

Precious Shipping Pcl.

February 13, 2024

# PSL

**ตลาดเทกองแห้งเริ่มเห็นแสงสว่างปลายทาง**

## OUTPERFORM

from NEUTRAL

**Valuation: PBV**

**Target Price: Bt9.40**

Price (Feb 12, 2024): Bt8.15

**Upside: 15.33%**

Sector: Transportation & Logistics

Market Cap: Bt12,708mn

30-day avg turnover: Bt111.96mn

No. of shares on issue:

1,559mn

CG Scoring (IOD-Y2023):

Excellent

Anti-Corruption Indicator:

Certified



## Highlights

- ▶ กำไรสุทธิไตรมาส 4/66 อยู่ที่ 247 ลบ. (-55% YoY และ +151% QoQ) หากไม่รวมรายการพิเศษ กำไรปกติอยู่ที่ 321 ลบ. น้อยกว่าตลาดคาด 13% ค่าระวางเรือเพิ่มขึ้น 28% QoQ
- ▶ ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2567/68 ขึ้น 78%/8% เป็น 565 ลบ./1.6 พันลบ. จากแนวโน้มค่าระวางเรือที่ตีสั้นและค่าใช้จ่าย SG&A ที่น้อยกว่าคาด
- ▶ เพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ" และเพิ่ม TP ขึ้นเป็น 9.40 บาท (จาก 9.10 บาท) อิงจาก BV สิ้นปี 67 ที่ 10.60 บาท/หุ้น และ PBV ที่ 0.85 เท่า (-0.75SD)

## Investment Fundamentals

Year end Dec 31	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	5,101	5,387	6,345	6,345
Core profit (Btmn)	662	565	1,592	1,573
Net profit (Btmn)	710	565	1,592	1,573
Net EPS (Bt)	0.46	0.36	1.02	1.01
DPS (Bt)	0.20	0.18	0.54	0.53
BVPS (Bt)	10.42	10.60	11.08	11.55
Net EPS growth (%)	-85.37	-20.41	181.86	-1.16
ROA (%)	2.92	2.40	7.11	7.19
ROE (%)	4.34	3.45	9.42	8.92
Net D/E (x)	0.31	0.23	0.14	0.05
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	19.01	22.50	7.98	8.08
P/BV (x)	0.83	0.77	0.74	0.71
EV/EBITDA (x)	7.30	7.22	4.84	4.57
Dividend yield (%)	2.31	2.22	6.64	6.56

