COMPANY NOTE
MAI / Service Industry
SAHATHAI TERMINAL PCL.(PORT)

15 มิ.ย. 2561
ราคาปิด 7.05 บาท
"ซื้อเมื่ออ่อนตัว" ราคาเหมาะสม 6.60 บาท

EARNINGS FORECAST					
Year to Dec	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
Net profit (Btm)	26.7	79.8	61.7	102.4	123.2
EPS (Bt)	0.08	0.23	0.13	0.22	0.27
EPS Growth (%)	na	199%	-43%	66%	20%
P/E (x)	91.17	30.45	53.28	32.13	26.70
BV (Bt)	0.59	0.84	1.89	2.06	2.24
PBV (x)	12.18	8.50	3.79	3.47	3.19
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.05	0.08	0.10
Yield (%)	0.0%	0.0%	0.7%	1.2%	1.4%

Source: Company Reports and Globlex Securities Estimates

PERTINENT INFORMATION	
SET Index	1,709.86
Market Cap.	Bt3,243 m
Total Shares	460m common share Par Bt.0.50
Major Shareholders as of Apr 24, 2018	
บริษัท รัตน โฮลดิ้ง จำกัด	34.56%
นายสมชัย ครุจิตร	5.09%
นางสุนันทา ลามาติพานนท์	2.99%
% Free Float	42.99%

Source: SET Smart

PORT

Analyst Coverage

Tanawin Pichatsiripohn
02 672-5940
tanawin@globlex.co.th

Anti-Corruption score : N/A
CORPORATE GOVERNANCE Rating : N/A

ตารางแสดงยอดขาย ค่าใช้จ่าย และกำไรสุทธิ

(MB)	1Q60	4Q60	%YoY	1Q61	%QoQ
Sales	337	359	11.3%	375	4.4%
COGS	282	286	-3.4%	272	-4.7%
Gross Profit	55	73	87.2%	103	40.0%
SG&A	42	47	34.6%	56	18.3%
Net Profits	15	23	135.9%	36	57.3%
EPS(Bt)	0.04	0.05		0.08	

Source : Financial Statement

ผู้ให้บริการท่าเรือครบวงจร คาดโตแรงจากฐานต่ำด้วย Economies of Scales

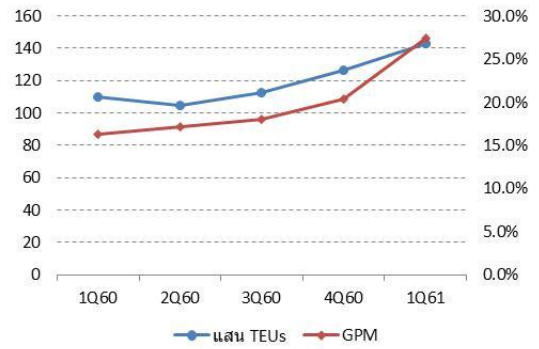
- **Solution Provider ท่าเรือแม่น้ำ ที่มีปริมาณตู้เพิ่มขึ้นมา 3 ไตรมาสติดกัน**
- **คาด Volume ที่เข้ามาในระบบมากขึ้น ช่วยหนุนกำไรปี 61 ฟื้นตัวโดดเด่น 66%YoY และเติบโต 20% ในปี 62**
- **เริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อเมื่ออ่อนตัว" ราคาเหมาะสม 6.60 บาท**

ประเด็นสำคัญในการลงทุน :

- **Solution Provider ของท่าเรือแม่น้ำ :** ผู้ให้บริการท่าเรือแม่น้ำ ขนาดความลึก 8 เมตร (เทียบกับท่าน้ำลึก 14 - 16 เมตร ของแหลมฉบัง) ในแถบวงแหวนอุตสากรรม ปัจจุบันมีกำลังการให้บริการเทียบท่าเชิงพาณิชย์ (Handling) จำนวน 5.9 แสน TEU ต่อปี แบ่งเป็น 1) ท่าเรือที่ PORT ให้บริการเอง 4.2 แสน TUE ต่อปี ซึ่งประกอบด้วย เป็นท่าเรือหน้ากว้าง 170 เมตร สำหรับรองรับเรือ Feeder (เรือขนาด 1 พัน TEU) และท่าเรือหน้ากว้าง 65 เมตร 2 ท่า รองรับเรือ Barge (เรือขนาด 50 – 240 TEU) บนพื้นที่รวม 39 ไร่ และให้บริการ โดย BBT (บริษัทร่วมทุนระหว่าง PORT 51% และสายเรือ MOL) อีก 1.7 แสน TEU ต่อปี เป็นท่าเรือหน้ากว้าง 90 เมตร รองรับเรือ Barge และยังเป็น Solution Provider คือ ให้บริการเรือ Barge ขนสินค้าจากเรือใหญ่ ด้วยกองเรือปัจจุบัน 19 ลำ บริการนำสินค้าเข้า/ออก ตู้คอนเทนเนอร์ (CFS) การให้บริการล้างและซ่อมแซมตู้คอนเทนเนอร์ (Depot ดำเนินการโดย BCDS (PORT ถือหุ้น 100%)) โดย 3 ส่วนดังกล่าวคิดเป็นรายได้รวมกันกว่า 80% นอกจากนี้ยังให้เช่าโกดังสินค้า ขนาด 11 ไร่ บนพื้นที่ปลอดภาษี (Free-zone) รถขนส่งคอนเทนเนอร์ (Trailer) และการบริการ Freight Forwarder (FF) รวมกันอีกราว 20% ในสัดส่วนใกล้เคียงกัน
- **ปริมาณตู้เพิ่มขึ้น 3 ไตรมาสติดกัน :** หลังจากที่ปริมาณตู้หดตัวตั้งแต่งวด 2Q60 จากการสูญเสียลูกค้ารายหลัก "China Shipping" หลังถูกซื้อโดย Cosco Shipping เริ่มเห็นการกลับมาเพิ่มขึ้นของจำนวนตู้อย่างต่อเนื่อง QoQ ติดต่อกันถึง 3 ไตรมาส จนถึงงวด 1Q61 อยู่ที่ 1.43 แสน TEU ซึ่งได้รับแรงหนุนจาก 1) ความสำเร็จจากการหาลูกค้ารายใหม่ 2) การได้รับใบอนุญาต ICD เมื่อเดือน ต.ค. 61 ของท่าเรือ BBT ทำให้สามารถให้บริการสินค้าได้ทั้งขาเข้าและขาออก นอกจากนี้ การเพิ่มขึ้นของ Traffic ดังกล่าวยังช่วยหนุนให้บริการอื่นๆของบริษัทปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตามไปด้วย ในขณะที่เป็นไตรมาสที่บริษัทไม่มีรายได้จากบริการ Freight Forwarder (FF) ที่มีอัตรากำไรขั้นต้นที่ต่ำ หนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยทำจุดสูงสุดตลอดกาลในงวด 1Q61 ที่ 27.4% (เทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนหน้าที่ 16.3%) และกำไรสุทธิที่ 35.58 ล้านบาท เติบโต 57.2%QoQ และ 135.9%YoY
- **ปริมาณตู้คอนเทนเนอร์ในประเทศ อาจเติบโตได้อีก 8 ปี ข้างหน้าที่ CAGR ราว 6 – 8% :** ด้านภาวะอุตสาหกรรมท่าเรือในประเทศไทย ยังคงมีการเติบโตต่อเนื่องทั้งในปัจจุบันและคาดการณ์อนาคต กล่าวคือ ท่าเรือน้ำลึกแหลมฉบัง ยังคงมีปริมาณทั้งสินค้าขาเข้าและออก ในงวด 1Q61 รวมกันเติบโต 9.2%YoYมาอยู่ที่ 2.02 ล้าน TEU ท่ามกลาง Capacity เต็มปี Phase 1 และ 2 ปัจจุบันอยู่ที่ 8.1 ล้าน TEU (เพิ่มเป็น 11.1 ล้าน TEU ราวปลายปี 62) และยังตามมาด้วยแผนการก่อสร้างส่วนต่อขยาย Phase 3 ของภาครัฐฯ ที่จะมาเพิ่ม Capacity อีก 8 ล้าน TEU ต่อปี ซึ่งตามกำหนดการณ์จะก่อสร้างแล้วเสร็จในปี 68 และจะหนุนให้ปริมาณตู้เพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ราว 6 - 7%YoY ระหว่างปี 61 – 68 (คาดการณ์โดยการท่าเรือแห่งประเทศไทย) โดยคาดว่าน่าจะเป็นการเพิ่มความคึกคักแก่ผู้ประกอบการท่าเรือแม่น้ำจากการเป็นผู้รับช่วงตู้คอนเทนเนอร์ต่อมาจากเรือขนาดใหญ่ที่เทียบท่าที่แหลมฉบัง

