต็มที่ และเรือลำที่ 3 จะเข้ามาใน 4Q22F เรามองว่าสิ่งนี้เป็นปัจจัยผลักดันการเติบโตที่มีคุณภาพสูงเนื่องจากสัญญาระยะยาวที่มั่นคง เนื่องจากการขยายกำลังการผลิตของ TOP เราเชื่อว่า PRM อาจมีโอกาสขยายกองเรือไปอีกในอนาคต

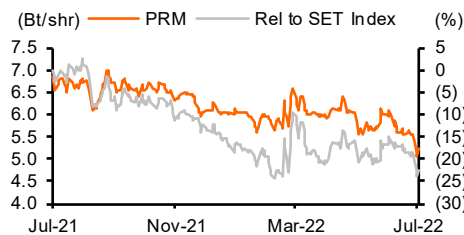
เรือบรรทุกเคมีภัณฑ์และเรือบริการนอกชายฝั่งหนุนการเติบโต

ในระยะกลาง เราคาดว่ากำไรเติบโตส่วนใหญ่จะมาจากเรือบรรทุกเคมีภัณฑ์และเรือบริการนอกชายฝั่ง ผู้บริหารของ PRM เล็งเห็นโอกาสการเติบโตในการส่งออกเคมีภัณฑ์ของไทยจากการขยายกำลังการผลิตต่างๆ ที่ดำเนินการโดยกลุ่ม ปตท. เราคาดว่ากำไรขั้นต้นจะเติบโต 34% และ 13% สำหรับกลุ่มเรือขนาดเล็ก (จัดกลุ่มภายใต้ "เรือบรรทุกน้ำมันในประเทศ") ในปี 2022-23F ส่วนธุรกิจนอกชายฝั่งยังได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูง และกิจกรรม E&P ที่เพิ่มขึ้นในประเทศไทยอีกด้วย ซึ่งสิ่งนี้จะช่วยผลักดันการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของกำไรขั้นต้นของธุรกิจนอกชายฝั่ง โดยคาดว่าจะเติบโต 61% และ 14% ในปี 2022-23F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	5,880	5,745	6,453	7,297
Net profit	1,403	1,191	1,323	1,502
Consensus NP	—	1,099	1,268	1,371
Diff frm cons (%)	—	8.4	4.3	9.6
Norm profit	1,060	1,191	1,323	1,502
Prev. Norm profit	—	2,259	2,539	2,904
Chg frm prev (%)	—	(47.3)	(47.9)	(48.3)
Norm EPS (Bt)	0.4	0.5	0.5	0.6
Norm EPS grw (%)	(33.7)	12.4	11.1	13.6
Norm PE (x)	12.4	11.0	9.9	8.7
EV/EBITDA (x)	7.0	6.8	6.7	5.7
P/BV (x)	1.5	1.4	1.3	1.2
Div yield (%)	5.0	4.1	4.5	5.2
ROE (%)	12.7	13.1	13.6	14.2
Net D/E (%)	30.1	40.8	60.4	46.9

