

TTA (TTA TB)

HOLD

บมจ. ไทรีเซนไทย เอเยนต์ชีส์

| | |
|---------------------------------|----------------------------|
| Previous | BUY |
| 2022 Target Price (Bt) | 11.00 |
| Price (27/02/2022) | 9.60 |
| Up/downside (%) | +14.6 |
| SET Index | 1,61.89 |
| Sector | Transportation & Logistics |
| Foreign limitactual (%) | 49.00/15.11 |
| Free float (%) | 71.25 |
| Market cap (Bt m) | 17,495.66 |
| Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD) | 314.79 |
| hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD) | 12.30, 8.50, 10.01 |
| IOD 2021 | 5 |
| THAI CAC | Certified |

คาดกำไร 1Q22 ชะลอต่อเป็นไตรมาสที่สอง

เรคาดกำไรปกติ 1Q22 ชะลอต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่สอง 924.8 ล้านบาท -39.3% Q-Q แต่ยังคงเติบโตสูง +389.0% Y-Y เนื่องจากค่าระวางเรือในปี 1Q21 ยังอยู่ในระดับต่ำกว่าปัจจุบันมาก กำไรที่ชะลอ Q-Q เนื่องจากคาดว่าจะอัตราค่าระวางเรือจะลดลง 23.5% Q-Q ธุรกิจบริการนอกชายฝั่งขาดทุนเพิ่มขึ้นจากค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับ COVID-19 และต้นทุนโครงการสายเคเบิลใต้ทะเลที่ยังสูงต่อเนื่อง และธุรกิจปุ๋ยในเวียดนามเข้าสู่ Low season เรายังคงมุมมองเดิมที่เชื่อว่ากำไรผ่านพีคไปแล้วใน 3Q21 ค่าระวางเรือกำลังทยอยลดลงสู่จุดสมดุล ส่วนการค้ำหนุนของธุรกิจบริการนอกชายฝั่งล่าช้ากว่าเดิม เราปรับสมมติฐานกำไรปี 2022 ใหม่เป็น -50.7% Y-Y และชะลอลงต่อในปี 2023 ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2023 ที่สถานการณ์ตลาดเรือเทกองสมดุลแล้ว ได้ราคา 11.00 บาท อิง PE 13 เท่าเท่ากับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 16 ปี จากเดิมที่อิง PBV 1 เท่า เพราะกำไรมีเสถียรภาพมากกว่าในอดีต ลดคำแนะนำเป็นถือ จากเดิมซื้อ

คาดกำไร 1Q22 -39.3% Q-Q ชะลอเป็นไตรมาสที่ 2 ค่าระวางผ่านพีคแล้ว

เรคาดกำไรสุทธิ 1Q22 ลดลงถึง 39.3% Q-Q เป็น 924.8 ล้านบาท แต่ยังคง +389.0% Y-Y เป็นกำไรที่ลดลงต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 2 และยังคงมุมมองว่าค่าระวางเรือเทกองและผลกำไรของบริษัทผ่านพีคไปแล้วใน 3Q21 เนื่องจากรายได้ของธุรกิจ Shipping มีสัดส่วนสูงกว่า 50% ของรายได้รวม และสร้าง EBITDA กว่า 90% ของ EBITDA รวม ธุรกิจ Shipping จึงเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของผลประกอบการ สำหรับกำไร 1Q22 ที่คาดลดลง Q-Q มาจาก 1) ค่าระวางเรือของบริษัทที่เราคาดที่ US\$24,000 ต่อวัน -23.5% Q-Q, +109.8% Y-Y 2) ธุรกิจบริการนอกชายฝั่ง (MML) ขาดทุนต่อเนื่องเพราะค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับ COVID-19 สูงขึ้นและต้นทุนของโครงการวางสายเคเบิลใต้ทะเลที่สูงกว่าคาดจากสภาพอากาศที่อำเภอยุ้ย 3) ธุรกิจปุ๋ยในเวียดนามใน 1Q เป็น low season อย่างไรก็ดี แม้ว่าแนวโน้มกำไร 1Q21 จะลดลงแรง Q-Q แต่ยังคงสูงกว่า 1Q21 ที่ค่าระวางยังไม่ปรับขึ้น

