

# ฟรีเชียน ชิปปิ้ง

PSL TB / PSL.BK

29 ตุลาคม 2557

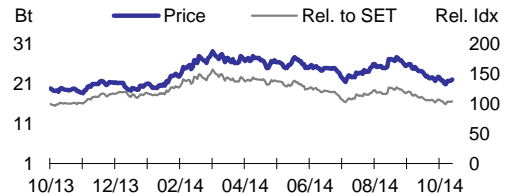
กำไรไตรมาส 3/57 ต่ำกว่าคาด แต่จะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 4/57

**Sector: Transportation (Shipping) Overweight**

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ** เก็งกำไร

เป้าหมายพื้นฐาน: 30.00 บาท

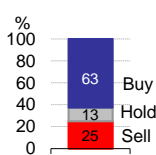
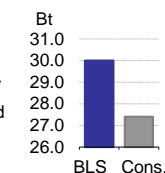
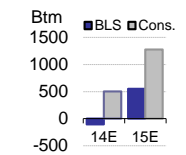
ราคา (27/10/57): 22.10 บาท

**Price chart**


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(6.7)	(3.3)	4.3
Absolute	(9.1)	(2.6)	11.1

**Key statistics**

Market cap	Bt23.0bn	USD0.7bn
12-mth price range	Bt18.6/Bt29.8	
12-mth avg daily volume	Bt48m	USD1.5m
# 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**

**ต่ำกว่าคาด**

PSL รายงานขาดทุนสุทธิที่ 147 ล้านบาท สำหรับไตรมาส 3/57 ลดลงจากกำไรสุทธิในไตรมาส 3/56 อีกทั้งยังขาดทุนสูงขึ้น QoQ ถ้าหากไม่นับรวมกำไรจากการยกเลิกสัญญาต่อเรือที่ 40 ล้านบาทและกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ 1 ล้านบาท บริษัทจะขาดทุนหลักในไตรมาส 3/57 ที่ 187 ล้านบาท ซึ่งขาดทุนเพิ่มขึ้น YoY และลดลงจากกำไรสุทธิในไตรมาส 2/57 ผลประกอบการต่ำกว่าที่เราประมาณการไว้มาก เนื่องจากอัตราค่าระวางเรือต่ำกว่าคาดและค่าใช้จ่ายน้ำมันเตาส่งสูงกว่าคาด

**ประเด็นหลักจากผลประกอบการ**

ผลการดำเนินงานหลักอ่อนตัวลง จากปัจจัยดังต่อไปนี้ 1) อัตราค่าระวางเรือลดลง และ 2) ค่าใช้จ่ายน้ำมันเตาปรับตัวสูงขึ้น โดยอัตราค่าระวางเรือลดลง 7% YoY และ 24% QoQ เป็น 6,575 เหรียญต่อวันต่อเที่ยว ในขณะที่ค่าใช้จ่ายน้ำมันเตาปรับตัวสูงขึ้น 75% YoY และ 154% QoQ เป็น 222 ล้านบาท โดยต้นทุนน้ำมันเตาที่สูงขึ้นเนื่องจากมี voyage charter เพิ่มขึ้นให้สังเกตว่าอัตราค่าระวางเรือเฉลี่ยของ PSL ในไตรมาส 3/57 ต่ำกว่าดัชนีตลาด โดยดัชนี Supramax และ Handysize ลดลง 1% และ 16% ตามลำดับ

แต่อย่างไรก็ตาม จำนวนเรือที่เพิ่มสูงขึ้นก็ชดเชยกับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ลดลง ช่วยชดเชยผลกระทบจากทั้งสองปัจจัยลบต่อกำไรในไตรมาส 3/57 ช่วงต้น บริษัทมีเรือเพิ่มขึ้นเป็น 43 ลำในไตรมาส 3/57 จาก 40 ลำในไตรมาส 3/56 และในไตรมาส 2/57 นอกจากนี้ สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายปรับตัวลดลงเป็น 6.8% ในไตรมาส 3/57 จาก 8.2% ในไตรมาส 3/56 และ 7.0% ในไตรมาส 2/57

