

PRIMA MARINE PRM TB

THAILAND / TRANSPORT & LOGISTIC

BUY

UNCHANGED

สถานการณ์ตะวันออกกลางไม่กระทบต่อบริษัท

- สถานการณ์ตะวันออกกลางไม่มีผลกระทบต่อการดำเนินงาน รายได้ หรือค่าใช้จ่ายของ PRM เนื่องจากบริษัทมี โครงสร้างสัญญาเช่าระยะยาว
- ความต้องการใช้เรือในต่างประเทศยังแข็งแกร่ง โดยเฉพาะในธุรกิจ PCT และ OSV ซึ่งสนับสนุนกลยุทธ์การเติบโตของบริษัท
- แนวโน้มกำไรยังแข็งแกร่งจากการขยายกองเรือ และสัญญาเช่าระยะยาวที่สร้างรายได้อย่างสม่ำเสมอ

TARGET PRICE	THB9.50
CLOSE	THB7.55
UP/DOWNSIDE	+25.8%
PRIOR TP	THB9.50
CHANGE IN TP	UNCHANGED
TP vs CONSENSUS	+6.2%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	8,747	9,355	9,922	10,537
Net profit	2,163	2,264	2,406	2,554
EPS (THB)	0.87	0.95	1.01	1.07
vs Consensus (%)	-	(2.4)	(0.4)	0.3
EBITDA	4,454	4,665	4,956	5,138
Recurring net profit	2,135	2,264	2,406	2,554
Core EPS (THB)	0.85	0.95	1.01	1.07
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	1.8	10.8	6.3	6.1
Core P/E (x)	8.8	8.0	7.5	7.1
Dividend yield (%)	6.6	6.9	7.3	7.6
EV/EBITDA (x)	5.7	5.2	5.1	5.0
Price/book (x)	1.6	1.5	1.5	1.4
Net debt/Equity (%)	49.6	49.0	53.7	54.0
ROE (%)	18.7	19.5	20.2	20.8

ไม่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ในตะวันออกกลาง

PRM มีธุรกิจเรือ 2 ประเภทที่ให้บริการแก่ลูกค้าในตะวันออกกลาง ได้แก่ เรือขนส่งน้ำมันดิบ (COC) และ เรือสนับสนุนงานสำรวจและผลิตปิโตรเลียม (OSV) ซึ่งไม่ได้รับความเสี่ยงด้านการดำเนินงาน ไม่มีผลกระทบต่อรายได้ และไม่มีการค่าใช้จ่ายส่วนเพิ่ม จากสถานการณ์ตะวันออกกลางในปัจจุบัน ธุรกิจ COC มีเรือ VLCC จำนวน 3 ลำ ให้บริการขนส่งน้ำมันดิบแก่ TOP ภายใต้สัญญา time charter ระยะเวลา 10 ปี ซึ่งจะทยอยหมดอายุในปี 2031-33 โดยค่าประกันภัยสงคราม (war risk insurance) เป็นภาระของลูกค้า ขณะที่ธุรกิจ OSV มี 4 ลำ ให้บริการในตะวันออกกลางแก่ ADNOC และ NMDC Group ภายใต้สัญญา bareboat charter ระยะเวลา 5 ปี โดยลูกค้าเป็นผู้รับผิดชอบค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานทั้งหมด

เห็นธุรกิจ PCT และ OSV เพื่อขับเคลื่อนการเติบโตในต่างประเทศ

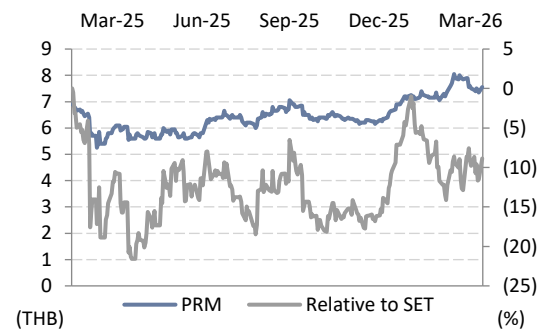
แผนการดำเนินงานในปี 2026 ยังคงเน้นตลาดต่างประเทศ ซึ่งยังมีความต้องการใช้เรือสำหรับการสำรวจและผลิตน้ำมันและก๊าซ รวมถึงการขนส่งน้ำมันสำเร็จรูปและเคมีเหลว บริษัทจึงยังคงให้ความสำคัญกับการเติบโตของธุรกิจ เรือ PCT และ OSV ปัจจุบัน PRM มีเรือ PCT จำนวน 39 ลำ และมีแผน ขยายกองเรือเพิ่มอีก 5 ลำในปี 2026 โดย 2 ลำจะรับเข้ามาใน 1Q26 และเริ่มสร้างรายได้ใน 2Q26 และอีก 3 ลำจะทยอยรับในช่วงเดือน ก.ค.-ก.ย.

