

อาร์ ซี แอล

ขาดทุนหลักลดลงในไตรมาส 4/54

Transportation
(Shipping)
Neutral

BUALUANG RESEARCH

สุพพดา ศรีสุข
suppata@bualuang.co.th
+662 618 1343

คำแนะนำพื้นฐาน: **ถือ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 6.80 บาท
ราคา (02/03/12): 6.80 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt5.64bn		
12-mth price range	Bt5.50/Bt11.30		
3-mth avg daily volume	Bt4.74m		
# of shares (m)	828.8		
Est. free float (%)	41.3		
Foreign limit (%)	30.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(8.9)	(8.1)	(51.0)
Absolute	(1.4)	6.3	(33.3)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	13,684	14,051	14,762	15,205
Net profit (Btm)	(781)	(328)	174	202
EPS (Bt)	(0.94)	(0.40)	0.21	0.24
BLS/Consensus (x)	n.m.	0.67	2.31	n.m.
EPS growth (%)	n.m.	n.m.	n.m.	+16.26%
Core profit (Btm)	(2,051)	(328)	174	202
Core EPS (Bt)	(3.09)	(0.49)	0.26	0.30
Core EPS growth (%)	n.m.	n.m.	n.m.	+16.26%
PER (x)	n.m.	n.m.	32.4	27.9
Core PER (x)	n.m.	n.m.	25.9	22.3
EV/EBITDA (x)	n.m.	12.4	8.1	7.3
PBV (x)	0.4	0.5	0.4	0.4
Dividend (Bt)	0.0	0.0	0.1	0.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	1.2	1.4
ROE (%)	(6.0)	(2.6)	1.4	1.6
Net gearing (x)	0.4	0.6	0.5	0.4

CG Rating - 2011



EARNINGS RESULTS

ดีกว่าคาด: RCL รายงานขาดทุนสุทธิไตรมาส 4/54 จำนวน 392 ล้านบาท เทียบกับกำไรสุทธิ 644 ล้านบาท ในไตรมาส 4/53 และกำไรสุทธิ 804 ล้านบาทในไตรมาส 3/54 หากไม่รวมรายการกำไรจากการขายสินทรัพย์ถาวร 47 ล้านบาท, การกลับรายการค่าเพื่อการต่อจ่ายของสินทรัพย์ 50 ล้านบาท, ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 171 ล้านบาทและการปรับรายการขาดทุนที่ยังไม่ได้เกิดขึ้นจริงจากตราสารอนุพันธ์อีก 1 ล้านบาท ขาดทุนหลักไตรมาส 4/54 จะอยู่ที่ 320 ล้านบาทเปรียบเทียบกับขาดทุนหลัก 93 ล้านบาทในไตรมาส 4/53 และขาดทุนหลัก 488 ล้านบาทในไตรมาส 3/54 ผลประกอบการดีกว่าที่เราคาดพอสมควรเนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงกว่าคาด แต่ผลประกอบการยังต่ำกว่าที่ตลาดคาด โดย RCL รายงานขาดทุนสุทธิปี 2554 จำนวน 781 ล้านบาท เทียบกับกำไรสุทธิปี 2553 ที่ 464 ล้านบาท

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ: ขาดทุนหลักที่เพิ่มขึ้นจากปีก่อนเป็นผลมาจาก 1) ปริมาณการขนส่งลดลง (ลดลง 12% YoY มาอยู่ที่ 560,912 TEUs), 2) อัตราค่าระวางเรือลดลง และ 3) ต้นทุนน้ำมันเดินเรือเพิ่มสูงขึ้น (เพิ่มขึ้น 36% YoY มาอยู่ที่ 672 เหรียญสหรัฐต่อตัน) อย่างไรก็ตามขาดทุนหลักลดลงจากไตรมาสก่อน โดยมีปัจจัยหลักมาจากการลดต้นทุน โดยไตรมาส 4/54 ถือเป็นไตรมาสแรกของปี 2554 ที่ RCL รายงานอัตรากำไรขั้นต้น ถึงแม้จะเพียงเล็กน้อย แทนที่จากรายงานอัตราขาดทุนขั้นต้นอย่างไตรมาสอื่นของปี ในขณะที่อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายลดลงเป็น 8.3% จาก 9.7% ในไตรมาส 4/53 และ 10.1% ในไตรมาส 3/54