PRICE PERFORMANCE

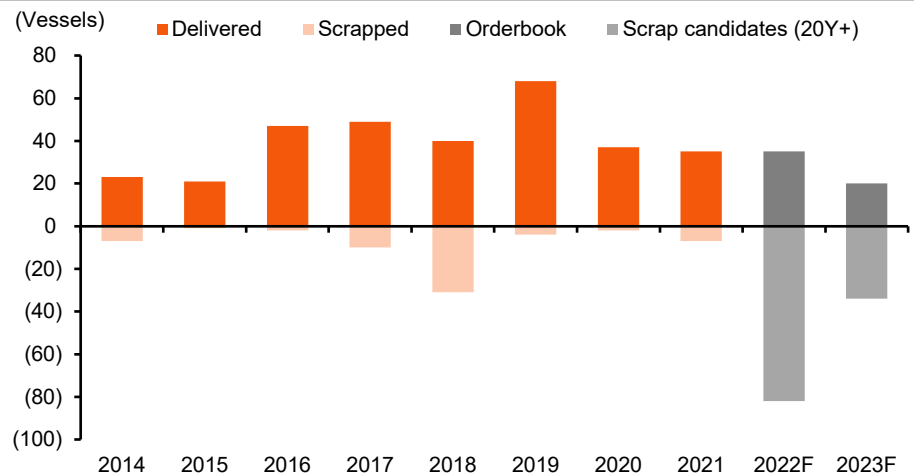


COMPANY INFORMATION

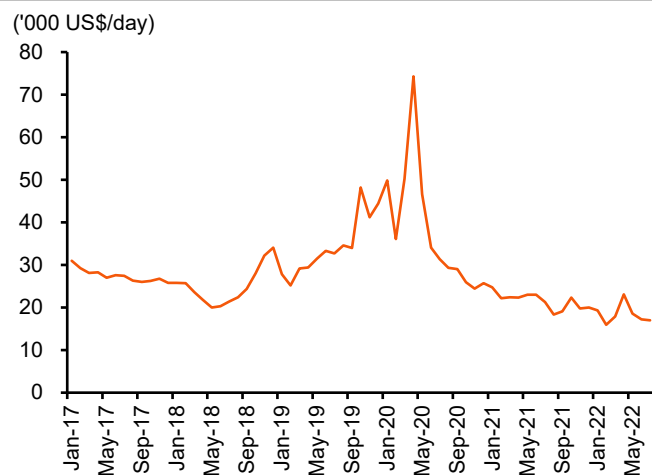
Price as of 7-Jul-22 (Bt)	5.25
Market Cap (US\$ m)	363.12
Listed Shares (m shares)	2,500.00
Free Float (%)	45.16
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.18
12M Price H/L (Bt)	7.00/5.05
Sector	TRANS
Major Shareholder	Nathalin Co., Ltd. 54.20%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

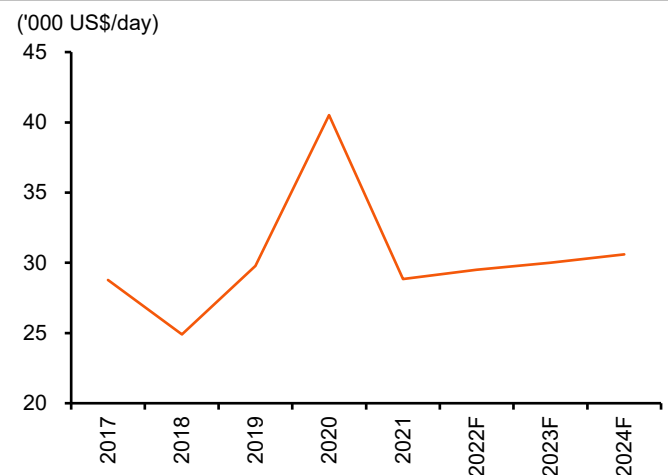
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: VLCC Supply Outlook

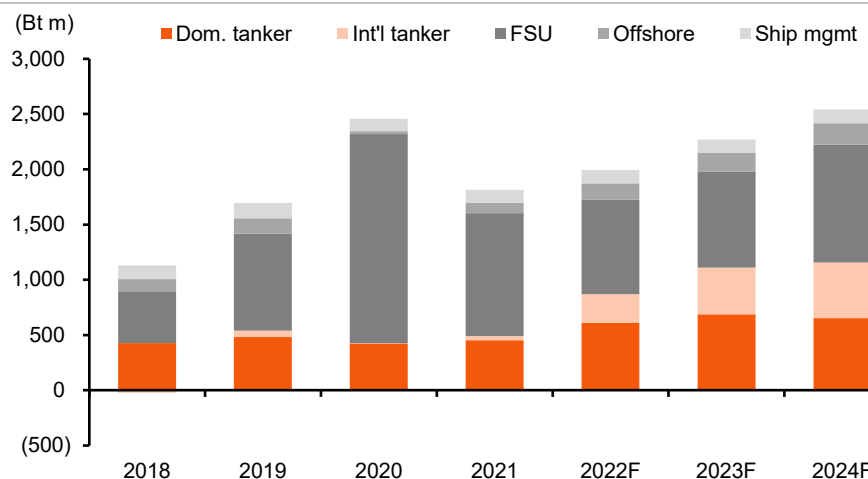
Source: Frontline

Ex 2: Global 1Y VLCC TCE rate

Sources: Company data, Thanachart

Ex 3: Our Estimates Of PRM's FSU Daily Earnings

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: PRM's Gross Profit Breakdown