ปรับประมาณการกำไรปี 2022

เราเชื่อว่าโมเมนตัมกำไรจะลดลงต่อเนื่องตามค่าระวางเรือ อย่างไรก็ตาม การแพร่ระบาดของโอมิครอนตั้งแต่ช่วงต้นปี 2022 ประกอบกับสถานการณ์สงครามรัสเซีย-ยูเครนทำให้ Supply chain ของการขนส่งถูกกระทบเป็นระยะ ค่าระวางเรือลดลงช้ากว่าคาด ขณะเดียวกันธุรกิจ MML ค้ำหนุนช้ากว่าคาด จากเดิมที่คาดว่าจะค้ำหนุนตั้งแต่ปลายปี 2021 เลื่อนมาเป็น 2H22 เราจึงปรับสมมติฐานประมาณการใหม่ กำไรปกติปี 2022 สูงกว่าประมาณการเดิม 24.9% เป็น 1.7 พันล้านบาท -50.7% Y-Y และคงประมาณการกำไรปี 2023-2024 โดยยังคงคาดกำไรปกติปี 2023 หดตัวเป็นปีที่สอง -13.3% Y-Y จากค่าระวางเรือที่กลับสู่จุดสมดุล และกำไรทรงตัวได้ในปี 2024 กำไรที่คาดยังคงสูงกว่าในอดีตหลายปีที่ผ่านมาเนื่องจากภาวะ Oversupply ของเรือเทกองหมดไป ยอดการส่งต่อเรือใหม่ต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ และการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกทำให้เจ้าของเรือมีต้นทุนเพิ่มขึ้นในการติดตั้งอุปกรณ์ เป็นส่วนสำคัญทำให้อุปทานเรือชะลอตัวและช่วยประคองอัตราค่าระวางให้อยู่ในระดับสูงกว่าในอดีต

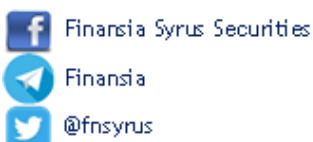
ปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 11.00 บาท ลดคำแนะนำเป็นถือ

เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2023 ที่ 11.00 บาท โดยปรับมาอิง PE เนื่องจากบริษัทสามารถทำกำไรได้มีเสถียรภาพกว่าในอดีต และ EPS สะท้อนความสามารถในการทำกำไรได้ดีกว่ามูลค่าทางบัญชี โดยใช้ PE 13.0 เท่าเท่ากับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 16 ปี แม้ว่าราคาหุ้นปัจจุบันจะมี Upside กว่า 10% แต่โมเมนตัมกำไรที่ทยอยชะลอลงและไม่มีปัจจัยอื่นกระตุ้นราคาหุ้น จึงปรับลดคำแนะนำเป็นถือ จากเดิมถือ

| Consolidated earnings | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| BT (mn) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| Revenue | 22,128 | 18,469 | 17,995 | 17,992 |
| Normalized profit | 3,492 | 1,722 | 1,493 | 1,491 |
| Net profit | 3,859 | 1,722 | 1,493 | 1,491 |
| EPS (Bt) - norm | 1.92 | 0.94 | 0.82 | 0.82 |
| EPS (Bt) - reported | 2.12 | 0.94 | 0.82 | 0.82 |
| % growth y-y | -298.0 | -55.4 | -13.3 | -0.1 |
| Dividend/share (Bt) | 0.00 | 0.19 | 0.16 | 0.16 |
| BV/share (Bt) | 11.67 | 12.40 | 13.02 | 13.65 |
| EV/EBITDA (x) | 5.7 | 8.5 | 10.2 | 9.9 |
| PER (x) - norm | 5.0 | 10.2 | 11.7 | 11.7 |
| PER (x) | 4.5 | 10.2 | 11.7 | 11.7 |
| PBV (x) | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| Dividend yield (%) | 0.0 | 2.0 | 1.7 | 1.7 |
| Norm ROE (%) | 16.4 | 7.6 | 6.3 | 6.0 |
| YE No. of shares (million) | 1,822 | 1,822 | 1,822 | 1,822 |
| Par (Bt) | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |

Source: Company data, Finansia estimates

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



Company Overview

TTA ประกอบธุรกิจลงทุนโดยการถือหุ้นในบริษัทอื่น มีพอร์ตการลงทุนที่หลากหลาย กระจายในหลายอุตสาหกรรมเพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยง โดยสามารถแบ่งพอร์ตการลงทุนได้ดังนี้