แนวโน้ม: ผลประกอบการหลักในไตรมาส 1/55 คาดว่า จะยังคงขาดทุน เนื่องจากเราคาดว่าปริมาณการขนส่งและอัตราค่าระวางเรือยังคงอ่อนตัว จากการที่อุตสาหกรรมขนส่งทางเรือคอนเทนเนอร์อยู่ในช่วงอุปทานเรือล้นตลาด และในไตรมาสนี้ยังคงเป็นช่วงโลว์ซีซั่น (ตามปกติอุปสงค์จะสูงสุดในไตรมาส 3) กอปรการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกส่งผลให้อุปสงค์ขนส่งสินค้าซบเซา

การเปลี่ยนแปลง? เรายังคงประมาณการขาดทุนสุทธิสำหรับปี 2555 ไว้ตามเดิมที่ 328 ล้านบาท

คำแนะนำ: ราคาหุ้นได้สะท้อนแนวโน้มผลประกอบการที่อ่อนแอของบริษัทแล้ว ดังนั้นต่อจากนี้ความเสี่ยงเชิงลบน่าจะมีแนวโน้มจำกัด โดยปัจจุบันหุ้น RCL ซื้อขายอยู่ที่ PBV ปี 2555 เพียง 0.5 เท่า (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวอยู่ 1.4 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ดังนั้นเรายังคงคำแนะนำ "ถือ" ในกลุ่มธุรกิจขนส่ง เรายังคงชอบผู้ประกอบการขนส่งในประเทศ (BTS และ BECL) มากกว่า

ผู้ประกอบการขนส่งสินค้าทางเรือเนื่องจากปัจจุบันเป็นหุ้นที่มีพื้นฐานดีกว่าและ
กำไรมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง

Figure 1: 4Q11 and FY11 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q11	4Q10	YoY %	3Q11	QoQ %	2011	2010	YoY %	
Income Statement									
Revenue	3,219	3,630	(11)	3,525	(9)	13,684	15,218	(10)	• Weak lifting volume and freight rates
Cost of sales and services	(3,218)	(3,316)	(3)	(3,604)	(11)	(14,236)	(14,111)	1	• Gross profit margin turned positive in 4Q11
EBITDA	48	259	(82)	(120)	nm	(598)	1,034	nm	• Lower debt outstanding
SG&A	(268)	(350)	(24)	(355)	(25)	(1,288)	(1,313)	(2)	• Gain on sales of fixed assets
EBIT	(267)	(36)	nm	(434)	nm	(1,840)	(206)	nm	• Reversal of loss on impairment of assets
Interest expense	(88)	(91)	(4)	(89)	(2)	(347)	(395)	(12)	• Loss on FX
Other income/exp.	29	31	(8)	26	11	124	129	(4)	
Equity earnings from affiliates	12	9	39	11	7	33	29	14	
Extra items	(73)	737	nm	1,292	nm	1,270	928	37	
EBT	(326)	(96)	nm	(497)	nm	(2,063)	(472)	nm	
Corporate tax	(6)	(6)	(1)	(2)	276	(20)	(19)	4	
Minority interest	(0)	(0)	nm	(0)	nm	(1)	(1)	nm	
Net profit (loss)	(392)	644	nm	804	nm	(781)	465	nm	
Reported EPS	(0.47)	0.78	nm	0.97	nm	(0.94)	0.65	nm	
Core net profit	(320)	(93)	nm	(488)	nm	(2,051)	(463)	nm	
Key ratios									
Gross margin (%)	0.0	8.7		(2.2)		(4.0)	7.3		
EBITDA margin (%)	1.5	7.1		(3.4)		(4.4)	6.8		
EBIT margin (%)	(8.3)	(1.0)		(12.3)		(13.4)	(1.4)		
SG&A / Revenue (%)	8.3	9.7		10.1		9.4	8.6		
Tax rate (%)	(1.8)	(6.1)		(0.3)		(1.0)	(4.1)		
Net margin (%)	(12.2)	17.7		22.8		(5.7)	3.1		
Current ratio (x)	1.1	1.2		1.6		1.1	1.2		
Gearing ratio (x)	0.7	0.8		0.8		0.7	0.8		
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.		n.m.		(5.3)	(0.5)		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	4,589	2,290	100	5,335	(14)				
Total assets	26,276	25,746	2	27,046	(3)				
ST debts & current portion	3,638	1,360	168	1,430	154				
Long-term debt	5,768	8,832	(35)	8,393	(31)				
Total liabilities	13,435	12,556	7	13,971	(4)				
Retained earnings	7,202	8,005	(10)	7,594	(5)				
Shareholders equity	12,821	13,174	(3)	13,057	(2)				
Minority interests	19	17	15	18	5				
BV (Bt)	15.5	15.9	(3)	15.8	(2)				