**แนวโน้ม**

ดัชนี BDI เฉลี่ยตั้งแต่ต้นไตรมาส 4/57 จนถึงปัจจุบันปรับตัวสูงขึ้น 7% QoQ เป็น 1,020 จุด หนุนโดยอุปสงค์การขนส่งด้วยเรือเทกองยังคงอยู่ในช่วงไฮซีซั่น เราคาดว่าแนวโน้มขาขึ้นนี้จะยังดำเนินต่อไปในระยะสั้นเนื่องจากปกติแล้วช่วงไฮซีซั่นของอุปสงค์จะยาวไปจนถึงช่วง 6 สัปดาห์แรกของไตรมาสที่ 4 เท่านั้น ในขณะที่จำนวนเรือที่ให้บริการของ PSL ก็เพิ่มขึ้นเป็น 44 ลำในไตรมาส 4/57 ใดๆก็ตาม ค่าใช้จ่ายน้ำมันเตาคาดจะยังคงทรงตัวอยู่ในระดับสูง เนื่องจากน่าจะมี voyage charter ค่อนข้างมาก นอกจากนี้ เราคาดว่าผลการดำเนินงานหลักไตรมาส 4/57 จะยังคงขาดทุนและชะลอตัวลง YoY (แต่ขาดทุนจะลดลง QoQ)

**สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป**

เราปรับลดประมาณการปี 2557 ของเรากจากกำไรสุทธิที่ 328 ล้านบาท เป็นขาดทุนสุทธิที่ 108 ล้านบาท เพื่อสะท้อนประมาณการดังต่อไปนี้ 1) ปรับลดสมมติฐานอัตราค่าระวางเรือลดลง 14% และ 2) ปรับเพิ่มสมมติฐานค่าใช้จ่ายน้ำมันเตา โดยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2558 ในปัจจุบันอยู่ที่ 30 บาท (ลดลงจาก 31.25 บาท) อ้างอิงจาก PBV ที่ 2 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวของบริษัท 2 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

**Financial summary**

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	3,869	4,610	5,634	6,418
Net profit (Btm)	528	(108)	550	661
EPS (Bt)	0.51	(0.10)	0.53	0.64
EPS growth (%)	+274.2%	n.m.	n.m.	+20.3%
Core profit (Btm)	(419)	(99)	550	661
Core EPS (Bt)	(0.40)	(0.10)	0.53	0.64
Core EPS growth (%)	-185.2%	+76.3%	n.m.	+20.3%
PER (x)	36.0	n.m.	41.8	34.7
PBV (x)	1.2	1.5	1.5	1.5
Dividend (Bt)	0.4	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	2.2	1.8	1.8	1.8
ROE (%)	3.5	(0.7)	3.6	4.3

**CG rating**


คุณสุพพตา ศรีสุข

 นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์  
 suppata@bualuang.co.th

+66 2 618 1343

### คำแนะนำ

จากคาดการณ์ที่ว่าผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้น QoQ ในไตรมาส 4/57 และพลิกกลับมาทำกำไรในปีหน้า จากการปรับตัวดีขึ้นของตลาดขนส่งด้วยเรือเทกอง จะช่วยหนุนราคาหุ้นให้ปรับตัวสูงขึ้น ถึงแม้ว่าในปัจจุบัน PSL จะซื้อขายด้วย PBV ณ สิ้นปี 2558 ที่ 1.5 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว ที่ 1.2 เท่า อยู่ 0.7 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และสูงกว่าค่าเฉลี่ยเอเชีย 1 เท่า แต่เราเชื่อว่าราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องก่อนที่จะเข้าสู่ช่วงเริ่มต้นวัฏจักรขาขึ้น ในปี 2549 (เริ่มวัฏจักรขาขึ้นรอบที่แล้ว) หุ่นซื้อขายที่ PBV ที่ 2 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว 2 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