- 1) กลุ่มธุรกิจขนส่งทางเรือ ดำเนินการโดยบริษัท Thoresen Shipping Singapore Pte., Ltd. ซึ่ง TTA ถือหุ้น 100% เป็นการให้บริการเรือเดินทะเลขนส่งสินค้าไปยังทุกภูมิภาคทั่วโลก สินค้าที่ขนส่งมีทั้งประเภทหีบห่อและสินค้าแห้งเทกอง เช่น แร่เหล็ก/เหล็ก ถ่านหิน เมล็ดพันธุ์ทางการเกษตร วัสดุก่อสร้าง เป็นต้น การให้บริการมีทั้งแบบเช่าเหมาลำ (Spot market under time charter) และมีสัญญาขนส่งล่วงหน้า (Contract of Affreightment – COA)

สิ้นปี 2020 TTA มีเรือทั้งหมด 23 ลำ เป็นเรือ Supramax 22 ลำ และเรือ Ultramax 1 ลำ ระบายบรรทุกเฉลี่ย 55,686 เดทเวทตัน (DWT) มีอายุเฉลี่ย 13.06 ปี
- 2) ธุรกิจบริการนอกชายฝั่ง ดำเนินการโดยบริษัท เมอร์เมต มาร์ไทม์ จำกัด (มหาชน) ซึ่ง TTA ถือหุ้นอยู่ 58.22% มีบริการวิศวกรรมใต้ทะเล งานสำรวจใต้ทะเล ลูกค้านำน้ำมันและก๊าซธรรมชาติทั่วโลก บริษัทมีเรือสนับสนุนงานวิศวกรรมใต้ทะเล 6 ลำ
- 3) ธุรกิจเคมิคัลเพื่อการเกษตร ดำเนินการโดย PMTA ซึ่งลงทุนในบริษัท Baconco และ PMTS โดย Baconco เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายปุ๋ยเคมีภายใต้เครื่องหมายการค้า STORK และมีโรงงานให้เช่า ตั้งอยู่ที่เวียดนามตอนใต้ ส่วน PMTS ให้บริการจัดซื้อวัตถุดิบที่ใช้ในธุรกิจของ Baconco ตั้งอยู่ที่สิงคโปร์
- 4) การลงทุนอื่นๆ เช่น ลงทุนใน UMS และธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม ได้แก่ Pizza Hut, Taco Bell เป็นต้น

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเป้าหมาย 11.00 บาทอิง Target PE 13.0 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ย Forward PE ย้อนหลัง 16 ปี

ESG

Environment

- TTA ตั้งเป้าหมายด้านความยั่งยืนระยะยาว ได้แก่การลดปริมาณขยะพลาสติกที่เกิดจากการดำเนินธุรกิจลง 30% ภายใน 3 ปีตั้งแต่ปี 2020 และลดอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงาน รวมถึงอบรมและให้ความรู้พนักงานเรื่องสิทธิมนุษยชน
- บริษัทดำเนินการตรวจสอบคุณภาพและความปลอดภัยของสินค้าและบริการร้าน Pizza Hut ทุกสาขา และ Suppliers ทุกราย วัตถุดิบต้องได้คุณภาพตามมาตรฐานที่เจ้าของแฟรนไชส์ (YUM!) กำหนด ทั้ง Pizza Hut และ Taco Bell ต้องใช้น้ำมันปาล์มและบรรจุภัณฑ์จากป่าปลูกของ Yum! และ Taco Bell มีนโยบายใช้กระดาษที่ผลิตจากต้นไม้ออกป่าปลูก โดยไม่มีการใช้ไม้จากป่าธรรมชาติ ไม่ทำลายสิ่งแวดล้อม
- ในธุรกิจขนส่งทางเรือได้รับใบสำคัญรับรองระหว่างประเทศว่าด้วยการป้องกันมลพิษจากน้ำมัน หรือ International Oil Pollution Prevention Certificate (IOPP Certificate) จากการปฏิบัติตามกฎอย่างเคร่งครัด ซึ่งมีปริมาณการปล่อยน้ำเสียที่มีน้ำมันปนเปื้อนต่ำกว่าร้อยละ 15 ppm