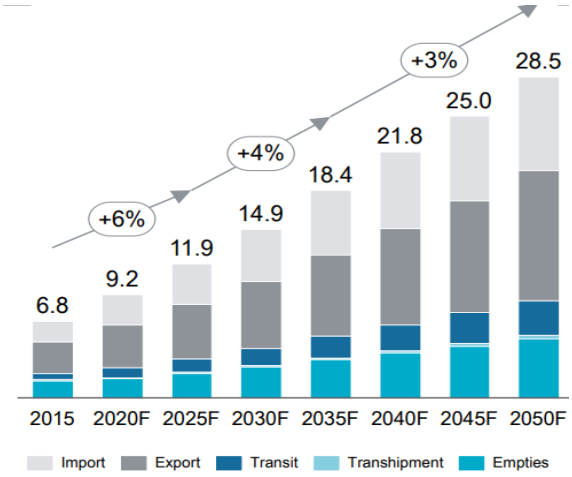
,Disclaimer : ความคิดเห็นที่ปรากฏในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัทและเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้ทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในกลุ่มของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆกับบริษัทใดๆที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้ การเปิดเผยผลสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยเป็นการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) เปิดเผยต่อสาธารณะและเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองผลการปฏิบัติงานและไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุน ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ โกลบเล็ก จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชั่น (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้อง เป็นเพียงการนำเสนอผลการประเมินโดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนและมิได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าวหรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ โกลบเล็ก จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด ที่มา : www.cgthailand.org

ตารางเทียบ จำนวนตู้คอนเทนเนอร์ VS อัตรากำไรขั้นต้น



Source : Financial Statement

คาดการณ์การเติบโตของตู้คอนเทนเนอร์



Source : กรมท่าเรือ

ปัจจัยสนับสนุน	ความเสี่ยง
- ปริมาณตู้คอนเทนเนอร์ที่เพิ่มขึ้นสร้างรายได้เลย Fixed Cost ทำให้ได้รับประโยชน์จาก Economy of scales ที่มากขึ้น - กำลังการให้บริการ Depot เป็นส่วนงานที่มีอัตรากำไรขั้นต้นที่สูง	- ธุรกิจ FF มีอัตรากำไรขั้นต้นที่ต่ำและผันผวน อาจมากดดันอัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมของธุรกิจ - ยังคงเป็นผู้ประกอบการรายเล็ก ที่พึ่งพาลูกค้ารายใหญ่รายเดียวกว่า 20 – 30%

➢ **ช่วงที่เหลือของปีนี้ มีหลายปัจจัยหนุน ผลประกอบการเติบโต :** ช่วงที่เหลือของปีนี้ PORT มีหลายปัจจัยหนุนผลประกอบการให้น่าจะเติบโตได้ทั้ง QoQ และ YoY ในช่วง 1 – 2 ปีข้างหน้า ได้ดังนี้ คือ

- 1) การขยายพื้นที่สำหรับให้บริการ Depot ที่แต่เดิม ประกอบการอยู่บนพื้นที่เดียวกันกับท่าเรือสหไทย (ส่วนเรือ Barge) ราว 15 ไร่ ไปสู่พื้นที่ใกล้เคียง โดยแบ่งการก่อสร้างออกเป็น 2 Phase คือ 15 ไร่ สร้างแล้วเสร็จเมื่อวันที่ 14 เม.ย. 61 ส่วนอีก 24 ไร่ อยู่ระหว่างการก่อสร้าง เพื่อเตรียมสำหรับการย้ายส่วนงาน Depot ในพื้นที่สหไทยไปรวมไว้เป็นพื้นที่เดียวกันราวงวด 1Q62 เป็นผลให้ PORT จะมีกำลังการให้บริการ Handling เพิ่มขึ้นอีกราว 8 หมื่น TEU ต่อปี ในช่วงต้นปี 62
- 2) การควบรวมกันของ MOL NYK และ K Line ปัจจุบันอยู่ระหว่างปรับปรุงระบบการบริหารจัดการภายใน ซึ่งน่าจะแล้วเสร็จราวปลายเดือน มิ.ย. 61 และคาดว่าน่าจะส่งผลให้ปริมาณตู้ที่ PORT ได้รับจาก MOL ผ่าน BBT เพิ่มขึ้นราว 10 – 15% ต่อเดือน หรือมาอยู่ที่ราว 1.3 หมื่น TEU ต่อเดือน ทั้งนี้ บริษัทได้มีการซื้อเรือ Barge เพิ่มอีก 2 ลำ จากเดิมเป็นเช่าทั้งสิ้น 17 ลำ (ณ สิ้นปี 60) รวมเป็น 19 ลำ มาเตรียมให้บริการเพิ่มเรียบร้อยแล้ว โดยรวมจึงน่าจะเริ่มเห็นผลประกอบการของ BBT ที่พลิกเป็นกำไรได้ สะท้อนจากส่วนขาดทุนในส่วนได้เสียที่ไม่อยู่ในอำนาจควบคุมในบริษัทย่อย ในงวด 1Q61 ที่ขาดทุนเพียง 1.77 ล้านบาท ลดลงจากรายไตรมาสของช่วงปี 60 ที่ขาดทุนราวไตรมาสละ 5.08 - 6.79 ล้านบาท
- 3) การรับรู้รายได้จาก Ware house ให้เช่าบนพื้นที่ Free-zone เต็มปีเป็นปีแรก หลังจากที่เริ่มให้เช่าแก่ Mercedes-Benz เพื่อเป็นโกดังสำหรับพักชิ้นส่วนและอะไหล่นำเข้ามาประกอบรถในไทย ตั้งแต่งวด 2Q60 บนสัญญาเช่า 4 ปี
- 4) ธุรกิจ Freight Foewarder (FF) จะเริ่มกลับมาสร้างรายได้ให้แก่บริษัทอีกครั้ง หลังจากที่ลูกค้ารายหลักของบริษัทได้เริ่มกลับมาผลิตอีกครั้งจากปัญหาด้านการขาดแคลนวัตถุดิบคลี่คลาย

➢ **คาด Volume ที่เข้ามาในระบบมากขึ้นช่วยหนุนกำไรปี 61 ฟื้นตัวโดดเด่น 66%YoY และเติบโตต่อราว 20%YoY ในปี 62 :** ฝ่ายวิจัยคาดว่า PORT จะสร้างรายได้รวมเติบโตราว 15.2%YoY จากปริมาณตู้คอนเทนเนอร์รวมที่ 5.33 แสน TEU (คิดเป็น Utilization Rate ราว 85%) หนุนธุรกิจทั้งระบบ คือ CFS และโดยเฉพาะ Depot ที่เพิ่มกำลังให้บริการ และคาดการณ์ว่าจะทยอยมีอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป หลังจากที่บริษัทมี Volume เพิ่มจนได้ประโยชน์จาก Economies of Scales มากขึ้นจากการมี Fix Cost กว่า 40% เป็นผลให้คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทจะปรับตัวขึ้นมาอยู่ที่ 23.2% เทียบกับปีก่อนที่ 18% ทำให้คาดว่ากำไรสุทธิในปี 61 จะสามารถแสดงการฟื้นตัวที่โดดเด่นได้กว่า 66%YoY มาอยู่ที่ 102.4 ล้านบาท ส่วนปี 62 คาดว่าการเพิ่ม Capacity อีกราว 8 หมื่น TEU ต่อปีดังกล่าวข้างต้น น่าจะ Ramp-up ได้อย่างรวดเร็วภายหลังจากความชัดเจนด้านการรวมธุรกิจของ Partner รายใหญ่ “ONE” มีมากขึ้นทุกขณะ ซึ่งยังส่งผ่าน Volume สู่ธุรกิจต่อเนื่องของ PORT จึงคาดว่าจะมีกำไรโตต่อเนื่องได้อีกราว 20.3%YoY มาอยู่ที่ 123.2 ล้านบาท

➢ **เริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อเมื่อราคาอ่อนตัว” ราคาเหมาะสม 6.60 บาท :** ราคาเหมาะสมอิง Prospective EV/EBITDA โดยเทียบกับผู้ประกอบการท่าเรือคอนเทนเนอร์รายใหญ่ของโลก คือ จีน ซึ่งรายหลักๆมีการซื้อขายของ EV/EBITDA ระหว่าง 6 – 18 เท่า ฝ่ายวิจัยเลือกใช้ค่าเฉลี่ยที่ 13 เท่า โดยมองว่า PORT ยังมีแนวโน้มที่จะสร้างการเติบโตจากฐานที่ไม่สูงได้มากกว่าผู้ประกอบการดังกล่าว ได้ราคาเหมาะสมอยู่ที่ 6.60 บาท ทั้งนี้ เมื่อเทียบกับราคาปัจจุบันยังไม่เห็น Upside แต่ด้วยปัจจัยบวกของทั้งบริษัท และอุตสาหกรรม ดังกล่าวข้างต้น จึงเริ่มต้นด้วยคำแนะนำ “ซื้อเมื่อราคาอ่อนตัว”

Disclaimer : ความคิดเห็นที่ปรากฏในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัทและเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้ทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในกลุ่มของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆกับบริษัทใดๆที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้ การเปิดเผยผลสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยเป็นการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) เปิดเผยต่อสาธารณะและเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองผลการปฏิบัติงานและไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุน ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณในการวิเคราะห์และตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ โกลเบล็ก จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชั่น (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้อง เป็นเพียงการนำเสนอผลการประเมินโดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนและมิได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าวหรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ โกลเบล็ก จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด ที่มา : www.cgthailand.org