## PSL : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	3,499	3,869	4,610	5,634	6,418
Cost of sales and services	(2,960)	(3,528)	(4,018)	(4,053)	(4,618)
<b>Gross profit</b>	<b>538</b>	<b>341</b>	<b>592</b>	<b>1,581</b>	<b>1,801</b>
SG&A	(266)	(328)	(281)	(477)	(543)
<b>EBIT</b>	<b>272</b>	<b>14</b>	<b>311</b>	<b>1,104</b>	<b>1,257</b>
Interest expense	(434)	(459)	(423)	(599)	(643)
Other income/exp.	24	11	8	12	12
<b>EBT</b>	<b>(138)</b>	<b>(434)</b>	<b>(105)</b>	<b>516</b>	<b>626</b>
Corporate tax	(4)	(8)	0	(0)	(0)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>(142)</b>	<b>(442)</b>	<b>(105)</b>	<b>516</b>	<b>626</b>
Minority interest	(3)	(9)	0	(1)	(1)
Equity earnings from affiliates	(2)	32	5	35	37
Extra items	288	947	(9)	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>141</b>	<b>528</b>	<b>(108)</b>	<b>550</b>	<b>661</b>
Reported EPS	0.14	0.51	(0.10)	0.53	0.64
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.14</b>	<b>0.51</b>	<b>(0.10)</b>	<b>0.53</b>	<b>0.64</b>
<b>Core net profit</b>	<b>(147)</b>	<b>(419)</b>	<b>(99)</b>	<b>550</b>	<b>661</b>
Core EPS	(0.14)	(0.40)	(0.10)	0.53	0.64
<b>EBITDA</b>	<b>1,183</b>	<b>1,151</b>	<b>1,631</b>	<b>2,620</b>	<b>2,881</b>

### KEY RATIOS

Revenue growth (%)	13.5	10.6	19.2	22.2	13.9
Gross margin (%)	15.4	8.8	12.8	28.1	28.1
EBITDA margin (%)	33.8	29.7	35.4	46.5	44.9
Operating margin (%)	7.8	0.4	6.7	19.6	19.6
Net margin (%)	4.0	13.6	(2.3)	9.8	10.3
Core profit margin (%)	(4.2)	(10.8)	(2.2)	9.8	10.3
ROA (%)	0.6	2.1	(0.4)	1.6	1.8
ROCE (%)	0.6	2.2	(0.4)	1.7	1.9
Asset turnover (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Current ratio (x)	2.6	5.1	2.9	3.9	3.4
Gearing ratio (x)	0.6	0.6	1.0	1.3	1.3
Interest coverage (x)	0.6	0.0	0.7	1.8	2.0

### BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,901	2,942	1,602	1,269	912
Accounts receivable	217	1,074	1,280	1,564	1,782
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	16,213	18,670	24,280	27,661	28,724
Other assets	4,876	1,905	2,191	2,281	2,375
<b>Total assets</b>	<b>24,030</b>	<b>25,510</b>	<b>31,490</b>	<b>35,239</b>	<b>36,521</b>
Accounts payable	2	22	25	25	28
ST debts & current portion	802	654	1,417	1,000	1,200
Long-term debt	8,265	8,619	14,350	18,350	19,150
Other liabilities	23	31	32	34	36
<b>Total liabilities</b>	<b>9,545</b>	<b>9,879</b>	<b>16,405</b>	<b>20,019</b>	<b>21,054</b>
Paid-up capital	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040
Share premium	584	584	584	584	584
Retained earnings	14,831	14,943	14,398	14,532	14,777
<b>Shareholders equity</b>	<b>14,483</b>	<b>15,621</b>	<b>15,076</b>	<b>15,209</b>	<b>15,455</b>
Minority interests	1	10	10	11	12
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>24,030</b>	<b>25,510</b>	<b>31,490</b>	<b>35,239</b>	<b>36,521</b>

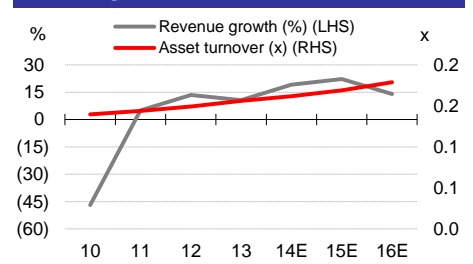
### CASH FLOW (Btm)