ความต้องการเรือ Crew boat ในตะวันออกกลางยังคงมีแนวโน้มเติบโต

ความต้องการใช้ เรือ Crew boat ในตะวันออกกลางมีแนวโน้มเติบโตตามปริมาณการผลิตน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติที่เพิ่มขึ้น รวมถึงการเปลี่ยนผ่านสู่เทคโนโลยี Hybrid crew boat เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก ปัจจุบัน PRM ได้รับสัญญาเช่าระยะยาว 4 ลำในภูมิภาคนี้ ได้แก่ เรือ Hybrid crew boat จำนวน 2 ลำที่ให้บริการแก่ ADNOC ตั้งแต่วันที่ 2025 และ อีก 2 ลำที่ให้บริการแก่ NMDC Group ตั้งแต่วันที่ 2025 ภายใต้สัญญา ระยะเวลา 5 ปี

คงประมาณการและราคาเป้าหมาย คงคำแนะนำซื้อ

เราคาดว่ากำไรปกติ 1Q26 เติบโตทั้ง q-q และ y-y แม้ว่า FSU utilization จะลดลงในช่วง 2 เดือนแรกของ 1Q26 จากการสลับเรือตามคำสั่งของลูกค้า เราคงประมาณการกำไรปกติปี 2026 และราคาเป้าหมายที่ 9.50 บาท (อิง 2026E P/E 10x) โดยได้รวมผลของการตัดหุ้นซื้อคืนจำนวน 172.9 ล้านหุ้น ออกแล้ว ทั้งนี้ PRM จะจ่ายเงินปันผลงวด 2H25 ที่ 0.25 บาทต่อหุ้น (yield 3.3%) โดยขึ้น XD วันที่ 6 พ.ค. 2026 เราคงคำแนะนำซื้อ



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(0.7)	19.8	9.4
Relative to country (%)	1.7	7.5	(8.6)
Mkt cap (USD m)	515		
3m avg. daily turnover (USD m)	1.5		
Free float (%)	46		
Major shareholder	Nathalin Co. Ltd. (54%)		
12m high/low (THB)	8.25/5.10		
Issued shares (m)	2,500.00		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amorntum

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

Investment thesis

We maintain a positive outlook on PRM, supported by stable earnings from long-term charter contracts and limited exposure to geopolitical risks in the Middle East. The company continues to focus on overseas expansion, particularly in the PCT and OSV segments, where demand remains strong. The PCT fleet expansion in 2026 should support revenue growth, while the OSV business benefits from rising offshore activity, especially in the Middle East. In addition, long-term contracts and minimum revenue guarantees help secure earnings visibility. We expect 1Q26 core profit to grow both q-q and y-y, while maintaining our 2026 earnings forecast. We retain our target price of THB9.50 (2026E P/E 10x) and maintain BUY.

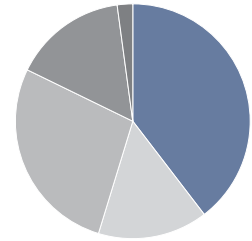
Company profile

The company was founded in 1987 under the name Nattalin Co., Ltd. to operate petroleum product tankers for PTT. It subsequently expanded its operations, converted into a public company, and changed its name to PRM. Today, the company operates across five business segments within the petroleum industry supply chain: 1) Petroleum and chemical tankers 2) Crude oil carriers 3) Floating storage units 4) Offshore support vessels and 5) Ship agency and shipping services.

www.primamarine.co.th

Principal activities (revenue, 2025)

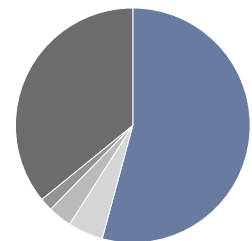
- Petroleum & chemical tanker (PCT) - 39.6 %
- Crude oil carrier (COC) - 15.1 %
- Floating storage unit (FSU) - 27.5 %
- Offshore support vessel (OSV) - 15.7 %
- Ship agent and shipping (SAS) - 2.1 %



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

Growth drivers include: 1) Rising demand for oil and petrochemical production, exploration, and drilling activities; 2) increased travel activity; 3) the company's ability to secure suitable vessels in line with customer requirements at competitive prices.

Risks to our call

Downside risks to our TP include 1) PRM's inability to secure vessels in line with customer demand; 2) shortages of qualified crew members; 3) a sharp decline in global crude oil prices, which could reduce customers' demand for oil storage vessels and adversely affect the cost structure of the FSU segment; 4) non-renewal of customer contracts; and 5) natural disasters.

Event calendar

Date	Event
6 May 2026	Ex-dividend date
26 May 2026	Dividend payment date

Key assumptions

	2026E (%)	2027E (%)	2028E (%)
Revenue growth breakdown			
No. of ships	74	77	77
Petroleum & chemical tankers	2.6	12.3	8.7
Crude oil carrier	13.7	2.1	2.1
Floating storage unit	7.5	0.8	7.1
Offshore support vessel	11.6	5.0	3.0
Blended gross margin	36.9	36.5	36.5
SG&A to sales	7.1	7.1	7.2

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 1% change gross margin of PCT unit, we project PRM's 2026 core profit to change by 1.3%, all else being equal.
- For every 1% change gross margin of COC unit, we project PRM's 2026 core profit to change by 0.7%, all else being equal.
- For every 1% change in gross margin of FSU, we project PRM's 2026 core profit to change by 1.0%, all else being equal.
- For every 1% change in SG&A to sales, we project PRM's 2026 core profit to change by 3.3%, all else being equal.

