

25 May 2021

Sector: Transportation & Logistics

Precious Shipping

BSI ทำสถิติสูงสุดใหม่ หนุนกำไร 2021E สูงสุดในรอบ 10 ปี

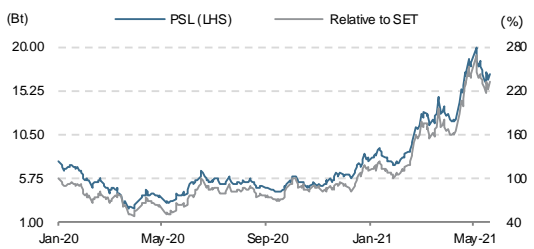
Bloomberg ticker	PSL TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt17.50
Target price	Bt24.00
Upside/Downside	+37%
EPS revision	n.a.

Bloomberg target price	Bt16.26
Bloomberg consensus	Buy 2 / Hold 3 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt19.80 / Bt3.82
Market cap. (Bt mn)	27,288
Shares outstanding (mn)	1,559
Avg. daily turnover (Bt mn)	240
Free float	46.85%
CG rating	Excellent
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	4,153	3,731	6,230	5,937
EBITDA	1,647	1,380	3,097	2,902
Net profit	(228)	(1,295)	1,567	1,253
EPS (Bt)	(0.15)	(0.83)	1.01	0.80
Growth	n.a.	466.7%	n.a.	-20.0%
Core EPS (Bt)	(0.14)	(0.28)	1.01	0.80
Growth	-148.2%	95.2%	-461.0%	-20.0%
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.30	0.24
Div. yield	0.0%	0.0%	1.7%	1.4%
PER (x)	n.a.	n.a.	17.4	21.8
Core PER (x)	n.a.	n.a.	17.4	21.8
EV/EBITDA (x)	23.5	26.2	11.9	12.5
PBV (x)	2.4	2.7	2.5	2.3

Bloomberg consensus				
Net profit	(228)	(1,295)	2,079	2,277
EPS (Bt)	(0.15)	(0.83)	1.30	1.31



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	4.2%	54.9%	182.3%	344.2%
Relative to SET	4.3%	50.8%	171.5%	325.2%

Major shareholders		Holding
1. Globlex corporation co.Ltd		28.40%
2. Mr. Khalid Moinuddin Hashim		8.43%
3. Grain Trade limited		8.34%

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)

Assistant Analyst: Warasiree Kengradomying

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์หุ้น PSL ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 24.00 บาท ถึง 2021E PER ที่ 25.0x (+0.25SD จาก historical average ปีที่กำไร) เราขอปรับ PSL จาก 2 เหตุผลหลักดังนี้ 1) แนวโน้มผลการดำเนินงานที่พลิกกลับมามีกำไรและเติบโตมากในปี 2021E, 2) สัดส่วนรายได้ 99% มาจากธุรกิจเดินเรือ และสัดส่วนของกองเรือเพียง 17% ได้ทำสัญญา fixed contract ระยะเกิน 1 ปี ซึ่งจะทำให้ PSL ได้ประโยชน์โดยตรงจากดัชนี Baltic Supramax Index (BSI) ที่ปรับขึ้นมาทำสถิติสูงสุดใหม่ในรอบ 10 ปีอย่างต่อเนื่อง หนุนโดย global demand ที่คาดโต +4%YoY สูงกว่า global supply ของกองเรือที่จะโตเพียง +1.5% YoY ในปี 2021E (order book ต่ำสุดในทศวรรษ)

เราประเมินกำไรสุทธิปี 2021E จะพลิกกลับมากำไรที่ 1.57 พันล้านบาท (จากขาดทุน -1.30 พันล้านบาทในปี 2020) จากรายได้เติบโต +67% YoY หนุนโดยค่าระวางที่ปรับตัวขึ้น 2) GPM คาดปรับตัวดีขึ้นเป็น 39.1% (ใกล้เคียงปี 2010 ที่ดัชนี BSI Index อยู่ที่ระดับ 2,000-3,000 จุด)

ราคาหุ้นปรับตัวขึ้น และ outperform SET +51%/+172% ใน 3 และ 6 เดือนที่ผ่านมา เราแนะนำ "ซื้อ" จากผลการดำเนินงานที่พลิกกลับมาเป็นกำไรในปี 2021E หนุนโดยดัชนี BSI Index ที่ไม่เคยขึ้นมาถึงระดับนี้ในรอบ 10 ปี ทำให้มีลุ้นในการเริ่มกลับมาจ่ายปันผล นอกจากนี้ ราคาหุ้นซื้อขายอยู่ที่ PER เพียง 18x และจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้น PSL กับกำไร พบว่าช่วงปี 2013 ที่ PSL มีกำไร 528 ล้านบาท มี TC rate เฉลี่ยอยู่ที่ USD10,275/วัน หุ้นซื้อขายอยู่ช่วงราคา 15-22 บาท

KEY HIGHLIGHTS

- **ค่าระวางเรือ BSI Index ทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 2,408 จุด** เราคาดว่าปี 2021E จะเป็นปีที่ค่าระวางเรือเทกองจะยังอยู่ในระดับสูง (ล่าสุด 21 พ.ค. 21 Baltic Supramax Index อยู่ที่ระดับ 2,408 จุด) หนุนโดย global demand ที่กลับมาฟื้นตัวหลังประเทศต่างๆ เริ่มมีการฉีดวัคซีน โดย YTD ราคาเหล็กปรับตัวขึ้นมา +36% ราคาถ่านหินปรับขึ้นมา +22% ราคาถั่วเหลืองปรับตัวขึ้นมา +21% ซึ่งคาดว่า global demand ของการขนส่งด้วยเรือเทกองในปี 2021E จะเติบโตราว 3-4% YoY อย่างไรก็ตาม supply ของกองเรือ dry bulk fleet (mDWT) จะโตเพียง +1% YoY เนื่องจาก order book ในการสั่งต่อเรืออยู่ที่ระดับ 5-6% ของกองเรือ ซึ่งยังคงเป็นระดับที่ต่ำที่สุดไยทศวรรษ นอกจากนี้ scrap price ปรับตัวขึ้นมาทำให้หลายบริษัทอาจตัดสินใจขายเรือเก่าออกที่หมดอายุการใช้งาน นอกจากนี้ เรือที่ต้องส่งมอบใน 1Q21 หลายลำก็ถูกเลื่อนออกไปเนื่องจากติด lock down และจำกัดการเดินทางในหลายๆ ประเทศ