Net income	141	528	(108)	550	661
Depreciation and amortization	910	1,137	1,321	1,516	1,624
Change in working capital	(325)	(73)	(1,394)	(582)	(447)
FX, non-cash adjustment & others	25	(579)	(49)	(25)	(29)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>751</b>	<b>1,013</b>	<b>(230)</b>	<b>1,459</b>	<b>1,809</b>
Capex (Invest)/Divest	(4,556)	1,169	(6,931)	(4,897)	(2,687)
Others	19	31	(286)	(90)	(95)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(4,537)</b>	<b>1,200</b>	<b>(7,217)</b>	<b>(4,987)</b>	<b>(2,782)</b>
Debt financing (repayment)	1,932	(874)	6,523	3,611	1,032
Equity financing	70	0	0	0	0
Dividend payment	(572)	(416)	(416)	(416)	(416)
Others	19	31	(286)	(90)	(95)
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>1,430</b>	<b>(1,289)</b>	<b>6,107</b>	<b>3,195</b>	<b>616</b>
Net change in cash	(2,356)	923	(1,340)	(333)	(356)
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>(3,805)</b>	<b>2,182</b>	<b>(7,160)</b>	<b>(3,438)</b>	<b>(878)</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>(3.7)</b>	<b>2.1</b>	<b>(6.9)</b>	<b>(3.3)</b>	<b>(0.8)</b>

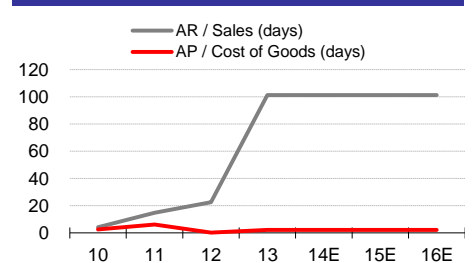
### Key assumptions

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
TC rate (US\$/day/ship)	8,221.0	7,508.0	8,023.0	9,790.3	9,699.1
No. of operating days (days)	14,600.0	15,512.5	17,611.3	20,257.5	20,257.5
No. of ships	30.0	40.0	42.5	48.3	55.5