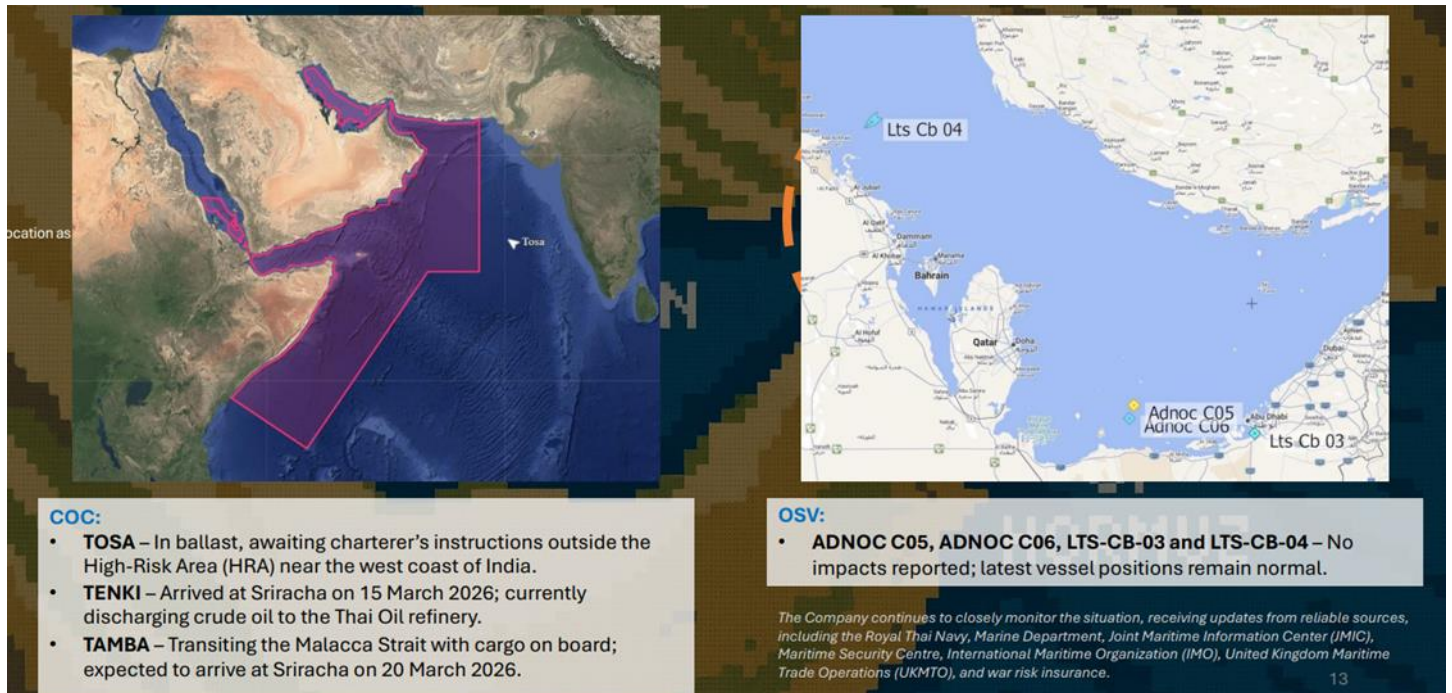
Source: FSSIA estimates

ไม่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ในตะวันออกกลาง

PRM มีธุรกิจเรืออยู่ 2 ประเภทที่ให้บริการในตะวันออกกลาง ไม่มีความเสี่ยง ไม่มีรายได้และภาระค่าใช้จ่ายส่วนเพิ่มจากสถานการณ์ในตะวันออกกลางในปัจจุบัน ได้แก่

1. ธุรกิจเรือขนส่งน้ำมันดิบ (COC) เป็นเรือขนาดใหญ่ VLCC (>300k DWT) 3 ลำ ให้บริการขนส่งน้ำมันดิบแก่ TOP ปัจจุบันเรือ 1 ลำเข้าถึงไทยเรียบร้อยแล้ว อีก 1 ลำจะเข้าไทยปลายสัปดาห์นี้ และอีก 1 ลำเตรียมพร้อมเรือที่จะออกไปบรรทุกน้ำมัน รูปแบบสัญญาเป็น Time charter (PRM เป็นผู้จัดหาเรือพร้อมลูกเรือ และรับผิดชอบค่าประกันภัยพื้นฐาน แต่ค่าประกันภัยภัยสงคราม (War risk insurance) เป็นภาระของลูกค้า) สัญญามีอายุ 10 ปี จะทยอยหมดในปี 2031, 2032 และ 2033
2. ธุรกิจเรือสนับสนุนงานสำรวจและผลิตปิโตรเลียม (Offshore Support Vessel - OSV) ปัจจุบันมี 4 ลำ (จากทั้งหมด 24 ลำ) ที่ให้บริการแก่ลูกค้าในตะวันออกกลาง 2 ราย (ADNOC และ NMDC Group) รูปแบบสัญญาเป็น Bare boat (PRM จัดหาเรือเปล่า ลูกค้ารับผิดชอบค่าใช้จ่ายทั้งหมด) สัญญามีอายุ 5 ปี ปัจจุบันเหลืออายุกว่า 4 ปี