## Analyst

**Sunthorn Thongthip**

Sunthorn.T@kasikornsecurities.com

## Investment Highlights

- ▶ กำไรสุทธิไตรมาส 4/2566 อยู่ที่ 247 ลบ. (-55% YoY และ +151% QoQ) หากไม่รวมผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและรายการที่ไม่เกิดขึ้นประจำ กำไรปกติของ PSL อยู่ที่ 321 ลบ. (-50% YoY และ +10 เท่า QoQ) กำไรปกติออกมาสอดคล้องกับที่เราคาดไว้ แต่น้อยกว่าที่ตลาดคาดไว้ 13% PSL บันทึกค่าระวางเรือในไตรมาส 4/2566 ที่ 12,429 ดอลลาร์สหรัฐ/ลำ/วัน (-13% YoY และ +28% QoQ) ปัจจัยหนุนการเติบโตในเชิง QoQ มาจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลจีนผ่านการลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานและการอัดฉีดสภาพคล่องเข้ามาในระบบธนาคารและอสังหาริมทรัพย์ในไตรมาส 4/2566 ค่าระวางเรือเฉลี่ยของเรือ Supra/Ultramax ของ PSL ในไตรมาส 4/2566 อยู่ที่ 13,682 ดอลลาร์ฯ ซึ่งน้อยกว่า BSI TC rate อยู่ 2% ค่าระวางเรือเฉลี่ยของเรือ Handysize ของบริษัทอยู่ที่ 11,414 ดอลลาร์ฯ น้อยกว่า BHSI TC rate อยู่ 10% ทั้งนี้ ขนาดเรือของ PSL น้อยกว่าดัชนีโดยเฉลี่ยอยู่ 10% ด้าน Opex เพิ่มขึ้น 11% YoY และ 4% QoQ มาอยู่ที่ 5,332 ดอลลาร์ฯ/ลำ/วัน ขณะที่ค่าใช้จ่าย SG&A (ในสกุลเงินบาท) ทรงตัว QoQ แต่ลดลง 27.5% YoY จากการจ่ายผลตอบแทนในรูปแบบผันแปรกับค่าระวางเรือลดลง
- ▶ เพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2567/68 ขึ้น 78%/8% เป็น 565 ลบ./1.6 พันลบ. จากค่าระวางเรือที่คาดเพิ่มขึ้นเป็น 11,163 ดอลลาร์ฯ/ลำ/วัน เพิ่มขึ้น 3.3% จากประมาณการเดิมของเราจาก 1) โอกาสที่น้อยลงที่จะเกิดสภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วโลกในปี 2567 2) มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีนที่ช่วยเหลือกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ในช่วงสิ้นปี 2567 เนื่องจากนายโดนัลด์ ทรัมป์ ซึ่งมีโอกาสสูงที่จะเป็นตัวแทนพรรคริพับลิกันเพื่อลงชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ เสนอเพิ่มอัตราภาษีเพื่อเรียกเก็บการนำเข้าสินค้าจากจีนเป็น 60% (4-5 แสนล้านดอลลาร์/ปี) และ 4) สัดส่วนคำสั่งต่อเรือในปัจจุบันที่อยู่ระดับต่ำเพียงแค่ 8.33% ของกองเรือช่วงต้นปี 2567 Clarksons คาดว่าอุปสงค์ (ton-mile) ในปี 2567 จะเติบโตขึ้น 1.5% เทียบกับอุปทานที่เพิ่มขึ้น 2.3%
- ▶ ความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น ในเชิง YTD ราคาหุ้น PSL ลดลง 6% เทียบกับ SET ที่ลดลง 2% ราคาหุ้นขณะนี้ซื้อขายด้วย PBV ปี 2567 ที่ 0.7 เท่า ต่ำกว่าระดับเฉลี่ย 5 ปี ที่ 1.3 เท่า ทั้งนี้ ราคาหุ้นของคุณแข่งทั่วโลกของ PSL ซื้อขายด้วย PBV ที่ 0.8-0.9 เท่า ขณะนี้

## Valuation and Recommendation

- ▶ เพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ" และเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 9.40 บาท (จาก 9.10 บาท) ราคาเป้าหมายของเราคำนวณด้วย BV สิ้นปี 2567 ที่ 10.60 บาท/หุ้น และ Trailing PBV ที่ 0.85 เท่า (-0.75SD) ปัจจัยหนุนตัวคูณมูลค่าหุ้นคาดจะมาจาก 1) เศรษฐกิจจีนที่ฟื้นตัวขึ้นและ 2) สงครามรัสเซีย-ยูเครนที่ทวีความรุนแรงมากขึ้นซึ่งส่งผลให้อุปสงค์สินค้าโภคภัณฑ์เพื่อสร้างยูเครนใหม่เพิ่มขึ้น ปัจจัยเสี่ยง ได้แก่ 1) ค่าระวางเรือที่ผันผวนเนื่องจากอุปสงค์และอุปทานเกือบจะสมดุลและ 2) ปัญหาด้านภูมิรัฐศาสตร์ซึ่งอาจจัดการค่าทั่วโลกจากอุปสรรคเรื่องการเก็บภาษี/นโยบายกีดกันอื่นๆ

**About PSL:** PSL is a ship-owner providing global dry-bulk transportation services. The Company operates predominantly in the tramp freight market where its vessels are employed on a time charter as well as on a voyage charter basis.

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limited to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

**Fig 1 4Q23 performance review**

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	%YoY	%QoQ	2023A	2024E	% change	2025E
<b>Financials</b>											
Sales (Btmn)	1,709	1,146	1,322	1,151	1,481	-13.3	28.7	5,101	5,387	5.6	6,345
EBITDA (Btmn)	699	156	364	140	464	-33.6	231.9	2,536	2,291	-9.6	3,113
Operating profit (Btmn)	699	156	364	140	464	-33.6	231.9	1,125	958	-14.8	1,833
Core profit (Btmn)	637	54	257	29	321	-49.6	999.9	662	565	-14.7	1,592
Net profit (Btmn)	549	79	286	98	247	-55.0	150.8	710	565	-20.4	1,592
Net EPS (Bt)	0.35	0.05	0.18	0.06	0.16	-55.0	150.8	0.46	0.36	-20.4	1.02
<b>Performance Drivers</b>											
Number of vessels	38	38	38	38	38	0.0	0.0	38	38	0.0	38
Operating days	3,468	3,468	3,468	3,468	3,468	0.0	0.0	13,870	13,870	0.0	13,870
TC rates (US\$/day)	14,343	10,022	11,424	9,741	12,429	-13.3	27.6	10,907	11,163	2.3	13,224
USDTHB	35.5	33.5	34.6	35.3	34.0	-4.2	-3.7	34	34	-2.4	34
OPEX (US\$/day)	4,815	5,231	5,113	5,141	5,332	10.7	3.7	5,204	5,400	3.8	5,400
SG&A (US\$/day)	1,225	960	760	927	928	-24.3	0.1	893	1,033	15.7	1,119
<b>Ratios</b>											
						<b>Change</b>		<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>Change</b>	<b>2025E</b>
Gross margin (%)	48.9	22.8	33.7	22.0	36.8	-12.1	14.8	29.5	26.7	-2.8	37.1
EBITDA margin (%)	40.9	13.6	27.5	12.1	31.3	-9.6	19.2	49.7	42.5	-7.2	49.1
Optg. margin (%)	40.9	13.6	27.5	12.1	31.3	-9.6	19.2	22.1	17.8	-4.3	28.9
ROE (%)	3.3	1.0	0.0	0.0	0.0	-3.3	0.0	4.3	3.4	-0.9	9.4

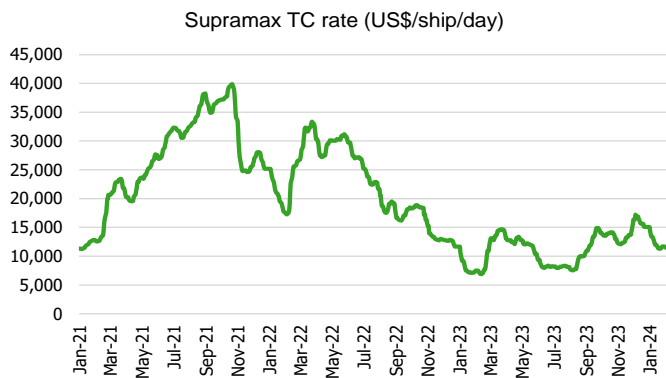
Source: Company, KS Research

**Fig 2 Earnings revisions**

Unit: Btmn. Profit and loss statements	2024E			2025E			2026E			
	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change	
Total revenue	5,387	5,219	3.2	6,345	6,345	0.0	6,345	6,345	0.0	
Cost of goods sold	3,949	3,949	0.0	3,992	3,992	0.0	4,037	4,037	0.0	
Gross profit	1,438	1,270	13.2	2,353	2,353	0.0	2,308	2,308	0.0	
SG&A	480	560	-14.3	520	620	-16.1	560	560	0.0	
Operating profit	958	710	34.8	1,833	1,733	5.8	1,748	1,748	0.0	
EBITDA	2,291	2,159	6.1	3,113	3,121	-0.3	2,978	2,978	0.0	
EBIT	968	720	34.3	1,843	1,743	5.7	1,758	1,758	0.0	
Core profit	565	318	77.6	1,592	1,471	8.2	1,573	1,573	0.0	
Net profit	565	318	77.6	1,592	1,471	8.2	1,573	1,573	0.0	
<b>Key assumptions</b>										
Number of vessels	38	38	0.0	38	38	0.0	38	38	0.0	
Operating days	13,870	13,870	0.0	13,870	13,870	0.0	13,870	13,870	0.0	
TC rates (US\$/day)	11,163	10,803	3.3	13,224	13,224	0.0	13,224	13,224	0.0	
USDTHB	33.50	33.50	0.0	33.50	33.50	0.0	33.50	33.50	0.0	
OPEX (US\$/day)	5,400	5,400	0.0	5,400	5,400	0.0	5,400	5,400	0.0	
SG&A (US\$/day)	1,033	1,205	-14.3	1,119	1,334	-16.1	1,205	1,205	0.0	

Source: Company, KS Research

**Fig 3 Supramax TC rate**



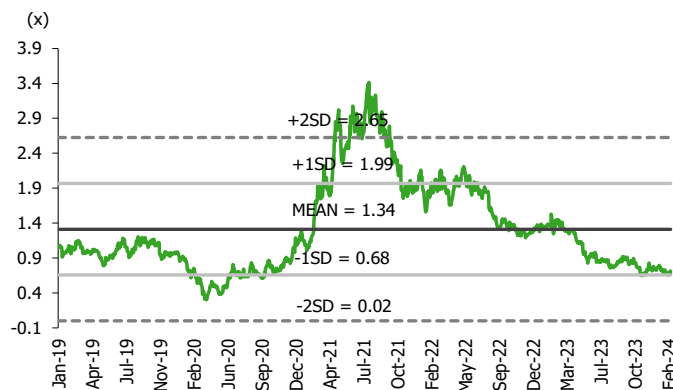
Source: Company data

**Fig 4 Historical data of the Dry bulk industry**

Daily average Time Charter rate	2013-2019	2010-2020	2021-2022	2023	1M 2024
Capesize	67,101*	14,924**	24,957**	16,399**	20,798**
Panamax	32,793*	10,965**	23,836**	12,654**	14,309**
Supramax	28,013**	10,765**	24,475**	11,240**	12,211**
Handysize	16,753**	8,789**	23,533**	10,420**	11,445**
Annual Average Demand Billion Ton miles	+5.4%	+4.3%	+0.95%	5.06%	1.49%
Average Speed (knots)	13.5**	11.5**	11.3	11.0	10.9
Chinese Stimulus	China enters WTO 2001	\$ 578 bn (2009)	\$907 bn (2021) \$2.3 trillion (2022)*	\$1.8 trillion*	\$417 bn*
Orderbook/Fleet Ratio per Year (start of each year)	+36.02%	+26.23%	+0.96%	+7.16%	+0.33%
Annual Average % of 20-year-old (start of each year)	+18.38%	+11.27%	+6.76%	+8.07%	+0.40%
Annual Average Net Supply Growth	+6.8%	-6.4%	+3.3%	+2.9% (AFR +3.16%)	+2.3%

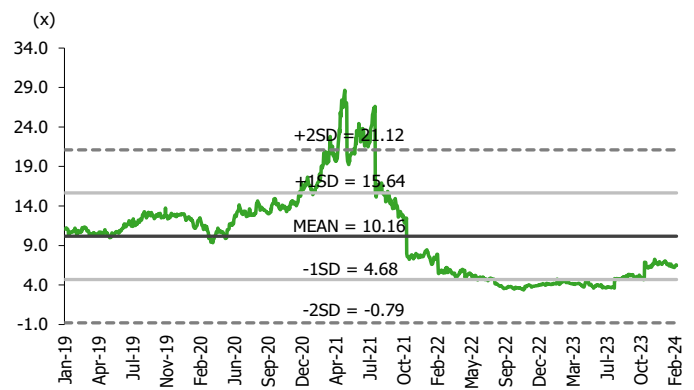
Source: Company data

**Fig 5 Trailing PBV ratio**



Source: LSEG

**Fig 6 EV/Trailing EBITDA ratio**



Source: LSEG

**Fig 7 Peers comparison**

Company Name	Close 08/02/2024	Mkt cap (Lc mn)	EPS Growth (%)				PE (x)				PBV (x)				Div Yield (%)				ROE (%)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
Precious Shipping PCL	8.15	12,557	8.4	-83.9	-59.4	362.7	2.6	16.2	40.0	8.6	0.8	0.8	0.7	0.7	21.5	2.4	1.3	6.1	31.5	4.7	1.9	8.4
<b>Global selected peers</b>																						
Capital Product Partners LP*	18.37	1,011	-65.2	0.1	-1.6	n.a.	8.5	8.5	8.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.3	3.3	3.3	3.3	5.0	n.a.	n.a.	n.a.	
Danaos Corp*	74.01	1,443	-46.7	6.9	-0.9	-25.7	2.7	2.5	2.6	3.4	0.6	0.5	0.4	0.4	4.1	4.2	4.3	4.3	24.1	21.0	17.0	10.0
Diana Shipping Inc*	2.94	332	123.5	-75.7	-10.3	144.4	2.3	9.3	10.4	4.3	0.6	0.6	0.6	0.6	19.0	19.3	14.5	16.9	25.7	8.0	12.5	16.5
Eagle Bulk Shipping Inc*	57.39	570	29.0	-94.7	625.4	30.2	3.8	70.6	9.7	7.5	0.9	1.1	1.0	1.0	14.0	1.8	3.2	4.5	33.3	4.0	14.5	13.0
Genco Shipping & Trading Ltd*	17.82	758	-13.5	-83.2	206.3	23.3	4.8	28.7	9.4	7.6	0.8	0.8	0.8	0.8	15.4	4.3	8.9	11.4	16.8	3.0	12.0	12.0
Kirby Corp*	84.50	4,994	83.6	33.1	25.8	12.8	22.7	17.1	13.6	12.0	n.a.	1.5	1.4	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7.2	8.9	n.a.	n.a.
Navios Maritime Partners LP*	28.50	860	-15.7	-43.3	25.1	5.4	1.5	2.7	2.1	2.0	0.4	0.3	0.3	n.a.	0.7	0.7	0.7	0.8	27.6	14.7	14.5	15.2
Pacific Basin Shipping Ltd*	2.20	11,584	-16.0	-82.5	44.1	41.8	2.1	12.2	8.5	6.0	0.8	0.8	0.8	0.7	35.7	3.9	6.1	7.0	37.5	6.8	10.2	11.7
Safe Bulkers Inc*	4.15	463	-5.7	-65.2	46.8	7.2	3.1	8.8	6.0	5.6	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	1.2	4.8	5.5	5.7	22.5	3.5	4.3	4.3
Eneti Inc*	11.33	438	122.2	n.a.	n.a.	n.a.	4.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	15.8	n.a.	n.a.	n.a.
SFL Corporation Ltd*	11.97	1,645	25.2	-64.7	86.2	26.3	8.1	23.0	12.3	9.8	1.4	1.5	1.4	1.4	7.5	8.2	8.7	9.6	19.6	5.3	11.9	15.7
Star Bulk Carriers Corp*	22.94	2,153	-17.7	-66.8	107.4	14.0	4.2	12.5	6.0	5.3	1.2	1.3	1.2	1.1	22.2	6.7	13.1	12.9	27.6	10.0	22.7	21.2
<b>Simple Average</b>			<b>16.9</b>	<b>-48.7</b>	<b>104.9</b>	<b>28.0</b>	<b>5.7</b>	<b>17.8</b>	<b>8.1</b>	<b>6.3</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>11.2</b>	<b>5.7</b>	<b>6.8</b>	<b>7.6</b>	<b>21.9</b>	<b>8.5</b>	<b>13.3</b>	<b>13.3</b>
Thoresen Thai Agencies PCL*	6.45	11,837	-15.3	-47.6	-27.7	89.7	3.6	6.9	9.5	5.0	0.5	0.5	0.4	0.4	n.a.	1.7	2.0	2.5	14.3	6.5	7.7	8.3

Source: KS Research

**Fig 8 PSL's target price based on trailing PBV**

Implied SD	-1.5SD	-1.0SD	-0.75SD	-0.5SD	Mean	+0.5SD	+1.0SD	+1.5SD
<b>PBV multiple</b>	<b>0.40</b>	<b>0.70</b>	<b>0.85</b>	<b>1.00</b>	<b>1.3</b>	<b>1.7</b>	<b>2.00</b>	<b>2.30</b>
Fair value (Bt/shr)	4.4	7.8	9.4	11.1	14.8	18.8	22.2	25.5

Source: KS Research

**PSL : Year-end 31 Dec**

<b>Income Statement (Btmn)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>Cashflow (Btmn)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Revenue	9,129	5,101	5,387	6,345	6,345	Net profit	4,851	710	565	1,592	1,573
Cost of sales and services	-3,401	-3,595	-3,949	-3,992	-4,037	Depreciation & amortization	1,326	1,411	1,333	1,280	1,230
<b>Gross Profit</b>	5,728	1,506	1,438	2,353	2,308	Change in working capital	0	-142	70	-50	6
SG&A	-517	-425	-480	-520	-560	Others	-258	-219	-2	-2	-2
Other income	15	44	0	0	0	<b>CF from operation activities</b>	5,919	1,760	1,966	2,820	2,808
<b>EBIT</b>	5,259	1,194	968	1,843	1,758	Capital expenditure	-2,238	-2,000	-500	-500	-500
<b>EBITDA</b>	6,552	2,536	2,291	3,113	2,978	Investment in subs and affiliates	20	-3	-2	-2	-2
Interest expense	-392	-481	-403	-251	-185	Others	0	0	0	0	0
Equity earnings	29	21	10	10	10	<b>CF from investing activities</b>	-2,218	-2,003	-502	-502	-502
<b>EBT</b>	4,866	713	565	1,592	1,573	Cash dividend	-2,729	-311	-282	-844	-834
Income tax	-15	-4	0	0	0	Net proceeds from debt	-1,509	627	-1,836	-1,500	-1,000
<b>NPAT</b>	4,851	710	565	1,592	1,573	Capital raising	0	0	0	0	0
Minority Interest	-0	-0	0	0	0	Others	707	-303	0	0	0
<b>Core Profit</b>	4,851	662	565	1,592	1,573	<b>CF from financing activities</b>	-3,531	13	-2,118	-2,344	-1,834
Extraordinary items	-0	36	0	0	0	<b>Net change in cash</b>	170	-230	-654	-26	472
FX gain (loss)	0	12	0	0	0	<b>Key Statistics &amp; Ratios</b>					
<b>Reported net profit</b>	4,851	710	565	1,592	1,573	<b>Per share (Bt)</b>					
<b>Balance Sheet (Btmn)</b>						Reported EPS	3.11	0.46	0.36	1.02	1.01
Cash & equivalents	1,056	2,315	1,661	1,635	2,107	Core EPS	3.11	0.42	0.36	1.02	1.01
ST investments	0	0	0	0	0	DPS	1.75	0.20	0.18	0.54	0.53
Accounts receivable	279	295	163	213	207	BV	10.56	10.42	10.60	11.08	11.55
Inventories	42	0	0	0	0	EV	19.73	11.87	10.61	9.67	8.72
Other current assets	181	280	286	291	297	Free Cash Flow	2.36	-0.15	0.94	1.49	1.48
<b>Total current assets</b>	1,557	2,890	2,110	2,140	2,611	<b>Valuation analysis</b>					
Investment in subs & others	100	103	105	107	109	Reported P/E (x)	5.18	19.01	22.50	7.98	8.08
Fixed assets-net	22,048	20,836	20,002	19,222	18,492	Core P/E (x)	5.17	20.38	22.50	7.98	8.08
Other assets	598	517	527	538	548	P/BV (x)	1.52	0.83	0.77	0.74	0.71
<b>Total assets</b>	24,304	24,346	22,744	22,007	21,761	EV/EBITDA (x)	4.69	7.30	7.22	4.84	4.57
Short-term debt	1,162	1,788	1,500	1,000	1,000	Price/Cash flow (x)	4.24	7.66	6.46	4.51	4.53
Accounts payable	229	62	0	0	0	Dividend yield (%)	10.87	2.31	2.22	6.64	6.56
Other current liabilities	476	428	437	446	455	<b>Profitability ratios</b>					
<b>Total current liabilities</b>	1,867	2,279	1,937	1,446	1,455	Gross margin (%)	62.75	29.52	26.69	37.08	36.38
Long-term debt	5,547	5,548	4,000	3,000	2,000	EBITDA margin (%)	71.77	49.71	42.53	49.06	46.94
Other liabilities	426	274	279	285	290	EBIT margin (%)	57.61	23.40	17.96	29.04	27.71
<b>Total liabilities</b>	7,841	8,100	6,216	4,730	3,745	Net profit margin (%)	53.14	13.91	10.48	25.09	24.80
Paid-up capital	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559	ROA (%)	20.28	2.92	2.40	7.11	7.19
Share premium	1,968	1,968	1,968	1,968	1,968	ROE (%)	31.47	4.34	3.45	9.42	8.92
Reserves & others, net	1,245	851	851	851	851	<b>Liquidity ratios</b>					
Retained earnings	11,690	11,868	12,150	12,898	13,638	Current ratio (x)	0.83	1.27	1.09	1.48	1.80
Minority interests	0	0	0	0	0	Quick ratio (x)	0.71	1.15	0.94	1.28	1.59
<b>Total shareholders' equity</b>	16,463	16,246	16,528	17,276	18,016	<b>Leverage Ratios</b>					
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	24,304	24,346	22,744	22,007	21,761	Liabilities/Equity ratio (x)	0.48	0.50	0.38	0.27	0.21
<b>Key Assumptions</b>						Net debt/EBITDA (x)	0.86	1.98	1.68	0.76	0.30
Number of vessels	37	38	38	38	38	Net debt/equity (x)	0.34	0.31	0.23	0.14	0.05
Operating days	13,414	13,870	13,870	13,870	13,870	Int. coverage ratio (x)	13.40	2.48	2.40	7.35	9.52
TC rates (US\$/day)	20,020	10,907	11,163	13,224	13,224	<b>Growth</b>					
USDTHB	35.1	34.3	33.5	33.5	33.5	Revenue (%)	5.90	-44.12	5.60	17.79	0.00
OPEX (US\$/day)	4,893	5,204	5,400	5,400	5,400	EBITDA (%)	10.13	-61.30	-9.65	35.86	-4.32
SG&A (US\$/day)	1,097	893	1,033	1,119	1,205	Reported net profit (%)	8.40	-85.37	-20.41	181.86	-1.16
Financial cost (US\$/day)	833	999	867	540	398	Reported EPS (%)	8.40	-85.37	-20.41	181.86	-1.16
Depreciation (US\$/day)	2,815	2,843	2,872	2,900	2,929	Core profit (%)	11.77	-86.36	-14.66	181.86	-1.16
Total cost (US\$/day)	9,638	9,940	10,172	9,959	9,932	Core EPS (%)	11.77	-86.36	-14.66	181.86	-1.16

Source: Company, KS estimates

**Analyst Certification**

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

**Investment Ratings**

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

**General Disclaimer**

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

**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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at [The Thai Institute of Directors Association \(IOD\)](#). 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

**Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer**

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying: AAV, ADVANC, AMATA, AOT, AP, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, EGCO, ESSO, FORTH, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KEX, KKP, KTB, KTC, LH, MEGA, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RATCH, RCL, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SINGER, SIRI, SJWD, SPALI, SPRC, STA, STGT, TCAP, THG, TIDLOR, TIPH, TISCO, TOP, TQM, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.