- **กำไรสุทธิปี 2021E/22E พลิกกลับมาเป็นบวก** เราประเมินกำไรสุทธิปี 2021E จะพลิกกลับมากำไรที่ 1.57 พันล้านบาท (จากขาดทุน -1.30 พันล้านบาทในปี 2020) หลักๆ มาจาก 1) รายได้เติบโต +67% YoY อยู่ที่ 6.23 พันล้านบาท หนุนโดย global demand ที่ฟื้นตัว ผลักดันให้ค่าระวางปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่ง PSL จะได้รับประโยชน์โดยตรงเนื่องจาก i) สัดส่วนรายได้ 99% มาจากธุรกิจเดินเรือ และ ii) สัดส่วนของกองเรือเพียง 17% ได้ทำสัญญา fixed contract ระยะเกิน 1 ปี, 2) GPM คาดปรับตัวดีขึ้นเป็น 39.1% (จากปี 2020 ที่ 13.6% ใกล้เคียงปี 2010 ที่ดัชนี BSI Index อยู่ที่ระดับ 2,000-3,000 จุด)

อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลการดำเนินงานในปี 2022E จะอยู่ที่ 1.25 ล้านบาท โดยเราคาดว่าค่าระวางอาจปรับตัวลงเล็กน้อยจากปี 2021E เราให้ assumption TCE rate ของ PSL ในปี 2022E ที่ USD13,456/วัน (ลดลง -5% จากปี 2021E) ทั้งนี้ จะทำให้ GPM ปรับตัวลง คาดอยู่ที่ระดับ 37.1%

Valuation/Catalyst/Risk

เราประเมินราคาเหมาะสมที่ 24.00 บาท ถึง 2021E PER ที่ 25.0x (+0.25SD จาก historical average ปีที่กำไร) โดยเราให้ targeted PER ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลังเนื่องจาก 1) แนวโน้มผลการดำเนินงานที่พลิกกลับมามีกำไรได้ในปี 2021E จากรายได้ที่จะฟื้นตัว +62% YoY, 2) GPM ที่จะดีขึ้นมาที่ 39.4% (จาก 13.6% ในปี 2020) จากค่าระวาง BSI Index ที่อยู่ในระดับสูงหนุนโดยการขนส่งระหว่างประเทศที่สูงขึ้นจาก commodity super cycle ที่เกิดขึ้นทุกๆ 12 ปี

KEY HIGHLIGHTS

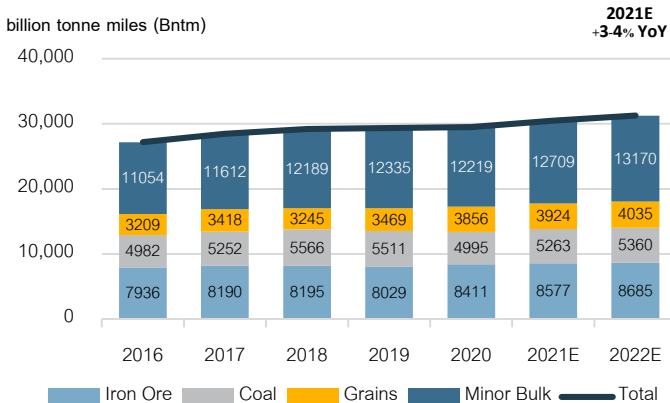
□ **หนึ่งในบริษัทเดินเรือที่ใหญ่ที่สุดในโลก**

PSL ประกอบธุรกิจขนส่งสินค้าแห้งเทกอง (dry bulk cargo carrier) ภายใต้ชื่อ พีริเยส ชิปปิง จำกัด (มหาชน) โดย PSL จัดเป็นหนึ่งในบริษัทเดินเรือที่ใหญ่ที่สุดในโลกที่ดำเนินธุรกิจเป็นเจ้าของเรือประเภทที่มีอุปกรณ์ขนถ่ายสินค้า ติดกับตัวเรือ (Geared Sector) (ขนาด 10,000 ถึง 69,000 DWT) สำหรับขนส่งสินค้าแห้งเทกองในตลาด การเดินเรือแบบไม่ประจำเส้นทาง ซึ่งเรือประเภทนี้ประกอบด้วยเรือขนาดต่างๆ โดยแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มย่อย ได้แก่ 1) กลุ่มเรือแฮนด์ไซส์ คือ เรือที่มีขนาด 10,000 - 39,999 DWT และ 2) กลุ่มเรือซูปราแมกซ์/อัลตราแมกซ์ คือ เรือที่มีขนาด 40,000 - 69,999 DWT ในอดีต บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจหลักในกลุ่มเรือแฮนด์ไซส์ อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มีกลยุทธ์ที่จะขยายกองเรือของบริษัทฯ ให้มีขนาดใหญ่ขึ้น มีอายุน้อยลง ทันสมัย และเป็นเรือที่มีประสิทธิภาพในด้าน การประหยัดน้ำมัน

□ **Commodity super cycle จะหนุนการขนส่งระหว่างประเทศและดัชนีค่าระวางเรือในปี 2021-22E**