Source: Company data

Figure 2: Sector comparisons

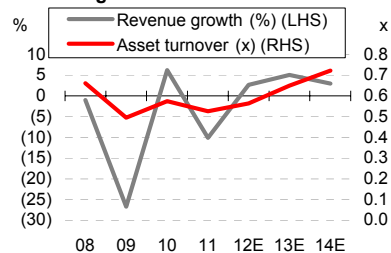
	Bloomberg Code	Price (local curr.)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div yield (%)	
			FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13
Evergreen Marine Corp Taiwan	2603 TT	TWD21.00	39.6	11.9	n.a.	+233.0	1.1	1.0	3.6	9.7	0.2	1.4
Yang Ming Marine Transport	2609 TT	TWD17.60	n.a.	14.6	n.a.	n.a.	1.7	1.5	(8.8)	7.5	-	1.1
Wan Hai Lines	2615 TT	TWD17.50	20.1	10.1	+411.8	+98.3	1.2	1.2	6.4	8.6	0.9	2.0
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	JPY184.00	n.a.	n.a.	-204.6	n.a.	0.6	0.6	(12.3)	(6.5)	-	-
Nippon Yusen Kabushiki Kaish	9101 JP	JPY246.00	n.a.	52.3	-126.4	n.a.	0.6	0.6	(2.8)	0.8	1.6	1.6
Hyundai Merchant Marine	011200 KS	KRW32,300.00	19.4	52.6	n.a.	-63.1	2.0	2.3	11.0	6.7	0.4	1.4
Hanjin Shipping	000700 KS	KRW9,400.00	2.5	0.2	n.a.	+971.3	0.2	0.0	9.5	9.7	-	16.5
Korea Line Corp	005880 KS	KRW26,450.00	n.a.	n.a.	-899.6	n.a.	1.3	1.0	(41.2)	93.5	0.8	-
Neptune Orient Lines	NOL SP	KRW1.47	n.a.	18.3	n.a.	n.a.	1.3	1.2	(2.9)	4.5	-	0.6
RCL	RCL TB	Bt6.80	n.a.	32.4	n.a.	n.a.	0.5	0.4	(2.6)	1.4	-	1.2
Simple average			20.4	24.1	-204.7	+309.9	1.1	1.0	(4.0)	13.6	0.4	2.6

Note: Prices as at 02/03/12

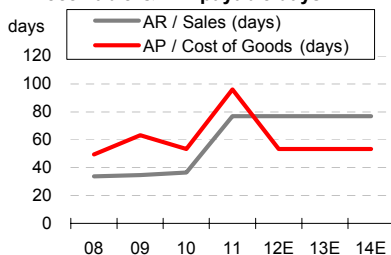
Sources: Company, Bloomberg, Bualuang Research estimates

Financial tables

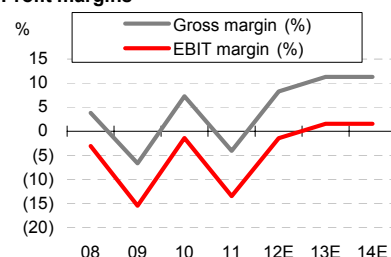
Revenue growth and asset turnover



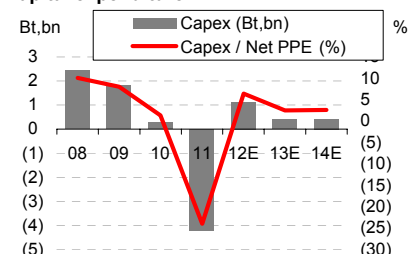
A/C receivable & A/C payable days



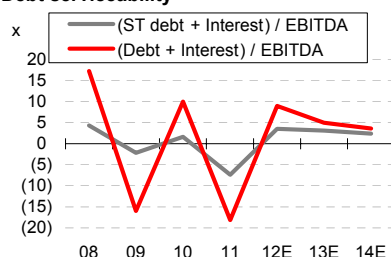
Profit margins



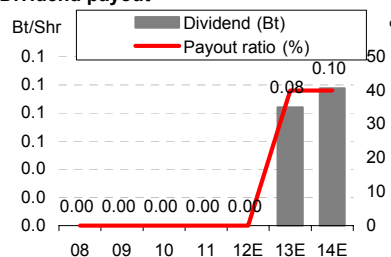
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