Exhibit 1: PRM's operations in Middle East



Source: PRM

ยังคงเห็นธุรกิจเรือ PCT และ OSV ขยับเคลื่อนการเติบโตในตลาดต่างประเทศ

แผนการดำเนินงานในปี 2026 ยังคงเห็นตลาดต่างประเทศซึ่งยังมีความต้องการใช้เรือสำรวจและผลิตน้ำมันและก๊าซ และขนส่งน้ำมันดิบและเคมีเหลว บริษัทจึงยังคงเห็นธุรกิจเรือ PCT และ OSV

- สำหรับธุรกิจเรือ PCT ขนส่งน้ำมันสำเร็จรูปและเคมี เป็นเรือขนาดเล็ก บรรทุกไม่เกิน 20,000 DWT ปัจจุบันบริษัทมีเรือ PCT 39 ลำ (รับเพิ่ม 1 ลำในเดือน ก.พ. 2026) ให้บริการรับสินค้าจากโรงกลั่นน้ำมัน/คลังน้ำมัน จากต้นทางไปยังปลายทางที่ลูกค้ากำหนด ทั้งในไทยและต่างประเทศ เช่น มาเลเซีย สิงคโปร์ เวียดนาม เป็นต้น

ธุรกิจ PCT ไม่ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ในตะวันออกกลางเพราะวิ่งในระยะทางใกล้ๆ สัญญาเป็น Contract of Affreightment (COA) โดยอัตราค่าขนส่ง เส้นทาง และปริมาณการขนส่งมีการตกลงกันล่วงหน้า ลูกค้าเป็นผู้รับผิดชอบค่าน้ำมันเชื้อเพลิง รายได้มี Minimum guarantee

ในปี 2026 บริษัทมีแผนขยายเรือ PCT 5 ลำ โดย 2 ลำจะรับเข้ามาใน 1Q26 และเริ่มสร้างรายได้ใน 2Q26 อีก 3 ลำทยอยรับในเดือน ก.ค., ส.ค., ก.ย.

- ธุรกิจเรือ OSV เป็นอีกกลุ่มที่บริษัทมองหาโอกาส ปัจจุบันลูกค้าหลักอยู่ในไทย (ให้บริการ Crew boat แก่ PTTEP) และตะวันออกกลาง เรือ OSV ยังเป็นที่ต้องการของตลาด มีความเสี่ยงต่ำ เพราะสัญญาเป็น Time charter มีระยะเวลา 3-5 ปี

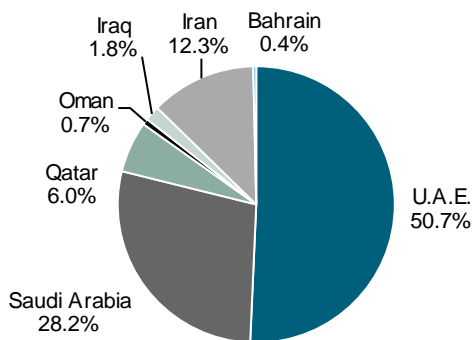
ความต้องการเรือ Crew boat มีแนวโน้มเติบโตสูงในตะวันออกกลาง

ความต้องการใช้เรือ Crew boat ในตลาดตะวันออกกลางมีแนวโน้มเติบโตสูง ตามปริมาณการผลิตน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติ และตามการเปลี่ยนผ่านสู่เทคโนโลยีแบบ Hybrid crew boat เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพ ประหยัดพลังงาน และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก

ผู้เล่นรายใหญ่ในตลาดเรือ Crew boat ในตะวันออกกลางได้แก่ สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์และซาอุดีอาระเบีย ครองส่วนแบ่งตลาดเรือ Crew boat รวมกันราว 79% ของเรือ Crew boat ทั้งหมด

PRM ประสบความสำเร็จในการได้รับสัญญาจากลูกค้าในตะวันออกกลางให้บริการ 4 ลำภายใต้สัญญาระยะยาว 5 ปี โดย 2 ลำให้บริการแก่ ADNOC (Hybrid crew boat) ตั้งแต่ต้นปี 2025 อีก 2 ลำให้บริการ NMDC Group ตั้งแต่เดือน พ.ย. 2025

Exhibit 2: Middle East crew boat fleet supply



Source: Clarksons as of 3Q25

Exhibit 3: Deployment summary, Middle East Gulf

	2024	2025	Sep-2025
AHRS	474	506	542
PSV	215	220	217
Utility / Crew	408	418	419

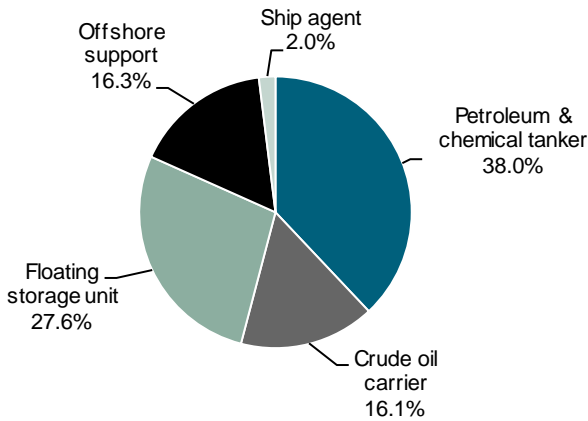
Source: Clarksons as of 3Q25

คาดการณ์กำไรปกติ 1Q26 เติบโต q-q, y-y คงคำแนะนำซื้อ

แนวโน้มกำไรปกติ 1Q26 เติบโตทั้ง q-q และ y-y เนื่องจากไม่มีเรือเข้าซ่อมบำรุงหลายลำเหมือนใน 4Q25 และใน 1Q25 เรือ FSU 1 ลำหยุดทำงานเพื่อรอขาย แม้ว่าใน 1Q25 เรือ FSU จะใช้กำลังการผลิตลดลงในช่วง 2 เดือนแรกที่ลูกค้าขอสลับเรือก็ตาม