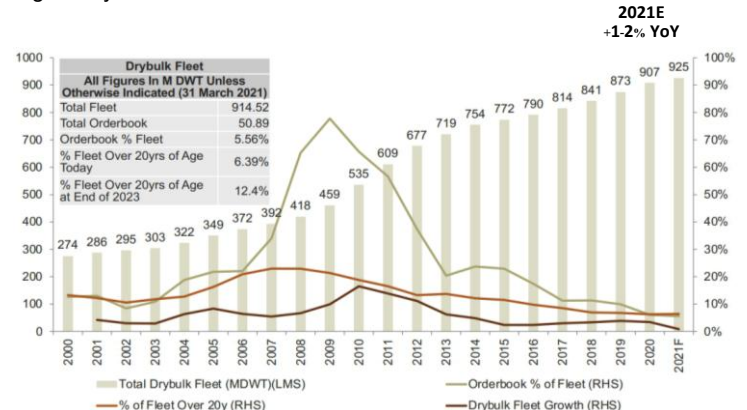
เราคาดว่าปี 2021E จะเป็นปีที่ค่าระวางเรือเทกองจะยังอยู่ในระดับสูง (ล่าสุด 21 พ.ค. 21 Baltic Supramax Index อยู่ที่ระดับ 2,408 จุด) หนุนโดย global demand ที่กลับมาฟื้นตัวหลังประเทศต่างๆ เริ่มมีการฉีดวัคซีน โดย YTD ราคาเหล็กปรับตัวขึ้นมา +36% ราคาถ่านหินปรับตัวขึ้นมา +22% ราคาถั่วเหลืองปรับตัวขึ้นมา +21% รวมถึงราคาน้ำมันดิบปรับตัวขึ้นมา +10% ซึ่งคาดว่า global demand ของการขนส่งด้วยเรือเทกองในปี 2021E จะเติบโตราว 3-4% YoY (Fig 2) อย่างไรก็ตาม supply ของกองเรือ dry bulk fleet (mDWT) จะโตเพียง +1% YoY เนื่องจาก order book ในการสั่งต่อเรืออยู่ที่ระดับ 5-6% ของกองเรือ ซึ่งยังคงเป็นระดับที่ต่ำที่สุดในทศวรรษ นอกจากนี้ scrap price ปรับตัวขึ้นมาทำให้หลายบริษัทอาจตัดสินใจขายเรือลำเก่าที่หมดอายุการใช้งานออก แม้ใน 1Q21 scrapping จะลดลง YoY ทั้งนี้คาดว่าเนื่องจากเรือหลายลำที่ต้องส่งมอบใน 1Q21 หลายลำถูกเลื่อนออกไปเนื่องจากติด lock down และจำกัดการเดินทางในหลายๆ ประเทศ

Fig 1: Seaborne dry bulk trade



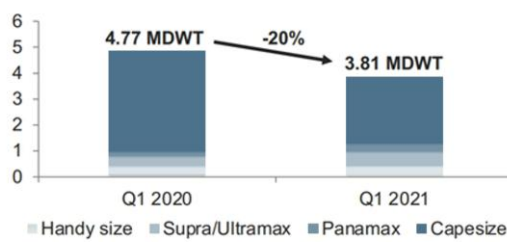
Source: Clarksons Research, Company, KTBST

Fig 2: Dry bulk fleet



Source: Clarksons Research, Company, KTBST

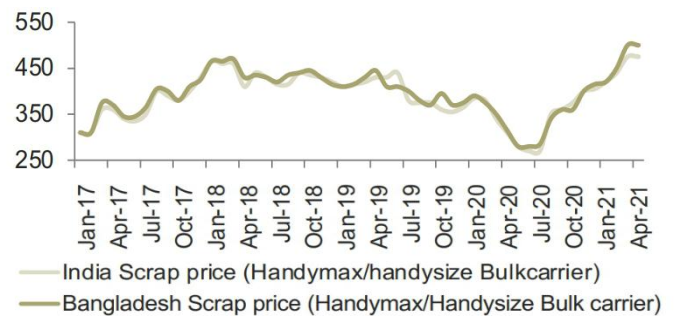
Fig 3: YoY scrapping: 1Q20 vs 1Q21, (mDWT)



Source: Clarksons 26th April 2021

Source: Clarksons Research, Company

Fig 4: Scrap prices, (USD/Ton)



Source: Clarksons Research, Company

Disclaimer: This report has been prepared by KTBST Securities PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST 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 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 KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 5: Soybean price, (USD/lb.)



Source: Bloomberg, KTBST

Fig 6: Hot rolled steel price, (Cny/mt)



Source: Bloomberg, KTBST

Fig 7: Coal price, (USD/mt)



Source: Clarksons Research, Company, KTBST

Fig 8: Sugar price, (USD/lb.)



Source: Clarksons Research, Company, KTBST

□ **รายได้เติบโต +67% จากค่าระวางที่ปรับขึ้นสูง**

คาดบริษัทมีรายได้ปี 2021E ที่ 6.23 พันล้านบาท (+67% YoY) หลักๆ มาจากการเติบโตของรายได้จากค่าระวาง หนุนโดยค่าระวาง BSI Index ที่ปรับขึ้นมา 132% YTD

Sales volume: ปัจจุบันบริษัทมีเรือทั้งหมด 36 ลำ ซึ่งกองเรือของพีเอสแอลมีขนาดระวางรวมทั้งสิ้น 1.59 mDWT กองเรือประกอบด้วย เรือ Ultramax จำนวน 8 ลำ เรือ Supramax จำนวน 9 ลำ เรือ Handysize จำนวน 19 ลำ และเรือขนส่งซีเมนต์ 4 ลำ ทั้งนี้ บริษัทยังไม่มีแผนที่จะซื้อเรือเพิ่มในปีนี้ ส่งผลให้ voyage days ปี 2021E อยู่ที่ 13,140 วัน ทั้งนี้ มีเรือที่ทำสัญญา fixed contract แล้ว 17% (2,190 voyage days) ในปี 2021E และ 15% (1,992 voyage days) ในปี 2022E

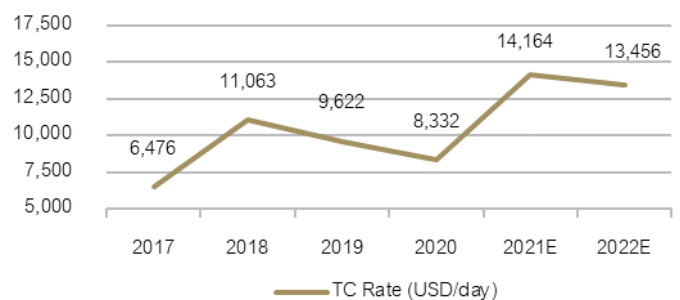
Freight rate: อัตราค่าระวาง Baltic Supramax Index (BSI index) ได้ทำสถิติสูงสุดใหม่ในรอบ 10 ปีอย่างต่อเนื่อง โดยล่าสุดวันที่ 21 พ.ค. 21 อยู่ที่ 2,408 จุด ทั้งนี้ เนื่องจากเรือของ PSL มีทั้งขนาดเล็ก Handy size และ ขนาดกลาง Supramax และ Ultramax ดังนั้น ค่าระวางเทียบเท่าของ PSL อาจต่ำกว่า TC rate ของตลาดเล็กเล็กน้อย เราประเมินว่าอัตราค่าระวางเทียบเท่า หรือ Time Charter Equivalent (TCE rate) ซึ่งใช้วัดรายได้เฉลี่ยต่อวัน ใน 2021E จะเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ USD14,164/day (เทียบกับปี 2020 ที่ USD8,332/day)