PROFIT & LOSS (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue	15,218	13,684	14,051	14,762	15,205
Cost of sales and services	(14,111)	(14,236)	(12,887)	(13,097)	(13,489)
Gross profit	1,108	(552)	1,164	1,665	1,715
SG&A	(1,313)	(1,288)	(1,363)	(1,432)	(1,475)
EBIT	(206)	(1,840)	(199)	233	240
Interest expense	(395)	(347)	(291)	(223)	(200)
Other income/exp.	129	124	129	133	137
EBT	(472)	(2,063)	(361)	144	178
Corporate tax	(19)	(20)	2	(4)	(11)
After-tax net profit (loss)	(491)	(2,083)	(359)	141	167
Minority interest	(1)	(1)	(0)	0	0
Equity earnings from affiliates	29	33	32	33	35
Extra items	927	1,270	0	0	0
Net profit (loss)	464	(781)	(328)	174	202
Reported EPS	0.56	(0.94)	(0.40)	0.21	0.24
Fully diluted EPS	0.56	(0.94)	(0.40)	0.21	0.24
Core net profit	(462)	(2,051)	(328)	174	202
Core EPS	(0.70)	(3.09)	(0.49)	0.26	0.30
EBITDA	1,060	(537)	1,021	1,471	1,496

KEY RATIOS	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue growth (%)	6.3	(10.1)	2.7	5.1	3.0
Gross margin (%)	7.3	(4.0)	8.3	11.3	11.3
EBITDA margin (%)	7.0	(3.9)	7.3	10.0	9.8
Operating margin (%)	(1.4)	(13.4)	(1.4)	1.6	1.6
Net margin (%)	3.0	(5.7)	(2.3)	1.2	1.3
Core profit margin (%)	(3.0)	(15.0)	(2.3)	1.2	1.3
ROA (%)	1.8	(3.0)	(1.3)	0.8	1.0
ROCE (%)	2.0	(3.4)	(1.5)	0.8	1.1
Asset turnover (x)	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
Current ratio (x)	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Gearing ratio (x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.4
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.	n.m.	1.0	1.2

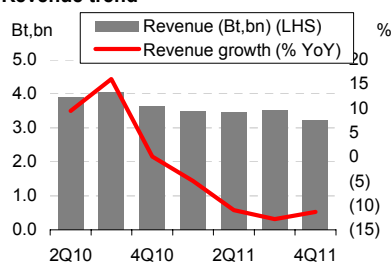
BALANCE SHEET (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Cash & Equivalent	2,290	4,589	1,838	789	(148)
Accounts receivable	1,525	2,886	2,963	3,113	3,206
Inventory	392	430	389	395	407
PP&E-net	20,879	17,601	17,509	16,683	15,846
Other assets	432	436	468	503	541
Total assets	25,746	26,276	23,517	21,851	20,239
Accounts payable	2,068	3,751	1,889	1,920	1,977
ST debts & current portion	1,360	3,638	3,322	4,342	3,342
Long-term debt	8,832	5,768	5,509	2,667	1,854
Other liabilities	0	0	0	0	1
Total liabilities	12,556	13,435	11,005	9,220	7,471
Paid-up capital	829	829	829	829	829
Share premium	4,983	4,983	4,983	4,983	4,983
Retained earnings	8,005	7,202	6,875	6,993	7,130
Shareholders equity	13,174	12,821	12,494	12,612	12,749
Minority interests	17	19	19	19	19
Total Liab.&Shareholders' equity	25,746	26,276	23,517	21,851	20,239

CASH FLOW (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Net income	464	(781)	(328)	174	202
Depreciation and amortization	1,266	1,303	1,220	1,238	1,255
Change in working capital	(927)	(67)	(1,910)	(138)	(61)
FX, non-cash adjustment & others	(492)	(897)	1,862	(86)	(67)
Cash flows from operating activities	311	(441)	844	1,187	1,329
Capex (Invest)/Divest	(283)	4,216	(1,128)	(411)	(419)
Others	(53)	(2)	(32)	(35)	(38)
Cash flows from investing activities	(336)	4,214	(1,160)	(447)	(457)
Debt financing (repayment)	(1,636)	(1,527)	(2,435)	(1,789)	(1,754)
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	0	0	0	0	(56)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	(1,636)	(1,527)	(2,435)	(1,789)	(1,810)
Net change in cash	(1,661)	2,245	(2,751)	(1,049)	(937)