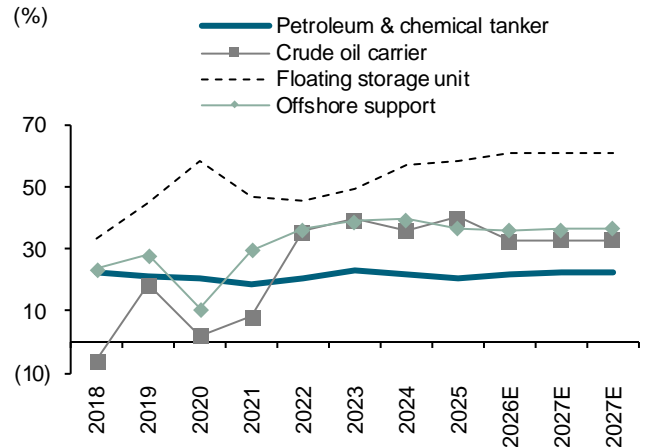
สำหรับกำไรปกติทั้งปี 2026 เรายังคงประมาณการ และคงราคาเป้าหมาย 9.50 บาท (อิง 2026E P/E 10x) โดยได้รวมผลของการตัดหุ้นซื้อคืน 172.9 ล้านหุ้นออกแล้ว ทั้งนี้ PRM จะจ่ายเงินปันผลงวด 2H26 ที่ 0.25 บาทต่อหุ้น (yield 3.3%) XD 6 พ.ค. 2026 เรายังคงแนะนำซื้อ

Exhibit 4: Revenue structure in 2026E



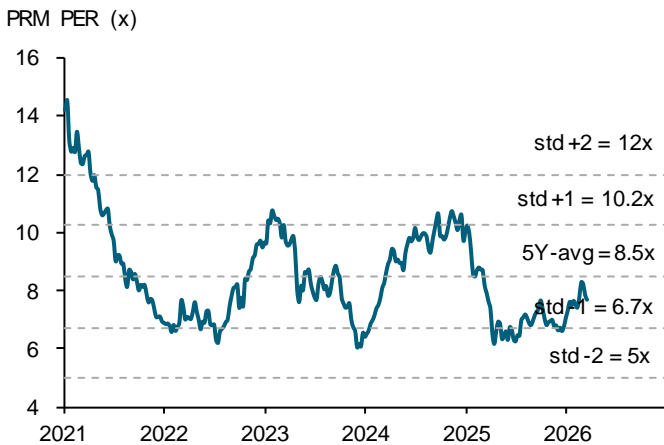
Sources: FSSIA estimates

Exhibit 5: Gross margin by business



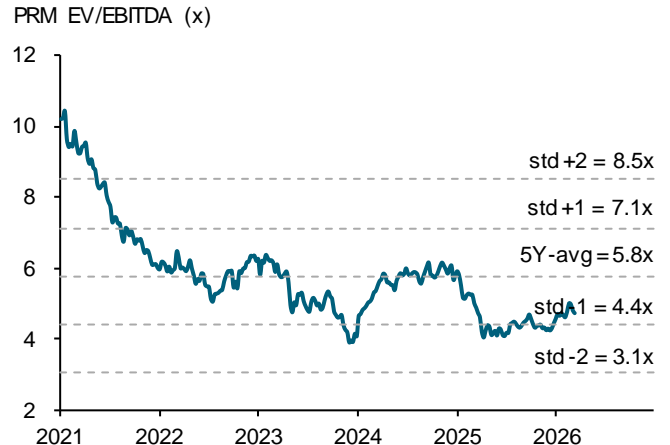
Sources: PRM, FSSIA estimates

Exhibit 6: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 7: One-year rolling forward EV/EBITDA band



