



RAJA FERRY PORT PCL. (RP)

รายได้มั่นคง - คาดกำไรปี 2016 เติบโตสูง - ราคาต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐาน

เรามองว่าราคาหุ้น RP ปัจจุบันปรับตัวลดลงมามากเกินไป โดยลดลงกว่า 43% จากราคา IPO ที่ 12.00 บาท จนทำให้ราคาปัจจุบันเหมาะสมสำหรับการซื้อถือลงทุนแล้ว จากการเติบโตที่สูงในอนาคต เนื่องจากฐานกำไรที่ค่อนข้างต่ำในปี 2015 โดยมี Downside ที่ค่อนข้างจำกัด แต่มี Upside ที่น่าสนใจ.

คาดการณ์ 4Q'15 เพิ่มขึ้น 16% QoQ จาก High Season และการลดลงของดอกเบี้ยจ่าย

เราประเมินผลประกอบการ 4Q'15 จะเติบโตต่อเนื่องที่ 16% QoQ ที่ 26 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้น 3.5 ล้านบาท โดยมีปัจจัยหนุนจากการเติบโตของรายได้ที่คาดว่าจะเติบโต 10% QoQ จากช่วง High Season และการประหยัดต่อขนาดที่ดีขึ้น ทำให้ GPM% ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 30% (Vs.28.4% ใน 3Q'15) ผสานกับการลดลงของดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งทั้งสองปัจจัยนี้ จะช่วยหนุนให้กำไรเติบโตได้ แม้เราคาดว่าใน 4Q'15 นี้ บริษัทฯจะต้องจ่ายโบนัสให้กับพนักงาน ที่จะทำให้ SG&A/Sales เพิ่มขึ้นชั่วคราวสู่ 12.0% ใน 4Q'15 (Vs. 9.7% ใน 3Q'15)

คาดการณ์กำไรปี 2016 เติบโตต่อเนื่องที่ 24.0% YoY สู่ 118 ล้านบาท

เราคาดกำไรปี 2016 จะเติบโตโดดเด่น 24% YoY สู่ 118 ล้านบาท โดยมีสาเหตุหลักจากการเพิ่มขึ้นของรายได้รวมที่ 10% YoY จากการเพิ่มขึ้นของจำนวนนักท่องเที่ยว และการซื้อเรือเพิ่มอีก 2 ลำ มูลค่า 260 ล้านบาท ซึ่งจะส่งมอบใน 1Q'16 (ปัจจุบันบริษัทฯมีเรืออยู่ 12 ลำ) ซึ่งจะช่วยเสริมสร้างภาพลักษณ์เรือของบริษัทฯ ให้ดูใหม่ขึ้นและรองรับกับความต้องการที่เพิ่มขึ้น ผสานกับบริษัทฯได้เพิ่มเส้นทางใหม่อีก 4 เที่ยว ตั้งแต่ต้นเดือนธ.ค. ปี 2015. พร้อมกันนี้ ในปี 2016 บริษัทฯจะได้รับผลบวกจากการชำระคืนเงินกู้ระยะยาวเต็มปี ทำให้ค่าใช้จ่ายทางการเงินลดลงมาก จาก 13 ล้านบาทในปี 2015 เป็น 0 บาทในปี 2016

เริ่มต้นแนะนำ "ซื้อ" ด้วยมูลค่าเหมาะสมปี 2016 ที่ 10.5 บ./หุ้น

เราประเมินมูลค่าเหมาะสม ปี 2016 ด้วยวิธี Relative Approach อิง P/E แบบ Conservative ที่ 15x ซึ่งถือว่าต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ Peers (Transportation) ที่ 24.7x ค่อนข้างมาก ได้มูลค่าเหมาะสมที่ 10.5 บ./หุ้น, โดยเรามองว่าระดับ 15x เป็นระดับที่เหมาะสม แม้จะต่ำกว่า Peers ค่อนข้างมาก เนื่องจาก บริษัทฯมีความเสี่ยงในการต่ออายุใบอนุญาตประกอบกิจการท่าเรือทั้งสองแห่ง ในวันที่ 13 พ.ย. 2016 และ จากการที่ผู้บริหารโอนหุ้นมาใช้บริการสายการบิน มากขึ้น.