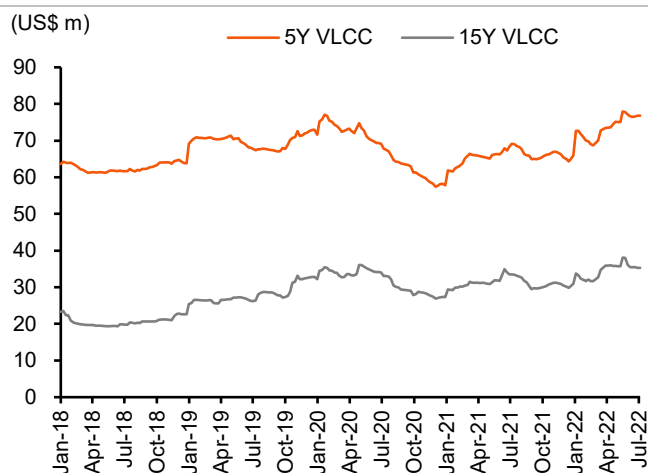
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Our Earnings And TP Revisions For PRM

(Bt/shr)	Norm EPS						TP
	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	
New/actual	0.39	0.64	0.42	0.48	0.53	0.60	9.00
Old				0.90	1.02	1.16	14.10
Change (%)				(47.3)	(47.9)	(48.3)	(36.2)

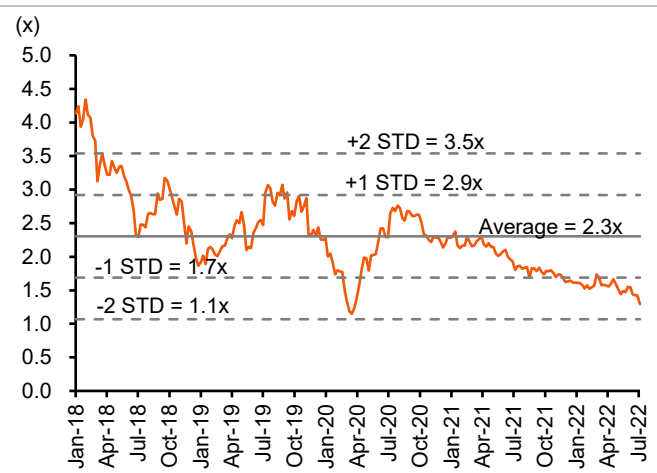
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Vessel Values Nearing Recent Highs In 2020



Sources: Company data, Thanachart

Ex 7: PRM's Forward P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal value
EBITDA & equity income	2,806	3,114	3,211	3,353	3,521	3,674	3,818	3,964	4,115	4,272	4,434	
Free cash flow *	(1,445)	1,818	1,886	2,029	2,157	2,093	2,201	2,310	2,422	2,538	2,658	37,363
PV of free cash flow	(1,445)	1,674	1,598	1,583	1,532	1,364	1,317	1,269	1,221	1,174	1,096	15,407
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	8.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	29,235											
Net debt	6,379											
Minority interest	431											
Equity value	22,425											
# of shares (m)	2,500											
Equity value/share (Bt)	8.97											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: 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	na	(2.0)	6.0	6.1	1.1	1.1	6.1	5.6	na	10.3
Evergreen Marine Corp TW	2603 TT	Taiwan	38.5	(48.7)	1.4	2.7	0.8	0.9	0.7	1.4	19.3	30.1
Sincere Navigation	2605 TT	Taiwan	(44.2)	na	30.4	na	na	na	na	na	4.9	na
Yang Ming Marine Transport	2609 TT	Taiwan	22.1	(38.8)	1.5	2.4	0.8	0.8	0.2	0.3	0.0	30.6
Wan Hai Lines Ltd	2615 TT	Taiwan	23.2	(40.3)	2.2	3.8	1.1	1.2	1.0	1.6	na	17.5
China Shipping Dev	1138 HK	HK	168.0	129.6	16.7	7.3	0.7	0.7	11.5	8.2	2.0	2.2
Orient Oversea International	316 HK	HK	33.4	(43.5)	15.6	27.6	10.6	8.8	1.4	2.6	2.6	3.4
China COSCO Holding	1919 HK	HK	17.6	(54.3)	1.7	3.8	0.8	0.7	0.9	1.8	4.9	10.7
Pacific Basin Shipping Ltd	2343 HK	HK	9.8	(9.5)	17.9	19.8	7.1	6.2	2.1	2.1	2.6	3.1
Kawasaki Kisen Kaisha Ltd	9107 JP	Japan	na	25.8	1.3	1.0	1.0	0.5	15.9	11.9	0.0	5.6
Mitsui OSK Lines Ltd	9104 JP	Japan	na	5.7	1.7	1.6	0.9	0.6	13.3	13.7	1.2	12.2
Nippon Yusen KK	9101 JP	Japan	na	(6.4)	1.6	1.7	1.1	0.6	5.8	6.5	1.5	13.8
Korea Line Corp	005880 KS	S.Korea	(0.4)	(6.1)	3.2	3.4	0.5	0.4	6.9	6.6	na	na
Cosco Corp Singapore Ltd	COS SP	Singapore	na	0.0	31.2	31.2	0.7	0.7	10.6	10.1	na	32.1
Prima Marine Pcl	PRM TB *	Thailand	12.4	11.1	11.0	9.9	1.4	1.3	6.8	6.7	4.1	4.5
Precious Shipping Pcl	PSL TB *	Thailand	15.0	(2.0)	5.6	5.7	1.7	1.5	4.7	4.5	9.3	9.1
Average			26.9	(5.3)	9.3	8.5	2.0	1.7	5.9	5.6	4.4	13.2

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 7 July 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท พรินา มารีน จำกัด (มหาชน) (PRM) ประกอบธุรกิจให้บริการขนส่งและจัดเก็บน้ำมัน บริษัทฯ เป็นเจ้าของเรือบรรทุกน้ำมันมากกว่า 40 ลำ ตั้งแต่เรือบรรทุกขนาดเล็กในประเทศ ขนาด 3,000dwt ไปจนถึงเรือ VLCC ที่ใหญ่ที่สุด (270,000 dwt หรือมากกว่า) ธุรกิจของบริษัทฯ แบ่งออกเป็น 5 กลุ่ม ได้แก่ ธุรกิจเรือขนส่งน้ำมันในประเทศ ธุรกิจเรือขนส่งน้ำมันระหว่างประเทศ ธุรกิจเรือขนส่งและจัดเก็บน้ำมัน (FSU) (VLCC ใช้เป็นหน่วยจัดเก็บน้ำมันดิบและน้ำมันเตาแบบลอยน้ำ) ธุรกิจเรือขนส่งที่ให้บริการสนับสนุนงานสำรวจและผลิตปิโตรเลียมกลางทะเล และธุรกิจบริหารจัดการเรือ จาก 5 หน่วยธุรกิจ FSU ทำกำไรมากที่สุด (72% ของกำไรขั้นต้นในปี 2020F) ตามด้วยเรือขนส่งในประเทศ (15% ของกำไรขั้นต้นปี 2020F)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

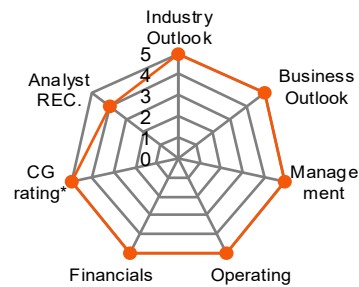
S — Strength

- กองเรือบรรทุกน้ำมันที่มีความหลากหลายเป็นอย่างดี รองรับลูกค้าทั้งในและต่างประเทศ
- PRM เป็นเจ้าของเรือบรรทุกน้ำมันในประเทศที่ใหญ่ที่สุด และมีสัดส่วนถึง 50% ของการขนส่งผลิตภัณฑ์น้ำมันทางน้ำทั้งหมดในประเทศไทย

O — Opportunity

- หลักเกณฑ์ IMO 2020 ได้สร้างความต้องการการจัดเก็บ การขนส่ง และการผสมน้ำมันอย่างมาก เราเห็นโอกาสในการเติบโตอย่างมีนัยสำคัญสำหรับ PRM เนื่องจากเป็นผู้ที่มีความเชี่ยวชาญในเรื่องนี้
-

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- PRM พึ่งพา FSU (กองเรือ VLCC) อย่างมากในการสร้างผลกำไร แต่โดยมาตรฐานของ VLCC กำไรของ PRM นั้นผันผวนน้อยกว่ามากเนื่องจากส่วนใหญ่เช่าเหมาระยะยาว
- ผู้ประกอบการเรือขนส่งน้ำมันมักมีค่าใช้จ่ายคงที่สูง และมีช่องว่างในการบริหารจัดการกำไรได้น้อยเมื่ออัตราค่าเช่าเหมาลำลดลง

T — Threat

- ตลาดเรือขนส่งน้ำมันโดยทั่วไปมีอุปสรรคในการเข้ามายังตลาดต่ำ อย่างไรก็ตามเนื่องจาก PRM ให้บริการเฉพาะและได้พิสูจน์ให้เห็นแล้วว่าลูกค้ามีความภักดีสูง เราจึงคิดว่าบริษัทฯ มีความได้เปรียบเหนือคู่แข่ง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	7.72	9.00	17%
Net profit 22F (Bt m)	1,099	1,191	8%
Net profit 23F (Bt m)	1,268	1,323	4%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรปี 2022F ของเรายิ่งกว่าที่ตลาดคาด 17% เนื่องจากเรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นเกี่ยวกับเรือบรรทุกน้ำมันในประเทศและหน่วยนอกชายฝั่ง อย่างไรก็ตาม เราทำกำไรปี 2023F ของเราน้อยกว่า
- ราคาเป้าหมายของเรานั้นสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นเกี่ยวกับแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวของ PRM

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- อัตราค่าเช่าเรือต่ำกว่าที่คาดหรือการเติบโตของกองเรือที่ช้ากว่าคาด อาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจ FSU และเรือบรรทุกน้ำมันระหว่างประเทศของ PRM
- ความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมันในประเทศที่อ่อนแอกว่าที่คาดจะส่งผลกระทบต่อปริมาณการขนส่งน้ำมันในประเทศ
- ราคาน้ำมันต่ำเป็นเวลานานอาจนำไปสู่การลดลงอย่างรุนแรงของกำไรของธุรกิจสนับสนุนนอกชายฝั่ง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	5,926	5,880	5,745	6,453	7,297
Cost of sales	3,398	4,067	3,751	4,183	4,754
Gross profit	2,527	1,813	1,994	2,269	2,543
% gross margin	42.7%	30.8%	34.7%	35.2%	34.8%
Selling & administration expenses	486	498	479	506	541
Operating profit	2,042	1,315	1,515	1,763	2,002
% operating margin	34.5%	22.4%	26.4%	27.3%	27.4%
Depreciation & amortization	735	953	1,003	1,160	1,244
EBITDA	2,777	2,268	2,518	2,923	3,246
% EBITDA margin	46.9%	38.6%	43.8%	45.3%	44.5%
Non-operating income	56	143	100	102	104
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(214)	(249)	(272)	(347)	(390)
Pre-tax profit	1,883	1,210	1,343	1,517	1,716
Income tax	191	134	134	152	172
After-tax profit	1,692	1,076	1,209	1,366	1,544
% net margin	28.5%	18.3%	21.0%	21.2%	21.2%
Shares in affiliates' Earnings	90	27	86	72	89
Minority interests	(169)	(124)	(104)	(115)	(131)
Extraordinary items	(80)	424	0	0	0
NET PROFIT	1,533	1,403	1,191	1,323	1,502
Normalized profit	1,598	1,060	1,191	1,323	1,502
EPS (Bt)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6

We expect a core profit improvement in 2022-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	2,754	3,615	3,523	3,956	4,474
Cash & cash equivalent	2,219	2,612	2,552	2,866	3,241
Account receivables	364	741	724	813	920
Inventories	163	166	153	171	194
Others	7	96	94	106	119
Investments & loans	673	458	458	458	458
Net fixed assets	8,853	9,606	11,601	14,723	14,806
Other assets	1,364	3,670	3,869	4,052	4,221
Total assets	13,643	17,349	19,451	23,189	23,959
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,093	2,595	1,351	1,577	1,712
Account payables	661	890	821	916	1,041
Bank overdraft & ST loans	0	0	328	462	433
Current LT debt	1,172	1,385	0	0	0
Others current liabilities	260	320	202	198	238
Total LT debt	2,998	3,968	6,228	8,783	8,231
Others LT liabilities	229	1,676	2,060	2,260	2,449
Total liabilities	5,319	8,239	9,639	12,620	12,392
Minority interest	468	327	431	431	561
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
Share premium	3,407	3,407	3,407	3,407	3,407
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(651)	(233)	(233)	(233)	(233)
Retained earnings	2,600	3,109	3,707	4,464	5,331
Shareholders' equity	7,856	8,783	9,381	10,138	11,005
Liabilities & equity	13,643	17,349	19,451	23,189	23,959

