

BUY

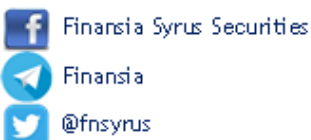
บมจ. วี.แอล.เอ็นเตอร์ไพรส์

Previous	--
2021 Target Price (Bt)	2.20
Price (11/02/2021)	1.65
up/downside (%)	+33.3
SET Index	1,508.35
Sector	MAI/Services
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.07
Free float (%)	32.43
Market cap (Bt m)	1,320.00
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	40.89
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	1.72, 1.03, 1.43
IOD 2020	4
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	712	661	757	874
Normalized profit	81	77	96	121
Net profit	81	77	96	121
EPS (Bt) - norm	0.11	0.10	0.12	0.15
EPS (Bt)- reported	0.11	0.10	0.12	0.15
% growth y-y	-15.4	-12.6	24.4	26.7
Dividend/share (Bt)	0.04	0.03	0.04	0.05
BV/share (Bt)	0.98	1.03	1.09	1.16
EV/EBITDA (x)	8.5	8.8	8.3	7.5
PER (x) - norm	15.0	17.2	13.8	10.9
PER (x)	15.0	17.2	13.8	10.9
PBV (x)	1.7	1.6	1.5	1.4
Dividend yield (%)	2.4	2.1	2.6	3.3
Norm ROE (%)	10.3	9.4	11.0	13.0
YE No. of shares (million)	800	800	800	800
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, Finansia estimates

Analyst: Jitra Amorntum
 Register No.: 014530
 Tel.: +662 646 9966
 email: jitra.a@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



ขยายกองเรือ เข้าสู่วัฏจักรเติบโตอีกครั้ง

รายได้ของ VL ค่อนข้างมั่นคงเพราะกว่า 70% มีสัญญาแน่นอน อายุสัญญาเฉลี่ย 3 ปีและมักได้รับการต่อสัญญามาตลอดกว่า 26 ปีของการดำเนินธุรกิจ เพราะลูกค้าหลักคือผู้ค้าน้ำมันรายใหญ่ในประเทศ หลายปีที่ผ่านมารายได้และกำไรไม่เติบโตมากหักเพราะมีกองเรืออยู่ 12-13 ลำ แต่ในปี 2021 บริษัทจะรับเรือใหม่ 1 ลำมาให้บริการในเดือน เม.ย. และคาดว่าจะเห็นหน้าขยายกองเรือต่อเนื่องปีละ 1-2 ลำ รุกตลาดบริการขนส่งน้ำมันปาล์มในแถบเอเชีย กระจายพอร์ตจากการบริการขนส่งน้ำมันในประเทศ เราคาดผลประกอบการเข้าสู่โหมดเติบโตโดยคาดการณ์ปี 2021-2022 +24.4% และ +26.7% ตามลำดับ ราคาหุ้นปัจจุบันมี PE 13.8 เท่าคิดเป็น PEG เพียง 0.6 และมี EV/EBITDA เพียง 8.3 เท่า เราแนะนำซื้อ ประเมินราคาเป้าหมาย 2.20 บาท (PE 18 เท่า)

ผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว

ปัจจุบัน VL มีกองเรือ 12 ลำ นำหนักบรรทุกรวม 39,020 DWT เรือมีอายุเฉลี่ยประมาณ 16 ปี ถือว่าอายุน้อยมากและเป็นจุดแข็งของบริษัท ในกองเรือทั้งหมดเป็นเรือที่มีสัญญา (COA) 11 ลำซึ่งสร้างรายได้ประมาณ 73% ของรายได้รวม อีก 1 ลำเป็นการขนส่งสินค้าแบบรายเที่ยว (Spot) สร้างรายได้ประมาณ 27% ในอดีตก่อน COVID-19 การขนส่งน้ำมันในประเทศมีสัดส่วนประมาณ 75% ของรายได้รวม ลูกค้าหลักคือกลุ่มผู้ค้าน้ำมันรายใหญ่ในประเทศ เช่น Esso, Chevron, Shell, BCP เป็นต้น อีก 35% เป็นการขนส่งน้ำมันปาล์มให้แก่ลูกค้าในแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ผลจาก COVID-19 ทำให้การบริโภคน้ำมันในประเทศชะลอ ส่งผลให้ปริมาณการขนส่งน้ำมันของ VL ลดลง แต่จากสถานการณ์การบริโภคน้ำมันในประเทศทยอยดีขึ้นเป็นลำดับ ผลประกอบการของ VL เริ่มฟื้นตัวแล้วตั้งแต่ 3Q20 และต่อเนื่องใน 4Q20

เตรียมขยายกองเรือ เข้าสู่โหมดการเติบโต

ในปี 2021 จะมีเรือเพิ่ม 1 ลำ (VL 23) มีขนาดบรรทุก 2,800 DWT จะเริ่มให้บริการขนส่งน้ำมันปาล์มในประเทศแถบเอเชียตั้งแต่เดือน เม.ย. คาดสร้างรายได้เฉลี่ยราว 6-7 ล้านบาทต่อเดือน หลังจากนั้นเราคาดว่าบริษัทจะเห็นหน้าขยายกองเรือตามแผนปีละ 1-2 ลำ เน้นเรือมีสองที่มีขนาดใหญ่ขึ้นเป็น 10,000 DWT +/- เพื่อรองรับความต้องการขนส่งน้ำมันปาล์มในต่างประเทศ และขยายเส้นทางใหม่ที่อาจไกลขึ้นเช่น อินเดียหรือจีน สถานการณ์ปัจจุบันเอื้อต่อการซื้อเรือเพราะราคายังไม่สูงนัก

คาดการณ์ปี 2020 -4.7% แต่เร่งตัวขึ้นในปี 2021-2022 เป็น +24.4% และ +26.7%

เราคาดกำไรปกติปี 2020 -4.7% Y-Y แต่จะเติบโตเร่งตัวขึ้นในปี 2021 ที่มีการรับเรือเพิ่ม คาดกำไร +24.4% เป็น 95.7 ล้านบาทและต่อเนื่อง +26.7% เป็น 121.3 ล้านบาทในปี 2022 และคาดเติบโตได้กว่า 10% ในอีก 2 ปีข้างหน้า การเติบโตดังกล่าวมาจากกองเรือที่เพิ่ม และปริมาณการขนส่งน้ำมันปาล์มในต่างประเทศที่มากขึ้นตามปริมาณการผลิตและส่งออกของน้ำมันปาล์มในอินโดนีเซียและมาเลเซีย ขณะที่การขนส่งน้ำมันในประเทศจะทยอยฟื้นตัวเป็นลำดับ

ประเมินราคาเป้าหมาย 2.20 บาท แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเป้าหมาย 2.20 บาทอิง PE 18 เท่า และ PEG 1 โดยคาดการณ์กำไรปกติโตเฉลี่ย 18.1% CAGR ในช่วงปี 2021-20254 แม้ Target PE จะสูงกว่า PRM (เราให้ Target PE 15 เท่า) และ AMA (Consensus Target PE 17 เท่า) แต่อัตรากำไรขั้นต้นของ VL สูงกว่าและการเติบโตของกำไรปี 2021 ของ VL ก็สูงกว่า นอกจากนี้ธุรกิจของ VL มีการลงทุนสูง สินทรัพย์หลักคือเรือเดินทะเลและอุปกรณ์ ค่าเสื่อมราคาแต่ละปีใกล้เคียงกำไรสุทธิที่ทำได้ ที่ราคาเป้าหมาย 2.20 บาทคิดเป็น Implied EV/EBITDA เพียง 10.0 เท่า

Company Overview

VL เริ่มก่อตั้งในปี 1991 เพื่อประกอบธุรกิจให้บริการขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม และผลิตภัณฑ์เคมีทางทะเล ทั้งในและต่างประเทศในภูมิภาคตะวันออกเฉียงใต้ สินค้าหลักที่ให้บริการแบ่งเป็น 5 ประเภท ได้แก่ การให้บริการขนส่งน้ำมันดิบ น้ำมันใส น้ำมันเตา น้ำมันหล่อลื่น และน้ำมันปาล์ม

สำหรับการขนส่งผลิตภัณฑ์ในประเทศจะเป็นการขนส่งปิโตรเลียมให้กับลูกค้าที่ทำธุรกิจผู้ค้าน้ำมันรายใหญ่ เช่น บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) บริษัท เชฟรอน (ไทย) จำกัด เป็นต้น

ส่วนการขนส่งระหว่างประเทศจะเป็นการขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ผลิตภัณฑ์เคมีภัณฑ์ให้กับลูกค้ารายใหญ่ที่ทำธุรกิจค้าน้ำมันปาล์มและน้ำมันหล่อลื่นในกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เป็นหลัก

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 2.20 บาทต่อ PE 18 เท่า และ PEG 1 จากคาดการณ์การเติบโตของกำไรปกติเฉลี่ยที่ 18.1% CAGR ในช่วงปี 2021-2024 แม้ว่า Target PE จะสูงกว่า PRM (เราให้ Target PE 15 เท่า) และ AMA (Consensus Target PE 17 เท่า) แต่อัตราการไร้นั้นต้นของ VL สูงกว่า PRM (เฉพาะธุรกิจขนส่งน้ำมันในประเทศ) และ VL (เฉพาะธุรกิจขนส่งน้ำมันปาล์มต่างประเทศ) และการเติบโตของกำไรปี 2021 ของ VL สูงกว่าทั้ง PRM และ AMA เราเห็นว่า VL ควรจะมีพรีเมียมจากกลุ่ม

ธุรกิจของ VL มีการลงทุนสูง สินทรัพย์หลักกว่า 80% คือเรือเดินทะเลและอุปกรณ์ ดังนั้น ค่าเสื่อมราคาปีละ 100 ล้านบาทเศษ ใกล้เคียงกำไรสุทธิที่ทำได้แต่ละปี ที่ราคาเป้าหมาย 2.20 บาทคิดเป็น Implied EV/EBITDA เพียง 10.0 เท่า

ESG

Environment

- VL ให้ความสำคัญต่อการพัฒนาชุมชน สิ่งแวดล้อม ตลอดจนบำรุงด้านศาสนา ให้แหล่งชุมชนสามารถอาศัยสถานที่ต่างๆ ทำกิจกรรมได้อย่างเต็มที่ พัฒนาชุมชนให้น่าอยู่ ปฏิสังขรวัดที่ชำรุดทรุดโทรม เป็นต้น
- VL ได้ปรับเปลี่ยนการใช้น้ำมันเชื้อเพลิงสำหรับเรือที่ให้บริการขนส่งในต่างประเทศ 2 ลำ ได้แก่ เรือ VL10 และ VL21 โดยเปลี่ยนมาใช้ Gas oil ที่ปล่อยก๊าซซัลเฟอร์หรือกำมะถันในระดับต่ำไม่เกิน 0.5% เพื่อมลพิษตามมาตรฐาน IMO2020 ตั้งแต่ 4Q19 ส่วนเรือที่ให้บริการขนส่งในประเทศ ได้เปลี่ยนมาใช้น้ำมันเชื้อเพลิงชนิด B20 และ B10

Social

- VL จัดกิจกรรมเพื่อประโยชน์ต่อสังคมและมีส่วนร่วมในการพัฒนาชุมชนและสังคม เช่น ในปี 2019 มอบทุนการศึกษาให้นักเรียนที่เรียนดีแต่ขาดทุนทรัพย์ 1 ทุน มูลค่า 50,000 บาทแก่คณะศึกษาศาสตร์ มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒประสานมิตร และจัดทอดกฐินที่วัดดอนยายหนู จ.ประจวบคีรีขันธ์
- บริษัทมีโครงการต้นกล้า วี.แอล. (V.L. Seeds) เพื่อส่งเสริมความรู้ให้แก่บุคลากรที่สนใจในงานสายธุรกิจเดินเรือ งบประมาณของโครงการนี้แบ่งเป็นทุนนักเรียนลูกเรือในประเทศและทุนลูกเรือต่างประเทศ

Governance

- โครงสร้างกรรมการบริษัทมี 8 คน เป็นกรรมการอิสระ 4 คน (เกณฑ์ของบริษัทกำหนดให้กรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมดแต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน) เพื่อให้เกิดการถ่วงดุลในการออกเสียงในการพิจารณาเรื่องต่างๆ และสอนทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทตระหนักถึงสิทธิของผู้ถือหุ้น ส่งเสริมและอำนวยความสะดวกในการใช้สิทธิของผู้ถือหุ้น เช่น จัดให้มีการประชุมใหญ่สามัญผู้ถือหุ้นเป็นประจำทุกปี เปิดโอกาสให้ส่งคำถามล่วงหน้า เปิดโอกาสให้แสดงความคิดเห็น และเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส ถูกต้อง และครบถ้วน
- บริษัทมีระบบการประเมินและติดตามงานที่ได้ดำเนินการไปอย่างสม่ำเสมอ รวมถึงมีการตรวจสอบ ปรับปรุง และแก้ไขระบบควบคุมภายในอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้สอดคล้องกับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป ตลอดจนเสนอแนวทางปฏิบัติที่จำเป็นเพื่อแก้ไขข้อบกพร่องอย่างทันท่วงที

เข้าสู่โหมดการเติบโตอีกครั้ง

ลักษณะรายได้ของ VL ค่อนข้างมั่นคงสม่ำเสมอ เป็น Recurring income เพราะประมาณ 73% ของรายได้มีสัญญาที่แน่นอน (Contract of Affreightment - COA) อายุสัญญาเฉลี่ย 3 ปีและมักได้รับการต่อสัญญามาตลอดเป็นระยะเวลากว่า 26 ปีในการดำเนินธุรกิจ เพราะลูกค้าหลักคือกลุ่มผู้ค้าน้ำมันรายใหญ่ในประเทศ เช่น Esso, Chevron, Shell, BCP และ PTTGC เป็นต้น รายได้ของ VL มีความสัมพันธ์โดยตรงกับกองเรือ ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (ปี 2015-2019) บริษัทไม่ได้มีการขยายกองเรือมากนัก มีการขายเรือเก่าและซื้อเรือใหม่ แต่จำนวนกองเรือที่ให้บริการยังอยู่ที่ 12-13 ลำ รายได้จึงเติบโตไม่สูงนักเฉลี่ย 5% CAGR สำหรับปี 2020 บริษัทได้รับผลกระทบจาก COVID-19 ที่ทำให้การบริโภคน้ำมันในประเทศชะลอลง โดยเฉพาะน้ำมันอากาศยาน ส่งผลให้ปริมาณการขนส่งน้ำมันของ VL ลดลง แต่จากสถานการณ์การบริโภคน้ำมันในประเทศทยอยดีขึ้นเป็นลำดับ ผลประกอบการของ VL เริ่มฟื้นตัวใน 3Q20 และในปี 2021 ที่ VL จะรับเรือใหม่ 1 ลำ (VL 23) รวมถึงมีแนวโน้มกลับมาขยายกองเรืออีกครั้งปีละ 1-2 ลำ เราเชื่อว่าผลประกอบการของ VL เริ่มเข้าสู่โหมดการเติบโต

กองเรือที่ให้บริการและปริมาณการขนส่ง



รายได้จากการขนส่งสัมพันธ์กับกองเรือ

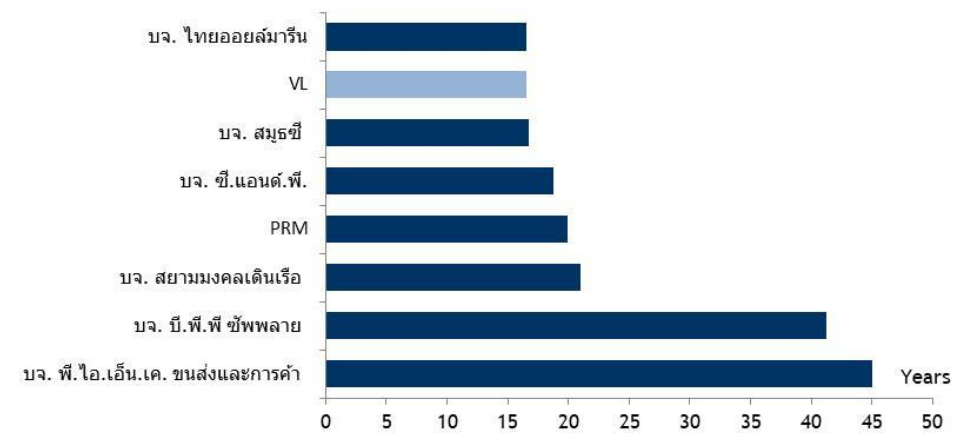


ที่มา: VL

กองเรือมีอายุน้อย มีประสิทธิภาพสูง

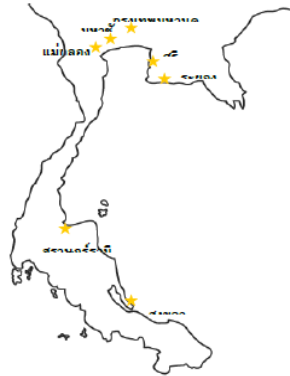
ธุรกิจของ VL คือการให้บริการขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมและผลิตภัณฑ์เคมีภัณฑ์ทางทะเล สินค้าที่บริษัทขนส่งมี 5 ประเภทได้แก่ น้ำมันดิบ น้ำมันใส (เบนซิน ดีเซล น้ำมันอากาศยาน) น้ำมันเตา น้ำมันหล่อลื่น และน้ำมันปาล์ม โดยให้บริการขนส่งทั้งในประเทศและต่างประเทศซึ่งเน้นประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ปัจจุบันบริษัทมีกองเรือ 12 ลำ มีน้ำหนักบรรทุกรวม 39,020 DWT มีความสามารถในการบรรจุน้ำมันรวมประมาณ 40,000 ลูกบาศก์เมตร กองเรือมีอายุเฉลี่ยประมาณ 16 ปี ถือว่าอายุน้อยมาก ทั้งนี้ เป็นไปตามนโยบายของบริษัทในการลดอายุของกองเรือให้น้อยลง เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและปริมาณการขนส่งให้มากขึ้น และค่าใช้จ่ายซ่อมบำรุงไม่สูงมากนัก

กองเรือของ VL มีอายุน้อยกว่าผู้ประกอบการรายอื่น



ที่มา: VL filing ปี 2019

การให้บริการขนส่งในประเทศ เป็นการขนส่งน้ำมันดิบ น้ำมันใส น้ำมันเตา และน้ำมันหล่อลื่น ให้กับลูกค้าซึ่งเป็นโรงกลั่นน้ำมัน จากท่าเรือต้นทางไปสู่ท่าเรือปลายทางตามที่ลูกค้ากำหนด เส้นทางหลักที่ให้บริการคือ ศรีราชา-สุราษฎร์ธานี ศรีราชา-มหาชัย ศรีราชา-กรุงเทพฯ ปัจจุบันบริษัทมีเรือให้บริการขนส่งสินค้าในประเทศจำนวน 8 ลำ และ 1 ลำสามารถให้บริการได้ทั้งในและต่างประเทศ



เส้นทางขนส่งในประเทศ	
ท่าเรือต้นทาง-ปลายทาง	
1.	ศรีราชามหาชัย-สงขลา,กรุงเทพฯ, แม่กลอง, สุราษฎร์ธานี
2.	ระยอง-มหาชัย,สงขลา,กรุงเทพฯ, แม่กลอง, สุราษฎร์ธานี
3.	กรุงเทพฯ-มหาชัย, แม่กลอง, สุราษฎร์ธานี

ที่มา: VL

การให้บริการขนส่งต่างประเทศ เป็นการขนส่งน้ำมันปาล์ม ลูกค้าได้แก่โรงกลั่นน้ำมันปาล์มและน้ำมันพืชที่อยู่ในแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ได้แก่ อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ เมียนมาร์ และเวียดนาม ปัจจุบันบริษัทมีเรือให้บริการขนส่งน้ำมันปาล์มในต่างประเทศ 3 ลำ และ 1 ลำสามารถให้บริการได้ทั้งในและต่างประเทศ



เส้นทางขนส่งระหว่างประเทศ	
ท่าเรือต้นทางปลายทาง-	
1.	มาเลเซียฟิลิปปินส์-มาเลเซีย ,เวียดนามอินโดนีเซีย,
2.	อินโดนีเซียฟิลิปปินส์-มาเลเซีย ,เวียดนาม
3.	ศรีราชา,กัมพูชา-อินโดนีเซียสิงคโปร์,
4.	ระยองกัมพูชา-อินโดนีเซีย
5.	อินโดนีเซีย-เมียนมาร์ ¹

¹ เส้นทางขนส่งใหม่เริ่มให้บริการตั้งแต่เดือนเมษายน 2562

ที่มา: VL

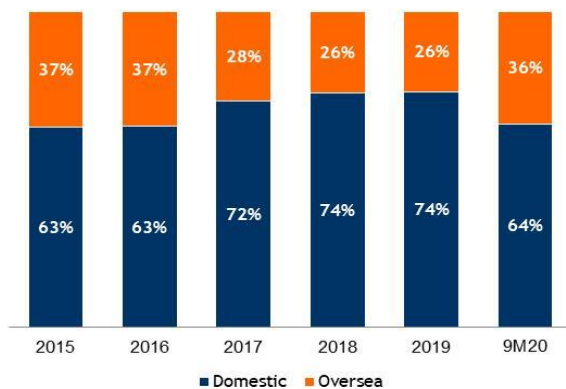
รายได้ส่วนใหญ่มีสัญญา ช่วยจำกัดความเสี่ยงขาด

จำนวนกองเรือทั้งหมด 12 ลำในปัจจุบัน เป็นเรือที่มีสัญญา (COA) 11 ลำ ซึ่งสร้างรายได้ประมาณ 73% ของรายได้รวม และอีก 1 ลำเป็นการขนส่งสินค้าแบบรายเที่ยว (Spot) สร้างรายได้ประมาณ 27% การขนส่งในประเทศส่วนใหญ่เป็นการทำสัญญาแบบ COA ในขณะที่การขนส่งต่างประเทศมักเป็นแบบ Spot ทั้งนี้ ในการให้บริการบริษัทมีข้อตกลงทางธุรกิจ 2 ประเภทคือ

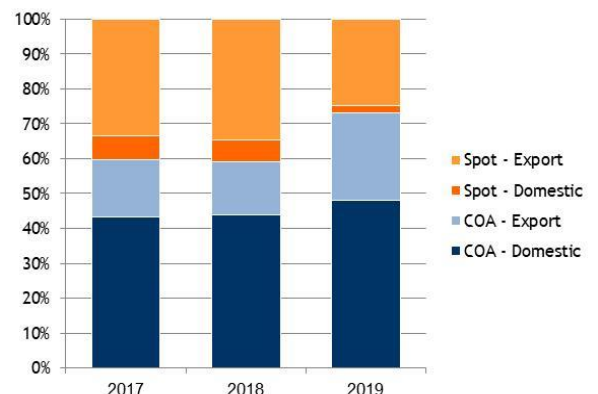
การขนส่งสินค้าแบบทำสัญญารับขนส่งสินค้าล่วงหน้า (Contract of Affreightment : COA) การขนส่งน้ำมันในประเทศส่วนใหญ่เป็นการทำสัญญาแบบ COA เพราะลูกค้าต้องการขนส่งสินค้าอย่างต่อเนื่อง บริษัทต้องมีเรือพร้อมทันทีที่ลูกค้าต้องการใช้ ระยะเวลาของสัญญาส่วนมากมีอายุ 1-3 ปี ในสัญญาจะระบุปริมาณการขนส่งขั้นต่ำของสินค้าแต่ละประเภท อัตราค่าบริการที่แปรผันตามราคาน้ำมันดีเซลหน้าสถานีบริการน้ำมันในกรุงเทพฯ เส้นทาง การขนส่ง และเงื่อนไขอื่นๆ เช่นความรับผิดชอบกรณีสินค้าสูญหาย นอกจากนี้ ยังมีสัญญาแบบ Time Charter คือ เหม่าจ่ายรายเดือน ปัจจุบันมีลูกค้า 1 รายที่ทำสัญญา Time Charter โดยใช้เรือ 1 ลำในการให้บริการ สำหรับลูกค้าในต่างประเทศ มีน้อยรายที่ทำสัญญาแบบ COA การทำสัญญากับลูกค้าต่างประเทศมักผ่านทางนายหน้า (Broker) และมีระยะเวลาปีต่อปี

การขนส่งสินค้าแบบรายเที่ยว (Spot Charter) เพื่อเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพกองเรือ บริษัทจะนำเรือที่ว่างในบางช่วงบางเวลามาให้บริการขนส่งสินค้าไปยังท่าเรือต่างๆ แบบรายเที่ยว เรือที่ไม่ได้ใช้ในการขนส่งอยู่นั้นต้องมีลักษณะแบบที่ลูกค้าต้องการ โดยลูกค้าต้องระบุประเภทและปริมาณสินค้าที่จะขนส่ง ตารางเวลาขนส่ง สถานที่รับส่งสินค้า เพื่อตกลงอัตราค่าบริการขนส่งและจัดทำใบเสนอราคาให้กับลูกค้าเป็นรายเที่ยว การให้บริการขนส่งต่างประเทศส่วนใหญ่เป็นแบบรายเที่ยว

โครงสร้างรายได้ตามเส้นทางให้บริการ



โครงสร้างรายได้ตามประเภทสัญญา



ที่มา: VL

ข้อมูลกองเรือที่ให้บริการ ณ สิ้นปี 2020

Name	Age as of Dec-19	Capacity (m ³)	Classification ¹	Product	Contract	Route
VL 10	30.02	3,091.90	TG ²	Palm oil	SPOT	International
VL 11	25.52	2,380.87	IRS ²	Clear oil	COA	Domestic
VL 12	23.27	2,743.86	IRS ²	Fuel oil	Time Charter	Domestic
VL 14	25.35	1,581.57	TG ²	Clear oil	COA	Dom/Inter
VL 15	25.15	2,898.80	NK ²	Clear oil	COA	Domestic
VL 17	2.66	2,459.02	KR ²	Clear oil	COA	Domestic
VL 18	2.28	2,459.02	KR ²	Clear oil	COA	Domestic
VL 19	11.38	5,500.96	KR ²	Crude oil	COA	Domestic
CTP 5	2.98	2,459.02	KR ²	Clear oil	COA	Domestic
VL 20	13.53	5,438.98	KR ²	Crude oil	COA	Domestic
VL 21	12.0	5,487.94	TG ²	Palm oil	COA	International
VL 22	0.0	2,800.00	KR ²	Palm oil	SPOT	International

Note: 1: Classification is a vessel classification association that inspects vessels to issue vessel classification certification as an evidence to show that the built vessel or the equipment installed on board is in accordance with the standards and regulations determined by the vessel classification society.

2: TG = Thai Government, KR = Korean Register of Shipping, NK = Nippon Kaiji Kyokai, Japan, IRS = Indian Register of Shipping

ที่มา: VL

ตัวอย่างเรือขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมของบริษัท



ที่มา: VL

การแข่งขันไม่รุนแรง ผู้ประกอบการแต่ละรายมีลูกค้าที่มีความสัมพันธ์เหนียวแน่นยาวนาน

ธุรกิจเรือขนส่งปิโตรเลียมในประเทศถือว่าการแข่งขันไม่รุนแรง และโอกาสเกิดผู้ประกอบการรายใหม่ที่จะเข้ามาในธุรกิจนี้มีน้อย (มี Barrier to entry สูง) เนื่องจากเป็นธุรกิจที่ต้องใช้เงินลงทุนสูง อาศัยความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ของบุคลากรในการเดินเรือ มีกฎหมายและกฎระเบียบต่างๆ มากมายทั้งในและต่างประเทศที่ต้องปฏิบัติตาม โครงสร้างการกำหนดราคาค่าบริการไม่แตกต่างกันมากนัก การตั้งราคาสำหรับการขนส่งในประเทศเป็นลักษณะ Cost Plus (ต้นทุนหลักไม่ต่างกันมากนักคือต้นทุนค่าน้ำมันเชื้อเพลิง คนเรือ ค่าใช้จ่ายดำเนินการของเรือ เป็นต้น) ส่วนการตั้งราคาสำหรับการขนส่งต่างประเทศเป็นราคาที่เทียบเคียงกับคู่แข่งได้ และเนื่องจากเป็นบริการที่มีมาตรฐานรวมถึงต้องการความปลอดภัยสูง ซึ่งลูกค้าแต่ละรายมีรายละเอียดต่างกัน เมื่อเลือกใช้บริการกับผู้ให้บริการรายใดแล้วมักไม่เปลี่ยนแปลงโดยง่าย

ผู้ประกอบการที่ดำเนินธุรกิจให้บริการขนส่งน้ำมันดิบและผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม

บริษัท	จำนวนเรือให้บริการ	DWT
กลุ่ม PRM	26*	77,411
VL	12	39,020
บจ. สมูทซี	7	25,050
บจ. บี.พี.พี ซัพพลาย	8	20,941
บจ. ซี.แอนด์.พี.	3	11,300
บจ. วี.ซี.ซี.อินเตอร์มารีนเซอร์วิสเซอแอนด์ทรานสปอร์ต	4	9,230
บจ. สยามมงคลเดินเรือ	2	8,850
บจ. ทรานส์ โอเชียน ซัพพลาย (1992)	6	8,805
บจ. อิมแพ็กซ์ มารีน (ประเทศไทย)	2	5,262
บจ. พี.เอส.วี. ซัพพลาย	1	3,610
บจ. รวมมิตรมารีนออยล์	1	3,481

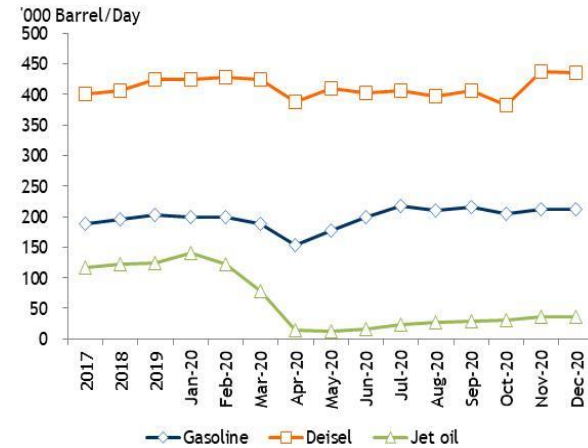
ที่มา: สมาคมเจ้าของเรือไทย ปี 2562

* หมายเหตุ: ยังไม่รวมกองเรือของ TM

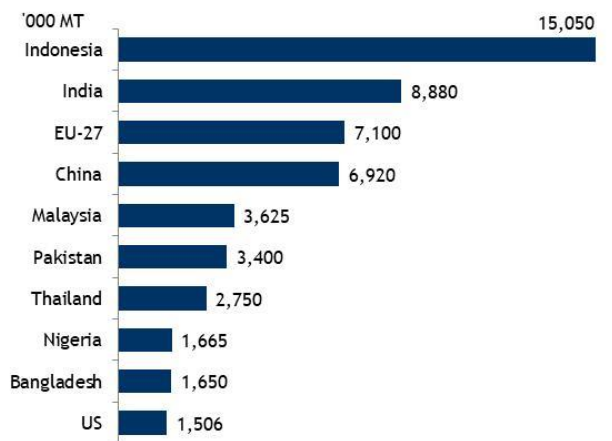
โอกาสยังเปิดกว้างสำหรับตลาดตลาดต่างประเทศ

การเติบโตของธุรกิจขนส่งน้ำมันของ VL ขึ้นอยู่กับการขยายกำลังการผลิตของลูกค้าน้ำมันสำเร็จรูปในประเทศและโรงกลั่นหรือผู้ค้าน้ำมันปาล์มในต่างประเทศ สำหรับการขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมในประเทศ การเติบโตขึ้นอยู่กับปริมาณความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปและกำลังการผลิตของโรงกลั่นเป็นหลัก ซึ่งมีแนวโน้มเติบโตไม่สูงตามการขยายตัวของ GDP ที่ประมาณ 3% ต่อปี และในช่วงการแพร่ระบาดของ COVID-19 ตั้งแต่ปี 2020 ปริมาณการใช้น้ำมันโดยเฉพาะน้ำมันอากาศยานซบเซาลง ในขณะที่การบริโภคน้ำมันปาล์มยังมีการเติบโตแม้ในช่วงการแพร่ระบาด เห็นได้จากในช่วง 2Q20 VL ได้นำเรือ 3 ลำไปวิ่งและมีอัตราการใช้เรือสูงถึง 96%

ปริมาณความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปในประเทศ



ปริมาณการบริโภคน้ำมันปาล์มรายประเทศ

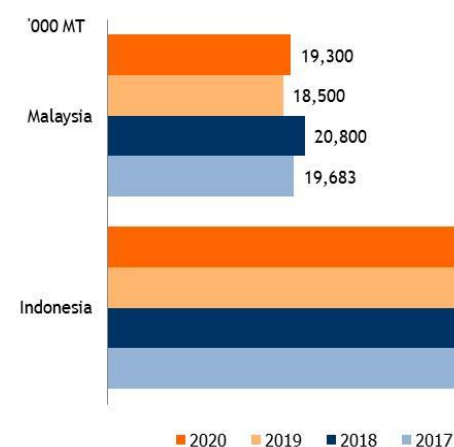


ที่มา: EPPO

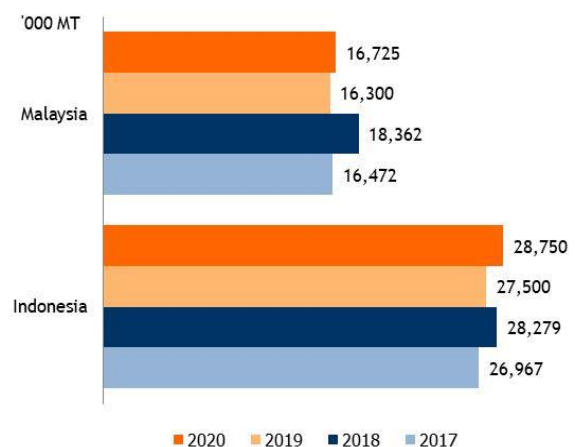
ที่มา: United State Department of Agriculture, Year of estimate 2020

ในจำนวน 10 ประเทศที่การบริโภคน้ำมันปาล์มสูงสุดของโลก อยู่ในแถบเอเชียถึง 7 ประเทศ นอกจากนี้ กระทรวงเกษตรสหรัฐฯได้คาดการณ์ว่าผู้ผลิตน้ำมันปาล์มรายใหญ่ที่สุดของโลกอย่างอินโดนีเซียจะมีการผลิตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในปี 2020 และทั้งอินโดนีเซียและมาเลเซียยังคงส่งออกน้ำมันปาล์มเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่องเช่นกัน VL เห็นช่องทางดังกล่าว กองเรือที่เพิ่มขึ้นจึงจะนำไปให้บริการขนส่งในต่างประเทศ แม้ว่าจะมีผู้ประกอบการหลายราย เช่น AMA และ PRM และผู้ประกอบการสัญชาติอื่น แต่ตลาดใหญ่พอที่ VL จะหาลูกค้าเพิ่มได้ นอกจากนี้ การมีลูกค้าในกลุ่มผู้ค้าโรงกลั่นน้ำมันปาล์มยังเป็นการกระจายความเสี่ยงของพอร์ตหากมีการเปลี่ยนแปลงการใช้พลังงานในอนาคต

ปริมาณการผลิตน้ำมันปาล์มของผู้ผลิตรายใหญ่



ปริมาณการส่งออกน้ำมันปาล์มของผู้ผลิตรายใหญ่



ที่มา: United State Department of Agriculture, Year of estimate 2020

คาดการณ์กำไร 4Q20 ทรงตัวใกล้เคียง 3Q20 แต่ -10.2% Y-Y และทั้งปี 2020 -4.7%

ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (ปี 2015-2019) รายได้จากบริการขนส่งเติบโตไม่สูงนักเฉลี่ย 5% CAGR จาก 586.0 ล้านบาทในปี 2015 เป็น 712.1 ล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ในกรอบ 20-25% ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมีสัดส่วน 3-5% แต่เงินทุนที่เริ่มเร่งตัวขึ้นตั้งแต่ปี 2016 เพราะเพิ่มกองเรือในประเทศ 3 ลำในปี 2016 และ 1 ลำในปี 2017 ธุรกิจขนส่งน้ำมันปาล์มในต่างประเทศชะลอตัวลงในปี 2017 จากการหยุดซ่อมเรือนอกแผน 1 ลำ และค่าเงินดอลลาร์ที่อ่อนค่า ทำให้กำไรปกติในช่วงปี 2017-2018 ทดลงเพราะการเพิ่มขึ้นของค่าเสื่อมราคาจากเรือใหม่และพนักงานประจำเรือเพื่อรองรับเรือใหม่ที่มีขนาดใหญ่กว่าเดิม รวมถึงดอกเบี้ยจ่าย กัดดันให้อัตรากำไรปกติต่อรายได้ (Norm profit margin) ลดลงเหลือ 7-8% จากที่เคยอยู่ในระดับ 13-15% ผลประกอบการกลับมาปรับตัวดีขึ้นในปี 2019 แม้รายได้จะเพิ่มเพียง 2.5% Y-Y แต่กำไรปกติ +44.9% Y-Y จากการรับรู้รายได้จากเรือลำใหม่ที่ต่อเสร็จในช่วงปลายปี 2018 และบริหารจัดการต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

