

## ยังตุนกำไรพิเศษช่วยหนุนธุรกิจสร้างกำไรได้ต่อเนื่อง ยืนยัน “ถือ”

วันพุธที่ 6 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2556

▶ **งวด 4Q55 ยังมีขาดทุนปกติ 48 ล้านบาท ดีขึ้นจากงวด 3Q55 เล็กน้อย**  
แม้รายได้ค่าระวางเฉลี่ยต่อลำของ PSL ในงวด 4Q55 จะลดลง 4.5% qoq มาอยู่ที่ 7,599 เหรียญสหรัฐต่อวัน ตามการอ่อนตัวลงของดัชนี BDI แต่ด้วยจำนวนเรือเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้นจาก 31 ลำ ในงวด 3Q55 เป็น 35 ลำ ส่งผลให้รายได้ค่าบริการเพิ่มขึ้น 9.9% qoq อย่างไรก็ตามต้นทุนบริการปรับตัวขึ้นถึง 24.7% qoq ซึ่งมีอัตราค่าระวางเพิ่มขึ้นมากกว่ารายได้ แต่ชดเชยได้จากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ลดลง 7% qoq และค่าใช้จ่ายทางการเงินที่ลดลงจากไตรมาสก่อนหน้า ถึงกว่า 60 ล้านบาท ทำให้ขาดทุนปกติลดลงจาก 81 ล้านบาทในงวด 3Q55 เหลือ 48 ล้านบาท อย่างไรก็ตามในงวด 4Q55 ไม่มีกำไรพิเศษ ขณะที่งวด 3Q55 มีกำไรพิเศษถึง 305 ล้านบาท จากการขายสัญญาส่งต่อเรือ 2 ลำ กลับคืนให้แก่ผู้รับส่งต่อเรือ เพราะต่อเรือช้ากว่ากำหนดการ ทำให้ PSL พลิกจากกำไรสุทธิในงวด 3Q55 ที่ 219 ล้านบาท มาเป็นขาดทุนสุทธิ 48 ล้านบาท ทั้งนี้โดยภาพรวมทั้งปี 2555 ยังมีกำไรสุทธิ 146 ล้านบาท ลดลงจากปีก่อน 80%

▶ **ปี 2556 มีกำไรพิเศษขายสัญญาต่อเรืออีก 4 ลำ ช่วยสร้างกำไร แม้ธุรกิจอาจไม่ฟื้น**  
คาดยังเห็นขาดทุนปกติต่อเนื่องในงวด 1Q56 เนื่องจากดัชนี BDI ยังอยู่ในระดับต่ำกว่า 800 จุด ขณะที่ชีพพลายเรือใหม่ มีหมายกำหนดส่งมอบเข้าสู่ท้องตลาดจำนวนมากอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปลายปี 2554 จนถึงปีนี้ เป็นปัจจัยกดดันให้ธุรกิจเดินเรือเทกองในปีนี้มีโอกาสฟื้นตัวค่อนข้างยาก ทั้งนี้บรรดาผู้เชี่ยวชาญธุรกิจเดินเรือต่างให้ความเห็นว่า ปีนี้จะเป็นปีสุดท้ายที่ธุรกิจเดินเรือเทกองเผชิญภาวะ Oversupply ก่อนที่จะทยอยฟื้นตัวตั้งแต่ปี 2557 เป็นต้นไป อย่างไรก็ตาม PSL ได้ทำสัญญาล่วงหน้าในสัดส่วน 17.3% ของปริมาณขนส่งทั้งปี 2556 ที่อัตราค่าระวางเฉลี่ย 11,168 เหรียญสหรัฐต่อลำ สูงกว่าอัตราค่าระวางเฉลี่ยปี 2555 ราว 35.8% ซึ่งคาดว่าจะช่วยหนุนให้ PSL พลิกจากขาดทุนปกติในปี 2555 ที่ 159 ล้านบาท มาเป็นมีกำไรปกติที่ 234 ล้านบาท ขณะที่ PSL ได้สรุปข้อตกลงขายสัญญาส่งต่อเรือใหม่อีก 4 ลำคืนให้แก่ผู้รับส่งต่อเรือแล้ว ซึ่งจะรับรู้เป็นกำไรพิเศษในปี 2556 ไม่ต่ำกว่า 300 ล้านบาท จึงคาดว่ากำไรสุทธิของ PSL จะเพิ่มขึ้นจาก 146 ล้านบาทในปี 2555 เป็น 539 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้น 1.7 เท่าตัว

