

16 กรกฎาคม 2547

**บมจ. โทรีเซนไทย เอเยนต์ชีส์ (TTA)**

 ใหม่ : ชื้อ  
 เดิม : ชื้อ

**กลุ่มขนส่ง**
**คาดการณ์ราคาหุ้นไตรมาส 3/47 เติบโตถึง 415% yoy**

หลังจากที่เราเข้าพบผู้บริหารบมจ. โทรีเซนไทย เอเยนต์ชีส์ (TTA) เรายังมีมุมมองเป็นบวกต่อธุรกิจเดินเรือของบริษัท โดยเราคาดว่า TTA จะประกาศผลประกอบการไตรมาส 3/47 (งวด เม.ย. – มิ.ย. 47) มีกำไรก่อนรายการพิเศษเท่ากับ 1,421 ล้านบาท เติบโตถึง 30% จากไตรมาสก่อน และเพิ่มขึ้น 415% เมื่อเทียบกับปีก่อน เนื่องจากอัตราค่าเรือขึ้นต้น (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) คาดว่าจะขยายตัว 61% จากไตรมาสก่อนทำได้ 60% เนื่องจากได้รับผลดีจากค่าระวาง (Time charter rate) ที่เพิ่มขึ้นมากในช่วงต้นปีที่ผ่านมา ส่วนต้นทุนค่าน้ำมันปรับขึ้นเพียงเล็กน้อยเนื่องจากน้ำมันที่ใช้ในการเดินเรือปรับตัวขึ้นไม่มากนัก

**ราคา**

33.25 บาท

**ราคาเป้าหมาย**

50.00 บาท

นักวิเคราะห์: ดาวดี ชีรอภิสักดิ์กุล

Tel : 0-2658-6300 Ext. 1470

Daowadee.t@kimeng.co.th

ไตรมาส 3/47 TTA รับเรือใหม่จำนวน 3 ลำ เราจึงคาดว่าบริษัทมีจำนวนวันเดินเรือเพิ่มขึ้นเป็น 3,896 วัน และค่าระวางเฉลี่ยเพิ่มขึ้นถึง 15% เป็น 14,500 US\$/วัน จากไตรมาสก่อนทำได้ 12,558 US\$/วัน

**Figure 1: TTA's 3Q04 forecast (Apr-Jun 2004)**

Income statement (Bt mn)	3Q04F	2Q04	QoQ	3Q03	YoY	9M03F	FY04F
Sales	2,934	2,324	26%	1,279	129%	6,898	9,895
COGs	1,134	932	22%	849	34%	2,979	4,598
Gross profits	1,800	1,392	29%	430	318%	3,919	5,297
Gross margin (%)	61%	60%	-	34%	-	57%	54%
SG&A	176	160	10%	110	60%	488	643
Operating profit	1,624	1,232	32%	320	407%	3,431	4,653
Operating margin (%)	55%	53%	-	25%	-	50%	47%
<b>EBITDA</b>	<b>1,707</b>	<b>1,315</b>	<b>30%</b>	<b>386</b>	<b>342%</b>	<b>3,678</b>	<b>4,941</b>
EBITDA margin (%)	58%	57%	-	30%	-	53%	50%
Interest expense	43	39	10%	29	50%	119	190
<b>Normalised earning</b>	<b>1,421</b>	<b>1,091</b>	<b>30%</b>	<b>276</b>	<b>415%</b>	<b>2,993</b>	<b>3,944</b>
Extra ordinary gain (loss)							
- Forex gain (loss)	-	25	(100%)	57	(100%)	49	58
<b>Net profit</b>	<b>1,421</b>	<b>1,116</b>	<b>27%</b>	<b>333</b>	<b>327%</b>	<b>3,051</b>	<b>4,050</b>
EPS (Bt) before extra item	2.20	1.99	11%	0.50	338%	4.64	6.11
<b>EPS (Bt)</b>	<b>2.20</b>	<b>2.03</b>	<b>8%</b>	<b>0.61</b>	<b>264%</b>	<b>4.73</b>	<b>6.28</b>