Fig 9: Market supramax TC rate, (USD/day)



Source: Company, KTBST

Fig 10: Time charter equivalent (TCE) rate for PSL, (USD/day)



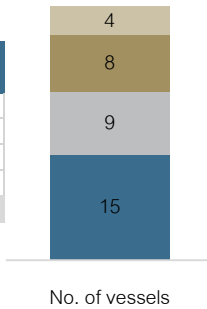
Source: Company, KTBST

Disclaimer: This report has been prepared by KTBST Securities PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST 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 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 KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 11: Number of owned fleets (vessels)

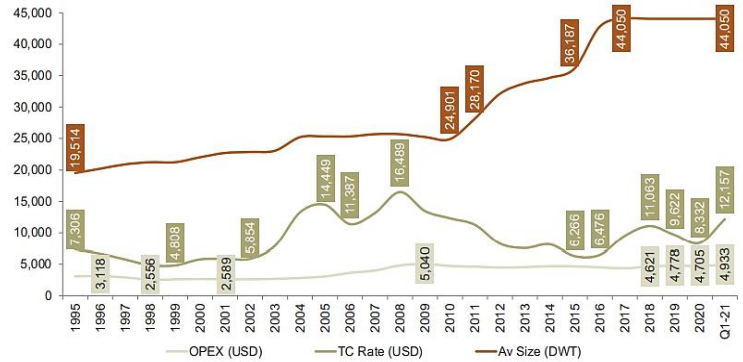
Size	No. of vessels	DWT	Book Value (USD)
Handy size	15	494,875	229.3
Supramax	9	501,361	163.3
Ultramax	8	505,011	189.13
Cement Ship	4	84,558	83.16
Total	36	1,585,805	664.89

■ Handy size ■ Supramax
■ Ultramax ■ Cement Ship



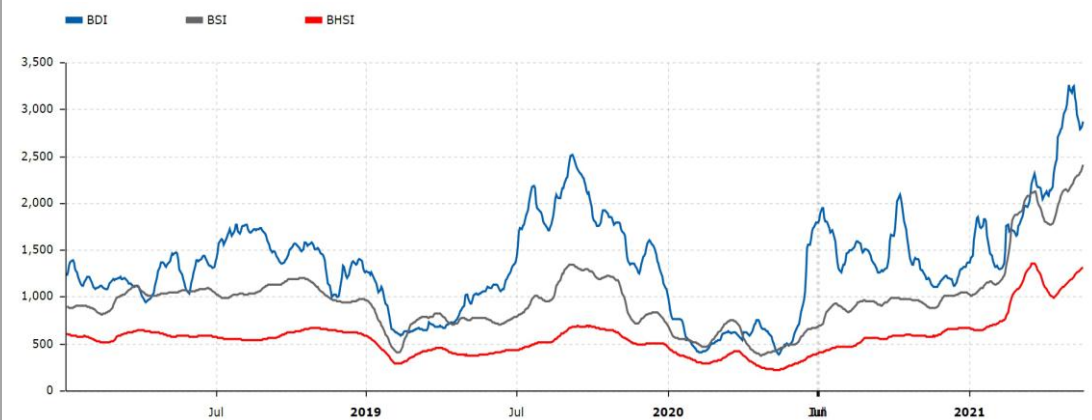
Source: Company, KTBST

Fig 12: Average OPEX/TC rates (1995-1Q21)



Source: Company, KTBST

Fig 13: BSI, BDI and BHSI Index, (Pts)



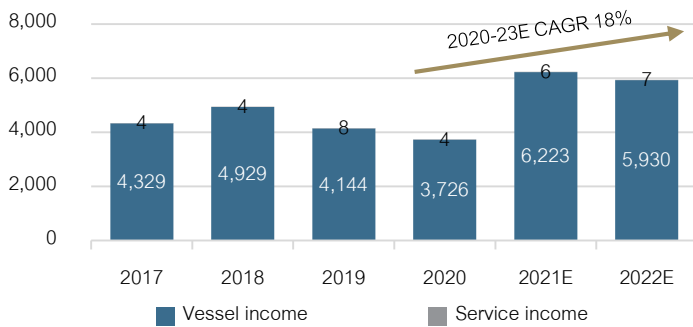
Source: Company, KTBST

□ **กำไรปี 2021E จะสูงสุดในรอบ 10 ปี**

เราประเมินกำไรสุทธิปี 2021E จะพลิกกลับมาทำกำไรที่ 1.57 พันล้านบาท (จากขาดทุน -1.30 พันล้านบาทในปี 2020) หลักๆ มาจาก 1) รายได้เติบโต +67% YoY อยู่ที่ 6.23 พันล้านบาท หนุนโดย global demand ที่ฟื้นตัว ผลักดันให้ค่าระวางปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่ง PSL จะได้รับประโยชน์โดยตรงเนื่องจาก i) สัดส่วนรายได้ 99% ของรายได้มาจากธุรกิจเดินเรือ และ ii) สัดส่วนของกองเรือเพียง 17% ได้ทำสัญญา fixed contract ระยะเกิน 1 ปี, 2) GPM คาดปรับตัวดีขึ้นเป็น 39.1% (จากปี 2020 ที่ 13.6% ไกล่เคียงปี 2010 ที่ดัชนี BSI Index อยู่ที่ระดับ 2,000-3,000 จุด) และ 3) SG&A/sales ปรับลงมาที่ 8.6% จาก 9.4% ในปี 2020

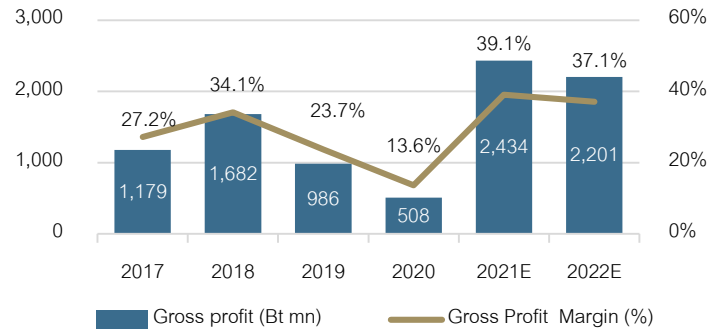
อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลการดำเนินงานในปี 2022E จะอยู่ที่ 1.25 ล้านบาท โดยเราคาดว่าค่าระวางอาจปรับตัวลงเล็กน้อยจากปี 2021E สำหรับปี 2022E เราให้ assumption TCE rate ของ PSL ที่ USD13,456/วัน (ลดลง -5% จากปี 2021E) ทั้งนี้ จะทำให้ GPM ปรับตัวลง คาดอยู่ที่ระดับ 37.1%

Fig 14: 2017-22E total revenues, (Bt mn)



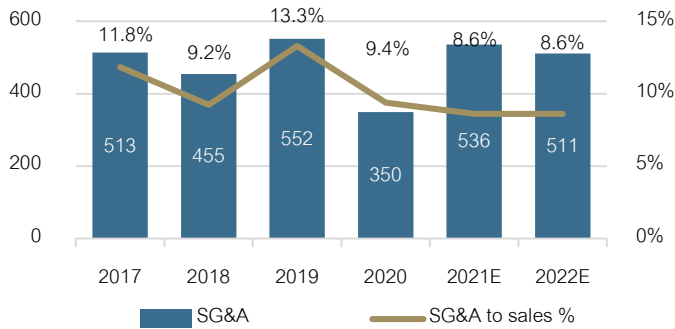
Source: Company, KTBST

Fig 15: 2017-22E gross profit (Bt mn) & margin (%)



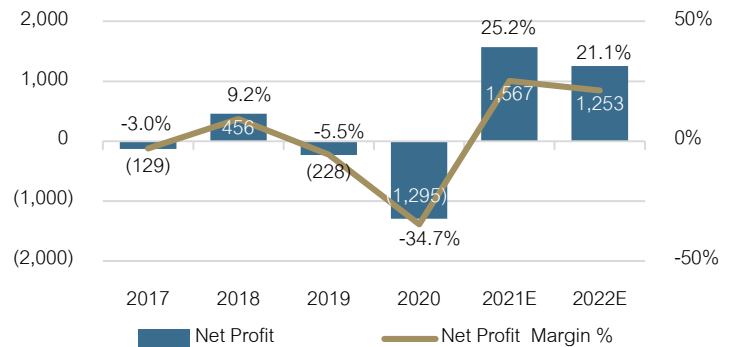
Source: Company, KTBST

Fig 16: 2017-22E SG&A/sale, (Bt mn)



Source: Company, KTBST

Fig 17: 2017-22E net profit, (Bt mn)



Source: Company, KTBST

VALUATION

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 24.00 บาท

เราประเมินราคาเหมาะสมที่ 24.00 บาท ถึง 2021E PER ที่ 25.0x (+0.25SD จาก historical average ปีที่กำไร) โดยเราให้ targeted PER ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี เนื่องจาก 1) แนวโน้มผลการดำเนินงานที่จะพลิกกลับมาดีกว่าได้ในปี 2021E จากรายได้ที่จะฟื้นตัว +67% YoY, 2) GPM ที่จะดีขึ้นมาที่ 39.1% (จาก 13.6% ในปี 2020) จากค่าระวาง BSI Index ที่อยู่ในระดับสูง จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้น PSL กับกำไร พบว่าช่วงปี 2013 ที่บริษัทมีกำไร 528 ล้านบาท มี TC rate เฉลี่ยอยู่ที่ USD10,275/วัน หุ้นมีการซื้อขายอยู่ที่ราคาสูงถึง 20-22 บาท และในปี 2018 ที่บริษัทมีกำไร 456 ล้านบาท มี TC rate เฉลี่ยอยู่ที่ USD11,197/วัน หุ้นมีการซื้อขายอยู่ที่ราคา 10-15 บาท ดังนั้น เมื่อดัชนีมีการปรับตัวขึ้นมาแรง พร้อมกับการฟื้นตัวของ global demand เราจึงมองว่าราคาหุ้นมีโอกาส outperform SET ไปพร้อมกับกำไรปรับตัวขึ้นของ commodity super cycle ที่เกิดขึ้นทุกๆ 12 ปี

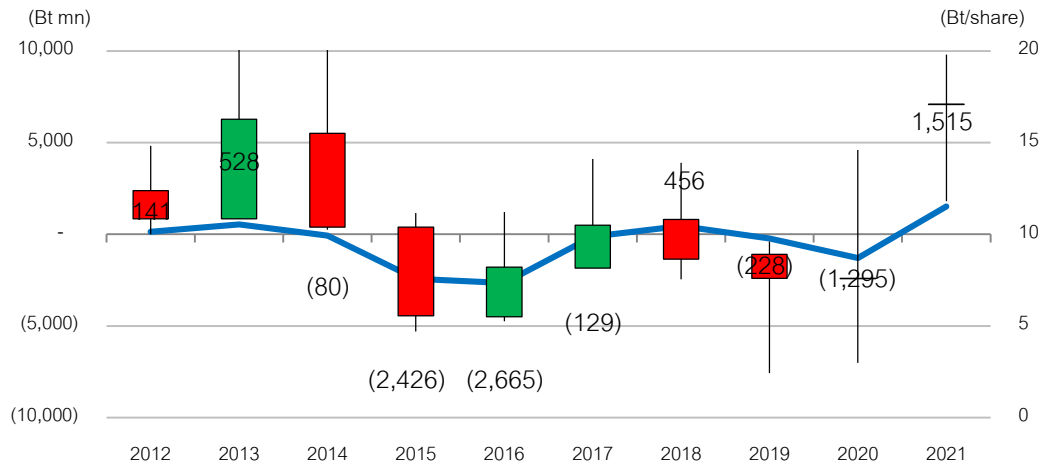
Fig 18: Peer comparison

Stock	Rec	Price 24-May-21	Target price	Upside (%)	Net profit gwth (%)		Core profit gwth (%)		PER (x)		PBV (x)		Div. yield (%)		ROE (%)	
					21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
PSL	BUY	17.50	20.00	14.3	n.m.	-31.7	n.m.	-31.7	18.0	26.4	2.4	2.2	0.0	0.0	13.4	8.4
* RCL	NR	43.75	42.00	-4.0	470.8	-59.6	n.m.	-59.6	3.6	9.0	2.1	1.8	4.9	1.9	75.7	21.3
TTA	BUY	17.00	19.00	11.8	n.m.	2.2	n.m.	2.2	41.2	40.3	1.5	1.5	0.3	0.3	3.7	3.7
Sector					n.m.	-52.3	n.m.	-52.3	20.9	25.2	2.0	1.8	1.7	0.7	30.9	11.1

Sources: *Bloomberg consensus, KTBST

Disclaimer: This report has been prepared by KTBST Securities PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST 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 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 KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 19: Net profit (Bt mn) vs. PSL share price (Bt)



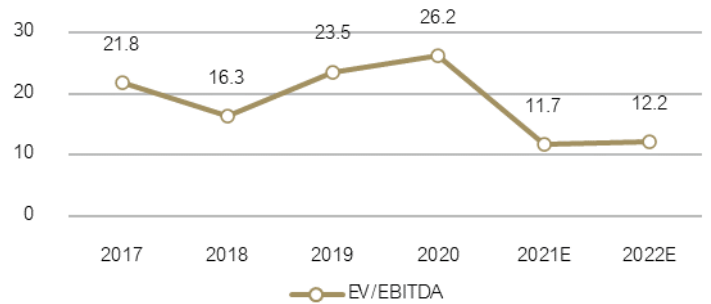
Source: Company, KTBST

Fig 20: P/BV (2017-21E)



Source: Company, KTBST

Fig 21: EV/EBITDA (2017-22E)



Source: Company, KTBST

RISK FACTORS

PSL มีปัจจัยเสี่ยงที่จะกระทบต่อผลการดำเนินงาน ดังนี้

1. ความเสี่ยงจากความผันผวนของค่าระวาง
2. ความเสี่ยงจากวิกฤตตลาด/อุตสาหกรรม
3. ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจโลก
4. ความเสี่ยงด้านการเงิน สภาพคล่องทางการเงิน/แหล่งเงินทุน
5. ความเสี่ยงจากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ
6. ความเสี่ยงจากการหาเรือใหม่ทดแทนเรือเก่า และการขยายกำลังความสามารถของเรือ
7. ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงบุคลากร
8. ความเสี่ยงที่เกี่ยวกับกระบวนการอนุญาตใตตุลาการกับคู่ต่อเรือ
9. ความเสี่ยงที่เกี่ยวกับความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีสำหรับอุตสาหกรรมเดินเรือ
10. ความเสี่ยงจากการถูกยกเลิกการเป็นตัวแทนสายเดินเรือ
11. ความเสี่ยงจากอุบัติเหตุทางธรรมชาติ
12. ความเสี่ยงจากการแพร่ระบาดของโรคติดต่อร้ายแรง หรือปัญหาด้านสาธารณสุขอื่น ๆ ที่อาจมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

Disclaimer: This report has been prepared by KTBST Securities PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST 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 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 KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

COMPANY PROFILE

บริษัท พีซีเอส ชิปปิง จำกัด (มหาชน) (พีเอสแอล หรือ บริษัทฯ) ก่อตั้งในปี 1989 และเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อปี 2536 โดยดำเนินธุรกิจหลักเป็นเจ้าของและบริหารจัดการการเดินเรือขนส่ง

สินค้าแห้งเทกองแบบไม่ประจำเส้นทาง ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2022 พีเอสแอลมีเรือขนส่งสินค้าแห้งเทกองจำนวน 36 ลำ รวมเรือขนส่งซีเมนต์จำนวน 4 ลำ (“กองเรือ”) ซึ่งกองเรือของพีเอสแอลมีขนาดระวางรวมทั้งสิ้น 1.59 mDWT กองเรือประกอบด้วยเรือ 20 ลำ เป็นเรือธงไทย และเรือ 16 ลำเป็นเรือธงสิงคโปร์ โดยเป็นเรือขนาดอัลตราแมกซ์ (Ultramax) จำนวน 8 ลำ เรือขนาดซูปราแมกซ์ (Supramax) จำนวน 9 ลำ และเรือขนาดแฮนด์ไซส์ (Handysize) จำนวน 19 ลำ (รวมเรือขนส่งซีเมนต์จำนวน 4 ลำ)

เรือของพีเอสแอล (PSL) มีรูปแบบการให้บริการสำหรับขนส่งสินค้าแบ่งเป็น การให้เช่าเป็นระยะเวลา และการให้เช่าเป็นรายเที่ยว

1. การให้เช่าเป็นระยะเวลา (Time Charter)

การให้บริการลักษณะนี้ Charterer จะชำระค่าใช้เรือ (Charter Hire) ให้พีเอสแอลเป็นค่าปฏิบัติการควบคุมเรือตามระยะเวลาที่ตกลง Charterer จะเป็นผู้รับผิดชอบค่าใช้จ่ายสำหรับเที่ยวการเดินทางนั้นๆ (voyage costs) ซึ่งรวมถึงค่าน้ำมันเชื้อเพลิง ทั้งนี้ ในกรณีดังกล่าว พีเอสแอล (หรือบริษัทเจ้าของเรือ) ไม่ใช่ผู้ให้เช่าเรือ (Lessor of the Ship) แต่เป็นผู้ให้บริการเนื่องจากพีเอสแอลยังคงมีสิทธิครอบครองและควบคุมดูแลเรือทั้งหมดตามกฎหมาย

2. การให้เช่าเป็นรายเที่ยว (Voyage Charter)

การให้บริการลักษณะนี้ Charterer จะชำระค่าระวาง (Freight) ให้พีเอสแอลสำหรับการรับขนส่งสินค้าจากท่าเรือต้นทางไปยังอีกท่าเรือปลายทางใดๆ ตามที่ตกลง (โดยมีการคิดราคาเป็นเหรียญสหรัฐต่อตัน) ดังนั้น พีเอสแอลจึงเป็นผู้รับผิดชอบค่าใช้จ่ายสำหรับเที่ยวการเดินทาง (voyage costs) ซึ่งรวมถึงค่าน้ำมันเชื้อเพลิง

Fig 22: Example of PSL vessel (Handy size)



Source: Company, KTBST

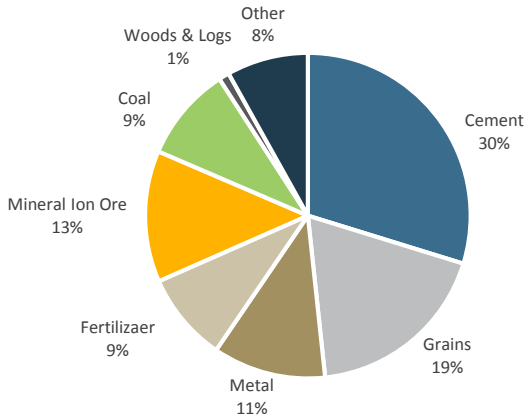
Fig 23: Example of PSL vessel (Supramax size)



Source: Company, KTBST

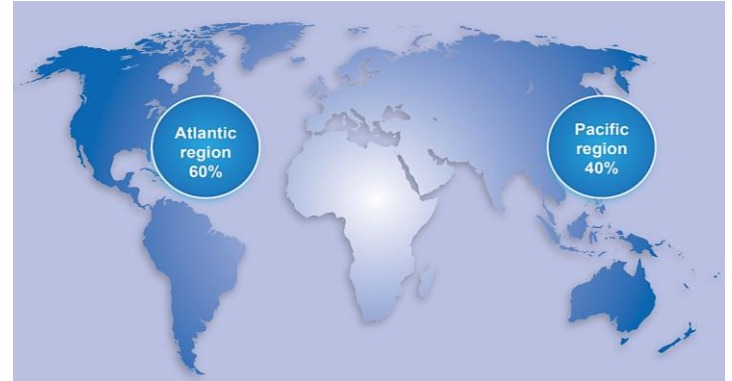
พีเอสแอลบริหารกองเรือแบบไม่ประจำเส้นทาง โดยไม่มีการกำหนดท่าเรือปลายทางไว้ล่วงหน้า สินค้าพื้นฐานที่กองเรือ PSL ขนส่ง คือ ซีเมนต์ สินค้าทางการเกษตร เหล็ก ปุ๋ย สินแร่และเนื้อแร่ ถ่านหิน ไม้ซุงและอื่นๆ ในทาง ภูมิศาสตร์ พีเอสแอลได้แบ่งเครือข่ายการขนส่งสินค้าของกองเรือของบริษัทฯ อย่างคร่าวๆ เป็น 5 ภูมิภาค ประกอบด้วย 1) อเมริกาเหนือ 2) ยุโรป 3) ละตินและอเมริกาใต้-แอฟริกา 4) อินเดียอนุทวีป-ตะวันออกกลาง และ 5) เอเชียตะวันออกเฉียงใต้และตะวันออกไกล

Fig 24: Transported products



Source: Company, KTBST

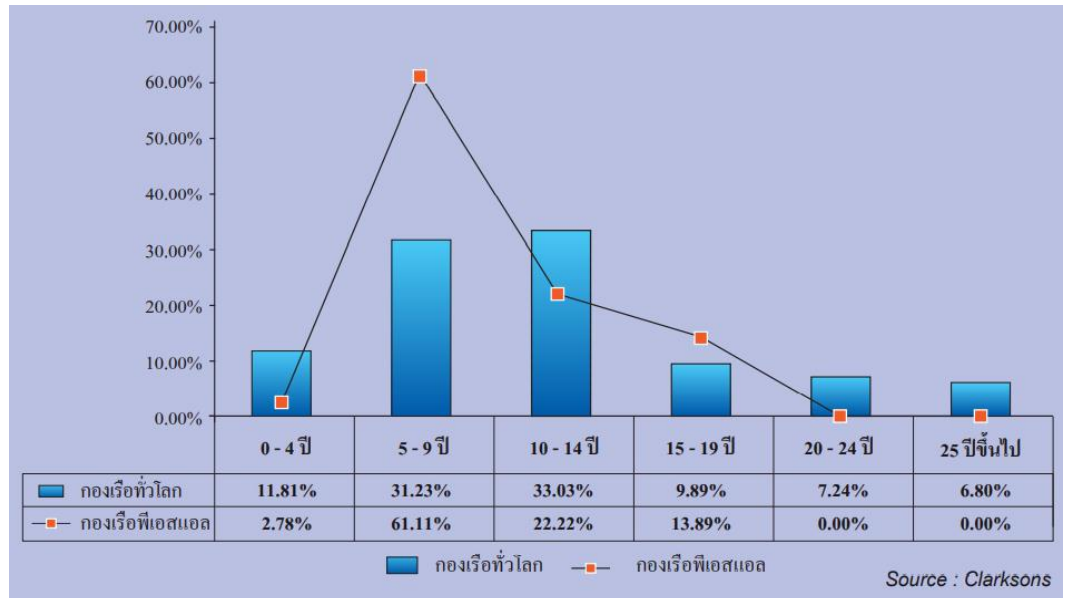
Fig 25: Route by region



Source: Company, KTBST

กองเรือพีเอสแอลมีอายุเฉลี่ยปัจจุบันที่ประมาณ 9 ปี ซึ่งน้อยกว่าอายุเฉลี่ยของกองเรือทั่วโลกที่ประมาณ 11 ปี กราฟต่อไปนี้เป็นกราฟวิเคราะห์อายุของกองเรือขนส่งสินค้าทั่วโลกขนาด 10,000 - 69,999 เดทเวทตันและกองเรือพีเอสแอล ณ วันที่ 1 มกราคม 2564

Fig 26: Revenue from freight breakdown



Source : Clarksons

Source: Company

Quarterly income statement

(Bt mn)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
Sales	1,055	680	944	1,051	1,247
Cost of sales	(908)	(756)	(761)	(797)	(783)
Gross profit	147	(76)	183	254	465
SG&A	(106)	(66)	(60)	(51)	(59)
EBITDA	336	148	412	484	668
Finance costs	(172)	(158)	(145)	(122)	(117)
Core profit	(142)	(310)	(35)	27	267
Net profit	(117)	(1,183)	(22)	27	375
EPS	(0.08)	(0.76)	(0.01)	0.02	0.00
Gross margin	14%	-11%	19%	24%	37%
EBITDA margin	32%	22%	44%	46%	54%
Net profit margin	-11%	-174%	-2%	3%	30%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Cash & deposits	1,843	1,181	1,100	972	1,648
Accounts receivable	254	183	169	282	268
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	220	317	669	669	669
Total cur. assets	2,317	1,681	1,938	1,922	2,586
Investments	0	0	0	0	0
Fixed assets	22,409	20,098	19,125	20,464	20,676
Other assets	(20,092)	(18,417)	(17,187)	(18,542)	(18,091)
Total assets	27,837	25,061	21,397	22,721	23,596
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	389	528	277	326	321
Current maturities	1,877	4,085	2,436	2,936	2,936
Other current liabilities	43	99	627	627	627
Total cur. liabilities	2,308	4,712	3,339	3,889	3,883
Long-term debt	12,661	8,577	7,586	7,586	7,586
Other LT liabilities	172	212	337	340	344
Total LT liabilities	12,833	8,789	7,923	7,926	7,930
Total liabilities	15,141	13,502	11,263	11,815	11,813
Registered capital	1,611	1,559	1,559	1,559	1,559
Paid-up capital	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559
Share premium	2,140	2,140	2,140	2,140	2,140
Retained earnings	9,780	9,537	8,168	8,940	9,817
Others	(785)	(1,677)	(1,734)	(1,734)	(1,734)
Minority interests	0	0	0	0	0
Shares' equity	12,695	11,559	10,134	10,906	11,783

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Net profit	458	(226)	(1,290)	1,572	1,257
Depreciation	1,185	1,183	1,214	1,164	1,176
Chg in working capital	814	774	1,495	(64)	8
Others	(202)	159	445	0	(0)
CF from operations	2,256	1,890	1,864	2,672	2,441
Capital expenditure	(272)	(427)	997	(176)	964
Others	0	0	0	0	0
CF from investing	(272)	(427)	997	(176)	964
Free cash flow	1,984	1,463	2,861	2,496	3,404
Net borrowings	(1,269)	(1,821)	(2,085)	495	(5)
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	0	(470)	(376)
Others	(726)	(303)	(857)	(2,649)	(2,346)
CF from financing	(1,995)	(2,125)	(2,942)	(2,624)	(2,728)
Net change in cash	(11)	(662)	(81)	(129)	677

Key assumptions

FY: Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
TCE rate (USD/day)	11,063	9,622	8,332	14,164	13,456
Total operating days	13,140	13,140	13,176	13,140	13,140

Source: Company, KTBST

Forward PER band

Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Sales	4,933	4,153	3,731	6,230	5,937
Cost of sales	(3,250)	(3,168)	(3,222)	(3,796)	(3,736)
Gross profit	1,682	986	508	2,434	2,201
SG&A	(548)	(645)	(417)	(630)	(600)
EBITDA	2,450	1,647	1,380	3,097	2,902
Depre. & amortization	1,185	1,183	1,213	1,164	1,176
Equity income	0	0	0	0	0
Other income	37	30	9	36	36
EBIT	1,265	464	167	1,933	1,726
Finance costs	(826)	(703)	(597)	(492)	(492)
Income taxes	(2)	(3)	(4)	(4)	(4)
Net profit before MI	437	(242)	(434)	1,437	1,231
Minority interest	24	20	11	22	22
Core profit	462	(222)	(434)	1,567	1,253
Extraordinary items	(5)	(6)	(871)	0	0
Net profit	456	(228)	(1,295)	1,567	1,253






Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Growth YoY					
Revenue	13.7%	-15.8%	-10.2%	67.0%	-4.7%
EBITDA	29.6%	-32.8%	-16.2%	124.3%	-6.3%
Net profit	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-20.0%
Core profit	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-20.0%
Profitability Ratio					
Gross profit margin	34.1%	23.7%	13.6%	39.1%	37.1%
EBITDA margin	49.7%	39.7%	37.0%	49.7%	48.9%
Core profit margin	9.4%	-5.4%	-11.6%	25.2%	21.1%
Net profit margin	9.2%	-5.5%	-34.7%	25.2%	21.1%
ROA	1.6%	-0.9%	-6.1%	6.9%	5.3%
ROE	3.6%	-2.0%	-12.8%	14.4%	10.6%
Stability					
D/E (x)	1.19	1.17	1.11	1.08	1.00
Net D/E (x)	0.87	0.66	0.67	0.64	0.53
Interest coverage ratio	1.53	0.66	0.28	3.93	3.51
Current ratio (x)	1.00	0.36	0.58	0.49	0.67
Quick ratio (x)	0.91	0.29	0.38	0.32	0.49
Per Share (Bt)					
Reported EPS	0.29	(0.15)	(0.83)	1.01	0.80
Core EPS	0.30	(0.14)	(0.28)	1.01	0.80
Book value	8.14	7.41	6.50	6.99	7.56
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.30	0.24
Valuation (x)					
PER	59.81	n.a.	n.a.	17.41	21.78
Core PER	59.12	n.a.	n.a.	17.41	21.78
P/BV	2.15	2.36	2.69	2.50	2.32
EV/EBTDA	16.32	23.54	26.23	11.90	12.46
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	1.4%

Disclaimer: This report has been prepared by KTBST Securities PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST 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 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 KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Corporate governance report of Thai listed companies 2019w

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งไม่ได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

KTBST: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลง ในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

KTBST's stock rating definition

- BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

KTBST มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง KTBST ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ KTBST ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ KTBST ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

KTBST believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. KTBST analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.
- **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. KTBST's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.
- **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. KTBST conduct this analysis based on IOD's scores.

KTBST's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

KTBST provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสซี จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชื่อว่าข้อมูลหรือข้อเท็จจริงที่ปรากฏในบทวิเคราะห์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสซี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by KTBST Securities PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST 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 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 KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.