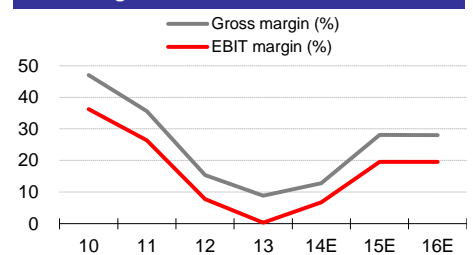
### Revenue growth and asset turnover



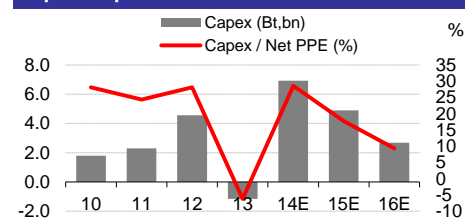
### A/C receivable & A/C payable days



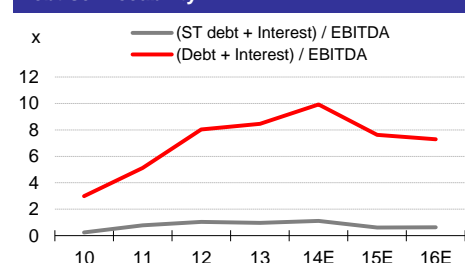
### Profit margins



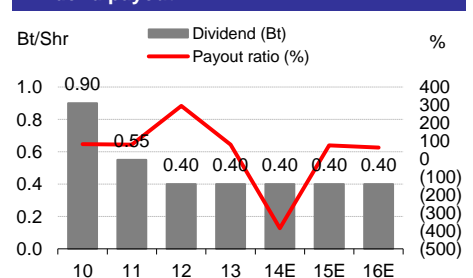
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## PSL : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Revenue	936	1,165	1,122	1,114	1,096
Cost of sales and services	(908)	(981)	(842)	(915)	(1,114)
Gross profit	28	184	279	200	(18)
SG&A	(76)	(79)	(67)	(78)	(63)
<b>EBIT</b>	<b>(48)</b>	<b>106</b>	<b>212</b>	<b>122</b>	<b>(81)</b>
Interest expense	(123)	(108)	(104)	(105)	(107)
Other income/exp.	0	6	1	3	0
<b>EBT</b>	<b>(171)</b>	<b>3</b>	<b>109</b>	<b>20</b>	<b>(188)</b>
Corporate tax	(1)	(5)	3	0	0
After-tax net profit (loss)	(172)	(2)	112	20	(188)
Minority interest	0	(9)	2	0	0
Equity earnings from affiliates	8	6	0	2	1
Extra items	184	75	25	(74)	40
<b>Net profit (loss)</b>	<b>20</b>	<b>70</b>	<b>140</b>	<b>(53)</b>	<b>(147)</b>
Reported EPS	0	0	0	(0)	(0)
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.02</b>	<b>0.07</b>	<b>0.13</b>	<b>(0.05)</b>	<b>(0.14)</b>
<b>Core net profit</b>	<b>(164.52)</b>	<b>(4.49)</b>	<b>114.63</b>	<b>21.40</b>	<b>(186.91)</b>
Core EPS	(0.16)	(0.00)	0.11	0.02	(0.18)
<b>EBITDA</b>	<b>255</b>	<b>409</b>	<b>509</b>	<b>423</b>	<b>243</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	3	16	25	18	(2)
EBITDA margin (%)	27	35	45	38	22
Operating margin (%)	(5)	9	19	11	(7)
Net margin (%)	2	6	12	(5)	(13)
Core profit margin (%)	(18)	(0)	10	2	(17)
BV (Bt)	14	15	15	15	14
ROE (%)	1	2	4	(1)	(4)
ROA (%)	0	1	2	(1)	(2)
Current ratio (x)	6	5	3	3	2
Gearing ratio (x)	1	1	1	1	1
Interest coverage (x)	n.m.	1	2	1	n.m.

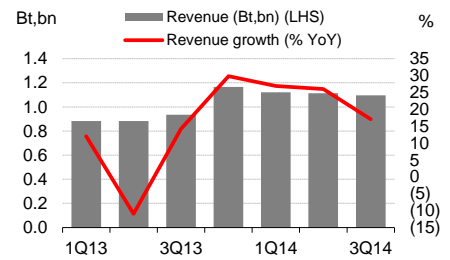
### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	2,396	2,942	2,641	1,785	1,348
Accounts receivable	901	1,074	145	297	262
Inventory	5	6	7	8	9
PP&E-net	18,151	18,670	19,000	19,585	21,956
Other assets	1,112	1,905	2,927	3,302	3,598
<b>Total assets</b>	<b>24,663</b>	<b>25,510</b>	<b>25,630</b>	<b>25,871</b>	<b>27,547</b>
Accounts payable	16	22	32	41	134
ST debts & current portion	571	654	679	721	864
Long-term debt	8,567	8,619	8,824	9,248	10,950
Other liabilities	23	31	8	15	15
<b>Total liabilities</b>	<b>9,694</b>	<b>9,879</b>	<b>10,140</b>	<b>10,543</b>	<b>12,514</b>
Paid-up capital	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040
Share premium	584	584	584	584	584
Retained earnings	14,977	14,943	14,979	14,822	14,572
<b>Shareholders equity</b>	<b>14,968</b>	<b>15,621</b>	<b>15,482</b>	<b>15,329</b>	<b>15,034</b>
Minority interests	1	10	8	(1)	(1)
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>24,663</b>	<b>25,510</b>	<b>25,630</b>	<b>25,871</b>	<b>27,548</b>
<b>Key operating data</b>	<b>3Q13</b>	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	<b>2Q14</b>	<b>3Q14</b>
TC rate (US\$/day/ship)	7,041.0	8,409.0	9,268.0	8,687.0	6,575.0
No. of operating days (days)	3,650.0	3,600.0	3,510.0	3,640.0	3,967.0
No. of ships	40.0	40.0	39.0	40.0	43.0

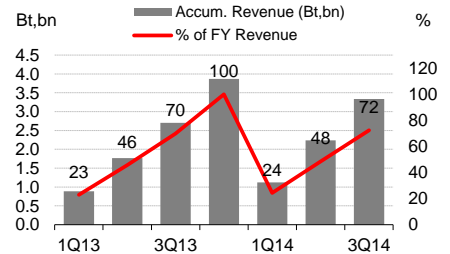
### Company profile

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 40 ships with a total capacity of 862,306 DWT. Seven 34,000 DWT ships, four 54,000 DWT ships and three 20,000 DWT cement carriers are yet to be delivered by ABG Shipyard. In addition, four 57,000 DWT ships are due to be delivered by China Shipyard in 2012.

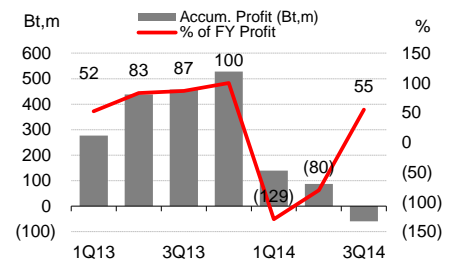
### Revenue trend



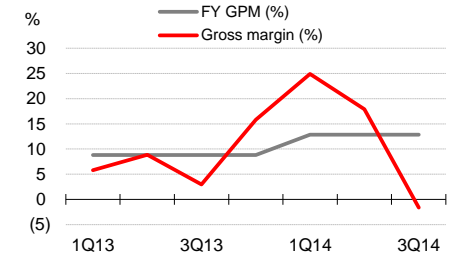
### Revenue trend (accumulated)



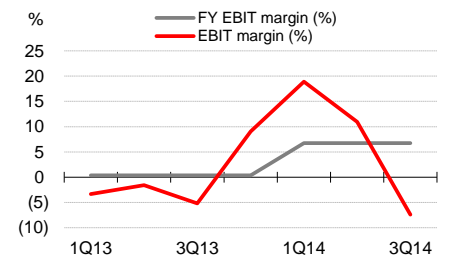
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