Source: Company reports and KELIVE Research estimates

Note: COGs does not include Depreciation and Amortization

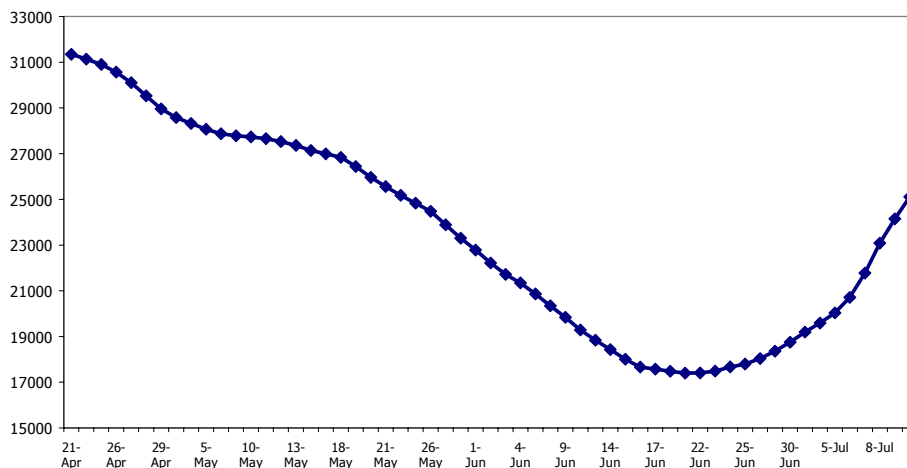
ล่าสุด TTA ได้ประกาศซื้อเรือ 1 ลำ ขนาดบรรทุก 52,375 เดทเวทตัน อายุเรือแค่ 3 ปี มูลค่าประมาณ 1,019 ล้านบาท โดยแบ่งจ่ายแล้ว 20% ของมูลค่าเรือและส่วนที่เหลือชำระวันส่งมอบ นับได้ว่า TTA ซื้อเรือลำนี้ได้ในราคาก่อนข้างสูงเนื่องจากฉวยจังหวะในช่วงที่ค่าระวางตกทำการต่อเรือ หลังจากรับมอบเรือลำนี้แล้ว TTA จะมีขนาดของกองเรือรวมทั้งสิ้น 44 ลำ ขนาดระวางบรรทุกเฉลี่ยราว 26,371 เดทเวทตัน คาดว่าจะรับมอบราวเดือน ม.ค. ปี 48 เงินที่ใช้ในการซื้อเรือครั้งนี้มาจากเงินทุนหมุนเวียนในบริษัทและเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน โดยไม่ได้มีแผนที่จะเพิ่มทุนแต่อย่างใด

TTA ยังมีแผนที่จะซื้อเรืออีก 2 ลำ มูลค่าราว 25 ล้านดอลลาร์ ซึ่งกำลังอยู่ในระหว่างเจรจาต่อรองอยู่ เราคาดว่าสามารถรับเรือได้ราวปีบัญชีหน้า ดังนั้นในเบื้องต้นคาดว่า TTA จะมีกองเรือเพื่อใช้ดำเนินธุรกิจในปีหน้าจำนวน 46 ลำ อีกทั้งผู้บริหารเองมีแผนที่จะขยายกองเรือให้ถึง 50 ลำเพื่อให้เหมาะสมกับขนาดขององค์กร โดยยึดนโยบายซื้อเรือที่มีคุณภาพดี ในราคาที่เหมาะสม

ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมาดัชนีค่าระวางตลาด (TC spot rate) ได้ปรับตัวจากระดับต่ำสุดขึ้นมาถึง 44% และเมื่อวานนี้ (15 ก.ค.) ราคาก่อนตัวลงเล็กน้อยแต่นับได้ว่ายังอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับปีก่อน ซึ่งคาดว่าเป็นเหตุผลหนึ่งที่ทำให้ราคาหุ้นตกลงมากเมื่อวานนี้ ซึ่งแท้ที่จริงแล้วดัชนีนั้นเป็นเพียงตัวชี้วัดอย่างหยาบและไม่ได้ส่งผลกระทบต่อธุรกิจในพื้นที่ เพราะธุรกิจเดินเรืออย่าง TTA มีโครงสร้างรายได้จากการเดินเรือประจำเส้นทางซึ่งค่าระวางเพิ่งเริ่มปรับตัวขึ้น และบริษัทเองก็มีแผนจะเพิ่มสัดส่วนการเดินเรือแบบประจำเส้นทางจาก 30% เป็น 40% อีกด้วย

อย่างไรก็ดีเรายังคงเชื่อว่าค่าระวางน่าจะยังยืนอยู่ในระดับสูงได้ตลอด 1-2 ปีนี้ แต่โอกาสที่จะกลับขึ้นไประดับสูงสุดครั้งใหม่ก่อนข้างเป็นไปได้ยาก เพราะกองเรือต่อสร้างใหม่คาดว่าจะทยอยออกสู่ตลาดเรือในอีก 1-2 ปีข้างหน้า

Baltic Handymax Index



[www.maxmart.com](http://www.maxmart.com)

เราประมาณการจำนวนวันเดินเรือในปี 47 เป็น 14,700 วัน อัตราค่าระวางเฉลี่ย (TC rate) ทั้งปีที่ 12,000 US\$/วัน และอัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยที่ 40 บาท/US\$ ภายใต้สมมติฐานข้างต้นเราประมาณการกำไรปกติปี 47 จะเติบโต 4 เท่าจากปีก่อนเป็น 3,944 ล้านบาท (6.11 บาท/หุ้น) อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นจาก 24% เป็น 46%

แนวโน้มการเติบโตในปี 48 เราคาดการณ์อย่างอนุรักษ์นิยมโดยให้จำนวนวันเดินเรือเพิ่มขึ้น 11% เป็น 16,400 วัน ค่าระวางเฉลี่ยทั้งปีที่ 11,000 US\$/วัน และสามารถขยายกองเรือได้ 46 ลำ ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการกำไรปกติเป็น 3,464 ล้านบาท (5.37 บาท/หุ้น) ลดลง 12% จากปีนี้ ภายใต้สมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นลดลงเหลือ 40%

ราคาหุ้น TTA ปรับตัวขึ้นมาถึง 25% ภายในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ตามค่าระวางที่ปรับตัวสูงขึ้น และลดลงเกือบ 7% เมื่อวานนี้ อย่างไรก็ตามราคาหุ้นซื้อขายก่อนถูกมากที่ PER ปี 47 แค่ 5.3 เท่า ในขณะที่ PSL และ RCL ซื้อขายที่ 6.3 เท่าและ 7.6 เท่า ตามลำดับ อีกทั้งเราคาดว่า TTA จะจ่ายเงินปันผลหุ้นละ 2.50 บาท (จ่ายงวดครึ่งปีแล้ว 1 บาท) คิดเป็นอัตราเงินปันผลตอบแทนที่ 7.5% เราประเมินราคาหุ้นโดยอิง PER ปี 47 ที่ 8 เท่า จะได้ราคาเหมาะสมที่ 50 บาท ซึ่งให้อัตราผลตอบแทนสูงถึง 50% จากราคาหุ้น ณ ปัจจุบัน ดังนั้นเราจึงคงคำแนะนำ “ซื้อ”

**Figure 2: Earnings summary**

	2001	2002	2003	2004F	2005F
Sales (Btmn)	3,449	3,293	4,524	9,895	10,326
EBITDA (Btmn)	754	661	1,214	4,941	4,874
Normalised earnings (Btmn)	367	350	779	3,944	3,464
Earnings (Btmn)	331	410	1,003	4,050	3,464
EPS (Bt)	7.79	9.65	1.83	6.28	5.37
PER (x)*	4.3	3.4	18.2	5.3	6.2
EV/EBITDA (x)*	4.3	5.2	17.5	5.3	5.1
Free cash flow (Btmn)	546	630	1,344	4,831	4,625
CF/share (Bt)	19.3	18.3	1.9	6.5	8.5
BVPS (Bt)	6.2	16.0	3.1	11.0	13.9
P/BV (x)*	5.3	2.1	10.8	3.0	2.4
DPS (Bt)	-	0.25	0.50	2.50	2.17
Dividend yield (%)	0.0%	0.7%	1.5%	7.5%	6.5%
Net debt/equity (X)	6.9	2.9	1.8	0.7	0.4
ROA (%)	-3%	11%	12%	40%	24%
ROE (%)	345%	87%	85%	92%	43%
Gross Margin (%)	18%	17%	24%	46%	40%

Source : TTA reports and KELIVE Research estimates

Note : \*Base on price Bt33.25

### สาขากรุงเทพฯ

#### สำนักงานใหญ่

สำนักงานใหญ่เมอริทิวี ทาวเวอร์ ชั้น 8-10  
 เลขที่ 540 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี  
 เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร 10330  
 โทร 0-2658-6300  
 โทรสาร 0-2658-6301

#### สาขาพายุรีด

เลขที่ 125, 125/1-6, 125/19-25 อาคารดิโอดด์  
 สยามพลาซ่า ชั้น 3 ถนนพายุรีด แขวงวัง  
 บูรพาภิรมย์ เขตพระนคร กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2225-0242  
 โทรสาร 0-2225-0523

#### สาขาเอ็มโพเรียม

เลขที่ 622 อาคารเอ็มโพเรียม ชั้น 14  
 ถนนสุขุมวิท แขวงคลองตัน เขตคลองเตย  
 กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2664-9800  
 โทรสาร 0-2664-9811

#### สาขายาวราช

เลขที่ 215 อาคารแกรนด์ไฮมา ชั้น 4  
 ถนนยาวราช แขวงสัมพันธวงศ์  
 เขตสัมพันธวงศ์ กรุงเทพฯ  
 โทร 0-2622-9412  
 โทรสาร 0-2622-9383

#### สาขาทวนอินทวน

เลขที่ 1201/114 ซอยลาดพร้าว 94 (ปิ๊จมิตร)  
 ถนนศรีราชา แขวงวังทองหลาง  
 เขตวังทองหลาง กรุงเทพฯ  
 โทร 0-2935-6111  
 โทรสาร 0-2935-6070

#### สาขานครราชสีมา 1

เลขที่ 154/1 อาคารราชสีมาเซ็นเตอร์ ชั้น 3  
 ห้อง 3B ถนนมิตรภาพ อำเภอเมือง  
 จังหวัดนครราชสีมา  
 โทร (044) 269-400  
 โทรสาร (044) 269-410

#### สาขาชลบุรี

เลขที่ 57/1-2 ถนนพาสกาล  
 ตำบลบางปลาสร้อย อำเภอเมืองชลบุรี  
 จังหวัดชลบุรี  
 โทร (038) 792-479  
 โทรสาร (038) 792-493

#### สาขาสุมทรวงคราม

อยู่เลขที่ 74/27-28 ซ.บางจะเกร็ง 4 ถนน  
 พระราม 2 ต.แม่กลอง อ.เมือง จ.  
 สมุทรสงคราม  
 โทร. (034) 724-062 ถึง 67  
 โทรสาร (034)-724-068

#### สาขาภูเก็ต

เลขที่ 22/39-40 อาคารวานิชพลาซ่า  
 ถนนหลวงพ่อดำ ตำบลตลาดใหญ่  
 อำเภอเมืองภูเก็ต จังหวัดภูเก็ต  
 โทร (076) 355-730-6  
 โทรสาร (076) 355-737

#### สาขาอโศก

เลขที่ 159 อาคารเสริมมิตร ชั้น 25  
 ซอยสุขุมวิท 21 ถนนอโศก แขวงคลองเตย  
 เหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2665-7000  
 โทรสาร 0-2665-7050

#### สาขาศรีนครินทร์

เลขที่ 1145 หมู่ที่ 5 อาคารเอกโพลินทาวเวอร์  
 ชั้น 3 ถนนศรีนครินทร์ ตำบลลำโพงเหนือ  
 อำเภอเมืองสมุทรปราการ  
 จังหวัดสมุทรปราการ  
 โทร 0-2758-7003  
 โทรสาร 0-2758-7248

#### สาขาฟิวเจอร์ ปาร์ค รังสิต

ศูนย์การค้า ฟิวเจอร์ ปาร์ค รังสิต ห้อง 118  
 ชั้น 1 F เลขที่ 161 ม.2 ถ.พหลโยธิน ต.ประเวศ  
 ธัญบุรี อ.ธัญบุรี จ.ปทุมธานี 12130  
 โทร 0-2958-0591  
 โทรสาร 0-2958-0590

#### สาขานิยะ

เลขที่ 52 อาคารธนิยะพลาซ่า 20 ถนนสีลม  
 แขวงสุริยวงค์ เขตบางรัก กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2231-2700  
 โทรสาร 0-2231-2349-50

#### สาขาต่างจังหวัด

##### สาขาเชียงใหม่ 1

เลขที่ 244 อาคารสำนักงาน ชั้น 2-3  
 ถนนวิไลย ตำบลหายยา อำเภอเมืองเชียงใหม่  
 จังหวัดเชียงใหม่  
 โทร (053) 284-000  
 โทรสาร (053) 284-019

##### สาขานครราชสีมา 2

เลขที่ 1242/2 ถนนมิตรภาพ ตำบลในเมือง  
 อำเภอเมือง จังหวัดนครราชสีมา  
 โทร (044) 288-455  
 โทรสาร (044) 288-466

##### สาขาระยอง

เลขที่ 180/1-2 อาคารสมานพันธ์ ชั้น 2  
 ถนนสุขุมวิท ตำบลเชิงเนิน  
 อำเภอเมืองระยอง จังหวัดระยอง  
 โทร (038) 862-022-9  
 โทรสาร (038) 862-043

##### สาขาหาดใหญ่ 1

เลขที่ 1,3,5 ถนนจตุทิศ 3  
 ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่  
 จังหวัดสงขลา  
 โทร (074) 346-400  
 โทรสาร (074) 239-509

##### สาขาอัญประเทศ

เลขที่ 44/4 อาคารราชพิศณุ ถนนบำรุงราษฎร์  
 ตำบลอัญประเทศ อำเภออัญประเทศ  
 จังหวัดสระแก้ว  
 โทร (037) 226-347-8  
 โทรสาร (037) 226-346

#### สาขาญาติ

เลขที่ 56 อาคารญาติ ชั้น 3 ห้อง 3/1  
 ถนนสีลม แขวงสุริยวงค์ เขตบางรัก  
 กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2231-2700  
 โทรสาร 0-2231-2463, 231-2576

#### สาขางามวงศ์วาน

เลขที่ 30/39-50 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์  
 งามวงศ์วาน ชั้น 14 ถนนงามวงศ์วาน ตำบล  
 บางเขน อำเภอเมืองนนทบุรี  
 จังหวัดนนทบุรี  
 โทร 0-2550-0577  
 โทรสาร 0-2550-0566

#### สาขาท่าพระ

เลขที่ 99 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์ ท่าพระ  
 ชั้น 14 ถนนรัชดาภิเษก-ท่าพระ แขวงบุคคโล  
 เขตธนบุรี กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2876-6500  
 โทรสาร 0-2876-6531

#### สาขาปิ่นเกล้า

เลขที่ 7/129 อาคารเซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 3  
 ห้อง 302 ถนนบรมราชชนนี  
 แขวงอรุณอมรินทร์ เขตบางกอกน้อย  
 กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2884-9847  
 โทรสาร 0-2884-6920

#### สาขาเชียงใหม่ 2

เลขที่ 201/3 ถนนมหิดล ตำบลหายยา  
 อำเภอเมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่  
 โทร (053) 284-138  
 โทรสาร (053) 284-138

#### สาขาสุรินทร์

เลขที่ 137/7 ถนนศรีวิชัย ตำบลในเมือง อำเภอ  
 เมืองสุรินทร์ จังหวัดสุรินทร์  
 โทร (044) 519-370  
 โทรสาร (044) 519-476

#### สาขาจันทบุรี

เลขที่ 203 ชั้น 2 ถนนขวาง ตำบลตลาด  
 อำเภอเมืองจันทบุรี จังหวัดจันทบุรี  
 โทร (039) 346-626-30  
 โทรสาร (039) 346-631

#### สาขาหาดใหญ่ 2

เลขที่ 29 ชั้น 6 อาคารสิการ์เซ็นพลาซ่า  
 ถนนประชาธิปไตย ตำบลหาดใหญ่  
 อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา  
 โทร (074) 247-199  
 โทรสาร (074) 247-701

#### สาขายะลา

เลขที่ 18 ถนนสองพี่น้อง ตำบลสะเตง  
 อำเภอเมือง จังหวัดยะลา  
 โทร (073) 255-493-7  
 โทรสาร (073) 255-498

#### สาขาซีคอนสแควร์

เลขที่ 904 อาคารซีคอนสแควร์ ชั้น G ห้อง  
 1008 ถนนศรีนครินทร์ แขวงหนองบอน เขต  
 ประเวศ กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2721-9949  
 โทรสาร 0-2721-8320

#### สาขาลาดพร้าว

เลขที่ 1693 อาคารสำนักงานศูนย์การค้าเซ็น  
 ทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ชั้น 9 ห้อง 903, 905-  
 905/1 ถนนพหลโยธิน แขวงลาดพร้าว  
 เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2541-1411  
 โทรสาร 0-2541-1108

#### สาขางาแล

เลขที่ 275 หมู่ที่ 1 เดอะมอลล์บางแค ชั้น 8  
 ถนนเพชรเกษม แขวงบางแคเหนือ เขตบางแค  
 กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2804-4235  
 โทรสาร 0-2804-4251

#### สาขาสารนคร

100/46 อาคารสารนคร ทาวเวอร์ ชั้น 24C  
 ถนนสารนครเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก  
 กรุงเทพฯ 10120  
 โทร 0-2636-7550-6  
 โทรสาร 0-2636-7565

#### สาขาลำปาง

เลขที่ 48/11-12 ถนนมนตรี ตำบลสบตุ๋ย  
 อำเภอเมืองลำปาง จังหวัดลำปาง  
 โทร (054) 319-211  
 โทรสาร (054) 319-216

#### สาขาอุบลราชธานี

เลขที่ 187-188 ถนนอุปราชา ตำบลในเมือง  
 อำเภอเมืองอุบลราชธานี จังหวัดอุบลราชธานี  
 โทร (045) 265-631  
 โทรสาร (045) 265-631

#### สาขามหาชัย

เลขที่ 930/13ก ชั้น 2 ถนนเอกชัย 1  
 ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร  
 จังหวัดสมุทรสาคร  
 โทร (034) 811-377  
 โทรสาร (034) 811-383

#### สาขาสุราษฎร์ธานี

เลขที่ 216/3 หมู่ที่ 4 ถนนชนเกษม  
 ตำบลมะขามเตี้ย อำเภอเมืองสุราษฎร์ธานี  
 จังหวัดสุราษฎร์ธานี  
 โทร (077) 205-460  
 โทรสาร (077) 205-475

“เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) เห็นว่าน่าเชื่อถือประกอบด้วยข้อมูลที่จัดทำ ซึ่งมีได้หมายถึงความถูกต้องหรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด และเอกสารนี้ไม่ได้จัดทำขึ้นเพื่อประโยชน์ในการใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเท่านั้น มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะชักชวนหรือชักนำการซื้อขายหลักทรัพย์ใดโดยเฉพาะหรือเป็นการทั่วไปแต่อย่างใด นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ และวิจารณ์เนื้อหาของงบการเงินในการตัดสินใจการลงทุนให้เหมาะสมแก่กรณี ทั้งนี้ความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้จัดทำ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ตลอดจนผู้บริหารและพนักงานของบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นพ้องกับความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้ด้วยแต่อย่างใด