▶ **แม้ธุรกิจยังขาดสัญญาณฟื้นตัว แต่ยังได้รับเงินปันผลทุกไตรมาส ยืนยัน “ถือ”**  
แม้ยังไม่เห็นสัญญาณฟื้นตัวของธุรกิจขณะนี้ แต่เนื่องจาก PSL มีกำไรสะสมที่ยังไม่จัดสรรสูงเกิน 1 หมื่นล้านบาท บวกกับยังมีกำไรพิเศษที่ช่วยให้สามารถสร้างกำไรต่อเนื่องทุกปี และทำให้ PSL สามารถจ่ายเงินปันผลได้ทุกไตรมาส ไตรมาสละไม่ต่ำกว่า 0.10 บาท โดยเงินปันผลสำหรับผลประกอบการงวด 4Q55 อยู่ที่ 0.10 บาท XD วันที่ 15 ก.พ. นี้ ส่งผลให้ฝ่ายวิจัยปรับเพิ่ม Fair Value จาก 16 บาท เป็น 17.60 บาท (อิง PBV 1.1 เท่า แทนเดิมที่ 1 เท่า) ซึ่งมี Upside จากราคาปัจจุบัน 7.3% **จึงคงคำแนะนำ “ถือ”**

Key Data (ล้านบาท)	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F	FY57F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
รายได้ค่าบริการ	2,939	3,084	3,499	5,013	6,562
กำไรปกติ	703	403	(159)	234	844
กำไรสุทธิ	1,134	719	146	539	844
Norm EPS (บาท)	0.68	0.39	(0.15)	0.23	0.81
EPS	1.09	0.69	0.14	0.52	0.81
PER (เท่า)	15.03	23.72	116.50	31.60	20.20
BVS (บาท)	14.06	14.77	13.93	15.99	16.40
PBV (เท่า)	1.18	1.12	1.19	1.04	1.01
DPS (บาท)	0.87	0.55	0.40	0.40	0.40
Dividend Yield (%)	5.2	3.3	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA (x)	10.19	13.05	20.16	6.53	6.53

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 16.40 บาท

Fair Value : 17.60 บาท

มูลค่าตลาด : 17,048 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554

▲▲▲▲▲

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2556F	0.52	0.35	48%
2557F	0.81	0.73	11%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

กวี มานิตสุวงษ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 003974

✉ kawe@asiaplus.co.th

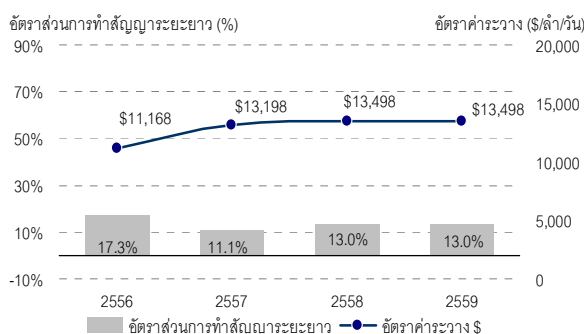
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ อย่างไรก็ตาม บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการขึ้น หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