**Figure 1 : 3Q14 results**

FY Ended 31 Dec (Btm)	3Q14	3Q13	YoY %	2Q14	QoQ %	9M14	9M13	YoY %	9M14 vs. FY14E
<b>Income Statement</b>									
Revenue	1,096	936	17	1,114	(2)	3,332	2,704	23	72
Cost of sales and services	(1,114)	(908)	23	(915)	22	(2,871)	(2,546)	13	71
EBITDA	243	255	(5)	423	(43)	1,175	742	58	72
EBIT	(81)	(48)	nm	122	nm	253	(92)	nm	81
Interest expense	(107)	(123)	(13)	(105)	2	(316)	(350)	(10)	75
Other income/exp.	0	0	(60)	3	(95)	4	5	(23)	54
Equity earnings from affiliates	1	8	(85)	2	(34)	3	25	(88)	61
Extra items	40	184	(78)	(74)	nm	(9)	872	nm	nm
<b>EBT</b>	<b>(188)</b>	<b>(171)</b>	<b>nm</b>	<b>20</b>	<b>nm</b>	<b>(59)</b>	<b>(437)</b>	<b>nm</b>	<b>57</b>
Corporate tax	0	(1)	nm	0	nm	3	(3)	nm	6,308
Minority interest	0	0	nm	0	nm	2	0	nm	1,144
<b>Net profit (loss)</b>	<b>(147)</b>	<b>20</b>	<b>nm</b>	<b>(53)</b>	<b>nm</b>	<b>(60)</b>	<b>457</b>	<b>nm</b>	<b>55</b>
Reported EPS	(0.14)	0.02	nm	(0.05)	nm	(0.14)	0.02	nm	136
<b>Core net profit</b>	<b>(187)</b>	<b>(165)</b>	<b>nm</b>	<b>21</b>	<b>nm</b>	<b>(51)</b>	<b>(415)</b>	<b>nm</b>	<b>51</b>
<b>Key ratios</b>									
Gross margin (%)	(1.6)	3.0		17.9		13.8	5.8		
EBITDA margin (%)	22.1	27.2		38.0		35.3	27.4		
EBIT margin (%)	(7.4)	(5.2)		10.9		7.6	(3.4)		
Tax rate (%)	0.0	(0.9)		(0.0)		5.3	(0.7)		
Net margin (%)	(13.4)	2.1		(4.7)		(1.8)	16.9		
Current ratio (x)	1.5	6.2		2.8		1.5	6.2		
Gearing ratio (x)	0.8	0.6		0.7		0.8	0.6		
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.		1.2		0.8	(0.3)		
<b>Balance Sheet</b>									
Cash & Equivalent	1,348	2,396	(44)	1,785	(25)				
<b>Total assets</b>	<b>27,547</b>	<b>24,663</b>	<b>12</b>	<b>25,871</b>	<b>6</b>				
ST debts & current portion	864	571	51	721	20				
Long-term debt	10,950	8,567	28	9,248	18				
<b>Total liabilities</b>	<b>12,514</b>	<b>9,694</b>	<b>29</b>	<b>10,543</b>	<b>19</b>				
Retained earnings	14,572	14,977	(3)	14,822	(2)				
<b>Shareholders equity</b>	<b>15,034</b>	<b>14,968</b>	<b>0</b>	<b>15,329</b>	<b>(2)</b>				
Minority interests	(1)	1	nm	(1)	nm				
BV (Bt)	14.5	14.4	0	14.7	(2)				

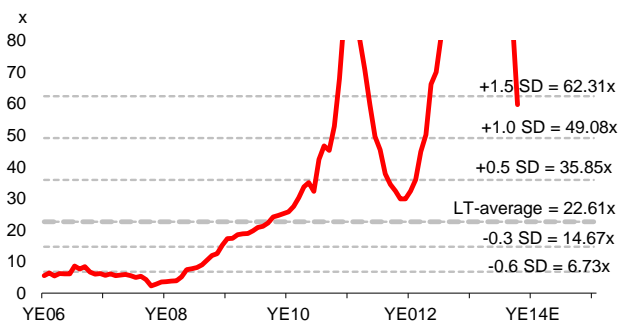
- YoY revenue growth was driven by a greater number of operating vessels
- The QoQ revenue decline was due to lower freight rates
- OPEX fell both YoY and QoQ
- Depreciation expenses rose both YoY and QoQ in tandem with fleet expansion
- Allowance for doubtful accounts
- A gain on the cancellation of ship-building contracts
- An FX gain
- The bottom-line was much weaker than our estimate

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

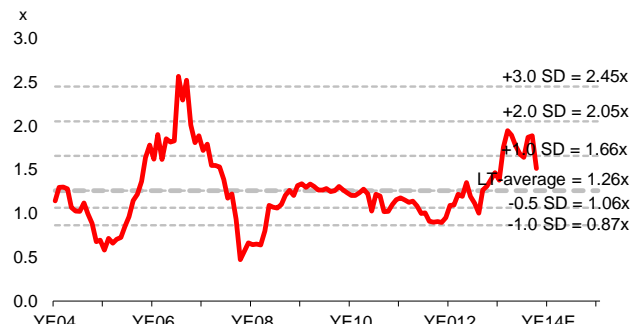
## Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)	EPS Growth (%)	PBV (x)	ROE (%)	Div Yield (%)					
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E		
U-Ming Marine Transport Corp	2606 TT	TWD45.9	1,295	26.9	18.3	-6.8	46.6	15	n.a.	8.2	8.1	4.3	5.0
Sincere Navigation	2605 TT	TWD25.0	468	12.5	115	4.5	10.8	0.8	n.a.	7.3	6.9	4.4	4.8
China Shipping Development	1138 HK	HKD4.8	2,507	36.2	13.6	-117.5	143.2	0.6	0.5	4.6	2.0	0.4	14
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	JPY237.0	2,067	11.1	8.2	20.0	35.2	0.5	0.5	6.7	5.2	2.2	2.8
Mitsui Osk Lines	9104 JP	JPY336.0	3,763	10.0	8.3	-29.2	20.7	0.5	0.5	6.7	5.8	1.7	2.1
Cosco Corp Singapore	COS SP	SGD0.6	1,019	26.4	215	60.6	22.7	0.9	0.9	4.2	3.7	2.4	2.6
Neptune Orient Lines	NOL SP	SGD0.8	1,648	n.a.	20.5	8.5	-146.9	0.8	0.7	-0.3	-7.3	0.2	14
Precious Shipping	PSL TB	THB22.10	708	n.m.	418	n.m.	n.m.	15	15	-0.7	3.6	18	18
Thoresen Thai Agencies	TTA TB	THB2160	866	32.8	28.3	n.m.	15.9	0.9	0.9	4.9	4.9	0.8	0.9
<b>Simple average</b>				<b>22.3</b>	<b>19.1</b>	<b>-8.6</b>	<b>18.5</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>4.6</b>	<b>3.6</b>	<b>2.0</b>	<b>2.5</b>

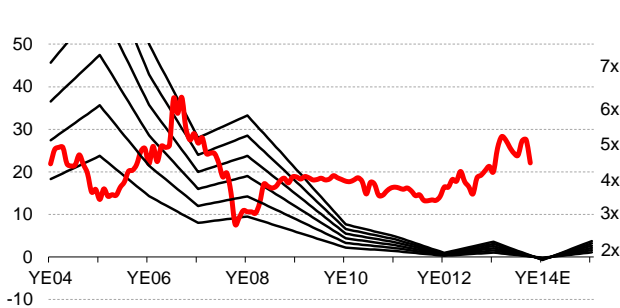
PER band versus SD (next 12 months)



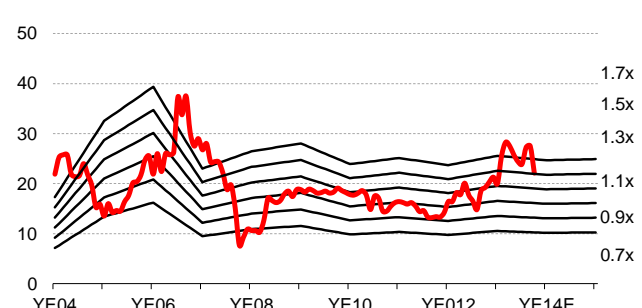
PBV band versus SD (next 12 months)



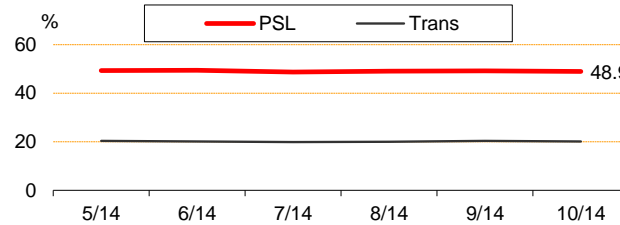
PER band and share price



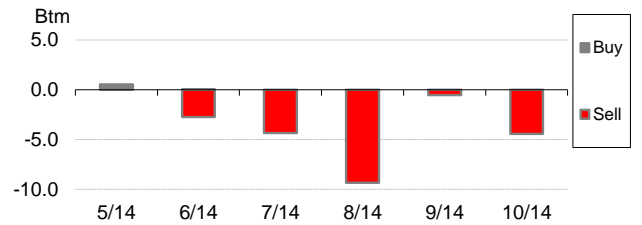
PBV band and share price



Foreign holding



Management trading activities during past six months



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 MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE A UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
TSE	BA, BGH, TSE

**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 based 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.