Social

- บริษัทตระหนักถึงความสำคัญของการรับผิดชอบต่อสังคม โดยมีการร่วมมือกับวิทยาลัยอาชีวศึกษานครศรีธรรมราช จัดทำโครงการ บันคนควับบนเรือทะเล เพื่อผลิตบุคลากรในระดับมีอาชีพ โดยในปี 2019 ได้จัดทำเป็นรุ่นที่ 9 นับตั้งแต่ปี 2011 ซึ่งมีนักศึกษาจบในหลักสูตรนี้จำนวนกว่า 120 คน
- TTA มีความรับผิดชอบต่อในการส่งมอบอาหารที่มีคุณภาพ ปลอดภัย และไม่ก่อให้เกิดความเสียหายต่อสุขภาพของผู้บริโภค ผู้จัดการร้านทุกสาขาต้องได้รับใบอนุญาตผู้สัมผัสอาหารจากกระทรวงสาธารณสุข และต้องปฏิบัติตามกฎหมายของ อย. รวมทั้งมีนโยบายควบคุมคุณภาพและความปลอดภัยด้านอาหารตามข้อกำหนดของ Yum!

Governance

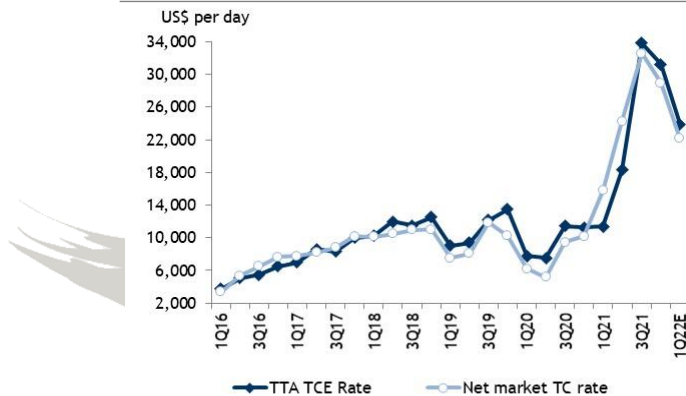
- TTA มุ่งเน้นการเปิดเผยข้อมูลและสารสนเทศ ทั้งข้อมูลการเงินและที่ไม่ใช่การเงิน ให้มีความโปร่งใสเป็นไปตามกฎเกณฑ์และข้อบังคับต่างๆ อย่างเคร่งครัด และทั่วถึงเท่าเทียมกันในช่องทางที่เหมาะสม
- คณะกรรมการบริษัทมีกรรมการ 11 คน เป็นกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 5 คน และกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร 6 คน ซึ่งกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารประกอบด้วยกรรมการอิสระ 5 คนและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 1 คน กรรมการของบริษัทมีความรู้ความสามารถ ปรารถนา และมีความประพฤติการทำงานที่โปร่งใส มีคุณธรรม

1Q22E Earnings preview

| (Btmn) | 1Q22E | 4Q21 | %Q-Q | 1Q21 | %Y-Y | 2022E | 2021 | %Y-Y |
|------------------------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|
| Sales revenue | 5,936 | 7,607 | -22.0 | 3,447 | 72.7 | 18,469 | 12,829 | -16.5 |
| Cost of services | 4,630 | 5,557 | -16.7 | 2,908 | 59.2 | 14,373 | 11,137 | -11.1 |
| Gross profit | 1,306 | 2,051 | -36.3 | 539 | -36.3 | 3,900 | 1,693 | -31.3 |
| Other income | 31 | 35 | -11.4 | 33 | -5.3 | 186 | 279 | 49.9 |
| SG&A expense | 451 | 558 | -19.2 | 492 | -8.3 | 2,456 | 2,364 | 3.9 |
| Interest expense | 112 | 112 | 0.0 | 106 | 7.9 | 419 | 416 | 0.7 |
| Norm profit | 925 | 1,539 | -57.8 | 204 | 293.7 | 1,722 | 3,491 | -34.9 |
| Net profit | 925 | 1,525 | -39.3 | 189 | 389.0 | 1,722 | 3,858 | -55.4 |
| Gross margin % | 22.0 | 27.0 | -5.0 | 15.6 | 9.1 | 22.2 | 26.9 | -4.8 |
| EBITDA margin % | 26.9 | 28.1 | -1.1 | 22.2 | 4.8 | 18.7 | 24.0 | -6.7 |
| Norm profit margin % | 13.5 | 20.2 | -6.7 | 5.9 | 7.6 | 9.3 | 15.8 | -6.5 |
| Net profit margin % | 15.6 | 20.0 | -4.5 | 5.5 | 10.1 | 9.3 | 17.4 | -8.1 |
| Operation stats | | | | | | | | |
| BDI avg. | 2,044 | 3,498 | -41.6 | 1,739 | 17.5 | 1,884 | 2,943 | -36.0 |
| BSI avg. | 2,287 | 2,771 | -17.5 | 1,512 | 51.3 | 1,947 | 2,434 | -20.0 |
| Market TC rate | 22,163 | 28,956 | -23.5 | 15,801 | 40.3 | 17,802 | 25,432 | -30.0 |