## ผลการดำเนินงานงวด 4Q55

(ล้านบาท)	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55	QoQ	YoY	2555	2554	YoY
รายได้เดินเรือ	699	732	812	735	800	788	991	814	895	9.9%	11.8%	2,593	2,279	13.8%
ต้นทุนในการเดินเรือ	196	282	304	342	406	467	563	452	564	24.7%	38.8%	1,482	927	59.8%
กำไรขั้นต้น	503	450	508	393	394	321	428	362	331	-8.6%	-16.0%	1,111	1,351	-17.8%
<b>EBITDA</b>	<b>449</b>	<b>376</b>	<b>435</b>	<b>332</b>	<b>328</b>	<b>235</b>	<b>356</b>	<b>300</b>	<b>284</b>	<b>-5.3%</b>	<b>-13.5%</b>	<b>890</b>	<b>1,142</b>	<b>-22.0%</b>
EBIT	252	217	278	172	156	42	126	64	32	-49.5%	-79.5%	232	668	-65.3%
กำไรสุทธิ	184	108	401	200	10	-41	13	219	-48	-121.7%	-591%	191	709	-73.0%
<b>Norm กำไรสุทธิ</b>	<b>178</b>	<b>116</b>	<b>210</b>	<b>67</b>	<b>11</b>	<b>-39</b>	<b>11</b>	<b>-81</b>	<b>-48</b>	<b>-40.4%</b>	<b>-533.9%</b>	<b>-108</b>	<b>392</b>	<b>-127.6%</b>
<b>Norm Profit Per Share</b>	<b>0.17</b>	<b>0.11</b>	<b>0.20</b>	<b>0.06</b>	<b>0.01</b>	<b>-0.04</b>	<b>0.01</b>	<b>-0.08</b>	<b>-0.05</b>	<b>-37.5%</b>	<b>-600.0%</b>	<b>-0.11</b>	<b>0.37</b>	<b>-129.7%</b>
<b>Gross margin</b>	<b>71.9%</b>	<b>61.5%</b>	<b>62.6%</b>	<b>53.5%</b>	<b>49.3%</b>	<b>40.7%</b>	<b>43.2%</b>	<b>44.5%</b>	<b>37.0%</b>			<b>42.8%</b>	<b>59.3%</b>	
EBITDA margin	64.3%	51.3%	53.6%	45.1%	41.0%	29.8%	35.9%	36.8%	31.7%			34.3%	50.1%	
EBIT	36.0%	29.6%	34.3%	23.4%	19.5%	5.4%	12.7%	7.8%	3.6%			8.9%	29.3%	
Norm Profit margin	25.5%	15.8%	25.8%	9.1%	1.4%	-4.9%	1.2%	-9.9%	-5.4%			-4.2%	17.2%	

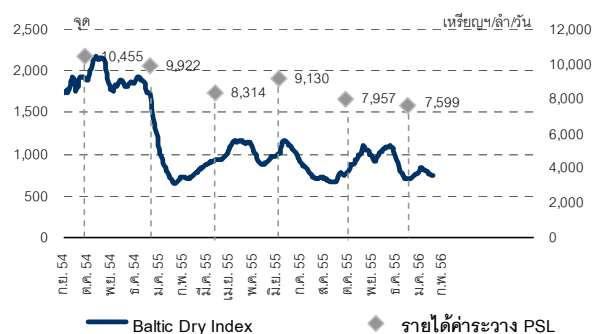
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

## สัดส่วนสัญญาระยะยาว และอัตราค่าระวาง



ที่มา : PSL

## ดัชนี BDI และอัตราค่าระวางเรือของ PSL



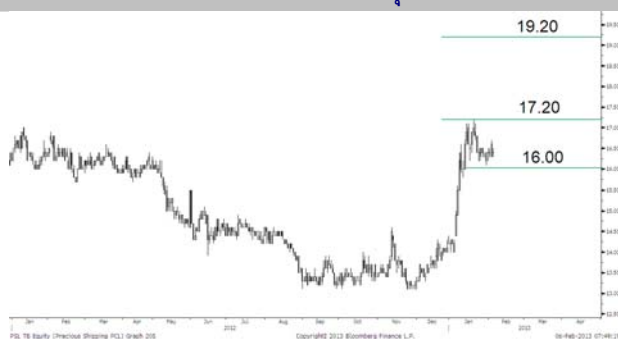
ที่มา : ฝ่ายวิจัย

## จำนวนเรือ ณ สิ้น 26 ต.ค. 2555

As of	1 <sup>st</sup> January 2011	31 <sup>st</sup> December 2011	30 <sup>th</sup> September 2012	26 <sup>th</sup> October 2012
Number of Vessels	21	25	32	34
Average Age (Simple Average)	15.43 years	14.20 years	11.66 years	10.97 years
Insured Value/Market Value	USD 327.50 Million	USD 329.50 Million	USD 485.50 Million	USD 532.00 Million
Book Value	USD 205.37 Million	USD 296.69 Million	USD 440.49 Million	USD 487.48 Million
Total DWT	522,925	704,258	975,259	1,065,650
Total LDT	117,978	157,146	221,035	241,209
Average DWT per Vessel	24,901	28,170	30,477	31,343

ที่มา : PSL

## กราฟเทคนิคราคาหุ้น



ที่มา : Bloomberg และ PSL

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ PSL

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2556F
รายได้จากการดำเนินงาน	3,084	3,499	5,013	6,562	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน	(1,339)	(2,050)	(2,906)	(3,608)	กำไรสุทธิ	724	146	539	844
กำไรจากการดำเนินงาน	1,745	1,449	2,107	2,954	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	-	-	-	-
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	(285)	(266)	(361)	(472)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	656	920	1,037	1,141
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	824	261	705	1,349	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ดอกเบี้ยจ่าย	(441)	(434)	(486)	(520)	อื่นๆ	(134)	10	7	7
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(196)	(325)	(85)	(63)
รายได้อื่น	-	-	-	-	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	1,051	751	1,498	1,929
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	409	(152)	241	851	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ภาษีเงินได้	4	4	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-	-	-	-
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(2)	(3)	(7)	(7)	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(4,471)	(6,285)	(713)	(823)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	403	(159)	234	844	อื่นๆ	2,197	1,748	(794)	(200)
กำไร (ขาดทุน) จาก Fx	(5)	(6)	-	-	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(2,274)	(4,537)	(1,507)	(1,023)
รายการพิเศษอื่น ๆ	321	311	305	-	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
กำไรสุทธิ	719	146	539	844	เพิ่ม/ลด เงินกู้	1,795	3,459	(1,265)	500
EPS	0.69	0.14	0.52	0.81	เพิ่ม/ลด ส่วนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
					เพิ่ม/ลด วอร์แรนท์	-	-	-	-
การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (YoY)	5%	13%	43%	31%	อื่นๆ	-	(34)	12	(7)
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	-37%	-80%	269%	56%	ลด จ่ายปันผล	(644)	(468)	(416)	(416)
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	27%	7%	14%	21%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	1,151	1,430	(1,513)	77
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	23%	4%	11%	13%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	151	(2,474)	427	983
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2556F
รายได้จากการดำเนินงาน	789	992	820	898	สินทรัพย์หมุนเวียน	6,022	2,941	3,386	4,420
ค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน	(468)	(565)	(453)	(564)	หนี้สินหมุนเวียน	-	-	-	-
กำไรจากการดำเนินงาน	321	427	367	336	สินทรัพย์รวม	22,893	24,030	24,931	25,848
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	(63)	(64)	(72)	(67)					
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	42	126	64	32	หนี้สินรวม	7,537	9,545	8,312	8,800
ดอกเบี้ยจ่าย	(87)	(117)	(145)	(84)					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	(37)	14	(79)	(47)	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	33	1	20	20
ภาษีเงินได้	(1)	(2)	(1)	(1)	ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด	15,356	14,484	16,619	17,047
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(1)	(1)	(0)	(1)	ทุนที่ชำระแล้ว	1,040	1,040	1,040	1,040
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	(39)	11	(81)	(48)	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	411	411	411	411
กำไร (ขาดทุน) จากการขายเรือ	-	-	305	0	กำไรสะสม	15,055	14,727	14,851	15,279
รายการพิเศษอื่น ๆ	2	(5)	0	-					
กำไรสุทธิ	(41)	13	219	(48)	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	22,893	24,030	24,931	25,848
การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (QoQ)	-2%	26%	-17%	10%					
การเติบโตของกำไรสุทธิ (QoQ)	-521%	-132%	1569%	-122%					
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	5%	13%	8%	4%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	-5%	1%	27%	-5%					
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	5.7	2.6	3.2	4.2	จำนวนเรือ (ลำ)	22	31	42	45
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	65.3	65.3	165.9	165.9	จำนวนวันเดินเรือ (วัน)	8,018	11,189	15,342	16,456
ระยะเวลาหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	66.4	66.4	120.0	120.0	ค่าระวางเฉลี่ย (เหรียญสหรัฐ/วัน/ลำ)	11,265	8,221	8,600	10,500
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	54.8	84.1	51.7	51.7					
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.41	0.57	0.22	0.22					
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	2%	-1%	6%	6%	ค่าใช้จ่ายในการเดินเรือ (เหรียญ/วัน/ลำ)	4,613	4,481	4,500	4,500
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	3%	-1%	8%	8%	อัตราแลกเปลี่ยน (บาท/เหรียญสหรัฐ)	30.11	30.00	30.00	30.00

ที่มา : งบการเงิน/ฝ่ายวิจัย ASP