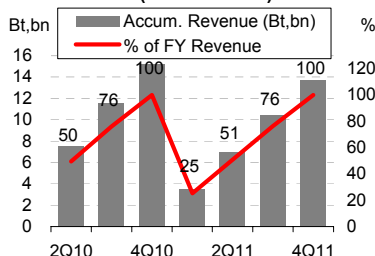
Free cash flow (Btm)	27	3,774	(283)	775	910
FCF per share (Bt)	0.03	4.55	(0.34)	0.94	1.10

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

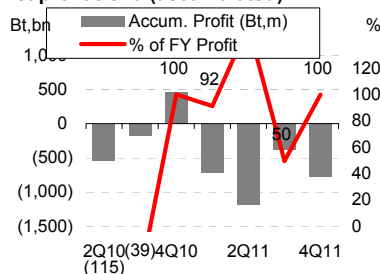
Revenue trend



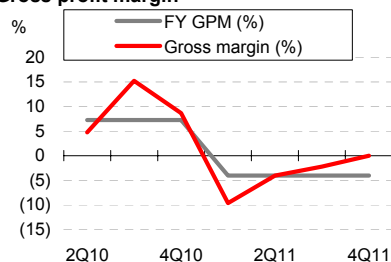
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Revenue	3,630	3,481	3,458	3,525	3,219
Cost of sales and services	(3,316)	(3,816)	(3,599)	(3,604)	(3,218)
Gross profit	314	(335)	(140)	(78)	1
SG&A	(350)	(332)	(333)	(355)	(268)
EBIT	(36)	(667)	(473)	(434)	(267)
Interest expense	(91)	(86)	(84)	(89)	(88)
Other income/exp.	31	31	38	26	29
EBT	(96)	(722)	(518)	(497)	(326)
Corporate tax	(6)	(8)	(5)	(2)	(6)
After-tax net profit (loss)	(102)	(729)	(523)	(499)	(331)
Minority interest	(0)	0	(0)	(0)	(0)
Equity earnings from affiliates	9	6	3	11	12
Extra items	737	9	42	1,292	(73)
Net profit (loss)	644	(714)	(478)	804	(392)
Reported EPS	0.78	(0.86)	(0.58)	0.97	(0.47)
Fully diluted EPS	0.78	(0.86)	(0.58)	0.97	(0.47)
Core net profit	(93)	(724)	(520)	(488)	(320)
Core EPS	(0.11)	(0.87)	(0.63)	(0.59)	(0.39)
EBITDA	259	(364)	(162)	(120)	48

KEY RATIOS	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Gross margin (%)	8.7	-9.6	-4.0	-2.2	0.0
EBITDA margin (%)	7.1	-10.5	-4.7	-3.4	1.5
Operating margin (%)	-1.0	-19.2	-13.7	-12.3	-8.3
Net margin (%)	17.7	-20.5	-13.8	22.8	-12.2
Core profit margin (%)	-2.6	-20.8	-15.0	-13.8	-9.9
BV (Bt)	15.92	15.13	14.75	15.78	15.49
ROE (%)	20.4	-22.2	-15.5	25.5	-12.1
ROA (%)	10.1	-11.2	-7.5	12.1	-5.9
Current ratio (x)	1.2	0.9	0.9	1.6	1.1
Gearing ratio (x)	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Cash & Equivalent	2,290	1,639	2,073	5,335	4,589
Accounts receivable	1,525	1,624	1,521	2,815	2,886
Inventory	392	524	454	470	430
PP&E-net	20,879	20,749	20,801	17,644	17,601
Other assets	432	452	447	438	436
Total assets	25,746	25,254	25,980	27,046	26,276
Accounts payable	2,068	2,577	2,719	3,810	3,751
ST debts & current portion	1,360	1,425	2,046	1,430	3,638
Long-term debt	8,832	8,419	8,651	8,393	5,768
Other liabilities	0	0	0	0	0
Total liabilities	12,556	12,715	13,758	13,971	13,435
Paid-up capital	829	829	829	829	829
Share premium	4,983	4,983	4,983	4,983	4,983
Retained earnings	8,005	7,269	6,790	7,594	7,202
Shareholders' equity	13,174	12,523	12,207	13,057	12,821
Minority interests	17	16	16	18	19
Total Liab.&Shareholders' equity	25,746	25,254	25,980	27,046	26,276

Sources: Company data, Bualuang Research

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

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 ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BIGC, BJC, BLA, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

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 base 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.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

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.