

PRIMA MARINE PRM TB
THAILAND / TRANSPORT & LOGISTIC

BUY

รายได้มั่นคง Valuations ต่ำเกินไป

- ปี 2024 ขับเคลื่อนด้วยธุรกิจ Offshore และเรือขนส่งเคมีซึ่งจะลดความเสี่ยงในระยะยาวจาก EV โดยปีนี้เตรียมรับเรือเพิ่มอย่างน้อย 2 ลำ
- คาดการณ์กำไรโตเฉลี่ย 7% CAGR (2024-26) โตต่ำแต่มั่นคงเพราะสัญญายาว
- ราคาเป้าหมาย 10 บาท (หากตัดหุ้นซื้อคืน จะเป็น 10.80 บาท) แนะนำซื้อ

TARGET PRICE	THB10.00
CLOSE	THB7.45
UP/DOWNSIDE	+34.2%
TP vs CONSENSUS	+20.7%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	8,087	8,910	9,334	9,661
Net profit	2,125	2,012	2,190	2,302
EPS (THB)	0.85	0.80	0.88	0.92
vs Consensus (%)	-	(1.6)	(1.1)	(4.2)
EBITDA	3,555	3,896	4,109	4,227
Recurring net profit	1,844	2,012	2,190	2,302
Core EPS (THB)	0.74	0.80	0.88	0.92
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	(16.8)	9.1	8.9	5.1
Core P/E (x)	10.1	9.3	8.5	8.1
Dividend yield (%)	4.8	4.9	5.3	5.6
EV/EBITDA (x)	6.4	6.2	5.9	5.5
Price/book (x)	1.6	1.5	1.4	1.3
Net debt/Equity (%)	30.3	40.8	36.9	28.3
ROE (%)	16.7	16.7	16.9	16.6

ธุรกิจ Offshore ขับเคลื่อนการเติบโต ส่วนเรือขนส่งเคมีลดความเสี่ยงจาก EV

PRM เป็นผู้ให้บริการขนส่งและจัดเก็บน้ำมันดิบ น้ำมันสำเร็จรูป และปิโตรเคมีเหลวทางเรือ รวมถึงให้บริการสนับสนุนงานสำรวจและผลิตปิโตรเลียมกลางทะเลและการบริหารจัดการเรือให้กับลูกค้าอย่างครบวงจร ปี 2022-23 เกิดการเปลี่ยนแปลงหลายด้าน บริษัทเริ่มขยายสู่ธุรกิจเรือขนส่งปิโตรเคมีระหว่างประเทศ ซึ่งจะเป็นทางออกระยะยาวจากความเสี่ยงของ EV และขยายธุรกิจ Offshore จากความต้องการของลูกค้าที่เพิ่มขึ้น

การเติบโตนี้มาจากเรือที่ทยอยรับ 2 ลำในปีก่อนและปีนี้อีก 2 ลำเป็นอย่างน้อย

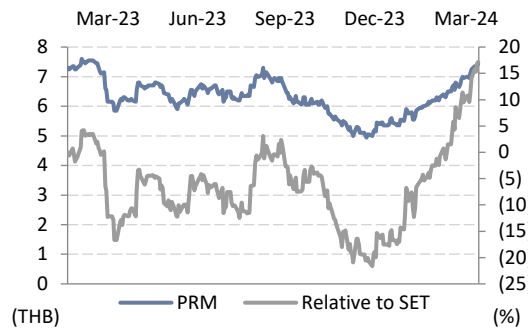
ในช่วงโควิด ธุรกิจเรือ FSU เป็นพระเอก แต่ในปี 2024 เป็นต้นไป การเติบโตจะขับเคลื่อนโดยธุรกิจ Offshore support ซึ่งโตตามกลุ่มลูกค้าหลักคือกลุ่มบริษัทสำรวจและผลิตน้ำมันดิบในทะเลในอีก 3-5 ปีข้างหน้า ณ สิ้นปี 2023 บริษัทมีเรือให้บริการ 15 ลำ (Crew boat 13 ลำ และ AWB 2 ลำ) ในปี 2024 จะเพิ่ม Crew boat 2 ลำใน 2Q24 นอกจากนี้ เรือขนส่งปิโตรเคมีระหว่างประเทศซึ่งเปิดตลาดเติบโตโดยเฉพาะในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ในปี 2024 เรือทั้ง 38 ลำจะทำงานเต็มปี บริษัทยังคงมองหาเรือเพิ่มอีก 2 ลำในช่วง 2H24

คาดการณ์กำไรโตเฉลี่ย 7% CAGR (2024-26) โตต่ำแต่มั่นคงเพราะสัญญายาว

เรคาดรายได้ปี 2024 เติบโต 10.2% y-y ใกล้เคียงเป้าของบริษัท คาดกำไรโตเติบโต 9.1%/8.9%/5.1% ในปี 2024-26 ตามลำดับ คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 6.8% CAGR ประมาณการของเรามี upside หากมีการเพิ่มกองเรือระหว่างทางหรือมีกำไรจากการขายเรือ แม้กำไรจะเติบโตไม่สูงนักแต่ธุรกิจสร้างกระแสเงินสดที่มั่นคงและสม่ำเสมออุตสาหกรรมมีการเติบโตต่อเนื่องและแข่งขันต่ำเพราะธุรกิจใช้เงินลงทุนสูง บริษัทมีความเสี่ยงต่ำเพราะกลุ่มลูกค้าเป็นผู้ผลิต/ผู้ค้าน้ำมันขนาดใหญ่ที่มีความมั่นคง รายได้ส่วนใหญ่เป็นสัญญาเช่าระยะกลาง-ยาว

ราคาเป้าหมาย 10 บาท (หากตัดหุ้นซื้อคืน จะเป็น 10.80 บาท) แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเป้าหมาย 10.00 บาท ถึง 2024E P/E 12.5 เท่า (+0.5SD ของค่าเฉลี่ย 5 ปี) แม้อัตราการเติบโตของกำไรที่เราคาดจะสูงไม่นัก ทั้งนี้ บริษัทมีโครงการซื้อหุ้นคืนไม่เกิน 175.0 ล้านหุ้น (สิ้นสุดโครงการ 27 มิ.ย. 2024) โดยซื้อหุ้นคืนแล้วทั้งสิ้น 93.4 ล้านหุ้น (3.7% ของทุนชำระแล้ว) หากบริษัทลดทุนจดทะเบียนโดยการตัดหุ้นซื้อคืนออก EPS จะเพิ่มจากประมาณการของเรา 7% ราคาเป้าหมายจะเพิ่มเป็น 10.80 บาท



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	18.3	44.7	0.7
Relative to country (%)	18.8	46.5	14.4
Mkt cap (USD m)	498		
3m avg. daily turnover (USD m)	1.8		
Free float (%)	46		
Major shareholder	Nathalin Co. Ltd. (54%)		
12m high/low (THB)	7.65/4.92		
Issued shares (m)	2,500.00		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

Investment thesis

ในปี 2024 เป็นต้นไป การเติบโตจะขับเคลื่อนโดยธุรกิจ Offshore support ซึ่งโตตามกลุ่มลูกค้าสำรวจและผลิตน้ำมันดิบในทะเล ณ สิ้นปี 2023 บริษัทมีเรือให้บริการ 15 ลำ (Crew boat 13 ลำและ AWB 2 ลำ) ในปี 2024 จะเพิ่ม Crew boat 2 ลำใน 2Q24 นอกจากนี้ เรือขนส่งปิโตรเคมีระหว่างประเทศซึ่งเป็นตลาดเติบโตโดยเฉพาะในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ปัจจุบันมีเรือ 38 ลำ ยังคงมองหาเรือเพิ่มอีก 2 ลำในช่วง 2H24

แม้จะคาดว่า การเติบโตของกำไรไม่สูงแต่รายได้ค่อนข้างมั่นคงเพราะส่วนใหญ่มีสัญญาระยะกลาง-ยาว ลูกค้าเป็นผู้นำน้ำมันและโรงกลั่นขนาดใหญ่ มีความมั่นคง อุตสาหกรรมมีการเติบโตและแข่งขันต่ำ

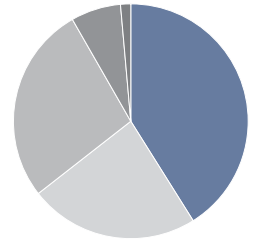
Company profile

บริษัทเริ่มก่อตั้งในปี 1987 ภายใต้ชื่อบริษัท นทลิน จำกัด เพื่อให้บริการขนส่งน้ำมันสำเร็จรูปให้แก่ ปตท. ด้วยเรือขนส่งน้ำมัน 2 ลำ ซึ่งเป็นจุดเริ่มต้นของธุรกิจเรือขนส่ง บริษัทได้ขยายกิจการอย่างต่อเนื่อง จนปัจจุบันมีกองเรือทั้งสิ้น 62 ลำ ณ สิ้นปี 2023 อายุเรือเฉลี่ย 14.9 ปี ระบายบรรทุกขนาดรวม 2,734,000 DWT มีธุรกิจ 5 ประเภท ได้แก่ เรือขนส่งน้ำมันและปิโตรเคมีในประเทศ เรือขนส่งน้ำมันระหว่างประเทศ เรือจัดน้ำมัน (FSU) เรือสนับสนุนงานสำรวจและผลิตปิโตรเลียม (Offshore support) และธุรกิจบริหารจัดการเรือ

www.primamarine.co.th

Principal activities (revenue, 2023)

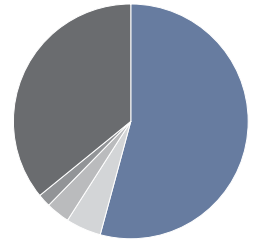
- Domestic trading - 41.1 %
- International trading - 23.4 %
- Floating storage unit - 27.3 %
- Offshore support - 6.9 %
- Ship management - 1.4 %



Source: Prima Marine

Major shareholders

- Nathalin Co. Ltd. - 54.2 %
- Thai NVDR Co., Ltd. - 4.9 %
- Kimberly Asset Ltd. - 3.3 %
- Mr. Boonchai Kasamvilas - 1.8 %
- Others - 35.9 %



Source: Prima Marine

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโตได้แก่ 1) ความต้องการผลิตสำรวจ และขุดเจาะน้ำมันและปิโตรเคมีที่เพิ่มสูงขึ้น 2) การเดินทางมากขึ้น 3) สามารถจัดหาเรือที่เหมาะสมได้ตามความต้องการในราคาที่เหมาะสม

Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) บริษัทไม่สามารถจัดหาเรือได้ตามความต้องการของลูกค้า 2) การขาดแคลนคนประจำเรือ 3) ราคาน้ำมันดิบโลกปรับลดลงแรง ทำให้ลูกค้าไม่ต้องการเรือเพื่อกักเก็บน้ำมันและกระทบต้นทุนของเรือ FSU 4) การไม่ต่อสัญญาของลูกค้า 5) ภัยทางธรรมชาติ

Event calendar

Date	Event
26 April 2024	Annual General Meeting of Shareholder
7 May 2024	Ex-dividend date
24 May 2024	Dividend payment date

Key assumptions

	2024E (%)	2025E (%)	2026E (%)
Revenue growth breakdown			
Domestic trading	4.3	4.2	4.0
International trading	6.2	6.2	3.7
Floating storage unit (FSU)	13.0	4.0	2.0
Offshore support	48.9	5.0	4.5
Ship management	4.0	8.0	8.0
blended gross margin	35.3	35.5	35.7
SG&A to sales	7.0	6.9	7.0

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 1% change gross margin of domestic trading unit, we project PRM's 2024 core profit to change by 1.6%, all else being equal.
- For every 1% change in gross margin of FSU, we project PRM's 2024 core profit to change by 1.1%, all else being equal.
- For every 1% change in SG&A to sales, we project PRM's 2024 core profit to change by 4%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

โครงสร้างรายได้ปัจจุบันมีความสมดุลมากขึ้น

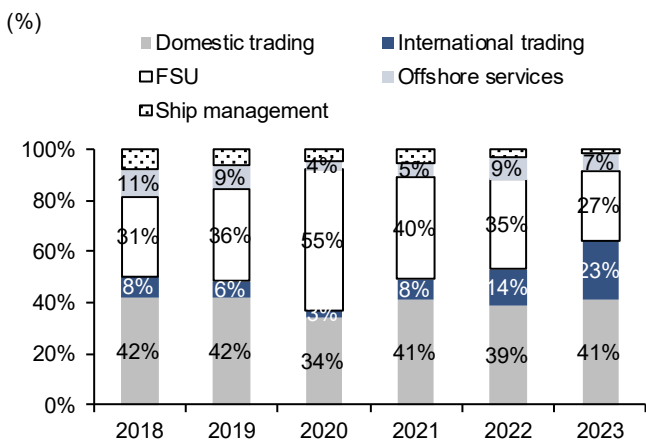
PRM เป็นผู้ให้บริการขนส่งและจัดเก็บน้ำมันดิบ น้ำมันสำเร็จรูป และปิโตรเคมีเหลวทางเรือ รวมถึงให้บริการสนับสนุนงานสำรวจและผลิตปิโตรเลียมกลางทะเลและการบริหารจัดการเรือให้กับลูกค้าอย่างครบวงจร ในช่วงก่อนการแพร่ระบาดของโควิด-19 (ปี 2018-19) รายได้หลักของ PRM มาจากธุรกิจเรือขนส่งน้ำมันและปิโตรเคมีเหลวในประเทศ ซึ่งเป็นธุรกิจเริ่มแรกของบริษัทเกือบ 40 ปีก่อน มีสัดส่วน 42% ของรายได้รวม รองลงมาเป็นธุรกิจขนส่งและจัดเก็บน้ำมัน (Floating Storage Unit: FSU) มีสัดส่วน 31-36% ของรายได้รวม

ต่อมาในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 มีการปิดเมือง (ปี 2020) ความต้องการเรือ FSU มีสูงมาก เนื่องจากไม่สามารถเดินทางได้ ทำให้ลูกค้า (ผู้ผลิตและกลั่นน้ำมันและปิโตรเคมีเหลว) ต้องการสถานที่จัดเก็บน้ำมันมากขึ้น รายได้จากเรือ FSU เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วถึง 67% y-y และมีสัดส่วนต่อรายได้รวมเพิ่มเป็น 55% ทั้งนี้ ธุรกิจเรือ FSU เป็นธุรกิจที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงที่สุด จึงส่งผลให้กำไรปกติในปี 2020 เป็นกำไรที่สูงสุดเป็นประวัติการณ์ เมื่อการเดินทางทยอยกลับมาเป็นปกติตั้งแต่ปี 2021 รายได้จากธุรกิจเรือ FSU ทยอยลดลงและทำให้สัดส่วนต่อรายได้รวมลดลงเหลือ 27% ในปี 2023 สวนทางกับรายได้จากการขนส่งเรือทั้งในและต่างประเทศที่เพิ่มสูงขึ้น

ณ สิ้นปี 2023 PRM มีเรือทั้งสิ้น 62 ลำเพิ่มขึ้น 2 ลำจากปีก่อน โครงสร้างรายได้ในปี 2023 แบ่งเป็น

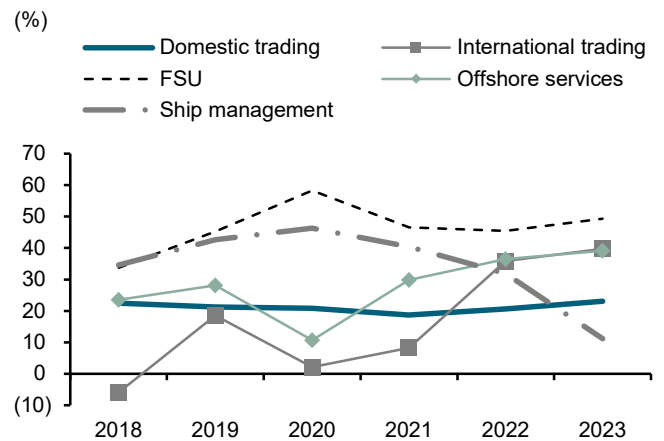
- 41% มาจากธุรกิจเรือขนส่งน้ำมันและปิโตรเคมีเหลวในประเทศ (Domestic trading) โดยเป็นการรับสินค้า (น้ำมันหรือปิโตรเคมีเหลว) จากโรงกลั่นหรือคลังน้ำมันต้นทาง เช่น ศรีราชา ระยอง กรุงเทพ ไปส่งยังปลายทาง เช่น สุราษฎร์ธานี สมุทรสาคร ภูเก็ต สงขลา เป็นต้น โดยใช้เรือขนส่งขนาดเล็ก ระบายบรรทุกไม่เกิน 20,000 DWT
- 23% มาจากเรือขนส่งน้ำมันระหว่างประเทศ (International trading) เป็นการขนส่งสินค้าจากท่าเรือต้นทางในสิงคโปร์ไปส่งยังปลายทางในแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ PRM มีเรือ 2 ขนาดคือ Aframax (ขนาด 100,000 DWT) และเรือใหญ่ VLCC (ขนาดประมาณ 300,000 DWT)
- 27% มาจากเรือ FSU เป็นเรือจัดเก็บหรือผสมน้ำมันดิบแบบลอยน้ำ
- 7% มาจากเรือสนับสนุนงานสำรวจและผลิตปิโตรเลียมกลางทะเล (Offshore services) ให้บริการขนส่งหรือเป็นที่พักอาศัยของพนักงานบนแท่นขุดเจาะน้ำมัน
- 2% ธุรกิจบริหารเรือ (Ship management) เช่น บริหารคนประจำเรือ หรือด้านเทคนิค

Exhibit 1: Revenue structure 2018-23



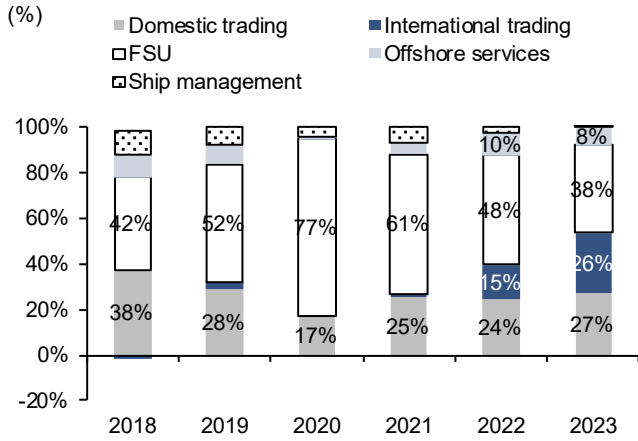
Sources: PRM, FSSIA's compilation

Exhibit 2: Gross margin by business unit



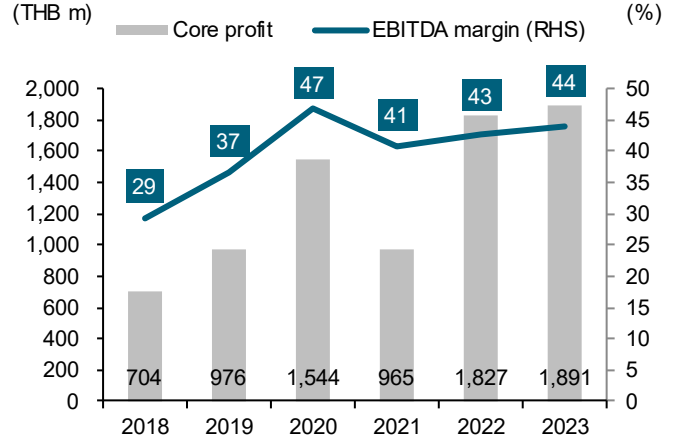
Sources: PRM, FSSIA's compilation

Exhibit 3: Gross profit by business unit



Sources: PRM, FSSIA's compilation

Exhibit 4: EBITDA margin and core profit



Sources: PRM, FSSIA's compilation

Exhibit 5: Number of vessels at end of 2023

	Domestic tanker	International tanker		FUSU	Offshore support		Ship management
Type	>20,000 DWT	Aframax	VLCC	VLCC	AWB	Crew boat	Ship agent
No.	38 vessels	1 vessel	3 vessels	5 vessels	2 vessel	13 vessels	3 Third party vessels
Size (1,000)	155.8 DWT	100.0 DWT	927.2 DWT	1,516.8 DWT	600 Pax	1,170 Pax	
Average age	15.7 Yrs.	18.0 Yrs.	15.3 Yrs.	22.6 Yrs.	11.0 Yrs.	9.6 Yrs.	

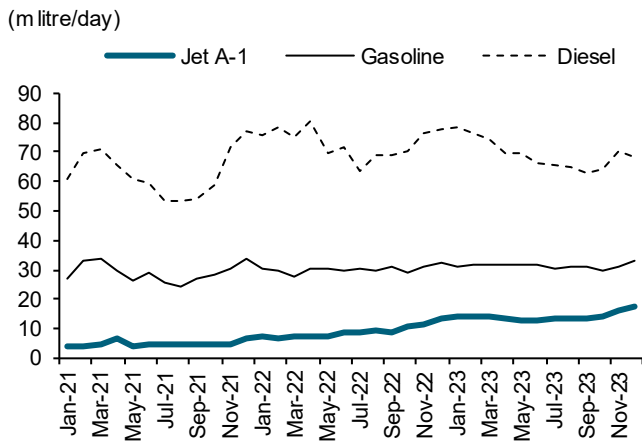
Sources: PRM, FSSIA's compilation

ธุรกิจขนส่งปิโตรเคมีเป็นทางออกระยะยาว ลดความเสี่ยงของ EV

ธุรกิจขนส่งน้ำมันดิบในประเทศของ PRM ขึ้นอยู่กับปริมาณการใช้น้ำมันของไทย ดังนั้น ฤดูกาลเดินทางท่องเที่ยวและการเพิ่มขึ้นของนักท่องเที่ยวต่างชาติใน 2Q และ 4Q จึงเป็น High season ของธุรกิจ Domestic trading ของบริษัท

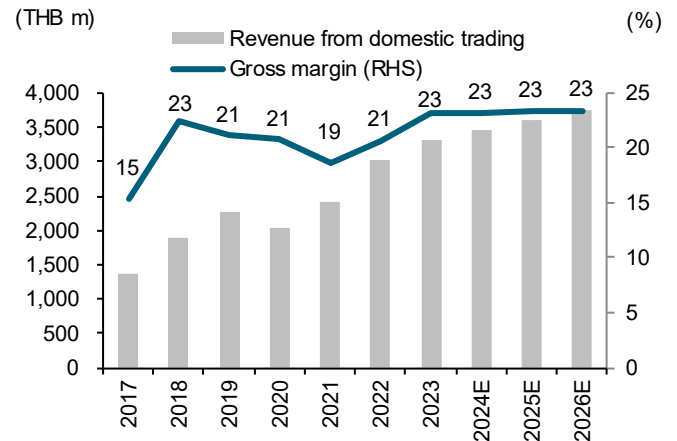
นอกเหนือจากเรือขนส่งน้ำมันดิบ PRM ได้ขยายการลงทุนในเรือขนส่งปิโตรเคมีเพราะเป็นธุรกิจที่ไม่ได้รับผลกระทบจากการเข้ามาของรถ EV โดยสินค้าปิโตรเคมีสามารถใช้งานได้หลากหลายอุตสาหกรรม เช่น อุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ อุปกรณ์การแพทย์ เครื่องสำอาง สินค้าอุปโภค เป็นต้น