Upside Risk: มูลค่าเหมาะสมของบริษัทฯข้างต้น ยังไม่นับรวมถึง การเปิดเส้นทางเดินเรือเพิ่มเติมในฝั่งอันดามัน คือ กระบี่-เกาะพิพิ (จำนวนนักท่องเที่ยวราว 15,000 คน/วัน Vs. 5,000 คน/วัน ที่เกาะสมุย) ที่บริษัทฯ อยู่ระหว่างการศึกษา และ การพัฒนาที่ดินของบริษัทฯจำนวน 66 ไร่ บริเวณด้านหลังท่าเรือดอนสัก จังหวัดสุราษฎร์ธานี

BUY

Fair price	10.5
Closing Price	6.80
	Upside 54%

ธวัชชัย อิศวพรไชย, เลขทะเบียน 000710

02 508 1567 ext3200 tawatchai@aslsecurities.com

ศิวกร ดำนอุดรา, ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

FINANCIAL SUMMARY (31 Dec)

(THB)	2013	2014	2015F	2016F
Revenues	648	676	661	727
Profit (mil)	69	85	95	118
Diluted EPS	0.53	0.65	0.56	0.70
EPS Growth	35%	23%	(13%)	24%

ROA (%)	9.6%	11.6%	8.9%	10.1%
ROE (%)	18.9%	19.8%	9.7%	11.0%
ROFA (%)	11.7%	14.2%	15.6%	13.9%
D/E (x)	0.96	0.70	0.09	0.09
BV/S	2.78	3.27	5.78	6.31
P/BV (x)	N/A	N/A	1.14	1.05
P/E (x)	N/A	N/A	11.76	9.48
Div. yield	0.0%	2.4%	0.0%	2.6%

Sector	Services
BETA (20days)	2.27
CG score rating	-
Market Cap (THB mil)	1,165
No. Listed Share (mil)	170.0
Free Float (%)	29.02
Par value (THB)	1.00
12-mth High/Low (THB)	18.4 / 6.30



สรุปข้อมูลบริษัทฯ

บริษัทประกอบกิจการเดินเรือเฟอร์รี่เพื่อใช้โดยสารและขนส่งทางเรือจำนวน 2 เส้นทางระหว่างอำเภอคอนตัก-อำเภอเกาะสมุย จังหวัดสุราษฎร์ธานี และระหว่างอำเภอคอนตัก-อำเภอเกาะพะงัน จังหวัดสุราษฎร์ธานี ด้วยเรือเฟอร์รี่ที่มีในปัจจุบันจำนวน 12 ลำ รวมทั้งประกอบธุรกิจจำหน่ายอาหารและสินค้าในร้านสะดวกซื้อ

ความเสี่ยง

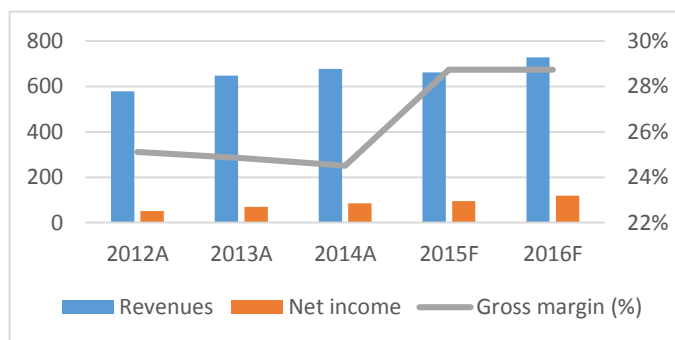
ความเสี่ยงในการต่ออายุใบอนุญาตประกอบกิจการท่าเรือทั้งสองแห่ง ในวันที่ 13 พ.ย. 2016, ความผันผวนของราคาน้ำมัน

Fig.1 RP's SWOT analysis

<p>Strength – บริษัทฯมีท่าเรือส่วนตัว และมีจำนวนเรือที่มากกว่าคู่แข่ง ทำให้ผู้ใช้บริการมั่นใจมากกว่า</p>	<p>Weakness – อายุเฉลี่ยของกองเรือของ RP สูงกว่าคู่แข่งมาก (ประมาณ 36 ปี) ทำให้ดูไม่น่าใช้บริการ</p>
<p>Opportunity – การเติบโตของนักท่องเที่ยว ที่เกาะสมุยและเกาะพะงัน, การเปิดเส้นทางเดินเรือใหม่, การลงทุนในที่ดิน 66 ไร่ของบริษัทฯ</p>	<p>Threats – การที่ผู้บริโภคเปลี่ยนไปใช้บริการสายการบิน มากขึ้น</p>

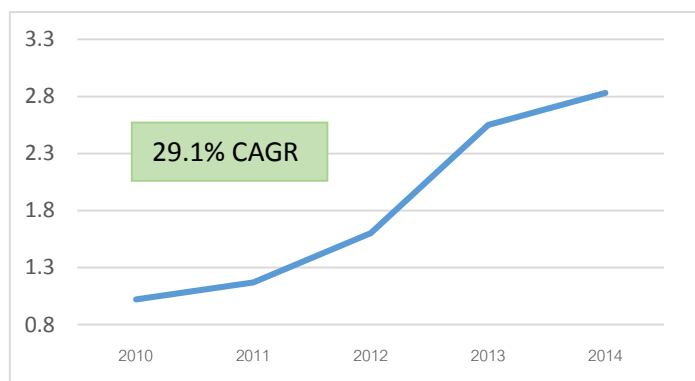
Sources : ASL research

Fig.2 Revenues, Net Profit, %GPM 2012-2016F



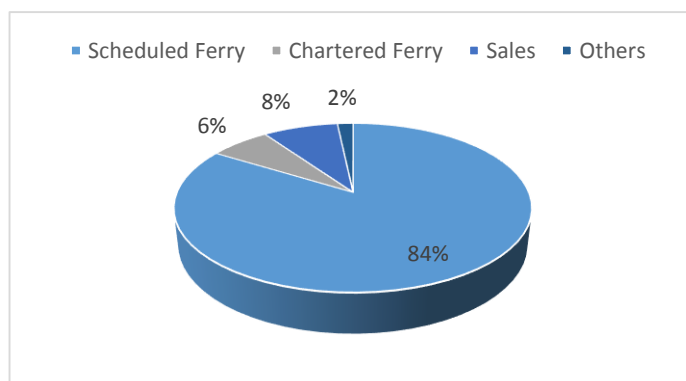
Sources : Company, ASL research

Fig.3 No. of tourists in Koh-Samui and Koh-Pangan



Sources : Company, ASL research

Fig.4 2014's Revenues portion



Sources : Company



RAJA FERRY PORT PCL.				Yearly
PROFIT & LOSS (THB. m)	2013	2014	2015F	2016F
Revenues	648	676	661	727
Cost of sales and services	487	511	471	518
Gross profit	161	166	190	209
SG&A expenses	63	54	65	70
EBIT	98	112	125	139
Finance costs	21	18	13	0
EBT	76	94	112	139
Income taxes	7	9	16	21
Net income	69	85	95	118
Reported EPS	0.53	0.65	0.56	0.70
EPS growth (%)	35%	23%	(13%)	24%
EBITDA	145	159	180	204

BALANCE SHEET (THB. m)				Yearly
2013	2014	2015F	2016F	
Cash and cash equivalents	42	54	383	237
Inventories	50	46	44	48
Receivables	21	19	20	22
Fixed Assets	595	600	613	849
other C&NC assets	13	13	12	14
Total assets	720	732	1071	1169
ST debt & current portion	52	93	0	0
Accounts payables	55	55	54	59
Long-term debt	218	127	0	0
Other liabilities	27	26	34	38
Total liabilities	353	301	88	97
paid-up capital	132	132	170	170
Share premium	0	0	418	418
Retain earning	267	331	427	516
Minority interest	0	0	0	0
other components	-32	-32	-32	-32
Total stockholders' equity	367	431	983	1072
Total liabilities and equity	720	732	1071	1169

KEY RATIO	2013	2014	2015F	2016F
Current ratio (x)	0.59	0.49	7.88	4.79
D/E (x)	0.96	0.70	0.09	0.09
Interest coverage (x)	4.59	6.34	9.50	N/A
Diluted BV/Share	2.78	3.27	5.78	6.31

PROFIT & LOSS (THB. m)				Quarterly
1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	
Revenues	160	160	162	179
Cost of sales and services	109	121	116	125
Gross profit	51	39	46	54
SG&A expenses	15	13	16	21
EBIT	37	26	30	32
Finance costs	4	4	4	2
EBT	33	22	27	30
Income taxes	3	4	5	5
Net income	29	18	22	26
Reported EPS	0.17	0.11	0.13	0.15
EPS growth (%)	384%	(38%)	23%	16%

CASHFLOW (THB. m)				Yearly
2013	2014	2015F	2016F	
Earning before tax	76	94	112	139
Depreciation & amortization	47	48	55	64
non-cash adjustment & others	(7)	1	9	0
Change in working capital	(24)	5	17	1
interest paid	21	18	(13)	0
income tax paid	(7)	(10)	(13)	(21)
Cash provided by operating.	107	156	166	184
CAPEX (invest)	(25)	(53)	(62)	(300)
Others	54	0	0	0
Cash used for investing.	29	(53)	(62)	(300)
Debt financing (repayment)	(121)	(70)	(232)	0
Equity financing	0	0	456	0
Dividend paid	0	(21)	0	(29)
Cash provided by financing.	(121)	(91)	224	(29)
Net change in cash	15	12	328	(145)
Free Cash Flow (Btm.)	83	103	104	(116)

PROFITABILITY RATIO	2013	2014	2015F	2016F
Revenues growth (%)	12%	4%	(2%)	10%
Gross margin (%)	25%	25%	29%	29%
EBITDA margin (%)	22.4%	23.6%	27.2%	28.0%
Net margin (%)	10.7%	12.6%	14.4%	16.3%
ROE (%)	18.9%	19.8%	9.71%	11.0%
ROFA (%)	11.7%	14.2%	15.6%	13.9%



CORPORATE GOVERNANCE OF THAI LISTED COMPANIES 2014



BAFS	BCP	BTS	CPN	EGCO	GRAMMY	HANA	INTUCH	IRPC	IVL	KBANK
KKP	KTB	MINT	PSL	PTT	PTTEP	PTTGC	SAMART	SAMTEL	SAT	SC
SCB	SE-ED	SIM	SPALI	THCOM	TISCO	TMB	TOP			



AAV	ACAP	ADVANC	ANAN	AOT	ASIMAR	ASK	ASP	BANPU	BAY	BBL
BECL	BIGC	BKI	BLA	BMCL	BROOK	CENTEL	CFRESH	CIMBT	CK	CNT
CPF	CSL	DELTA	DRT	DTAC	DTC	EASTW	EE	ERW	GBX	GC
GFPT	GUNKUL	HEMRAJ	HMPRO	ICC	KCE	KSL	LANNA	LH	LHBANK	LOXLEY
LPN	MACO	MC	MCOT	NBC	NCH	NINE	NKI	NMG	NSI	OCC
OFM	PAP	PE	PG	PHOL	PJW	PM	PPS	PR	PRANDA	PS
PT	QH	RATCH	ROBINS	RS	S&J	SAMCO	SCC	SINGER	SIS	SITHAI
SNC	SNP	SPI	SSF	SSI	SSSC	STA	SVI	TCAP	TF	THAI
THANI	TIP	TIPCO	TK	TKT	TINITY	TNL	TOG	TRC	TRUE	TSTE
TSTH	TTA	TTW	TVO	UAC	VGI	VNT	WACOAL			

SCORE RANGE	SCORE RANGE	DESCRIPTION
90-100		EXCELLENT
80-89		VERY GOOD
70-79		GOOD
60-69		SATISFACTORY
50-59		PASS
Below 50	No logo given	N/A

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.