Sources: Name of source

Financial Statements

Prima Marine

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	8,791	8,747	9,355	9,922	10,537
Cost of goods sold	(5,588)	(5,556)	(5,906)	(6,299)	(6,687)
Gross profit	3,202	3,190	3,449	3,623	3,849
Other operating income	167	211	154	159	153
Operating costs	(609)	(648)	(660)	(702)	(754)
Operating EBITDA	4,195	4,454	4,665	4,956	5,138
Depreciation	(1,435)	(1,701)	(1,721)	(1,877)	(1,891)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	2,760	2,753	2,944	3,079	3,248
Net financing costs	(325)	(359)	(360)	(352)	(359)
Associates	16	14	22	21	22
Recurring non-operating income	16	14	22	21	22
Non-recurring items	22	27	0	0	0
Profit before tax	2,473	2,436	2,605	2,748	2,911
Tax	(224)	(152)	(206)	(214)	(227)
Profit after tax	2,249	2,284	2,399	2,534	2,684
Minority interests	(129)	(121)	(135)	(128)	(130)
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	2,120	2,163	2,264	2,406	2,554
Non-recurring items & goodwill (net)	(22)	(27)	0	0	0
Recurring net profit	2,098	2,135	2,264	2,406	2,554
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.84	0.85	0.95	1.01	1.07
Reported EPS	0.85	0.87	0.95	1.01	1.07
DPS	0.48	0.50	0.52	0.55	0.58
Diluted shares (used to calculate per share data)	2,500	2,500	2,393	2,393	2,393
Growth					
Revenue (%)	8.7	(0.5)	7.0	6.1	6.2
Operating EBITDA (%)	13.7	6.2	4.8	6.2	3.7
Operating EBIT (%)	15.5	(0.3)	6.9	4.6	5.5
Recurring EPS (%)	13.8	1.8	10.8	6.3	6.1
Reported EPS (%)	(0.2)	2.0	9.4	6.3	6.1
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	36.4	36.5	36.9	36.5	36.5
Gross margin exc. depreciation (%)	52.8	55.9	55.3	55.4	54.5
Operating EBITDA margin (%)	47.7	50.9	49.9	49.9	48.8
Operating EBIT margin (%)	31.4	31.5	31.5	31.0	30.8
Net margin (%)	23.9	24.4	24.2	24.3	24.2
Effective tax rate (%)	9.1	6.2	7.9	7.8	7.8
Dividend payout on recurring profit (%)	57.2	58.5	55.0	55.0	54.0
Interest cover (X)	8.5	7.7	8.2	8.8	9.1
Inventory days	21.5	22.3	18.4	19.5	19.5
Debtor days	48.3	56.7	55.5	57.7	59.1
Creditor days	113.4	128.6	120.9	125.3	109.9
Operating ROIC (%)	22.8	20.5	20.8	20.9	20.9
ROIC (%)	15.0	14.5	15.0	15.1	15.2
ROE (%)	18.3	18.7	19.5	20.2	20.8
ROA (%)	11.5	11.3	11.9	12.1	12.6

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Petroleum & chemical tanker (PCT)	3,592	3,463	3,554	3,989	4,335
Crude oil carrier (COC)	1,659	1,324	1,506	1,537	1,570
Floating storage unit (FSU)	2,497	2,404	2,584	2,604	2,789
Offshore support vessel (OSV)	919	1,369	1,528	1,605	1,653

Sources: Prima Marine; FSSIA estimates

Financial Statements

Prima Marine

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Recurring net profit	2,098	2,135	2,264	2,406	2,554
Depreciation	1,435	1,701	1,721	1,877	1,891
Associates & minorities	(16)	(14)	(22)	(21)	(22)
Other non-cash items	(57)	(11)	(370)	(370)	(487)
Change in working capital	721	40	(305)	(664)	(644)
Cash flow from operations	4,181	3,851	3,290	3,228	3,292
Capex - maintenance	0	0	0	0	0
Capex - new investment	(3,360)	(1,651)	(2,022)	(2,697)	(2,178)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	-	-	-	-	-
Cash flow from investing	(3,360)	(1,651)	(2,022)	(2,697)	(2,178)
Dividends paid	(1,304)	(1,203)	(1,245)	(1,324)	(1,379)
Equity finance	(1,214)	(672)	(107)	0	0
Debt finance	1,843	(154)	157	(56)	232
Other financing cash flows	(159)	(368)	15	15	16
Cash flow from financing	(834)	(2,398)	(1,180)	(1,364)	(1,131)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	(151)	0	0	0
Movement in cash	(13)	(348)	87	(833)	(17)
Free cash flow to firm (FCFF)	1,146.36	2,559.61	1,627.54	882.87	1,473.10
Free cash flow to equity (FCFE)	2,505.27	1,527.15	1,439.30	490.22	1,362.06

Per share (THB)

FCFF per share	0.46	1.02	0.65	0.35	0.59
FCFE per share	1.00	0.61	0.58	0.20	0.54
Recurring cash flow per share	1.38	1.52	1.50	1.63	1.64

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Tangible fixed assets (gross)	13,870	18,738	18,710	19,347	19,493
Less: Accumulated depreciation	(1,689)	(5,975)	(5,697)	(5,573)	(5,464)
Tangible fixed assets (net)	12,181	12,763	13,013	13,774	14,028
Intangible fixed assets (net)	5,230	4,689	4,809	4,934	5,064
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	204	211	231	251	271
Cash & equivalents	3,593	3,245	3,332	2,499	2,482
A/C receivable	1,358	1,357	1,485	1,654	1,756
Inventories	274	197	225	248	263
Other current assets	81	107	131	154	164
Current assets	5,307	4,906	5,172	4,555	4,665
Other assets	126	136	159	190	195
Total assets	23,048	22,704	23,384	23,704	24,224
Common equity	11,314	11,509	11,721	12,104	12,478
Minorities etc.	418	416	424	433	441
Total shareholders' equity	11,732	11,925	12,145	12,537	12,920
Long term debt	6,991	6,495	6,588	6,423	6,557
Other long-term liabilities	151	160	198	205	214
Long-term liabilities	7,142	6,656	6,786	6,629	6,771
A/C payable	1,480	1,237	1,534	1,503	1,386
Short term debt	2,432	2,666	2,699	2,807	2,905
Other current liabilities	261	221	220	228	242
Current liabilities	4,174	4,124	4,452	4,539	4,533
Total liabilities and shareholders' equity	23,048	22,704	23,384	23,704	24,224
Net working capital	(28)	203	87	325	555
Invested capital	17,712	18,001	18,298	19,474	20,113

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

Per share (THB)

Book value per share	4.53	4.60	4.90	5.06	5.21
Tangible book value per share	2.43	2.73	2.89	3.00	3.10

Financial strength

Net debt/equity (%)	49.7	49.6	49.0	53.7	54.0
Net debt/total assets (%)	25.3	26.1	25.5	28.4	28.8
Current ratio (x)	1.3	1.2	1.2	1.0	1.0
CF interest cover (x)	19.0	9.9	10.6	10.1	10.9

Valuation	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Recurring P/E (x) *	9.0	8.8	8.0	7.5	7.1
Recurring P/E @ target price (x) *	11.3	11.1	10.0	9.4	8.9
Reported P/E (x)	8.9	8.7	8.0	7.5	7.1
Dividend yield (%)	6.4	6.6	6.9	7.3	7.6
Price/book (x)	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
Price/tangible book (x)	3.1	2.8	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA (x) **	6.0	5.7	5.2	5.1	5.0
EV/EBITDA @ target price (x) **	7.2	6.8	6.2	6.0	5.9
EV/invested capital (x)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3

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

Sources: Prima Marine; FSSIA estimates

Prima Marine PCL (PRM TB)

FSSIA ESG rating

★ ★ ★

49.42 /100

Exhibit 6: FSSIA ESG score implication

Rating	Score	Implication
★★★★★	>79-100	Leading its industry peers in managing the most significant ESG risks which not only better cost efficiency but also lead to higher profitability.
★★★★★	>59-79	A mixed track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers.
★★★	>39-59	Relevant ESG materiality matrix has been constructively addressed, well-managed and incorporated into day-to-day operations, in which targets and achievements are evaluated annually.
★★	>19-39	Relevant ESG materiality matrix has been identified with key management in charge for progress to be followed up on and to provide intensive disclosure. Most targets are conventional and achievable.
★	1-19	The company has adopted the United Nations Sustainable Development Goals (UN SDGs), established sustainability management guidelines and fully complies with regulations or ESG suggested guidance from related organizations such as the SET and SEC.

Sources: FSSIA estimates

Exhibit 7: ESG – peer comparison

	FSSIA ESG score	Domestic ratings						Global ratings						Bloomberg	
		DJSI	SET ESG	SET ESG Rating	CG score	AGM level	Thai CAC	Morningstar ESG risk	ESG Book	MSCI	Moody's	Refinitiv	S&P Global	ESG score	Disclosure score
SET100	69.20	5.34	4.40	4.40	4.76	4.65	3.84	Medium	51.76	BBB	20.87	58.72	63.91	3.72	28.17
Coverage	67.12	5.11	4.15	4.17	4.83	4.71	3.53	Medium	52.04	BB	16.97	56.85	62.09	3.40	31.94
PRM	49.42	--	Y	AA	5.00	5.00	Certified	Medium	--	B	--	36.91	--	3.99	46.70
PSL	64.51	--	Y	AA	5.00	5.00	Certified	Low	63.94	--	--	63.65	54.00	--	56.15
SJWD	48.38	--	Y	AAA	5.00	5.00	Certified	Medium	--	--	--	46.12	--	4.24	57.14
TTA	56.01	--	Y	AAA	5.00	5.00	Certified	Medium	--	--	--	62.77	34.00	5.11	60.37

Sources: SETTRADE.com; FSSIA's compilation

Exhibit 8: ESG score by Bloomberg

FY ending Dec 31	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
ESG financial materiality scores - ESG score	—	—	2.88	3.68	4.10	3.99
BESG environmental pillar score	—	—	1.12	1.24	1.92	1.75
BESG social pillar score	—	—	4.31	6.92	7.17	7.22
BESG governance pillar score	—	—	4.40	4.77	4.72	4.61
ESG disclosure score	33.61	39.57	40.36	41.40	43.66	46.70
Environmental disclosure score	3.26	8.70	8.70	13.56	20.33	20.33
Social disclosure score	16.29	22.49	24.85	23.13	23.13	32.26
Governance disclosure score	81.10	87.36	87.36	87.36	87.36	87.36
Environmental						
Emissions reduction initiatives	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Climate change policy	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Climate change opportunities discussed	No	No	No	No	No	No
Risks of climate change discussed	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
GHG scope 1	—	—	—	162	6	8
GHG scope 2 location-based	—	—	—	—	0	0
GHG Scope 3	—	—	—	—	202	256
Carbon per unit of production	—	—	—	—	—	—
Biodiversity policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Energy efficiency policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Total energy consumption	—	—	—	612	748	2,418
Renewable energy use	—	—	—	—	—	—
Electricity used	—	0	0	0	0	0
Fuel used - natural gas	—	—	—	—	—	—

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

Exhibit 9: ESG score by Bloomberg (cont.)

FY ending Dec 31	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
Fuel used - crude oil/diesel	No	No	No	No	No	No
Waste reduction policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Hazardous waste	—	—	—	—	0	0
Total waste	—	—	—	—	0	0
Waste recycled	—	—	—	—	—	—
Waste sent to landfills	—	—	—	—	—	—
Environmental supply chain management	No	No	No	No	No	No
Water policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Water consumption	—	2	1	2	2	3
Social						
Human rights policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Policy against child labor	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Quality assurance and recall policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Consumer data protection policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Equal opportunity policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Gender pay gap breakout	No	No	No	No	No	No
Pct women in workforce	—	—	—	—	—	—
Pct disabled in workforce	—	—	—	—	—	—
Business ethics policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Anti-bribery ethics policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Health and safety policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Lost time incident rate - employees	—	0	0	0	0	0
Total recordable incident rate - employees	—	—	—	—	—	—
Training policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Fair remuneration policy	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Number of employees – CSR	757	676	721	1,344	1,391	1,458
Employee turnover pct	—	—	—	—	—	—
Total hours spent by firm - employee training	39,970	24,295	36,915	54,513	78,731	89,609
Social supply chain management	No	No	No	No	No	Yes
Governance						
Board size	8	8	8	8	8	8
No. of independent directors (ID)	3	3	3	3	3	3
No. of women on board	1	1	1	1	1	1
No. of non-executive directors on board	7	7	7	7	7	7
Company conducts board evaluations	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of board meetings for the year	14	15	12	16	12	13
Board meeting attendance pct	98	99	100	100	100	100
Board duration (years)	3	3	3	3	3	3
Director share ownership guidelines	No	No	No	No	No	No
Age of the youngest director	38	39	40	41	42	43
Age of the oldest director	69	70	71	72	73	74
No. of executives / company managers	5	5	6	6	6	7
No. of female executives	2	2	2	2	2	2
Executive share ownership guidelines	No	No	No	No	No	No
Size of audit committee	3	3	3	3	3	3
No. of ID on audit committee	3	3	3	3	3	3
Audit committee meetings	9	6	6	7	5	5
Audit meeting attendance %	100	100	100	100	100	100
Size of compensation committee	4	4	4	4	4	3
No. of ID on compensation committee	2	2	2	2	2	1
No. of compensation committee meetings	4	6	4	6	6	5
Compensation meeting attendance %	100	100	100	100	92	100
Size of nomination committee	4	4	4	4	4	3
No. of nomination committee meetings	4	6	4	6	6	5
Nomination meeting attendance %	100	100	100	100	92	100
Sustainability governance						
Verification type	No	No	No	No	No	No

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

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.																											
SET ESG Ratings List (SETESG) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	SET ESG 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 SETESG 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. SETESG Index is extended from the SET ESG Ratings 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-top: 10px;"> <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-top: 10px;"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td>Leader:</td> <td>leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td>Average:</td> <td>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> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> <td></td> <td></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) "SETESG". 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

Finansia Syrus Securities Public Company Limited and FSS International Investment Advisory Securities Company Limited are subsidiaries of Finansia X Public Company Limited, with shared directors or executives.

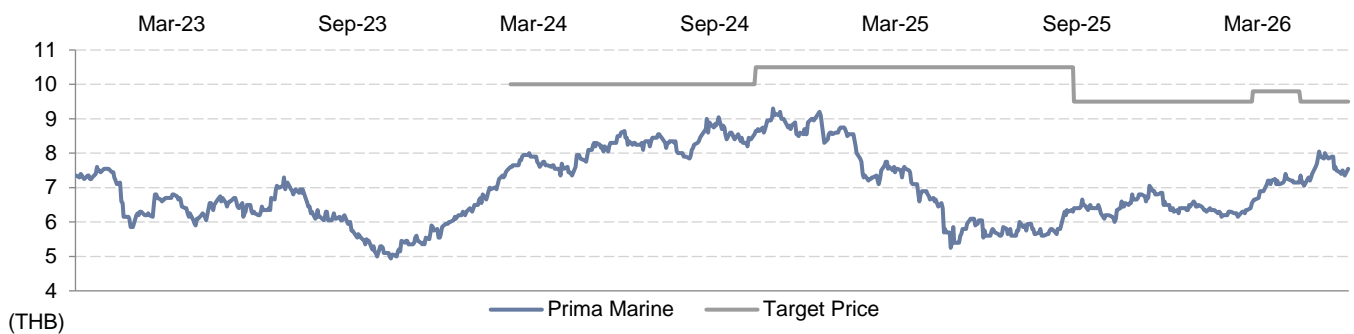
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s)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

History of change in investment rating and/or target price

Prima Marine (PRM TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
22-Mar-2024	BUY	10.00	22-Jul-2025	BUY	9.50	02-Feb-2026	BUY	9.50
21-Oct-2024	BUY	10.50	23-Dec-2025	BUY	9.80			

Jitra Amornthum started covering this stock from 22-Mar-2024

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Prima Marine	PRM TB	THB 7.55	BUY	Downside risks to our TP include 1) PRM's inability to secure vessels in line with customer demand; 2) shortages of qualified crew members; 3) a sharp decline in global crude oil prices, which could reduce customers' demand for oil storage vessels and adversely affect the cost structure of the FSU segment; 4) non-renewal of customer contracts; and 5) natural disasters.

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 16-Mar-2026 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.