Balance sheet remains strong despite fleet expansion

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,883	1,210	1,343	1,517	1,716
Tax paid	(68)	(250)	(80)	(167)	(138)
Depreciation & amortization	735	953	1,003	1,160	1,244
Chg In working capital	272	(150)	(39)	(12)	(5)
Chg In other CA & CL / minorities	(10)	(111)	(84)	(43)	81
Cash flow from operations	2,813	1,652	2,143	2,456	2,897
Capex	(50)	(1,706)	(2,897)	(4,165)	(1,195)
Right of use	(147)	(1,589)	(300)	(300)	(300)
ST loans & investments	88	0	0	0	0
LT loans & investments	(28)	215	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(199)	1,144	384	200	189
Cash flow from investments	(336)	(1,936)	(2,813)	(4,265)	(1,306)
Debt financing	(607)	1,153	1,203	2,689	(581)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(525)	(650)	(593)	(566)	(636)
Warrants & other surplus	(67)	174	0	0	0
Cash flow from financing	(1,199)	677	610	2,124	(1,216)
Free cash flow	2,763	(54)	(754)	(1,709)	1,703

PRM generates high cash flows from operation which it reinvests in fleet expansion

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	8.2	12.4	11.0	9.9	8.7
Normalized PE - at target price (x)	14.1	21.2	18.9	17.0	15.0
PE (x)	8.6	9.4	11.0	9.9	8.7
PE - at target price (x)	14.7	16.0	18.9	17.0	15.0
EV/EBITDA (x)	5.4	7.0	6.8	6.7	5.7
EV/EBITDA - at target price (x)	8.8	11.1	10.5	9.9	8.6
P/BV (x)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
P/BV - at target price (x)	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0
P/CFO (x)	4.7	7.9	6.1	5.3	4.5
Price/sales (x)	2.2	2.2	2.3	2.0	1.8
Dividend yield (%)	4.8	5.0	4.1	4.5	5.2
FCF Yield (%)	21.1	(0.4)	(5.7)	(13.0)	13.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6
EPS	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
DPS	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
BV/share	3.1	3.5	3.8	4.1	4.4
CFO/share	1.1	0.7	0.9	1.0	1.2
FCF/share	1.1	(0.0)	(0.3)	(0.7)	0.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation looks attractive to us at 1.3x 2023F P/BV vs. 4-year average of 2.3x

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	10.8	(0.8)	(2.3)	12.3	13.1
Net profit (%)	49.8	(8.5)	(15.1)	11.1	13.6
EPS (%)	49.8	(8.5)	(15.1)	11.1	13.6
Normalized profit (%)	62.3	(33.7)	12.4	11.1	13.6
Normalized EPS (%)	62.3	(33.7)	12.4	11.1	13.6
Dividend payout ratio (%)	40.8	46.3	45.0	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	42.7	30.8	34.7	35.2	34.8
Operating margin (%)	34.5	22.4	26.4	27.3	27.4
EBITDA margin (%)	46.9	38.6	43.8	45.3	44.5
Net margin (%)	28.5	18.3	21.0	21.2	21.2
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.6	0.7	0.9	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	9.5	5.3	5.6	5.1	5.1
Interest coverage - EBITDA (x)	13.0	9.1	9.3	8.4	8.3
ROA - using norm profit (%)	12.0	6.8	6.5	6.2	6.4
ROE - using norm profit (%)	21.6	12.7	13.1	13.6	14.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	22.9	12.9	13.3	14.0	14.6
- asset turnover (x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	35.4	24.8	28.1	28.9	28.9
- leverage (x)	1.8	1.9	2.0	2.2	2.2
- interest burden (%)	89.8	82.9	83.2	81.4	81.5
- tax burden (%)	89.8	88.9	90.0	90.0	90.0
WACC (%)	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
ROIC (%)	17.1	11.9	11.8	11.9	10.9
NOPAT (Bt m)	1,834	1,170	1,364	1,587	1,802
invested capital (Bt m)	9,807	11,524	13,385	16,518	16,428

Sources: Company data, Thanachart estimates

*PRM manages to
generate double-digit
ROE, outperforming other
tanker companies*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 64 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BANPU16C2210A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2207A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211B, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, DOHO16C2207A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GULF16C2210A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, JMART16C2210A, JMT16C2207A, JMT16C2210A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TOP16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, 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, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, 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 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล 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 มีการรวมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกันได้แก่นางอติวัน ไตรลั่น 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา 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, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค 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, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา 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
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลี้ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

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