Exhibit 6: Domestic oil consumption



Sources: Department of Energy Business, Ministry of Energy

Exhibit 7: Revenue and gross margin from domestic unit



Sources: PRM, FSSIA estimates

ในปี 2023 PRM ซื้อเรือขนส่งปิโตรเคมี 2 ลำขนส่งระหว่างภูมิภาค ขนาดประมาณ 11,000 DWT (1 ลำ เริ่มให้บริการในเดือน มี.ค. 2023 แก่โรงกลั่นเซฟรอน และอีก 1 ลำให้บริการแก่ปิโตรนาสในเดือน ต.ค. 2023) ทำให้สิ้นปี 2023 มีเรือขนส่งให้บริการทั้งสิ้น 38 ลำ เป็นเรือขนส่งปิโตรเคมี 9 ลำ (จากการเริ่มลงทุนตั้งแต่ปี 2021) ให้บริการในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้รวมถึงจีน การตัดสินใจขยายธุรกิจเรือขนส่งปิโตรเคมีสอดคล้องกับการขยายกำลังการผลิตของโรงกลั่นในประเทศต่างๆ หลายแห่งโดยเฉพาะในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เพราะเป็นภูมิภาคที่มีการบริโภคน้ำมันเพิ่มสูงสุดในโลก โดยผลผลิตที่จะออกมาจากโรงกลั่นมากที่สุดได้แก่ แนฟทา LPG น้ำมันเจ็ท ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ที่ PRM มีความเชี่ยวชาญในการขนส่งอยู่แล้ว

PRM เล็งขยายกองเรือขนส่งปิโตรเคมีอีกอย่างน้อย 2 ลำในช่วง 2H24 เนื่องจากตลาดโดยรวมยังมีความต้องการ ในด้านอุปสงค์ไม่มีปัญหา แต่อยู่ที่ขนาดและลักษณะของเรือที่บริษัทต้องการให้ตรงกับความต้องการของลูกค้า

Exhibit 8: Domestic tanker demand outlook



Sources: PRM, Fearnleys Tanker Market Outlook, February 2024

ธุรกิจ Offshore จะขับเคลื่อนการเติบโตในอีก 3-5 ปีข้างหน้า

ธุรกิจ Offshore support มีขนาดตลาดโต ถือเป็นธุรกิจดาวรุ่งในอีก 3-5 ปีข้างหน้าเพราะโตตามกลุ่มลูกค้าหลักคือกลุ่มบริษัทสำรวจและผลิตน้ำมันดิบในทะเล ธุรกิจ Offshore support ของ PRM มีเรือ 2 ประเภทคือ AWB (เรือโรงแรงแลยน้ำสำหรับพนักงานประจำแท่นจุดเจาะน้ำมัน) และเรือ Crew boat (เรือขนส่งพนักงานประจำแท่นจุดเจาะน้ำมันหรืออุปกรณ์เครื่องจักรจากชายฝั่งไปยังแท่นจุดเจาะกลางทะเล)

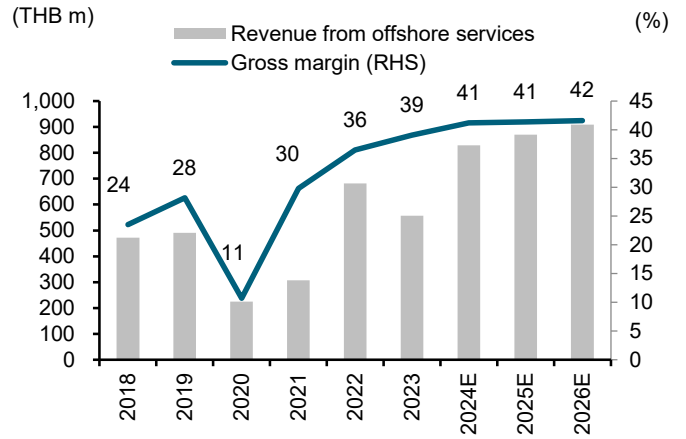
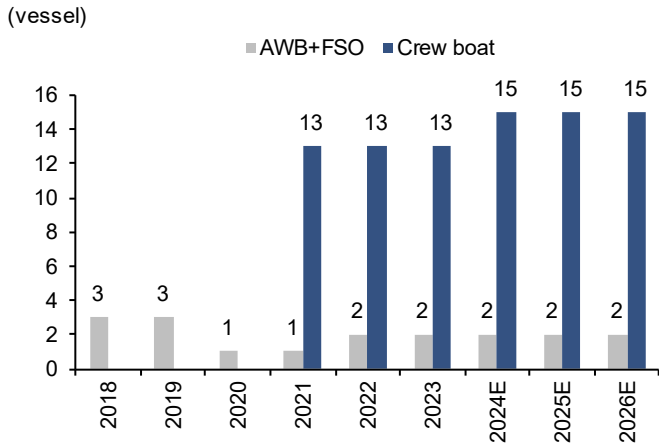
ในอดีตที่ผ่านมา PRM ให้บริการแก่ PTTEP ในแหล่งอากิตย์อยู่แล้ว เมื่อ PTTEP ชนะประมวลแหล่งเอราวัณและบงกช ทำให้มีความต้องการใช้เรือสนับสนุนมากขึ้น PRM ประมูลงานดังกล่าวได้จึงซื้อเรือ AWB เพิ่มอีก 1 ลำในช่วงปลายปี 2023 รวมเป็น 2 ลำในปัจจุบัน ลำที่ 2 ให้บริการแล้วตั้งแต่ 15 ม.ค. 2024 ที่ผ่านมา เป็นสัญญาระยะยาวทั้ง 2 ลำ ทำให้รายได้มีความสม่ำเสมอและมั่นคง

เรือ Crew boat ณ สิ้นปี 2023 มี 13 ลำ บริษัทสั่งต่อเรือใหม่อีก 2 ลำให้กับลูกค้า เป็นเรือ Hybrid และ Green voyage ลำแรกของภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ใช้แบตเตอรี่ขับเคลื่อน นอกจากนี้ รูปทรงเรือ หัวเรือและหางเรือออกแบบให้ลดแรงต้านทานในการฝ่าคลื่นและลดแรงเสียดทานกระแสน้ำ ช่วยลดการใช้พลังงานได้ราว 20-30% เมื่อเทียบกับกองเรือเดิม คาดว่าเรือทั้ง 15 ลำจะทำงานเต็มที่ตั้งแต่ 2Q24

รายได้ของธุรกิจ Offshore support ปี 2023 ที่ลดลง 18.4% y-y เนื่องจากในปี 2022 บริษัทได้รับสัญญาระยะสั้น 6 เดือนจากลูกค้าในช่วง 2H22 ซึ่งปี 2023 ไม่มี แต่รายได้ในปี 2024 จะกลับมาดีขึ้นเพราะมีเรือ AWB เพิ่มขึ้น 1 ลำและเรือ Crew boat เพิ่มขึ้น 2 ลำ ทั้ง 3 ลำนี้มีสัญญาระยะยาวแล้ว

Exhibit 9: Number of vessels in offshore service unit

Exhibit 10: Revenue and gross margin of offshore unit



Sources: PRM, FSSIA estimates

Sources: PRM, FSSIA estimates

Exhibit 11: Nava Thanee AWB vessel

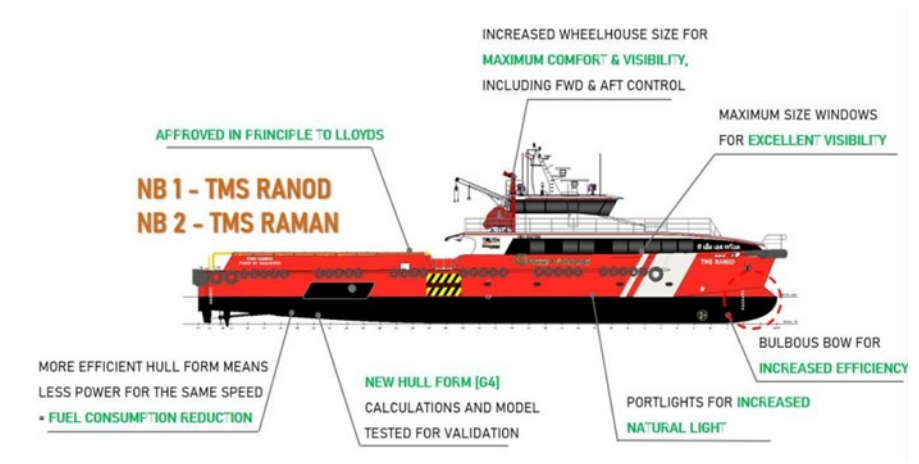
Exhibit 12: Kamala Thanee AWB vessel



Sources: PRM, FSSIA's compilation

Sources: PRM, FSSIA's compilation

Exhibit 13: The first “Green voyage and hybrid” crew boat in SEA



Sources: PRM, FSSIA's compilation

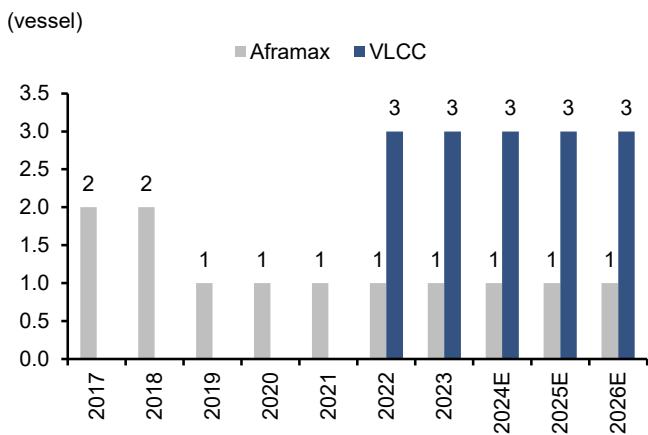
ธุรกิจขนส่งน้ำมันและปิโตรเลียมระหว่างประเทศโตต่ำแต่มั่นคงจากสัญญายาว

ในกลุ่มธุรกิจขนส่งน้ำมันระหว่างประเทศของ PRM มีเรือ 2 ขนาดคือ Aframax (80,000-120,000 DWT) ปัจจุบันมี 1 ลำ ขนส่งสินค้าจากท่าเรือต้นทางในสิงคโปร์ ไปส่งสินค้าที่ท่าเรือปลายทางในประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ให้กับลูกค้ากลุ่มโรงกลั่นและผู้ค้าน้ำมันรายใหญ่ และเรือขนาดใหญ่ VLCC (200,000-320,000 DWT) ปัจจุบันมี 3 ลำ ขนส่งปิโตรเลียมจากประเทศแถบตะวันออกเฉียงกลาง มาเข้าโรงกลั่นในกลุ่ม TOP ในไทย

รายได้และอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจนี้เติบโตอย่างต่อเนื่องโดยเฉพาะในปี 2022-23 ที่ขยายตัวอย่างรวดเร็วเพราะทยอยรับเรือ VLCC ทั้ง 3 ลำตั้งแต่ปี 2021-22 (เม.ย. 2021, มิ.ย. 2022 และ ก.ย. 2022) ขณะที่ในปี 2023 VLCC ทั้ง 3 ลำทำงานพร้อมกันเต็มปี

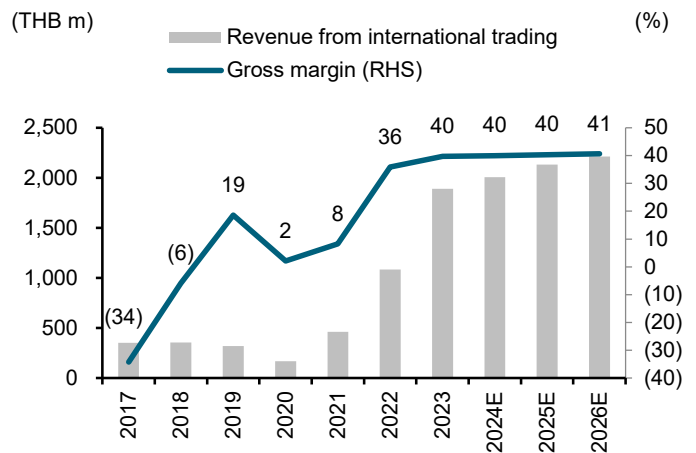
สัญญาของ VLCC เป็นสัญญาเช่าระยะยาวยาว 10 ปี ขณะที่ Aframax เป็นสัญญาเช่าระยะสั้นประมาณ 6 เดือน เราคาดว่าหลังจากสิ้นสุดสัญญากลางปี 2024 แล้ว จะสามารถหาลูกค้าใหม่ชดเชยจากความต้องการที่ยังมีสูง เราคาดรายได้จากธุรกิจขนส่งน้ำมันระหว่างประเทศในปี 2024 เติบโตต่ำแต่เป็นรายได้ที่มั่นคงสม่ำเสมอ

Exhibit 14: Number of vessels in international trading unit



Sources: PRM, FSSIA estimates

Exhibit 15: Revenue and gross margin of international unit



Sources: PRM, FSSIA estimates

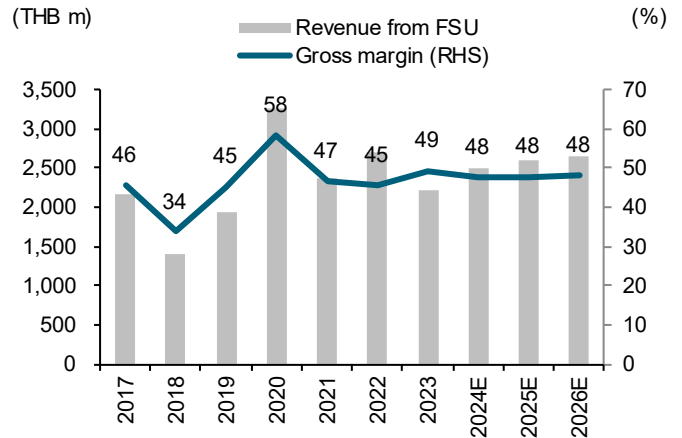
ธุรกิจเรือ FSU ได้ลูกค้าใหม่เพิ่มขึ้น

ธุรกิจเรือ FSU เป็นธุรกิจที่มีรายได้ผันผวนที่สุดในกลุ่ม แต่เป็นธุรกิจที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงที่สุดโดยอยู่ที่ 45.5% ในปี 2022 และ 49.3% ในปี 2023 ธุรกิจ FSU ขึ้นกับความเคลื่อนไหวของราคาน้ำมัน ในสถานการณ์ที่ราคาน้ำมันอยู่ในแนวโน้มขาลง (ราคา Futures ต่ำกว่าราคา spot) เทรตเดอร์มักชะลอการเก็บน้ำมันเพื่อเลี่ยงการขาดทุนจากสต็อก นอกจากนี้ น้ำมันยังเป็นต้นทุนสำคัญของธุรกิจเรือ FSU เพราะเรือ FSU จอดอยู่บริเวณท่าเรือ Tanjung Pelapas ของมาเลเซีย บริษัทเป็นผู้รับผิดชอบต้นทุนน้ำมันเอง ขณะที่รายได้เป็นค่าเช่าคงที่ตามอายุสัญญา

ในช่วง 4Q23 ที่ราคาน้ำมันดิบโลกปรับลดลง บริษัทได้ขายเรือ FSU 1 ลำและรับรู้กำไรจากการขาย 312 ล้านบาท ทำให้จำนวนเรือ FSU ณ สิ้นปี 2023 มี 5 ลำ อย่างไรก็ตาม ในช่วงต้นปี 2024 บริษัทมีลูกค้ารายใหม่เพิ่มขึ้น เราคาดว่าจะเห็นการเติบโตของรายได้จากธุรกิจ FSU ในปีนี้จาก Utilisation rate ที่ดีขึ้น โดยยังรักษ้อัตรากำไรขั้นต้นในระดับสูงได้

Exhibit 16: Number of vessels in FSU

Exhibit 17: Revenue and gross margin of FSU



Sources: PRM, FSSIA estimates

Sources: PRM, FSSIA estimates

คาดการณ์กำไรปกติปี 2024-26 เติบโตเฉลี่ย 7% CAGR

เราคาดการณ์ปี 2024 เติบโต 10.2% y-y ใกล้เคียงเป้าของบริษัท อัตราการเติบโตดังกล่าวจะมาจาก 1) เรือ Crew boat ที่เพิ่มขึ้น 2 ลำในกลุ่มธุรกิจ Offshore ในช่วง 2Q24 2) เรือ AWB 1 ลำที่ซื้อเข้ามาเพิ่มปลายปี 2023 และเข้างานตั้งแต่ 15 ม.ค. 2024 3) เรือ FSU มีลูกค้าเพิ่มขึ้นทำให้อัตราการใช้เรือดีขึ้นซึ่งเป็นบวกต่อทั้งรายได้และมาร์จิ้น 4) เรือขนส่งปิโตรเคมีในกลุ่ม Domestic trading ที่ทยอยเข้ามาในปี 2022 จะทำงานเต็มปีในปีนี้ และในช่วง 2H24 อาจมีเรือปิโตรเคมีเข้ามาใหม่อีก 2 ลำ ซึ่งเรารวมไว้ในประมาณการปี 2025 เป็นต้นไป รวมถึงในช่วงปี 2025-26 มีแผนปลดระวางเรือขนาดเล็กและทดแทนด้วยเรือขนาดใหญ่ขึ้นและอายุน้อยลงประมาณ 5-6 ลำ

อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะยังทรงตัวสูงในระดับ 35.3-35.7% ในช่วงปี 2024-26 ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้จะยังคงควบคุมได้ดี เราคาดว่า 6.9-7.0% ต่ำกว่าปี 2023 เล็กน้อย และคาดการณ์กำไรปกติ +9.1% y-y เป็น 2,012 ล้านบาทในปี 2024 และเพิ่มต่อเนื่อง +8.9% y-y เป็น 2,190 ล้านบาทในปี 2025 และ +5.1% y-y เป็น 2,302 ล้านบาทในปี 2026 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 7.0% CAGR (2024-26) ประมาณการของเรามี upside หากมีการเพิ่มกองเรือระหว่างทางหรือมีกำไรจากการขายเรือ

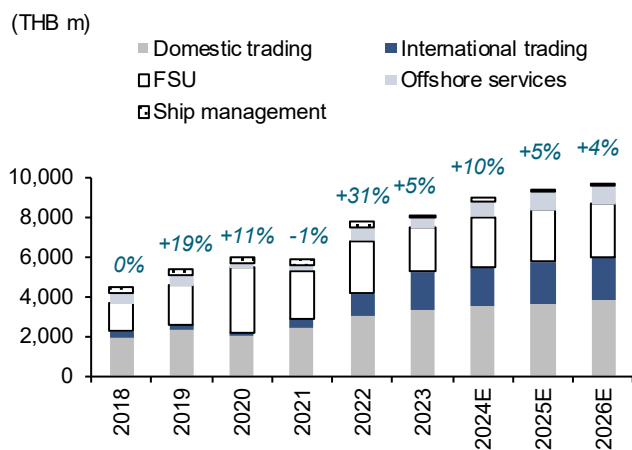
แนวโน้ม 1Q24 คาดว่ากำไรปกติจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 4Q23 การดำเนินงานโดยรวมใกล้เคียงกัน แต่มีเรือใหม่ AWB เข้ามาเพิ่ม 1 ลำและเรือ FSU มีลูกค้าเพิ่ม 1 รายทำให้ Utilisation rate ดีขึ้น และแนวโน้มน่าจะยิ่งดีขึ้นใน 2Q24 หลังจากเรือ Crew boat 2 ลำเข้าทำงาน

Exhibit 18: Key assumptions

	2023A (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)
Operating statistics				
No. of vessel	62	64	64	64
- Domestic trading	38	38	38	38
- International trading	4	4	4	4
- FSU	5	5	5	5
- Offshore service	15	17	17	17
Operations				
Total revenue	8,087	8,910	9,334	9,661
- Domestic trading	3,322	3,465	3,612	3,757
- International trading	1,889	2,007	2,132	2,212
- FSU	2,205	2,492	2,592	2,645
- Offshore service	557	829	870	909
- Ship management	114	118	128	138
EBITDA	3,555	3,896	4,109	4,227
Core profit	1,844	2,012	2,190	2,302
Net profit	2,125	2,012	2,190	2,302
Core EPS (THB)	0.74	0.80	0.88	0.92
Reported EPS (THB)	0.85	0.80	0.88	0.92
Key ratios (%)				
Gross margin	35.1	35.3	35.5	35.7
- Domestic trading	23.1	23.1	23.3	23.4
- International trading	39.7	39.9	40.4	40.6
- FSU	49.3	47.5	47.8	48.1
- Offshore service	39.1	41.2	41.4	41.6
SG&A to sales	7.2	7.0	6.9	7.0
EBITDA margin	44.0	43.7	44.0	43.8
Core profit margin	23.4	22.6	23.5	23.8

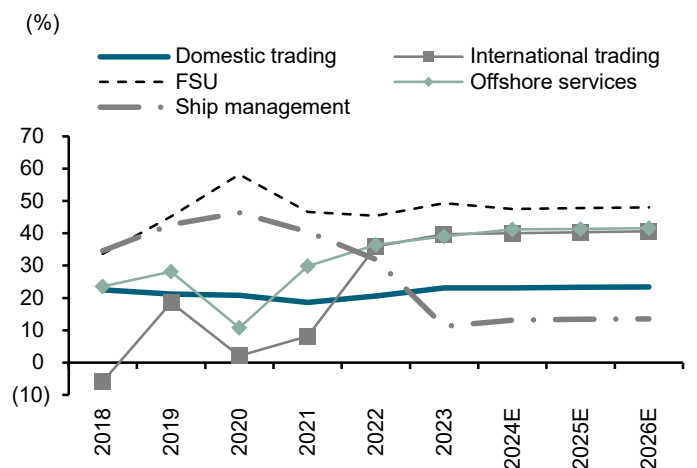
Sources: PRM, FSSIA estimates

Exhibit 19: Revenue structure



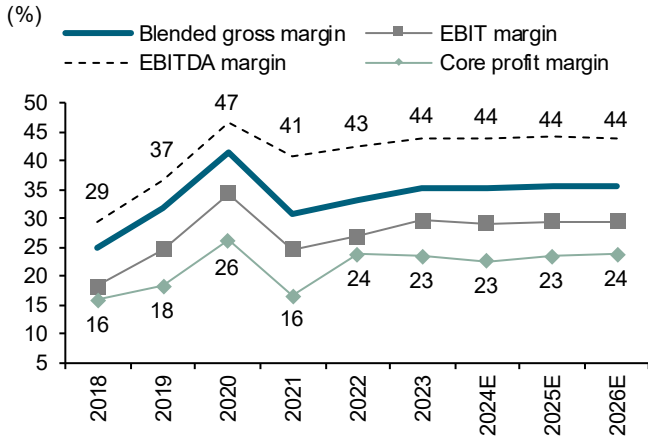
Sources: PRM, FSSIA estimates

Exhibit 20: Gross margins by BU



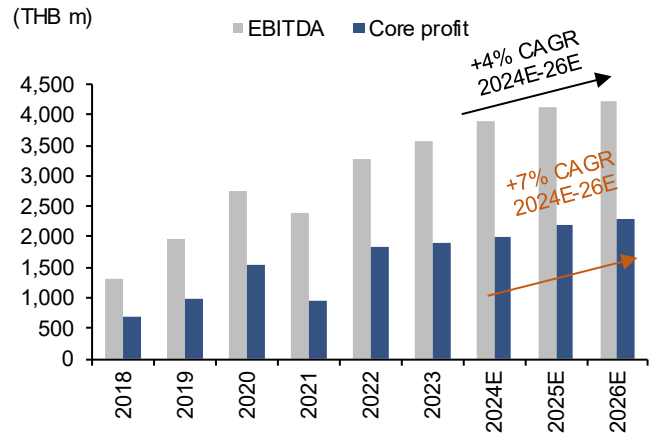
Sources: PRM, FSSIA estimates

Exhibit 21: Margins



Sources: PRM, FSSIA estimates

Exhibit 22: EBITDA and core profit



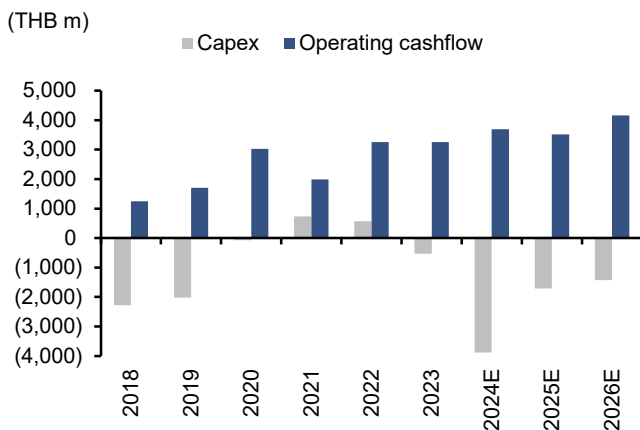
Sources: PRM, FSSIA estimates

ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง

PRM มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (ปี 2019-23) สินทรัพย์ของบริษัทเพิ่มขึ้นจาก 13,063 ล้านบาทในปี 2019 เป็น 20,716 ล้านบาทในปี 2023 โดยอาศัยส่วนของทุนเป็นหลัก โดย IBD/E ลดลงอย่างต่อเนื่องจาก 0.7 เท่าในปี 2019 เหลือ 0.3 เท่าในปี 2023 หนี้สินรวม ณ สิ้นปี 2023 อยู่ที่ 8,677 ล้านบาท โดยเป็นหนี้เงินกู้ 3.1 พันล้านบาท หนี้ตามสัญญาเช่า 3.7 พันล้านบาท ที่เหลือเป็นเจ้าหนี้การค้าและอื่นๆ สัดส่วน Current ratio เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจาก 0.9 เท่าในปี 2019 เป็น 1.7 เท่าในปี 2023

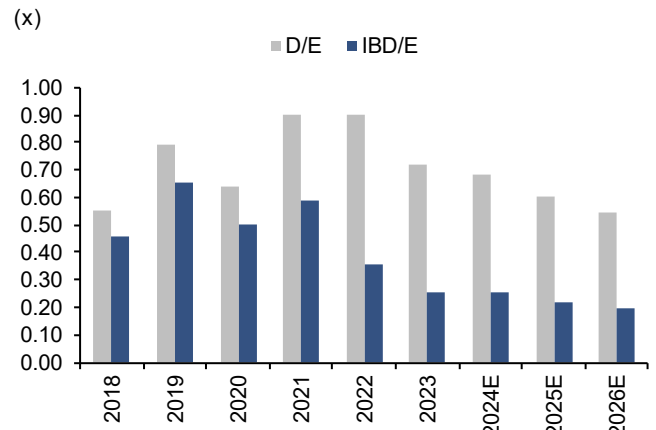
บริษัทตั้งงบลงทุนในปี 2024 ไว้ 2.7-4.0 พันล้านบาทขึ้นอยู่กับจำนวนเรือที่สามารถจัดหาได้ เชื่อว่าแหล่งเงินลงทุนส่วนใหญ่จะมาจากกระแสเงินสดของกิจการ โดย ณ สิ้นปี 2023 บริษัทมีเงินสด 3.6 พันล้านบาท หักเงินปันผลจ่ายและหุ้นซื้อคืนโดยตั้งสมมติฐานว่าซื้อคืนทั้งหมดตามโครงการ บริษัทยังเหลือเงินสดอีกกว่า 2 พันล้านบาท

Exhibit 23: Cash flow from operations and capex



Sources: PRM, FSSIA estimates

Exhibit 24: D/E and IBD/E ratios



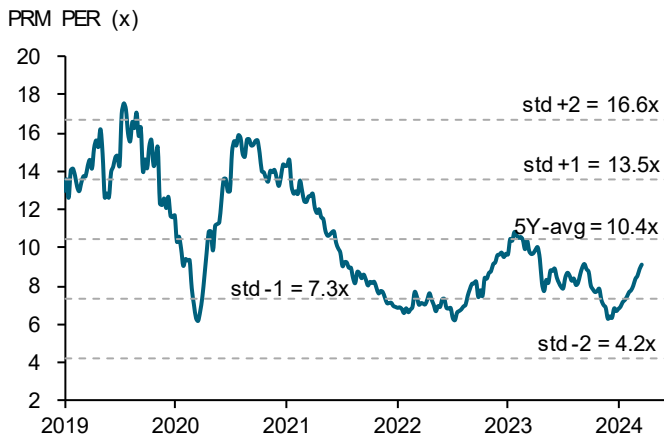
Sources: PRM, FSSIA estimates

ประเมินราคาเป้าหมาย 10 บาท แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเป้าหมาย 10.00 บาท อิง 2024E P/E 12.5 เท่า (+0.5SD ของค่าเฉลี่ย 5 ปี) แม้อัตราการเติบโตของกำไรที่เราคาดจะสูงไม่นักแต่ธุรกิจสร้างกระแสเงินสดที่มั่นคงและค่อนข้างสม่ำเสมอ อุตสาหกรรมมีการเติบโตต่อเนื่องและแข่งขันต่ำ บริษัทจึงมีความเสี่ยงต่ำเพราะกลุ่มลูกค้าเป็นผู้ผลิต/ผู้ค้าน้ำมันและปิโตรเคมีขนาดใหญ่ที่มีความมั่นคง รายได้ส่วนใหญ่เป็นสัญญาเช่าระยะกลาง-ยาว มีเพียงธุรกิจ FSU ที่บริษัทต้องบริหารจัดการต้นทุนเชื้อเพลิงเอง นอกจากนี้ การที่บริษัทเพิ่มธุรกิจขนส่งปิโตรเคมีในภูมิภาคซึ่งเป็นตลาดที่กำลังเติบโต และธุรกิจ Offshore ซึ่งมีความต้องการสูงเช่นกัน ท่ามกลาง Supply เรือ Tanker ที่มีจำกัด โอกาสการเติบโตจึงมีอีกมาก

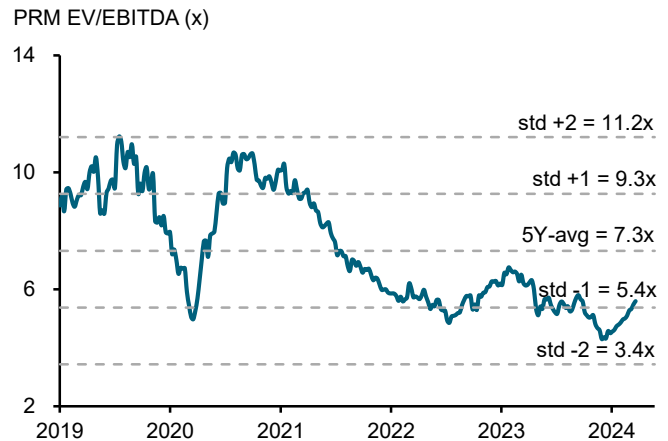
บริษัทมีโครงการซื้อหุ้นคืนไม่เกิน 175.0 ล้านบาท (สิ้นสุดโครงการ 27 มิ.ย. 2024) คิดเป็น 7.0% ของทุนชำระแล้วในปัจจุบัน นับตั้งแต่เริ่มโครงการถึงวันที่ 18 มี.ค. 2024 บริษัทซื้อหุ้นคืนแล้วทั้งสิ้น 93.4 ล้านบาท (3.7% ของทุนชำระแล้ว) ราคาเฉลี่ย 6.44 บาทต่อหุ้น หากบริษัทลดทุนจดทะเบียนโดยการตัดหุ้นซื้อคืนออก EPS จะเพิ่มจากประมาณการ 7% ราคาเป้าหมายจะเพิ่มเป็น 10.80 บาท

Exhibit 25: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 26: One-year rolling forward EV/EBITDA band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Financial Statements

Prima Marine

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	7,715	8,087	8,910	9,334	9,661
Cost of goods sold	(5,154)	(5,251)	(5,769)	(6,017)	(6,216)
Gross profit	2,562	2,836	3,142	3,316	3,445
Other operating income	70	140	71	75	77
Operating costs	(563)	(586)	(620)	(646)	(671)
Operating EBITDA	3,284	3,555	3,896	4,109	4,227
Depreciation	(1,216)	(1,165)	(1,303)	(1,363)	(1,377)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	2,068	2,390	2,593	2,745	2,851
Net financing costs	189	(305)	(302)	(275)	(261)
Associates	216	26	31	33	34
Recurring non-operating income	216	26	31	33	34
Non-recurring items	0	344	0	0	0
Profit before tax	2,473	2,455	2,323	2,503	2,623
Tax	(146)	(241)	(221)	(225)	(236)
Profit after tax	2,327	2,214	2,102	2,277	2,387
Minority interests	(112)	(89)	(90)	(88)	(85)
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	2,215	2,125	2,012	2,190	2,302
Non-recurring items & goodwill (net)	0	(282)	0	0	0
Recurring net profit	2,215	1,844	2,012	2,190	2,302
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.89	0.74	0.80	0.88	0.92
Reported EPS	0.89	0.85	0.80	0.88	0.92
DPS	0.34	0.36	0.36	0.39	0.41
Diluted shares (used to calculate per share data)	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
Growth					
Revenue (%)	31.2	4.8	10.2	4.8	3.5
Operating EBITDA (%)	37.0	8.2	9.6	5.5	2.9
Operating EBIT (%)	43.2	15.6	8.5	5.9	3.9
Recurring EPS (%)	57.9	(16.8)	9.1	8.9	5.1
Reported EPS (%)	57.9	(4.0)	(5.4)	8.9	5.1
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	33.2	35.1	35.3	35.5	35.7
Gross margin exc. depreciation (%)	49.0	49.5	49.9	50.1	49.9
Operating EBITDA margin (%)	42.6	44.0	43.7	44.0	43.8
Operating EBIT margin (%)	26.8	29.6	29.1	29.4	29.5
Net margin (%)	28.7	22.8	22.6	23.5	23.8
Effective tax rate (%)	5.9	7.3	9.5	9.0	9.0
Dividend payout on recurring profit (%)	38.4	48.8	45.0	45.0	45.0
Interest cover (X)	(12.1)	7.9	8.7	10.1	11.0
Inventory days	15.9	17.6	19.0	20.0	20.1
Debtor days	34.9	38.4	42.6	47.8	54.2
Creditor days	83.6	89.9	96.9	96.8	88.5
Operating ROIC (%)	20.2	22.7	21.2	19.9	20.4
ROIC (%)	14.2	13.8	13.9	13.5	13.7
ROE (%)	23.1	16.7	16.7	16.9	16.6
ROA (%)	11.3	10.7	11.2	11.5	11.7
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Domestic trading	3,020	3,322	3,465	3,612	3,757
International trading	1,084	1,889	2,007	2,132	2,212
Floating storage unit	2,694	2,205	2,492	2,592	2,645
Offshore support	682	557	829	870	909

Sources: Prima Marine; FSSIA estimates

Financial Statements

Prima Marine

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	2,215	1,844	2,012	2,190	2,302
Depreciation	1,216	1,165	1,303	1,363	1,377
Associates & minorities	(216)	(26)	(31)	(33)	(34)
Other non-cash items	182	72	287	288	290
Change in working capital	(148)	(15)	251	(111)	(55)
Cash flow from operations	3,249	3,039	3,821	3,697	3,880
Capex - maintenance	-	0	0	0	0
Capex - new investment	(1,154)	(531)	(3,883)	(1,711)	(1,432)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	1,727	-	-	-	-
Cash flow from investing	572	(531)	(3,883)	(1,711)	(1,432)
Dividends paid	(719)	(945)	(1,105)	(1,305)	(1,436)
Equity finance	0	0	0	0	0
Debt finance	(1,945)	(1,238)	(70)	(442)	(223)
Other financing cash flows	(302)	(314)	19	16	16
Cash flow from financing	(2,966)	(2,498)	(1,155)	(1,731)	(1,643)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	189	0	0	0
Net other adjustments	(59)	189	(472)	(530)	(84)
Movement in cash	796	198	(1,689)	(274)	720
Free cash flow to firm (FCFF)	4,124.15	2,828.10	240.20	2,261.76	2,709.46
Free cash flow to equity (FCFE)	1,515.25	1,143.59	(583.73)	1,030.96	2,156.38

Per share (THB)

FCFF per share	1.65	1.13	0.10	0.90	1.08
FCFE per share	0.61	0.46	(0.23)	0.41	0.86
Recurring cash flow per share	1.36	1.22	1.43	1.52	1.57

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	13,868	13,869	15,325	16,427	17,100
Less: Accumulated depreciation	(4,427)	(4,043)	(3,078)	(3,942)	(5,118)
Tangible fixed assets (net)	9,441	9,826	12,247	12,485	11,981
Intangible fixed assets (net)	6,190	5,614	5,738	5,864	5,993
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	335	179	199	219	239
Cash & equivalents	3,408	3,606	1,917	1,643	2,363
A/C receivable	733	967	1,114	1,333	1,533
Inventories	178	216	249	261	271
Other current assets	111	113	137	143	158
Current assets	4,429	4,902	3,418	3,381	4,325
Other assets	181	196	206	219	222
Total assets	20,575	20,716	21,808	22,168	22,760
Common equity	10,411	11,621	12,527	13,412	14,278
Minorities etc.	401	418	430	443	456
Total shareholders' equity	10,812	12,039	12,957	13,855	14,734
Long term debt	6,960	5,619	5,631	5,257	5,099
Other long-term liabilities	157	165	161	166	169
Long-term liabilities	7,117	5,785	5,792	5,422	5,268
A/C payable	914	1,099	1,273	1,197	1,150
Short term debt	1,565	1,638	1,569	1,500	1,433
Other current liabilities	167	155	217	194	174
Current liabilities	2,646	2,893	3,058	2,891	2,757
Total liabilities and shareholders' equity	20,575	20,716	21,808	22,168	22,760
Net working capital	(60)	41	11	347	638
Invested capital	16,086	15,856	18,401	19,134	19,073

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	4.16	4.65	5.01	5.36	5.71
Tangible book value per share	1.69	2.40	2.72	3.02	3.31

Financial strength

Net debt/equity (%)	47.3	30.3	40.8	36.9	28.3
Net debt/total assets (%)	24.9	17.6	24.2	23.1	18.3
Current ratio (x)	1.7	1.7	1.1	1.2	1.6
CF interest cover (x)	(13.1)	6.5	11.9	11.0	14.7

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	8.4	10.1	9.3	8.5	8.1
Recurring P/E @ target price (x) *	11.3	13.6	12.4	11.4	10.9
Reported P/E (x)	8.4	8.8	9.3	8.5	8.1
Dividend yield (%)	4.6	4.8	4.9	5.3	5.6
Price/book (x)	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3
Price/tangible book (x)	4.4	3.1	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA (x) **	7.4	6.4	6.2	5.9	5.5
EV/EBITDA @ target price (x) **	9.3	8.2	7.9	7.4	7.0
EV/invested capital (x)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: Prima Marine; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																			
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																			
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																			
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																			
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																			
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																			
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+									
NEGL	Low	Medium	High	Severe																	
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																			
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="3">Leader:</td> <td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td rowspan="3">Average:</td> <td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> <td>Laggard:</td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																		
AA	7.143-8.570																				
A	5.714-7.142																				
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																		
BB	2.857-4.285																				
B	1.429-2.856																				
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																		
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																				
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																				
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																				
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																			
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																			

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) **CG Score**; 2) **AGM Level**; 3) **Thai CAC**; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Prima Marine	PRM TB	THB 7.45	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) บริษัทไม่สามารถจัดหาเรือได้ตามความต้องการของลูกค้า 2) การขาดแคลนคนประจำเรือ 3) ราคาน้ำมันดิบโลกปรับลงรุนแรง ทำให้ลูกค้าไม่ต้องการเรือเพื่อเก็บน้ำมันและกระทบต้นทุนของเรือ FSU 4) การไม่ต่อสัญญาของลูกค้า 5) ภัยทางธรรมชาติ

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 21-Mar-2024 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

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 market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.