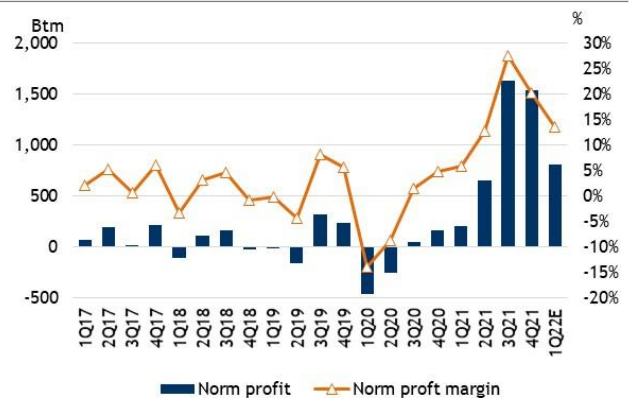
Source: Finansia estimates

คาดการณ์ค่าระวางเรือเทกองของ TTA

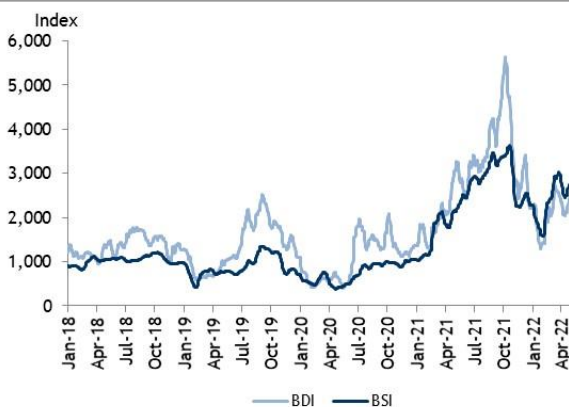


ที่มา: Finansia estimates

คาดการณ์กำไรปกติไตรมาส

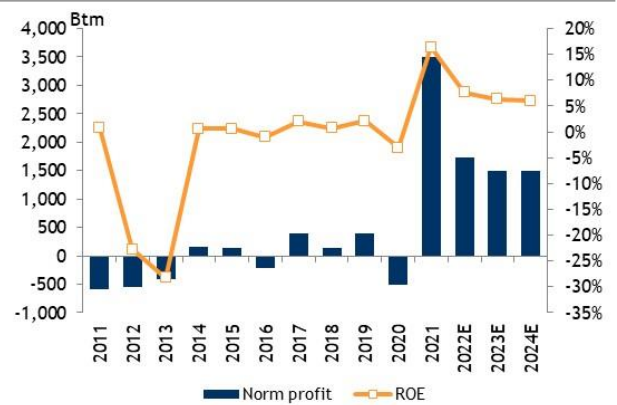


ดัชนี BDI & BSI



ที่มา: Bloomberg

คาดการณ์กำไรปกติรายปี



ที่มา: Finansia estimates

Key assumptions

| | 2021 | 2022E | | 2023E | | 2024E | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | Old | New | Old | New | Old | New |
| TC rate (USD/day) | 53,755 | 18,786 | 19,259 | 17,003 | 17,333 | 17,766 | 17,766 |
| Exchange rate (Baht/USD) | 31.92 | 31.00 | 32.50 | 32.00 | 32.00 | 32.00 | 32.00 |
| Freight revenue (Btm) | 11,718 | 8,070 | 9,386 | 8,450 | 8,790 | 8,765 | 8,765 |
| Offshore revenue (Btm) | 3,605 | 3,500 | 3,600 | 3,500 | 3,580 | 3,040 | 3,040 |
| Agrochemical revenue (Btm) | 3,932 | 3,757 | 3,464 | 3,824 | 3,480 | 3,689 | 3,689 |
| F&B revenue (Btm) | 1,935 | 2,012 | 2,012 | 2,112 | 2,145 | 2,497 | 2,497 |
| Total revenue (Btm) | 22,128 | 17,333 | 18,469 | 17,892 | 17,995 | 17,991 | 17,991 |
| Avg. gross margin (%) | 26.9 | 20.8 | 22.2 | 21.5 | 21.7 | 21.7 | 21.7 |
| SG&A to sales (%) | 10.7 | 13.0 | 13.3 | 13.0 | 14.0 | 13.6 | 14.3 |
| Norm profit (Btm) | 3,492 | 1,378 | 1,722 | 1,409 | 1,492 | 1,491 | 1,491 |

ที่มา: Finansia estimates

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากวัฏจักรตลาด และการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก

กลุ่มบริษัทมีความเสี่ยงจากอุตสาหกรรมต่างๆ ซึ่งเปราะบางและมีความผันผวนโดยตรงกับวัฏจักรและภาวะเศรษฐกิจโลกอย่างมาก การชะลอตัวของเศรษฐกิจและการถดถอยของตลาดอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลกระทบต่อความสามารถทำอะไรของบริษัท รวมถึงกระทบต่อสถานะทางการเงินของบริษัท