สำหรับงวด 9M20 รายได้จากบริการขนส่ง -8.8% Y-Y เป็น 492.8 ล้านบาท จากการลดลงของธุรกิจขนส่งน้ำมันในประเทศซึ่งถูกกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 และการปิดเมือง ประกอบกับกองเรือที่ลดลง 1 ลำ (ขายเรือเก่า 2 ลำและซื้อเรือใหม่ 1 ลำ) แต่กำไรปกติ (ไม่รวมกำไรพิเศษจากการขายเรือ) -2.9% Y-Y เป็น 58.7 ล้านบาทจากต้นทุนน้ำมันที่ลดลงและดอกเบี้ยจ่ายลดลงจากการชำระคืนเงินต้นและอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง

เราคาดกำไรปกติ 4Q20 จะใกล้เคียง 3Q20 ที่ 18.3 ล้านบาท -0.3% Q-Q, -10.2% Y-Y จากกิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศที่ทยอยฟื้นตัวอย่างช้าๆ ส่งผลต่อปริมาณการใช้น้ำมันในประเทศที่ค่อยๆ เพิ่มขึ้นแม้จะลดลงบ้างในช่วงปลายปีแต่เชื่อกระทบจำกัด บวกกับการควบคุมต้นทุนและรายจ่ายอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งคาดว่าจะส่งผลให้กำไรปกติทั้งปี 2020 อยู่ที่ 77.0 ล้านบาท -4.7% Y-Y

4Q20 Earnings Preview

(Bt mn)	4Q20E	3Q20	% Q-Q	4Q19	% Y-Y
Sales revenue	168.4	163.7	2.9	172	-2.1
Costs	125.9	124.0	1.5	126.7	-0.6
Gross profit	42.5	39.6	7.3	45.3	-6.2
SG&A expense	9.5	8.5	11.2	9.9	-4.5
Interest expense	9.2	9.1	1.0	10.7	-13.6
Norm profit	18.3	18.3	-0.3	20.4	-10.2
Net profit	18.3	19.7	-7.0	20.4	-10.2
EPS (Bt/share)	0.02	0.02	-7.0	0.03	-10.2
Gross margin %	25.3	24.2	1.1	26.4	-1.1
SG&A as % of Sales	5.6	5.2	0.4	5.8	-0.1
Norm profit margin %	18.6	16.9	5.5	13.1	5.5

ที่มา: Finansia Estimates

คาดการณ์กำไรปี 2021-2022 เติบโต 24.4% Y-Y และ 26.7% Y-Y ตามลำดับ

ในปี 2021 จะมีเรือเพิ่ม 1 ลำ (VL 23) เป็นเรือที่มีขนาดบรรทุก 2,800 DWT นำมาให้บริการขนส่งน้ำมันปาล์มและน้ำมันพืชในต่างประเทศได้ตั้งแต่เดือน เม.ย. 2021 เรือขนาดดังกล่าวคาดว่าจะสามารถสร้างรายได้เฉลี่ยราว 6-7 ล้านบาทต่อเดือน ก่อนหน้าการระบอบาตรรอบใหม่ของ COVID-19 บริษัทมีแผนเพิ่มกองเรือเชิงรุกมากขึ้นคือปีละ 1-2 ลำ เป็นเรือที่มีขนาดบรรทุกใหญ่ขึ้น เพื่อรุกตลาดต่างประเทศในเส้นทางใหม่ๆ มากขึ้น แต่จากสถานการณ์เศรษฐกิจปัจจุบัน บริษัทจะทบทวนแผนการลงทุนอีกครั้งเร็วๆ นี้ อย่างไรก็ตาม เราคิดว่าเป็นไปได้ที่บริษัทจะเดินหน้าขยายกองเรืออย่างค่อยเป็นค่อยไปและเป็นเรือขนาด 10,000 DWT +/- เพื่อขนส่งในเส้นทางใหม่ เช่น อินเดียและจีน ส่วนความต้องการน้ำมันสำเร็จรูปในประเทศโดยเฉพาะน้ำมันอากาศยานคาดทยอยปรับตัวดีขึ้นตั้งแต่ 2H21 จึงคาดการณ์รายได้จากบริการขนส่งที่ 756.7 ล้านบาท +14.5% Y-Y ในปี 2021 และเป็น 873.6 ล้านบาท +15.4% Y-Y ในปี 2022 คิดเป็นอัตรากำไรเติบโตเฉลี่ย 14.3% CAGR ในช่วงปี 2021-2024 การเติบโตดังกล่าวมาจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณเที่ยวมากกว่าจะเป็นอัตราค่าบริการ แม้อัตราค่าบริการในตลาดต่างประเทศจะมีขนาดใหญ่แต่ก็มีผู้ให้บริการจำนวนมาก

ต้นทุนค่าบริการที่สำคัญได้แก่ค่าน้ำมันเชื้อเพลิงซึ่งเป็นประมาณ 34-38% โดย 70% ของน้ำมันเชื้อเพลิงเป็นน้ำมันเตาซึ่งไม่ผันผวนมากนัก และ 30% เป็นน้ำมันดีเซล) และ 18-19% เป็นค่าเสื่อมราคาหรือประมาณปีละกว่า 1 ร้อยล้านบาทเศษ และอีกประมาณ 24% เป็นค่าใช้จ่ายพนักงาน เรคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะอยู่ที่ระดับประมาณ 25% ไม่น่าจะเพิ่มมากไปกว่านี้มากนักเพราะในอนาคตที่บริษัทจะรุกตลาดต่างประเทศมากขึ้น ระยะทางขนส่งไกลขึ้นย่อมทำให้การใช้น้ำมันแปรผันตาม ค่าใช้จ่ายในการบริหารคาดมีสัดส่วน 5.0-5.5% ของรายได้ จึงคาดกำไรปกติปี 2021 ที่ 95.7 ล้านบาท +24.4% Y-Y เป็น 121.3 ล้านบาท +26.7% Y-Y ในปี 2022 เป็น 138.9 ล้านบาท +14.5% Y-Y ในปี 2023 และเป็น 157.8 ล้านบาท +13.7% Y-Y ในปี 2024 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 18.1% CAGR ในช่วงปี 2021-2024

Key assumptions

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Number of vessels (unit)	12	13	13	14	14
Capacity (DWT)	39,020	40,887	41,820	51,820	57,320
Utilization rate (%)	78.9%	83.0%	93.0%	96.0%	98.0%
Operation days (day)	4,417	4,603	5,063	5,291	5,640
Freight per vessel per day (Bt)	44.1	45.3	46.9	48.9	50.8
Freight revenues (Btm)	661	757	874	1,008	1,131
Gross margin (%)	25.2%	25.4%	25.4%	25.2%	25.0%
SG&A to sales (%)	5.4%	5.4%	5.2%	5.2%	5.2%
Norm profit margin (%)	11.6%	12.7%	13.9%	13.8%	14.0%

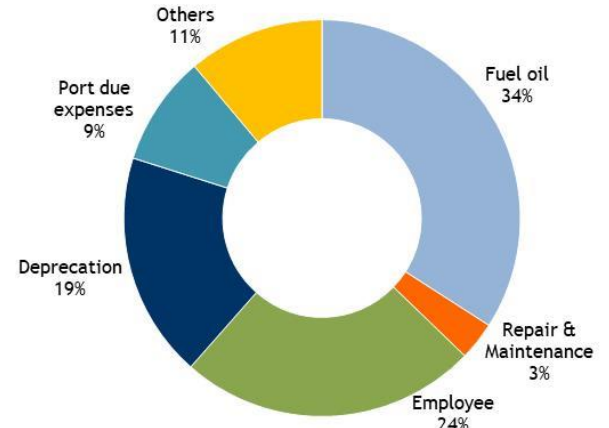
ที่มา: Finasia Research

คาดการณ์รายได้และกองเรือ

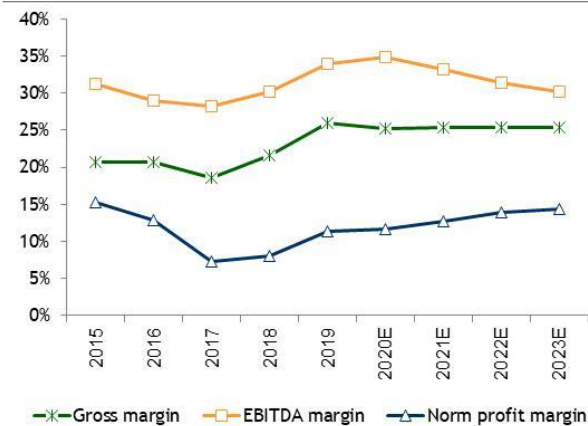


ที่มา: Finasia Research

โครงสร้างต้นทุนบริการปี 2019



อัตรากำไร



ที่มา: Finasia Research

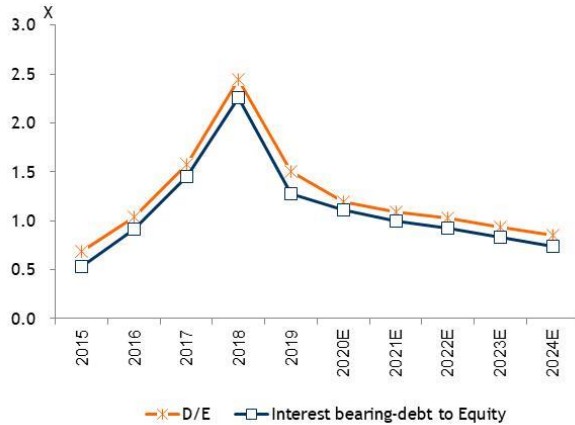
คาดการณ์กำไรปกติและอัตรากำไรต่อรายได้



ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง

สภาพคล่องทางการเงินแข็งแกร่งขึ้นหลังเพิ่มทุนเพื่อเข้าตลาดฯ อัตราส่วน D/E ลดลงจาก 2.4 เท่าในปี 2018 เป็น 1.5 เท่าในปี 2019 (เพิ่มทุน IPO กลางปี 2019) การขยายกองเรือนำจะใช้เงินลงทุนราว 200-250 ล้านบาทต่อลำ แหล่งของเงินลงทุนส่วนใหญ่มาจากการกู้ แต่ไม่ได้ทำให้ D/E สูงขึ้น เราคาดว่า D/E จะอยู่ในระดับ 1 เท่าเศษ และยังสามารถในการจ่ายเงินปันผลได้ในอัตราเดิมคือ 36% ของกำไรสุทธิ

D/E และ IBD/E Ratios



ROA และ ROE



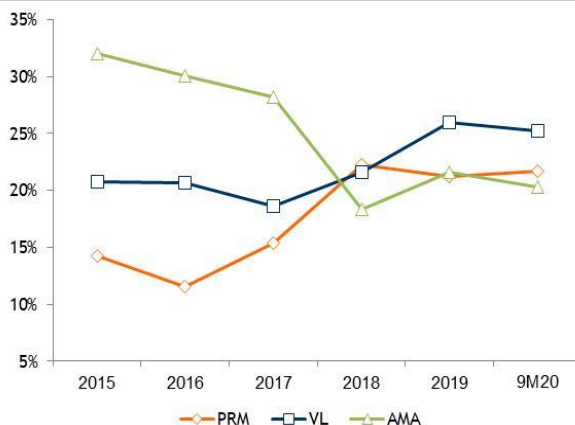
ที่มา: Finasia Research

ประเมินราคาเป้าหมาย 2.20 บาท

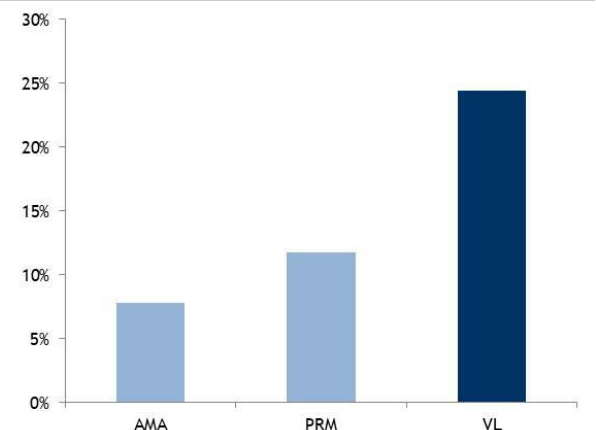
เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 2.20 บาทอิง PE 18 เท่า และ PEG 1 จากคาดการณ์การเติบโตของกำไรปกติเฉลี่ยที่ 18.1% CAGR ในช่วงปี 2021-2024 แม้ว่า Target PE จะสูงกว่า PRM (เราให้ Target PE 15 เท่า) และ AMA (Consensus Target PE 17 เท่า) แต่อัตรากำไรขั้นต้นของ VL สูงกว่า PRM (เฉพาะธุรกิจขนส่งน้ำมันในประเทศ) และ VL (เฉพาะธุรกิจขนส่งน้ำมันปาล์มต่างประเทศ) และการเติบโตของกำไรปี 2021 ของ VL สูงกว่าทั้ง PRM และ AMA เราเห็นว่า VL ควรมีพรีเมียมจากกลุ่ม

ธุรกิจของ VL มีการลงทุนสูง สินทรัพย์หลักกว่า 80% คือเรือเดินทะเลและอุปกรณ์ ดังนั้น ค่าเสื่อมราคาปีละ 100 ล้านบาทเศษ ไกลเคียงกำไรสุทธิที่ได้แต่ละปี ณ ราคาหุ้นปัจจุบันที่ 1.65 บาทคิดเป็น EV/EBITDA 8.3 เท่า และที่ราคาเป้าหมาย 2.20 บาทคิดเป็น Implied EV/EBITDA เพียง 10.0 เท่า

อัตรากำไรขั้นต้น



คาดการณ์การเติบโตของกำไรปี 2021



ที่มา: AMA's net profit forecast is from IAA Consensus, Finasia estimates

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่

ในช่วงปี 2017-2019 VL มีแหล่งรายได้มาจากการขนส่งปิโตรเลียมให้ ESSO เฉลี่ย 44.9% ของรายได้จากการให้บริการทั้งหมด หากเกิดเหตุการณ์ที่ ESSO ต้องหยุดดำเนินธุรกิจชั่วคราวหรือบอกเลิกจ้างบริษัท จะส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม บริษัทและ ESSO มีความสัมพันธ์ที่ดีและใช้บริการเพิ่มขึ้นต่อเนื่องมากกว่า 20 ปีและมีการต่อสัญญาเรื่อยมา

ความเสี่ยงจากการพึ่งพามูลค่าการ

เนื่องจากธุรกิจให้บริการขนส่งปิโตรเลียมเป็นธุรกิจเฉพาะทางที่ต้องอาศัยความรู้ความชำนาญเป็นพิเศษ เช่น บุคลากรที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาเรือ บุคลากรที่เกี่ยวข้องกับการควบคุมการปฏิบัติการบนเรือ และบุคลากรบางตำแหน่งเช่น ลูกเรือทั่วไป (ช่างนำมันที่เป็นลูกยามห้องเครื่อง หรือนายท้ายที่ทำหน้าที่ถือพวงงานเรือ) มักมีอัตราการเปลี่ยนงานค่อนข้างสูง โดยในปี 2018-2019 บริษัทมีอัตราการเปลี่ยนงานของบุคลากรบนเรือเท่ากับ 43.7% และ 33.8% ตามลำดับ หาก VL ไม่สามารถจัดหาบุคลากรทดแทนได้ทัน อาจกระทบต่อการดำเนินธุรกิจได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำมัน

ราคาน้ำมันเป็นทั้งตัวกำหนดรายได้จากการให้บริการที่อิงราคาน้ำมันดิบเซเชลขยาปลีกหน้าสถานีน้ำมันในกรุงเทพฯ และเป็นตัวกำหนดต้นทุนในการขนส่ง บางสัญญาที่มีอายุมากกว่า 1 ปีและเป็นราคาเหมาจ่าย บริษัทไม่สามารถผลกำไรต้นทุนน้ำมันที่สูงขึ้นให้กับลูกค้าได้ทั้งหมด หากราคาน้ำมันมีความผันผวนอย่างมาก อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท ทั้งนี้ ในปี 2017-2019 บริษัทมีรายได้ที่ไม่ผันแปรตามราคาน้ำมันเป็นสัดส่วนเฉลี่ยเพียง 14.5% ของรายได้จากการให้บริการทั้งหมด

ความเสี่ยงจากการนำเรือขึ้นอู่แห้ง

กรมเจ้าท่าภายใต้กฎหมายไทยกำหนดให้เรือทุกลำต้องมีการเข้าอู่แห้งทุกๆ 36 เดือน และสมาคมจัดชั้นเรือ (Classification Society) อยู่ภายใต้ข้อบังคับสากล ที่กำหนดว่าลำเรือทุกลำจะต้องมีการนำเรือเข้าอู่แห้งจำนวน 2 ครั้งภายใน 60 เดือน โดยกำหนดว่าในการตรวจเรือครั้งแรกจะต้องทำภายใน 36 เดือน ระยะเวลาในการเข้าอู่แห้งใช้เวลาประมาณ 15 ถึง 21 วัน ทำให้เรือที่เข้าอู่แห้งไม่สามารถนำไปหารายได้ได้ และยังมีค่าใช้จ่ายเกิดขึ้น หากเรือต้องเข้าอู่แห้งพร้อมกันหลายลำ หรือการเข้าอู่แห้งไม่เป็นไปตามแผนที่บริษัทได้วางไว้ เช่น การซ่อมนอกแผนในปี 2016 โดยที่ VL ไม่สามารถหาเรือทดแทนได้ทัน อาจกระทบต่อการให้บริการลูกค้าและผลประกอบการของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

การให้บริการขนส่งระหว่างประเทศ คู่ค้าจะชำระเงินเป็นสกุลดอลลาร์ ในขณะที่บริษัทจัดทางการเงินเป็นสกุลเงินบาท ทั้งนี้ ในปี 2018-2019 บริษัทมีรายได้จากการให้บริการต่างประเทศเป็นสัดส่วน 25.8% และ 23.6% ของรายได้จากการให้บริการทั้งหมด อย่างไรก็ตาม มีค่าใช้จ่ายบางส่วนเป็นสกุลเงินดอลลาร์ ถือเป็น Natural hedge ได้บางส่วน โดยในปี 2018-2019 มีค่าใช้จ่ายที่เป็นสกุลเงินดอลลาร์ 50.3% และ 43.3% ของรายได้สกุลเงินดอลลาร์ สำหรับการลงทุนซื้อเรือซึ่งมีมูลค่าสูง บริษัทจะมีการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อป้องกันความเสี่ยง

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของความต้องการใช้พลังงานในอนาคต

รายได้หลักของบริษัทกว่า 80% มาจากการขนส่งน้ำมันดิบและผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม หากเกิดการเปลี่ยนแปลงของความต้องการใช้พลังงาน อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Revenue	712	661	757	874	1,008
Cost of sales	527	495	565	652	754
Gross profit	185	167	192	222	254
SG&A	51	47	52	58	65
Operating profit	134	120	139	164	189
Other income	1	3	3	3	4
EBIT	135	123	143	168	192
EBITDA	241	230	251	275	298
Interest charge	47	38	38	35	35
Equity income	0	0	0	0	0
Tax on income	7	8	9	12	19
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	81	77	96	121	139
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	81	77	96	121	139

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Net profit	81	85	105	133	158
Deprec. & amortization	106	107	108	107	106
Change in working capital	-12	-28	-30	-11	-3
Other adjustments	58	-6	31	40	8
Cash flow from operations	234	157	214	269	269
Capital expenditure	-357	-187	-230	-200	-200
Others	32	130	34	12	8
Cash flow from investing	-325	-57	-196	-189	-192
Free cash flow	-91	101	17	81	77
Net borrowings	68	-88	-49	-5	5
Equity capital raised	332	0	0	0	0
Dividends paid	-40	-28	-34	-44	-50
Others	-47	-38	-38	-35	-35
Cash flow from financing	313	-154	-121	-83	-80
Net change in cash	222	-53	-104	-3	-3

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Cash	269	216	113	109	107
Accounts receivable	71	63	77	72	69
Vessel supply & parts	21	23	23	23	23
Other current assets	0	0	0	0	0
Total current assets	511	368	278	270	264
Investments	0	0	0	0	0
Vessels & equipment	1,455	1,415	1,515	1,597	1,689
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	1,967	1,806	1,817	1,891	1,977
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	129	56	67	80	85
Current maturities	162	149	125	125	125
Other current liabilities	36	3	3	4	4
Total current liabilities	326	207	195	209	214
Long-term debt	840	764	739	734	739
Other non-current liab.	16	13	15	17	20
Total non-current liab.	856	777	754	751	759
Total liabilities	1,182	985	949	960	973
Registered capital	400	400	400	400	400
Paid up capital	400	400	400	400	400
Share premium	232	232	232	232	232
Surplus on combination	14	14	14	14	14
Legal reserve	17	19	19	19	19
Retained earnings	123	157	204	266	340
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	785	822	868	931	1,005

Important Ratios (Consolidated)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	2.5	-7.1	14.5	15.4	15.4
EBITDA	15.3	-4.6	9.0	9.6	8.6
Net profit	32.4	-4.7	24.4	26.7	14.5
Normalized earnings	44.9	-4.7	24.4	26.7	14.5
Profitability (%)					
Gross profit margin	25.9	25.2	25.4	25.4	25.2
EBITDA margin	33.9	34.8	33.2	31.5	29.6
EBIT margin	19.0	18.6	18.9	19.2	19.1
Normalized profit margin	11.3	11.6	12.7	13.9	13.8
Net profit margin	11.3	11.6	12.7	13.9	13.8
Normalized ROA	4.1	4.3	5.3	6.4	7.0
Normalized ROE	10.3	9.4	11.0	13.0	13.8
Normalized ROCE	8.2	7.7	8.8	10.0	10.9
Risk (x)					
D/E	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0
Net D/E	1.2	0.9	1.0	0.9	0.9
Net debt/EBITDA	3.0	3.0	2.9	2.7	2.5
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.11	0.10	0.12	0.15	0.17
Normalized EPS	0.11	0.10	0.12	0.15	0.17
EBITDA	0.33	0.29	0.31	0.34	0.37
Book value	0.98	1.03	1.09	1.16	1.26
Dividend	0.04	0.03	0.04	0.05	0.06
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	15.0	17.2	13.8	10.9	9.5
Norm P/E	15.0	17.2	13.8	10.9	9.5
P/BV	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.5	8.8	8.3	7.5	7.0
Dividend yield (%)	2.4	2.1	2.6	3.3	3.8

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p>สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>	<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>
<p>สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100</p>	<p>สาขา มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมมหาราชวัง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p>สาขา สีนธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>
<p>สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859</p>	<p>สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ บูตดิเลทที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>	<p>สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p>
<p>สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711</p>	<p>สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>
<p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกาสุมาราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดจลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p>สาขา บิดดาณี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุสะมีแล อ.เมือง จ.บิดดาณี 073-350-140-4</p>				

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2020

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC