

ฟรีเชียน ชิปปิ้ง

PSL TB / PSL.BK

19 กุมภาพันธ์ 2556

รวบัญจักรขาขึ้นของธุรกิจเดินเรือรอบใหม่

ประเด็นการลงทุน

ประเด็นหลักจากการประชุมนักวิเคราะห์ยืนยันมุมมองในเชิงระมัดระวังที่เรามีต่อตลาดการขนส่งด้วยเรือเทกอง เราคิดว่าราคาหุ้น PSL ในขณะนี้ ซึ่งซื้อขายที่ PBV ณ สิ้นปี 2556 ที่ 1.2 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยระยะยาวของบริษัท ได้สะท้อนคาดการณ์แนวโน้มกำไรไตรมาส 1/56 ปรับตัวดีขึ้น QoQ ไปแล้ว ภายในกลุ่มขนส่งไทย เราขอกลุ่มผู้ประกอบการให้บริการขนส่งทางอากาศและภาคพื้นดินมากกว่าการขนส่งทางเรือ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีการเติบโตที่ดีและมีแนวโน้มกำไรที่มั่นคงกว่า

คาดการณ์กำไรไตรมาส 1/56 ปรับตัวดีขึ้น QoQ

กำไรหลักไตรมาส 1/56 ของ PSL มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น QoQ หนุนโดยอัตราค่าระวางเรือที่เพิ่มขึ้นและจำนวนเรือที่ใช้ในการดำเนินงานเพิ่มขึ้น แม้ว่าค่าเฉลี่ยดัชนี BDI ตั้งแต่ไตรมาส 1/56 จนถึงปัจจุบันได้ปรับตัวลดลง 20% QoQ นำโดยดัชนี Capsize (ลดลง 29% QoQ) เนื่องจากสภาพภูมิอากาศที่แย่ในออสเตรเลียและอินโดนีเซีย ทำให้อุปสงค์ในการขนส่งด้วยเรือเทกองลดลง แต่อัตราค่าระวางเรือสำหรับเรือขนาดเล็ก (เป็นขนาดที่ PSL ใช้ในการดำเนินงาน) ปรับตัวสูงขึ้น ดัชนี Handysize เพิ่มสูงขึ้น 3% QoQ นอกจากนี้การส่งมอบเรือที่ต่อใหม่และเรือมือสองจะทำให้กองเรือของ PSL เพิ่มขึ้นเป็น 39 ลำ ภายในเดือนมี.ค. 2556 จาก 36 ลำ ณ สิ้นปี 2555

เรายังคงเห็นอวัชข้อต่อผลกำไรไตรมาส 1/56 ของบริษัท จากคาดการณ์กำไรที่ได้รับจากการขายสัญญาต่อเรือสามฉบับในไตรมาส 1/56

ปี 2556 จะเป็นปีสุดท้ายของแนวโน้มตลาดขาลง

ผู้บริหารยังคงมุมมองเชิงลบต่อตลาดการขนส่งด้วยเรือเทกองในปี 2556 เนื่องจากอุปทานที่ยังคงล้นตลาด แต่คาดว่าจะลดลงในปีนี้ คาดการณ์อุปสงค์ในการขนส่งด้วยเรือเทกองเติบโต 4% ในขณะที่อุปทานใหม่สุทธิได้ประมาณการการขยายตัวไว้ 5% ส่งผลให้เกิดภาวะอุปทานล้นตลาด 1% ซึ่งดีกว่าอุปทานล้นตลาดที่ 6% ในปี 2555 อย่างไรก็ตามอัตราค่าระวางเรือเฉลี่ยในปี 2556 มีแนวโน้มว่าจะต่ำกว่าปีที่ผ่านมา เนื่องจากตลาดจะยังได้รับผลกระทบจากอุปทานที่เข้ามาในตลาดจำนวนมากในปี 2555

ตลาดลดเข้าสู่ช่วงขาขึ้นในปี 2557

ตลาดการขนส่งด้วยเรือเทกองคาดว่าจะเริ่มเข้าสู่ขาขึ้นในปี 2557 หนุนโดยอุปทานเรือใหม่ที่ลดลง ในขณะที่อุปสงค์เติบโตต่อเนื่อง โดยอุปทานใหม่สุทธิของเรือเทกองคาดว่าจะเพิ่มสูงขึ้นเพียง 1% ในปีหน้า ซึ่งต่ำกว่าอัตราการเติบโตของอุปทานใหม่เฉลี่ยสะสมในช่วงปี 2552-55 ที่ 12% อย่างมาก อีกทั้งเราคาดว่าอุปสงค์ในการขนส่งด้วยเรือเทกองจะเพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกับเศรษฐกิจโลกที่กลับมาฟื้นตัว

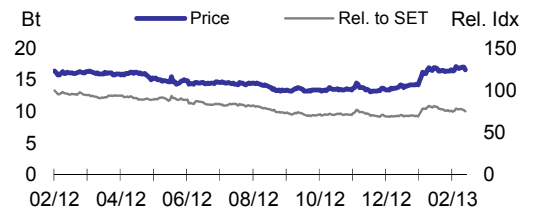
ขยายกองเรือ—พร้อมรับตลาดขาขึ้น

บริษัทวางแผนที่จะขยายกองเรือและตั้งเป้าไว้ที่จำนวนเรือ 60-65 ลำ ภายในปี 2557 จาก 36 ลำ ณ สิ้นปี 2555 เราคิดว่าสภาวะตลาดในขณะนี้ เป็นโอกาสที่ดีสำหรับบริษัทในการเข้าซื้อเรือที่ราคาถูกลง ซึ่งสามารถเพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัทได้ในระยะยาว เนื่องจากต้นทุนการลงทุนที่ต่ำลงหมายถึงค่าใช้จ่ายด้านค่าเสื่อมราคาจะลดลงด้วย

Sector: Transportation (Shipping) Underweight

คำแนะนำพื้นฐาน: ถือ
เป้าหมายพื้นฐาน: 17.00 บาท
ราคา (18/02/13): 16.50 บาท

Price chart

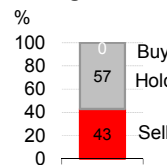


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(7.5)	2.5	(31.0)
Absolute	(1.8)	21.2	3.1

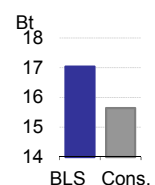
Key statistics

Market cap	Bt17.3bn	USD0.6bn
12-mth price range	Bt13.1/Bt17.4	
12-mth avg daily volume	Bt13m	USD0.4m
# of shares (m)	1,040	
Est. free float (%)	39.2	
Foreign limit (%)	49.0	

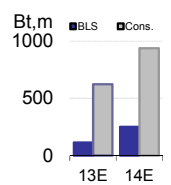
Consensus rating



BLS target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2012	2013E	2014E	2015E
Revenues (Btm)	3,499	3,285	3,736	3,922
Net profit (Btm)	141	115	251	322
EPS (Bt)	0.14	0.11	0.24	0.31
EPS grow th (%)	-80.4%	-18.4%	+118.0%	+28.3%
Core profit (Btm)	(147)	115	251	322
Core EPS (Bt)	(0.14)	0.11	0.24	0.31
Core EPS grow th (%)	n.m.	n.m.	+118.0%	+28.3%
PER (x)	121.6	149.1	68.4	53.3
PBV (x)	1.2	1.2	1.2	1.2
Dividend (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.2
Dividend yield (%)	0.5	0.4	0.9	1.1
ROE (%)	0.9	0.8	1.7	2.2

CG rating

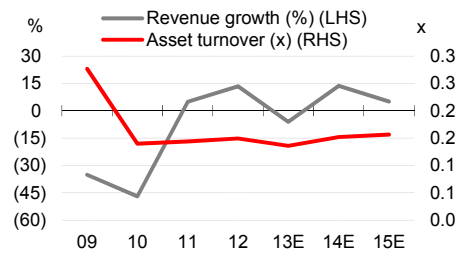


สุพพดา ศรีสุข
+662 618 1000

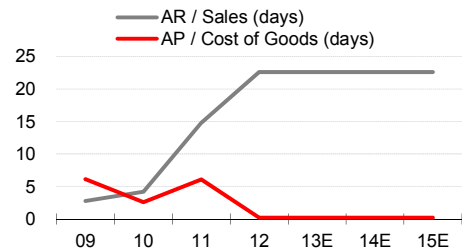
PSL : Financial Tables – Year

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	3,084	3,499	3,285	3,736	3,922
Cost of sales and services	(1,985)	(2,960)	(2,509)	(2,816)	(2,956)
Gross profit	1,098	538	777	920	966
SG&A	(285)	(266)	(250)	(284)	(298)
EBIT	813	272	527	636	667
Interest expense	(441)	(434)	(433)	(407)	(368)
Other income/exp.	29	24	24	25	25
EBT	401	(138)	118	254	325
Corporate tax	(4)	(4)	(0)	(0)	(0)
After-tax net profit (loss)	398	(142)	118	254	325
Minority interest	(2)	(3)	(0)	(0)	(1)
Equity earnings from affiliates	8	(2)	(3)	(3)	(3)
Extra items	315	288	0	0	0
Net profit (loss)	719	141	115	251	322
Reported EPS	0.69	0.14	0.11	0.24	0.31
Fully diluted EPS	0.69	0.14	0.11	0.24	0.31
Core net profit	403	(147)	115	251	322
Core EPS	0.39	(0.14)	0.11	0.24	0.31
EBITDA	1,460	1,183	1,483	1,643	1,727
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	4.9	13.5	(6.1)	13.7	5.0
Gross margin (%)	35.6	15.4	23.6	24.6	24.6
EBITDA margin (%)	47.3	33.8	45.1	44.0	44.0
Operating margin (%)	26.4	7.8	16.0	17.0	17.0
Net margin (%)	23.3	4.0	3.5	6.7	8.2
Core profit margin (%)	13.1	(4.2)	3.5	6.7	8.2
ROA (%)	3.4	0.6	0.5	1.0	1.3
ROCE (%)	3.4	0.6	0.5	1.0	1.3
Asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Current ratio (x)	5.7	2.6	1.6	1.4	2.0
Gearing ratio (x)	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
Interest coverage (x)	1.8	0.6	1.2	1.6	1.8
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	4,375	1,901	1,102	909	641
Accounts receivable	125	217	204	231	243
Inventory	0	0	0	0	1
PP&E-net	9,446	16,213	16,993	17,260	17,499
Other assets	7,426	4,876	5,120	5,531	5,787
Total assets	22,893	24,030	24,334	24,909	25,197
Accounts payable	33	2	1	2	2
ST debts & current portion	719	802	1,050	1,167	600
Long-term debt	6,308	8,265	8,267	8,600	9,300
Other liabilities	54	23	24	25	27
Total liabilities	7,537	9,545	9,818	10,293	10,452
Paid-up capital	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040
Share premium	584	584	584	584	584
Retained earnings	15,159	14,831	14,862	14,962	15,091
Shareholders equity	15,323	14,483	14,514	14,614	14,743
Minority interests	33	1	1	2	2
Total Liab.&Shareholders' equity	22,893	24,030	24,334	24,909	25,197
CASH FLOW (Btm)					
Net income	719	141	115	251	322
Depreciation and amortization	647	910	956	1,007	1,059
Change in working capital	(196)	(325)	(56)	(68)	(36)
FX, non-cash adjustment & others	(119)	25	(19)	(103)	(65)
Cash flows from operating activities	1,051	751	997	1,088	1,280
Capex (Invest)/Divest	(2,302)	(4,556)	(1,737)	(1,274)	(1,299)
Others	27	19	(244)	(411)	(257)
Cash flows from investing activities	(2,274)	(4,537)	(1,982)	(1,684)	(1,556)
Debt financing (repayment)	1,795	1,932	271	473	157
Equity financing	291	70	0	0	0
Dividend payment	(936)	(572)	(85)	(69)	(150)
Others	27	19	(244)	(411)	(257)
Cash flows from financing activities	1,151	1,430	186	404	8
Net change in cash	(73)	(2,356)	(799)	(193)	(267)
Free cash flow (Btm)	(1,251)	(3,805)	(741)	(186)	(19)
FCF per share (Bt)	(1.2)	(3.7)	(0.7)	(0.2)	(0.0)
Key assumptions					
TC rate (US\$/day/ship)	11,265.0	8,221.0	8,303.2	8,718.4	9,154.3
No. of operating days (days)	10,950.0	13,140.0	14,235.0	14,235.0	14,235.0
No. of ships	22.0	30.0	36.0	39.0	39.0

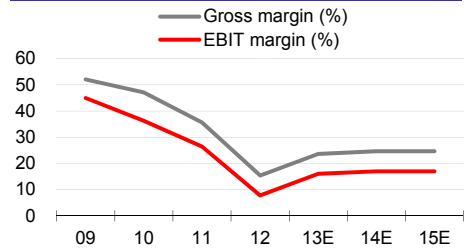
Revenue growth and asset turnover



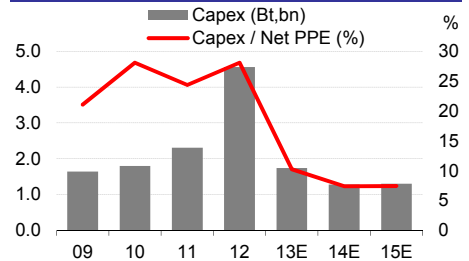
A/C receivable & A/C payable days



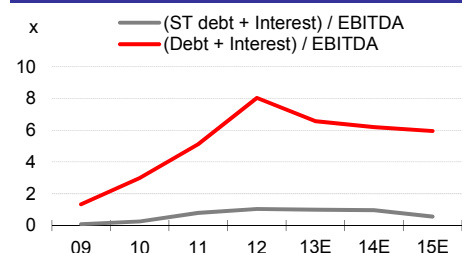
Profit margins



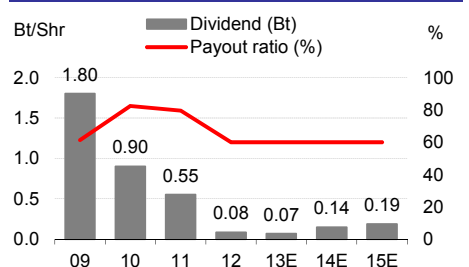
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



PSL : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
Revenue	801	789	992	820	898
Cost of sales and services	(579)	(660)	(795)	(689)	(816)
Gross profit	223	129	197	131	82
SG&A	(71)	(63)	(64)	(72)	(67)
EBIT	151	66	133	59	15
Interest expense	(154)	(87)	(117)	(145)	(84)
Other income/exp.	10	7	5	6	5
EBT	7	(14)	21	(80)	(64)
Corporate tax	(0)	(1)	(2)	(1)	(1)
After-tax net profit (loss)	6	(15)	19	(82)	(65)
Minority interest	(1)	(1)	(1)	(0)	(1)
Equity earnings from affiliates	5	(4)	(7)	2	7
Extra items	(1)	(22)	2	300	8
Net profit (loss)	9	(41)	13	219	(50)
Reported EPS	0	(0)	0	0	(0)
Fully diluted EPS	0.01	(0.04)	0.01	0.21	(0.05)
Core net profit	10.23	(19.33)	11.61	(80.35)	(58.86)
Core EPS	0.01	(0.02)	0.01	(0.08)	(0.06)
EBITDA	323	258	363	295	266

KEY RATIOS

Gross margin (%)	28	16	20	16	9
EBITDA margin (%)	40	33	37	36	30
Operating margin (%)	19	8	13	7	2
Net margin (%)	1	(5)	1	27	(6)
Core profit margin (%)	1	(2)	1	(10)	(7)
BV (Bt)	15	14	15	14	14
ROE (%)	0	(1)	0	6	(1)
ROA (%)	0	(1)	0	4	(1)
Current ratio (x)	6	4	5	7	3
Gearing ratio (x)	0	1	1	1	1
Interest coverage (x)	1	1	1	0	0

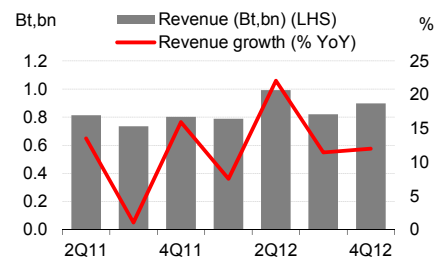
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	4,375	3,137	2,197	2,519	1,901
Accounts receivable	125	129	223	203	217
Inventory	0	0	0	1	2
PP&E-net	9,446	11,679	12,488	13,613	16,213
Other assets	7,426	6,901	7,050	5,571	4,876
Total assets	22,893	23,420	23,496	22,553	24,030
Accounts payable	33	27	78	1	2
ST debts & current portion	719	652	412	256	802
Long-term debt	6,308	7,398	7,449	7,135	8,265
Other liabilities	54	13	13	21	23
Total liabilities	7,537	8,666	8,405	7,816	9,545
Paid-up capital	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040
Share premium	584	584	584	584	584
Retained earnings	15,159	14,962	14,871	14,987	14,831
Shareholders equity	15,323	14,721	15,091	14,737	14,483
Minority interests	33	33	0	0	1
Total Liab.&Shareholders' equity	22,893	23,420	23,496	22,553	24,030
Key operating data	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
TC rate (US\$/day/ship)	9,705.0	8,314.0	9,130.0	7,957.0	0.0
No.of operating days (days)	2,300.0	2,430.0	2,730.0	2,821.0	0.0
No.of ships	25.0	27.0	30.0	31.0	0.0

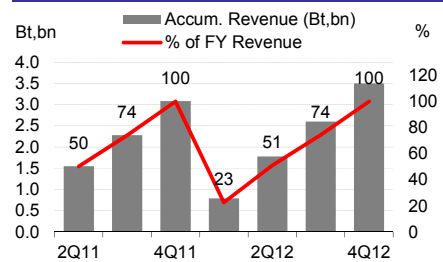
Company profile

PSL is a pure dry cargo ship-owner. The company is operating in the small handy and supramax sub-sectors. PSL's fleet size now stands as 37 ships with a total capacity of 1,190,054 DWT with the average age of the fleet of 11 years.

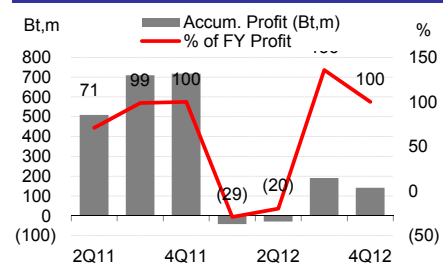
Revenue trend



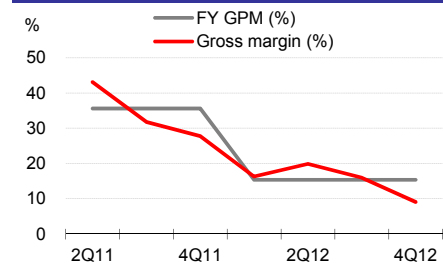
Revenue trend (accumulated)



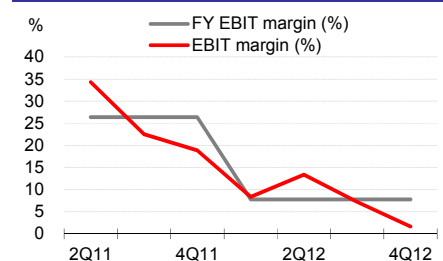
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin

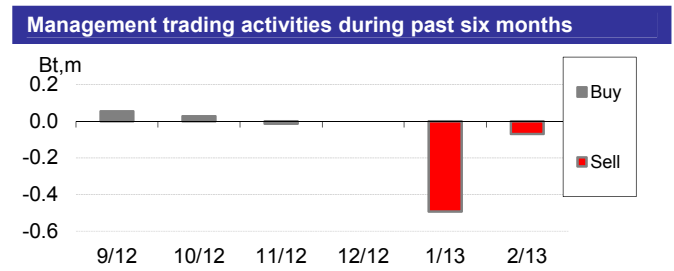
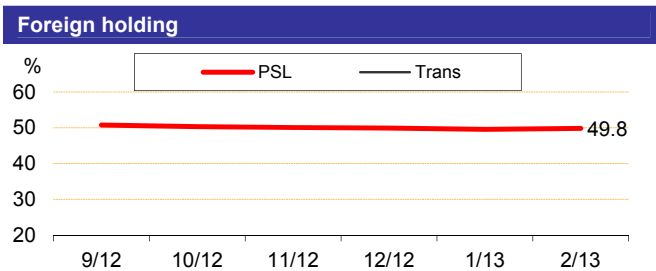
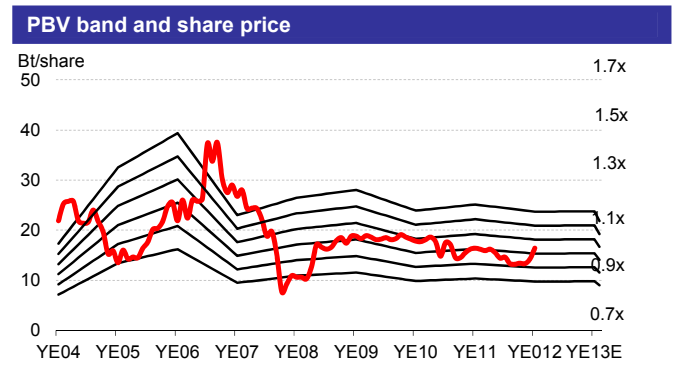
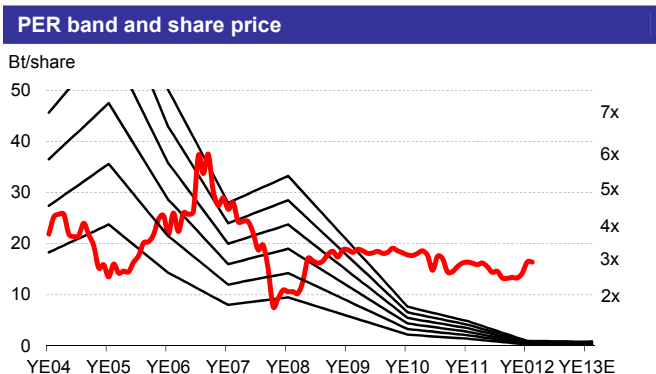
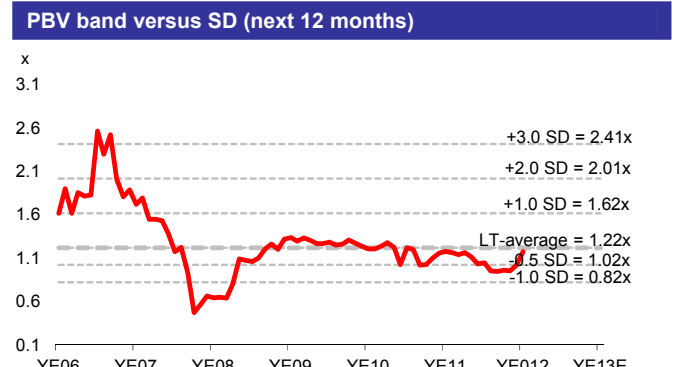
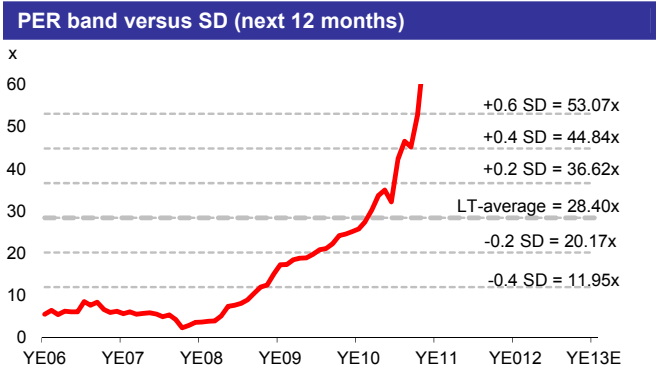


EBIT margin



Regional comparisons

Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
			2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
U-Ming Marine Transport Corp 2606 TT	TWD47.5	1,372	22.1	30.5	-34.6	-26.6	n.a.	n.a.	6.6	4.7	4.9	2.6
Sincere Navigation 2605 TT	TWD26.9	515	10.0	10.9	-13.3	-8.3	0.9	0.9	8.8	7.0	5.2	4.9
China Shipping Development 1138 HK	HKD4.3	2,394	n.a.	51.6	-108.1	-528.0	0.5	0.5	-0.8	1.0	0.2	0.9
Kawasaki Kisen Kaisha 9107 JP	JPY179.0	1,798	21.3	16.4	-116.7	26.4	0.6	0.6	1.9	3.4	0.5	1.2
Mitsui Osk Lines 9104 JP	JPY300.0	3,870	n.a.	47.5	196.8	-111.1	0.7	0.6	-12.3	1.8	0.5	0.8
Cosco Corp Singapore COS SP	SGD0.9	1,700	19.9	21.7	-23.1	-6.3	1.6	1.5	8.1	7.1	2.2	2.1
Neptune Orient Lines NOL SP	SGD1.3	2,633	n.a.	14.2	-42.1	-193.5	1.1	1.0	-8.8	8.3	0.1	1.8
Precious Shipping PSL TB	THB16.60	578	149.1	68.4	-18.4	118.0	1.2	1.2	0.8	1.7	0.4	0.9
Thoresen Thai Agencies TTA TB	THB16.60	551	n.m.	40.6	n.m.	n.m.	0.5	0.4	-1.4	1.5	-0.5	0.6
Simple average			44.5	33.5	-19.9	-91.2	0.9	0.8	0.3	4.1	1.5	1.8



BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs UNDERLYING STOCKS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

DWs Underlying Stocks	Financial Advisor	Underwriter/ Counderwriter
ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, KBANK, KK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, ROBINS, SCB, SCC, SPALI, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF		

Score Range

90 – 100
80 – 89
70 – 79
60 – 69
50 – 59
Below 50

Score Range






No logo given

Description

Excellent
Very Good
Good
Satisfactory
Pass
N/A

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK
STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.
HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.
SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.
TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.
NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.
UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.