ความเสี่ยงจากการไม่ประสบความสำเร็จจากการลงทุนใหม่

บริษัทมีเป้าหมายหนึ่งในการมองหาโอกาสการลงทุนในธุรกิจใหม่อย่างต่อเนื่อง เพื่อเป็นการสร้างความหลากหลายให้กับธุรกิจ และเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น แต่ในสถานการณ์ปัจจุบันอาจเป็นเรื่องยาก เพราะถึงแม้บริษัทจะสามารถหาโครงการลงทุนใหม่ที่เหมาะสมได้แล้วก็ตาม การลงทุนนั้นอาจได้รับผลกระทบจากปัจจัยด้านลบต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้นจากการระดมเงินทุนสำหรับโครงการ หุ้นส่วนร่วมทุน สิ่งแวดล้อมในการดำเนินธุรกิจ กฎระเบียบ สภาวะตลาด และการแข่งขัน ท้ายที่สุดอาจทำให้ไม่ประสบความสำเร็จจากการเข้าลงทุนใหม่

ความเสี่ยงจากการแข่งขันสูง

ภาวะการแข่งขันที่สูงขึ้นทั้งตลาดในประเทศและต่างประเทศ อาจทำให้เกิดความกดดันด้านราคาและกำไรขั้นต้นที่อาจลดต่ำลง และส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน รวมถึงส่วนแบ่งทางการตลาดของบริษัท

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงข้อกำหนดกฎหมาย

เนื่องจากกลุ่มบริษัทมีการดำเนินธุรกิจทั่วโลก จึงมีความเป็นไปได้ที่จะต้องเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงข้อกำหนดกฎหมายในหลายเขตอำนาจศาล รวมถึงอาจต้องเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยด้านเศรษฐกิจ สังคม ระบบภาษี ไปจนถึงสถานการณ์ด้านการเมือง และความขัดแย้งภายในประเทศ ซึ่งหากบริษัทไม่สามารถปรับตัวได้ทันกับการเปลี่ยนแปลง อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญได้

ความเสี่ยงจากภัยธรรมชาติและโรคระบาด

ภัยธรรมชาติที่อาจเกิดขึ้น อาทิ แผ่นดินไหว น้ำท่วม หรือพายุ สามารถส่งผลกระทบต่อสินทรัพย์และการดำเนินธุรกิจในกลุ่มบริษัทได้ ซึ่งอาจทำให้บริษัทต้องเผชิญกับการสูญเสียทางการค้า หรือการหยุดชะงักทางธุรกิจได้ และยังรวมถึงโรคระบาด อย่าง COVID-19 ที่กระทบต่อธุรกิจขนส่งสินค้าทางเรือ และการให้บริการเรือนอกชายฝั่ง รวมถึงธุรกิจร้านอาหารที่อยู่ในเครือของบริษัท

Income Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2020 | 2021 | 2022E | 2022E | 2024E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue | 12,830 | 22,128 | 18,469 | 17,995 | 17,992 |
| Cost of services | 11,137 | 16,169 | 14,374 | 14,095 | 14,081 |
| Gross profit | 1,693 | 5,960 | 4,095 | 3,900 | 3,911 |
| SG&A | 2,653 | 2,365 | 2,456 | 2,519 | 2,573 |
| Operating profit | -961 | 3,595 | 1,639 | 1,381 | 1,338 |
| Other income | 167 | 186 | 279 | 262 | 262 |
| EBIT | -794 | 3,781 | 1,918 | 1,643 | 1,600 |
| EBITDA | 1,000 | 5,313 | 3,460 | 3,197 | 3,155 |
| Interest expense | 411 | 416 | 419 | 379 | 392 |
| Equity income | -3 | 80 | 87 | 100 | 103 |
| Tax on income | 41 | 126 | 33 | 34 | 0 |
| Minority interest | 1,424 | 173 | 169 | 162 | 180 |
| Normalized earnings | -503 | 3,492 | 1,722 | 1,493 | 1,491 |
| Extraordinary items | -2,120 | 367 | 0 | 0 | 0 |
| Net profit | -1,945 | 3,859 | 1,722 | 1,493 | 1,491 |

Cash Flow Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2020 | 2021 | 2022E | 2022E | 2024E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Net profit | -3,369 | 3,686 | 1,553 | 1,330 | 1,311 |
| Deprec. & amortization | 1,474 | 1,532 | 1,542 | 1,554 | 1,556 |
| Change in working capital | 1,261 | -480 | 367 | 275 | 76 |
| Other adjustments | -440 | 383 | 313 | -55 | 170 |
| Cash flow from operations | -1,074 | 5,121 | 3,776 | 3,104 | 3,111 |
| Capital expenditure | -97 | -1,825 | -1,800 | -1,800 | -1,800 |
| Others | 438 | 202 | -75 | 628 | 236 |
| Cash flow from investing | 341 | -1,623 | -1,875 | -1,172 | -1,564 |
| Free cash flow | -732 | 3,499 | 1,900 | 1,932 | 1,547 |
| Net borrowings | -1,227 | 601 | -947 | -1,380 | -1,155 |
| Equity capital raised | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dividends paid | -36 | -59 | -344 | -299 | -298 |
| Others | 0 | -388 | 0 | 0 | 1 |
| Cash flow from financing | -1,263 | 154 | -1,291 | -1,678 | -1,452 |
| Net change in cash | -1,996 | 3,653 | 609 | 253 | 95 |

Balance Sheet (Consolidated)

| (Bt mn) | 2020 | 2021 | 2022E | 2022E | 2024E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Cash | 4,477 | 8,274 | 8,883 | 9,136 | 9,231 |
| Other financial assets | 3,223 | 3,209 | 3,340 | 3,057 | 2,958 |
| Accounts receivable | 2,163 | 4,340 | 3,744 | 3,451 | 3,303 |
| Loan to related parties | 1,236 | 1,182 | 1,182 | 1,182 | 1,182 |
| Inventory | 761 | 1,027 | 984 | 888 | 849 |
| Vessel supplies & parts | 205 | 404 | 323 | 258 | 207 |
| Other current assets | 258 | 326 | 314 | 306 | 306 |
| Total current assets | 12,323 | 18,762 | 18,771 | 18,279 | 18,035 |
| Investments in subs. | 2,842 | 3,190 | 3,190 | 3,190 | 3,190 |
| Investment properties | 197 | 187 | 187 | 187 | 187 |
| PPE | 14,137 | 15,295 | 15,553 | 15,799 | 16,044 |
| Goodwill | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Other assets | 1,528 | 1,511 | 1,268 | 1,165 | 1,100 |
| Total assets | 31,029 | 38,947 | 38,971 | 38,623 | 38,558 |
| Short-term loans | 278 | 348 | 342 | 306 | 288 |
| Accounts payable | 982 | 1,667 | 1,496 | 1,429 | 1,389 |
| Current maturities | 3,175 | 2,723 | 2,692 | 2,669 | 2,669 |
| Other current liabilities | 942 | 1,658 | 1,378 | 1,352 | 1,273 |
| Total current liabilities | 5,483 | 6,619 | 6,145 | 5,948 | 5,812 |
| Long-term loan & lease | 3,877 | 3,462 | 3,667 | 3,433 | 3,397 |
| Long-term bond | 2,201 | 4,172 | 3,072 | 1,972 | 872 |
| Other non-current liab. | 277 | 294 | 296 | 270 | 252 |
| Total non-current liab. | 6,355 | 7,928 | 7,035 | 5,676 | 4,521 |
| Total liabilities | 11,838 | 14,547 | 13,180 | 11,624 | 10,333 |
| Registered capital | 1,998 | 1,998 | 1,998 | 1,998 | 1,998 |
| Paid up capital | 1,822 | 1,822 | 1,822 | 1,822 | 1,822 |
| Share premium | 16,060 | 16,060 | 16,060 | 16,060 | 16,060 |
| Legal reserve | 146 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| Retained earnings | -1,669 | 2,103 | 3,430 | 4,574 | 5,717 |
| Others | -206 | 1,081 | 1,081 | 1,081 | 1,081 |
| Minority Interests | 3,038 | 3,135 | 3,197 | 3,261 | 3,326 |
| Shareholders' equity | 16,153 | 21,266 | 22,593 | 23,737 | 24,880 |

Important Ratios

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2022E | 2024E |
|----------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Growth (%) | | | | | |
| Revenue | -16.8 | 72.5 | -16.5 | -2.6 | 0.0 |
| EBITDA | nm | 431.2 | -34.9 | -7.6 | -1.3 |
| Net profit | nm | -298.4 | -55.4 | -13.3 | -0.1 |
| Normalized earnings | nm | -794.0 | -50.7 | -13.3 | -0.1 |
| Profitability (%) | | | | | |
| Gross profit margin | 13.2 | 26.9 | 22.2 | 21.7 | 21.7 |
| EBITDA margin | 7.8 | 24.0 | 18.7 | 17.8 | 17.5 |
| EBIT margin | -6.2 | 17.1 | 10.4 | 9.1 | 8.9 |
| Normalized profit margin | -3.9 | 15.8 | 9.3 | 8.3 | 8.3 |
| Net profit margin | -15.2 | 17.4 | 9.3 | 8.3 | 8.3 |
| Normalized ROA | -1.6 | 9.0 | 4.4 | 3.9 | 3.9 |
| Normalize ROE | -3.1 | 16.4 | 7.6 | 6.3 | 6.0 |
| Normalized ROCE | -3.1 | 11.7 | 5.8 | 5.0 | 4.9 |
| Risk (x) | | | | | |
| DE | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| Net D/E | 0.3 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | -0.1 |
| Net debt/EBITDA | 0.7 | -0.7 | -1.1 | -1.4 | -1.5 |
| Per share data (Bt) | | | | | |
| Reported EPS | -1.07 | 2.12 | 0.94 | 0.82 | 0.82 |
| Normalized EPS | -0.28 | 1.92 | 0.94 | 0.82 | 0.82 |
| EBITDA | 0.55 | 2.92 | 1.90 | 1.75 | 1.73 |
| Book value | 8.86 | 11.67 | 12.40 | 13.02 | 13.65 |
| Dividend | 0.02 | 0.22 | 0.19 | 0.16 | 0.16 |
| Par | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| Valuations (x) | | | | | |
| P/E | nm | 4.5 | 10.2 | 11.7 | 11.7 |
| Norm P/E | nm | 5.0 | 10.2 | 11.7 | 11.7 |
| P/BV | 1.1 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 55.8 | 5.7 | 8.5 | 10.2 | 9.9 |
| Dividend yield (%) | 0.2 | 2.3 | 2.0 | 1.7 | 1.7 |

Source: Company data, Finansia 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>สำนักงานอัมมาลิงค์ 25 อาคารอัมมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p> | <p>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พินเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p> | <p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p> | <p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</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 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p> | <p>สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p> | <p>สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</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 ชอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p> | <p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p> | <p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</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.อุดรธานี 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 758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p> | <p>สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p> |
| <p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p> | <p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p> | <p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.หาดใหญ่ 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 สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p> |
| <p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p> | <p>สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 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 รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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 2021

| 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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยมต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2564 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 6 มกราคม 2565) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC