

บมจ. วี.แอล.เอ็นเตอร์ไพรส์ (VL)

ผู้นำการบริการเรือขนส่งปิโตรเลียมทางทะเลที่เติบโตน่าประทับใจ

VL เป็นผู้ให้บริการเรือขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมและเคมีภัณฑ์รายใหญ่ในประเทศ รับขนส่งให้ลูกค้าน้ำมันรายใหญ่ระดับโลกที่มำดำเนินธุรกิจในประเทศไทย โดย VL มีรายได้เติบโตมั่นคงต่อเนื่องตามสัญญาระยะยาวที่กำกับลูกค้า ในขณะที่การแข่งขันในอุตสาหกรรมอยู่ในระดับต่ำเพราะต้องมีความเชี่ยวชาญเฉพาะและเงินลงทุนสูง เราคาดว่ากำไรสุทธิของ VL เติบโตอย่างมั่นคงเฉลี่ยสูงถึง 26% ต่อปีในช่วง 3 ปีข้างหน้า ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2562 ที่ 2.4 บาทจากวิธี PEG ที่ 0.9 เท่า

ประเด็นการลงทุน

ภาวะอุตสาหกรรมที่เอื้อประโยชน์ต่อการเติบโต บริษัท วี.แอล.เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน) (VL) เป็นผู้ให้บริการเรือขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมและเคมีภัณฑ์รายใหญ่อันดับ 4 ในอุตสาหกรรม โดยมีรายได้หลักจากการให้บริการขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมและเคมีภัณฑ์ตามสัญญาว่าจ้างระยะยาวกับลูกค้า น้ำมันรายใหญ่ระดับโลก เช่น ESSO, บางจาก และเซฟรอน เราประเมินธุรกิจเรือขนส่งน้ำมันจะมีแนวโน้มที่ยังแข็งแกร่งในอนาคต จากการเติบโตของการใช้น้ำมันตามการเติบโตของเศรษฐกิจในประเทศและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก ในขณะที่การแข่งขันในอุตสาหกรรมเรือขนส่งอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากต้องใช้ความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านและเงินลงทุนสูง เราเชื่อว่า VL จะรักษาลูกค้าได้ในระยะยาว

รายได้เติบโตอย่างมั่นคง ด้วยลักษณะสัญญาการว่าจ้างในระยะยาวกับทางลูกค้า ทำให้รายได้ของ VL ค่อนข้างมั่นคง อีกทั้งยังสามารถเติบโตต่อเนื่องตามความต้องการใช้น้ำมันในประเทศซึ่งเติบโตเฉลี่ยที่ระดับ 4-5% ต่อปี นอกจากนี้ VL ยังมีการขนส่งน้ำมันปาล์มให้ตลาดต่างประเทศที่มีความต้องการที่เติบโตต่อเนื่อง เราคาดว่ารายได้ของ VL เติบโตเฉลี่ย 11% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า

แนวโน้มอัตรากำไรขยายตัวต่อเนื่อง นอกจากจุดเด่นเรื่องอายุของเรือที่น้อยเฉลี่ยเพียง 16 ปีซึ่งทำให้ VL มีต้นทุนในการบำรุงรักษาที่ต่ำกว่าคู่แข่ง VL ยังมีแผนจะขยายกองเรือในเชิงรุกอีก 3 ลำในช่วงปี 62-63 จาก 12 ลำในปัจจุบัน โดยเรือที่จะเข้ามาใหม่จะมีขนาดบรรทุกเฉลี่ยสูงขึ้นไปเป็น 2,800-6,000 DWT ใหญ่กว่าขนาดเรือปัจจุบัน ซึ่งนอกจากจะช่วยหนุนรายได้ของ VL ในระยะยาวแล้ว จะก่อให้เกิดการประหยัดต่อขนาดที่ดีขึ้นและมีค่าใช้จ่ายในการบริหารต่ำกว่าคู่แข่งอย่างต่อเนื่อง ทำให้เราประเมิน EBITDA margin จะขยายตัวจาก 26-28% ในช่วงปี 59-60 เป็น 29-34% ในปี 61-63 ซึ่งทำให้กำไรจากการดำเนินงานของ VL จะสามารถเติบโตน่าประทับใจถึง 26% ต่อปีในช่วงปี 61-63

ประเมินราคาที่ 2.4 บาท: ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 62 ด้วยสมมติฐาน PEG 0.9 เท่า ซึ่งสูงกว่าคู่แข่ง ในอุตสาหกรรมเดียวกัน คิดเป็น implied PE ที่ 23 เท่า เนื่องจาก business model ของ VL มีความโดดเด่นและจะได้รับผลบวกอย่างเต็มที่จากการเพิ่มของกำลังขนส่งและความต้องการขนส่งสินค้าทางเรือ

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2016	2017	2018	2019F	2020F
Net turnover	573	682	695	807	940
EBITDA	149	192	209	262	324
Operating profit	82	90	107	132	164
Net profit (rep./act.)	76	74	61	92	116
Net profit (adj.)	67	54	57	84	108
EPS (Bt)	na	na	0.095	0.105	0.135
PE (x)	na	na	na	18.5	14.4
P/B (x)	na	na	3.48	1.82	1.69
EV/EBITDA (x)	na	na	13.7	10.6	8.6
Dividend yield (%)	na	na	26.4%	2.4%	3.0%
Net margin (%)	13.3	10.8	8.8	11.4	12.3
ROE (%)	13.8	13.8	2.3	10.8	12.5

Source: UOB Kay Hian

n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ข้อมูลพื้นฐานหลักทรัพย์

ราคาพื้นฐาน	2.4	บาท
รายละเอียดการเสนอขายหลักทรัพย์		
จำนวนหุ้นเพิ่มทุน	200	ล้านหุ้น
จำนวนหุ้นหลัง IPO	800	ล้านหุ้น
จำนวนหุ้นที่เสนอขายทั้งหมด	280	ล้านหุ้น

โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัง IPO

1 นางชุตติกา กลิ่นสุวรรณ	65	%
2 ผู้ถือหุ้นอื่น	0.1	%
3 IPO	35	%

นโยบายจ่ายเงินปันผล

ไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิหลังหักเงินสำรองต่างๆทุกประเภทที่กฎหมายและบริษัทกำหนดไว้

UOB Kay Hian อาจเป็นผู้ร่วมจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนของ VL โดยมีระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้อยู่ในช่วง วันที่ 2 เมษายน 2562 จนถึงวันที่ 19 เมษายน 2562

นักวิเคราะห์

อาคิส ภมรานนท์

02-659-8317

arsit@uobkayhian.co.th

ศิวกร มิตรสันติสุข

02-659-8027

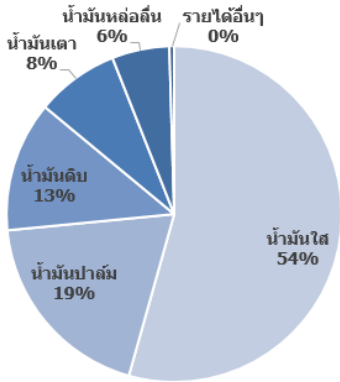
Siwakom@uobkayhian.co.th

ภาพรวมการประกอบธุรกิจ

บริษัท วี.แอล. เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด จำกัด (มหาชน) (VL) เป็นผู้ให้บริการเรือขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมและเคมีภัณฑ์ 5 ประเภท ได้แก่ น้ำมันดิบ น้ำมันเตา น้ำมันใส น้ำมันหล่อลื่นและน้ำมันปาล์ม โดยในปี 61 VL มีเรือให้บริการทั้งสิ้น 12 ลำโดยมีเรือที่ใช้ขนส่งภายในประเทศจำนวน 9 ลำและขนส่งต่างประเทศอีก 3 ลำ ซึ่งความสามารถในการรองรับการขนส่งน้ำมันได้กว่า 36,000 ลูกบาศก์เมตรใหญ่เป็นอันดับที่ 4 ในอุตสาหกรรม โดยมีอายุของเรือเฉลี่ย 16 ปี

ลูกค้าหลักของ VL เป็นผู้ค้าน้ำมันระดับโลกคือ บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (ESSO) และบริษัท เชฟรอน (ไทย) จำกัด นอกจากนี้ VL ยังรับขนส่งให้กับผู้ค้าน้ำมันรายใหญ่ในประเทศคือ บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (BCP) ซึ่ง VL ได้ให้บริการขนส่งทั้งในและต่างประเทศ โดยสินค้าที่ขนส่งภายในประเทศหลักจะเป็น น้ำมันดิบ, น้ำมันใส, น้ำมันเตาและน้ำมันหล่อลื่น ส่วนการขนส่งระหว่างประเทศจะมีสินค้าหลักคือ น้ำมันปาล์ม, น้ำมันหล่อลื่นและน้ำมันใส

รูปที่ 1: โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทสินค้า สำหรับปี 2560



ที่มา VL

รูปที่ 2: กองเรือขนส่งของบริษัท

ชื่อเรือ	อายุเรือ (ปี)	น้ำหนักบรรทุกของเรือ (DWT)	Capacity (ลบ.ม)	เส้นทางในการเดินเรือ
เรือ วี.แอล.5	30.3	2,223	2,445	ต่างประเทศ
เรือ วี.แอล.10	29.5	2,972	3,092	ต่างประเทศ
เรือ วี.แอล.14	24.8	1,569	1,582	ต่างประเทศ
เรือ วี.แอล.11	25.0	2,464	2,381	ในประเทศ
เรือ วี.แอล.12	22.8	2,409	2,744	ในประเทศ
เรือ วี.แอล.15	24.6	2,817	2,899	ในประเทศ
เรือ วี.แอล.16	3.0	2,388	2,577	ในประเทศ
เรือ วี.แอล.17	2.2	2,405	2,459	ในประเทศ
เรือ วี.แอล.18	1.8	2,388	2,459	ในประเทศ
เรือ วี.แอล.19	10.9	5,470	5,501	ในประเทศ
เรือ ชูติกา 5	2.5	2,399	2,459	ในประเทศ
เรือ วี.แอล.20	13.3	5,578	5,439	ในประเทศ
รวม		35,081	36,036	

ที่มา VL

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณี่ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

รูปที่ 3 : ตัวอย่างเรือขนส่งของบริษัท

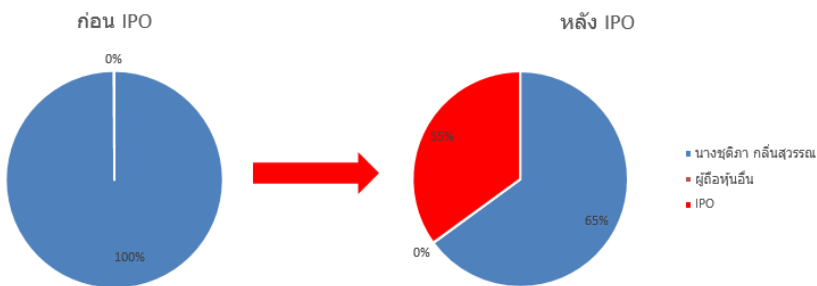


ที่มา VL

โครงสร้างผู้ถือหุ้น

VL จะเสนอขายหุ้นแก่ประชาชนทั่วไปจำนวน 280 ล้านหุ้น (par=0.50 บาท) ซึ่งคิดเป็น 35% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดหลัง IPO โดยในหุ้นที่เสนอขาย 280 ล้านหุ้นนั้น 200 ล้านหุ้นจะเป็นหุ้นสามัญเพิ่มทุนขายโดยบริษัท VL และอีก 80 ล้านหุ้นจะเป็นหุ้นสามัญเดิมที่ขายโดยผู้บริหารเดิม

รูปที่ 4 : โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อนและหลังการระดมทุน



ที่มา VL

วัตถุประสงค์การระดมทุน

VL จะนำเงินที่ได้จาก IPO ไปลงทุนในเรือลำใหม่และขยายกองเรือสำหรับธุรกิจขนส่ง รวมถึงเพื่อชำระคืนเงินกู้และใช้สำหรับเป็นทุนหมุนเวียนของบริษัท เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการของปริมาณการขนส่งรวมต่อปีและรองรับแผนที่จะขยายฐานลูกค้าไปยังกลุ่มประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ โดยสัปดาห์จะขยายเส้นทางเดินเรือใหม่ๆ เช่น ไทย-เวียดนาม, ไทย-กัมพูชา และ ไทย-พม่า

รูปที่ 5 : วัตถุประสงค์การใช้เงิน

โครงการ	มูลค่าเงินลงทุน
ลงทุนในเรือลำใหม่และขยายกองเรือของธุรกิจเรือขนส่ง	-
เพื่อชำระคืนเงินกู้	-
เพื่อการซ่อมบำรุงตามแผน	-
เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ	-

ที่มา VL

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเยิน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการนี้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

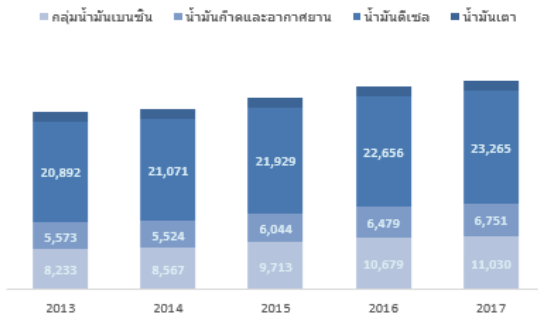
ภาวะอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรมปิโตรเลียมในประเทศไทย

ปริมาณการจำหน่ายน้ำมันภายในประเทศเติบโตต่อเนื่องทุกปี สอดคล้องกับการเติบโตทางเศรษฐกิจของ ไทย โดยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาปริมาณการขายเติบโตเฉลี่ย 4% ต่อปี จาก 36,853 ล้านลิตรในปี 2556 มาอยู่ที่ 43,149 ล้านลิตรในปี 2560 โดยกลุ่มน้ำมันเบนซินเติบโตได้สูงกว่า 8% ต่อปี ซึ่งได้รับปัจจัยสนับสนุนจากการเติบโตของปริมาณรถยนต์ในประเทศ โดยเฉพาะ Eco car ส่วนกลุ่มน้ำมันก๊าดและน้ำมันอากาศยานก็เติบโตได้ถึง 5% จากปัจจัยบวกจากการเติบโตที่รวดเร็วของภาคการท่องเที่ยวภายในประเทศ ซึ่งเราเชื่อว่าแนวโน้มการเติบโตยังเป็นไปอย่างต่อเนื่องในอนาคต และส่งผลดีต่อภาคการขนส่งน้ำมัน เชื้อเพลิง

รูปที่ 6 : ปริมาณการจำหน่ายน้ำมันเชื้อเพลิงในประเทศไทย

(ล้านลิตร)

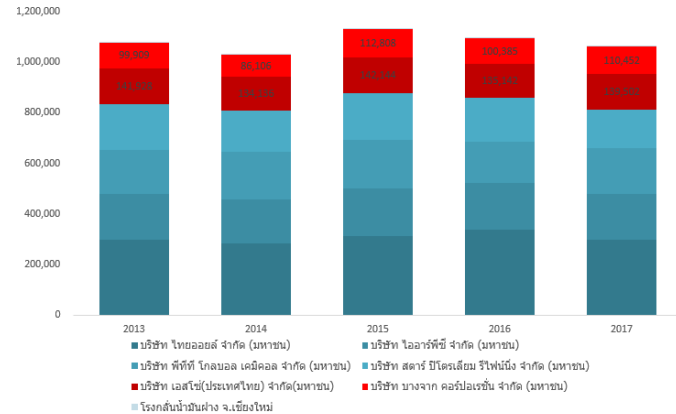


ที่มา กรมธุรกิจพลังงาน กระทรวงพลังงาน

สำหรับธุรกิจโรงกลั่นในประเทศไทย ยังมีกำลังการผลิตน้ำมันดิบค่อนข้างคงที่ที่ 1-1.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน และมีอัตราการใช้กำลังการผลิตเฉลี่ยมากกว่า 90 % ในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม ภายใต้อุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น ทำให้โรงกลั่นในไทยมีแผนจะขยายกำลังการผลิตในช่วง 3-4 ปีข้างหน้า เพื่อรองรับการขยายตัวของปริมาณการใช้ภายในประเทศ

รูปที่ 7 : ปริมาณการกลั่นภายในประเทศ

(บาร์เรล/วัน)



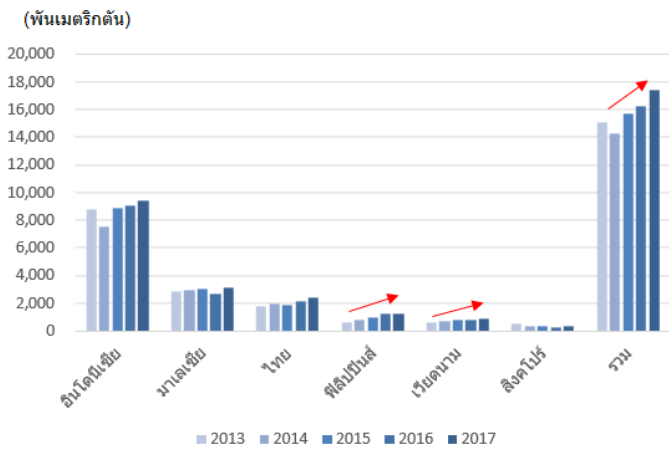
ที่มา สำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน กระทรวงพลังงาน

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยิน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

อุตสาหกรรมน้ำมันปาล์มในแถบประเทศตะวันออกเฉียงใต้

การบริโภคน้ำมันปาล์มในแถบประเทศตะวันออกเฉียงใต้ เติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยปริมาณการใช้งานเพิ่มขึ้นกว่า 4% ต่อปี ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา เนื่องจากการนำน้ำมันปาล์มมาใช้เป็นเชื้อเพลิงชีวภาพในอุตสาหกรรมขนส่ง (B100) อีกทั้งการยอมรับที่มากขึ้นของเชื้อเพลิงชีวภาพ โดยประเทศที่มีการบริโภคสูงสุดในแถบประเทศตะวันออกเฉียงใต้ คือ อินโดนีเซีย แต่ประเทศที่มีการเติบโตที่สูงสุดคือประเทศฟิลิปปินส์ที่เติบโตสูงถึง 20% ต่อปี รองลงมาเป็นเวียดนามที่เติบโต 8% ต่อปี

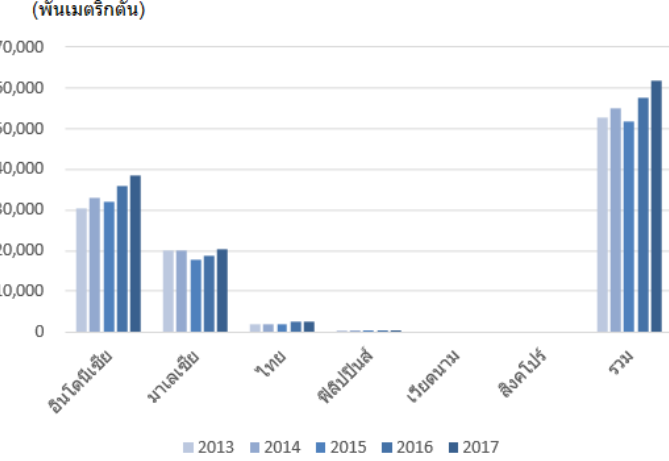
รูปที่ 8 : การบริโภคน้ำมันปาล์มในแถบประเทศตะวันออกเฉียงใต้



ที่มา United States Department of Agriculture

แต่เนื่องจากประเทศที่มีความต้องการเติบโตสูงอย่างฟิลิปปินส์หรือเวียดนาม ยังไม่สามารถผลิตได้เพียงพอต่อความต้องการภายในประเทศ ดังนั้นจึงมีความจำเป็นที่จะต้องนำเข้าจากประเทศที่มีกำลังผลิตส่วนเกินเช่นจากประเทศอินโดนีเซียหรือมาเลเซีย โดยทั้งสองประเทศนี้ถือเป็นผู้ผลิตอันดับ 1 และ 2 ของโลกตามลำดับ

รูปที่ 9 : ปริมาณการผลิตน้ำมันปาล์มในประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้



ที่มา United States Department of Agriculture

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ประเด็นการลงทุน

ภาวะอุตสาหกรรมที่เอื้อประโยชน์ต่อการเติบโต

แนวโน้มการเติบโตของ VL ขึ้นกับการเติบโตของความต้องการการใช้น้ำมัน และการแข่งขันในอุตสาหกรรมเดินเรือ ซึ่งจากข้อมูลของกระทรวงพลังงาน ปริมาณการจำหน่ายน้ำมันในประเทศ ปรับตัวเติบโตขึ้นซึ่งมีการเติบโตเฉลี่ย 4% ต่อปีในช่วง 5 ปีสอดคล้องกับการเติบโตทางเศรษฐกิจของไทยตั้งที่กล่าวไปแล้วข้างต้น และยังมีแนวโน้มที่เติบโตต่อเนื่องตามการเติบโตของเศรษฐกิจและการเพิ่มขึ้นของจำนวนรถยนต์ ส่วนธุรกิจเรือขนส่งน้ำมัน เรามองว่ามีการแข่งขันต่ำเพราะการเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่ทำได้ยากเพราะต้องใช้ความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน ต้องการความปลอดภัยที่สูง และมีการใช้เงินลงทุนที่สูง นอกจากนี้เมื่อเปรียบเทียบกับ การขนส่งทางอื่น การขนส่งทางเรือมีต้นทุนที่ถูกที่สุดทำให้สามารถแข่งขันกับการขนส่งทางอื่นได้ นอกจากนี้รายได้ VL มาจากการให้บริการขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมและเคมีภัณฑ์ตามสัญญาว่าจ้างระยะยาวกับผู้ค้าน้ำมันรายใหญ่ เช่น ESSO, บางจาก เซฟรอน ซึ่งทำให้รายได้ไม่ผันผวนตามราคาน้ำมัน โดยจากปัจจัยข้างต้นทำให้เรามองว่าปริมาณการขนส่งของบริษัท VL จะสามารถขยายตัวถึง 9% ในปี 2562 และอีก 15% ในปี 2563

เร่งขยายกองเรือเพื่อรองรับการเติบโต

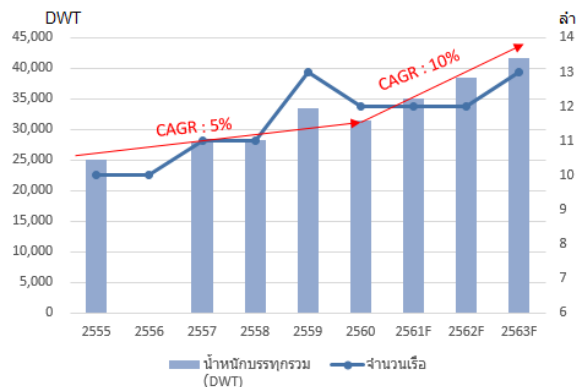
ในปี 61 VL มีเรือให้บริการทั้งสิ้น 12 ลำ แบ่งเป็นเรือที่ใช้ขนส่งภายในประเทศ 9 ลำและขนส่งต่างประเทศ 3 ลำมีอายุกองเรือเฉลี่ยเพียง 16 ปีซึ่งน้อยกว่าคู่แข่ง โดยจากโครงการในอนาคต VL มีแผนที่จะเพิ่มขึ้นเรืออย่างน้อยปีละ 1-2 ลำเพื่อใช้ขนส่งสินค้า โดยในช่วง 2562-2563 จะมีการลงทุนเรือเข้าใหม่ขนาดใหญ่ขึ้น (2,800 - 6,000 DWT) ซึ่งจะช่วยให้ VL มีการประหยัดต่อขนาดมากขึ้น โดย VL สามารถลดค่าใช้จ่ายในเรื่องของบุคคลากรบนเรือโดยเฉลี่ย ซึ่งคิดเป็นประมาณ 18% ของต้นทุนในการให้บริการรวม เราประเมินสัดส่วนค่าใช้จ่ายจะลดลงมาอยู่ที่ระดับ 17% /ยอดขาย ในช่วง 2-3 ปีข้างหน้าจากการเพิ่มขนาดของเรือขนส่งซึ่งทำให้การเติบโตของผลประกอบการมีแรงหนุนที่ดี

รูปที่ 10 : แผนการลงทุนกองเรือในอนาคต

เรือที่ลงทุนเพิ่ม	น้ำหนักบรรทุก (DWT)	รูปแบบ	ปีที่คาดว่าจะสามารถให้บริการ
เรือ วิ.แอล. 21	5,000	Second Hand	1H19
เรือ วิ.แอล. 22	2,800	New Build	1H20
เรือ วิ.แอล. 23	2,800	New Build	1H20

ที่มา VL

รูปที่ 11 : กองเรือและน้ำหนักบรรทุกรวม



ที่มา VL

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือแต่ไม่ได้ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณี่ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

รูปที่ 12 : นำหนักบรรทุกเฉลี่ยต่อเรือ



ที่มา VL

จุดแข็งด้านความสามารถในการแข่งขันและการทำกำไร

จากข้อมูลของสมาคมเจ้าของเรือไทยปี 2560 ระบุว่ากองเรือของ VL มีอายุที่ค่อนข้างน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรม ซึ่งถือเป็นข้อได้เปรียบในเรื่องการประหยัดค่าใช้จ่ายการซ่อมบำรุง นอกจากนี้ VL มีแผนการที่จะลงทุนอย่างต่อเนื่องไม่ว่าจะเป็นการต่อเรือใหม่ ซึ่งทำให้อายุของเรือลดลงต่ำกว่าที่ที่เป็นอยู่ปัจจุบัน ทั้งนี้รายจ่ายของการซ่อมบำรุงคิดเป็นประมาณ 4-6% ของรายได้ของการให้บริการรวม หรือ 5-7% ของต้นทุนในการให้บริการรวม

รูปที่ 13 : กองเรือของบริษัทที่มีอายุน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับผู้เล่นอื่น

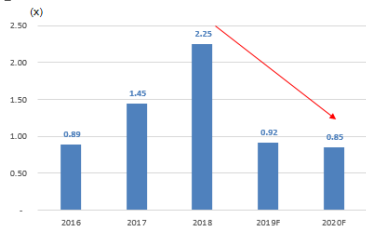
บริษัท	DWT	Age (Yrs)
บริษัท สมูทซี จำกัด	29,344	15.8
บริษัท ไทยออยล์มารีน จำกัด	49,167	16.0
บริษัท วี.แอล.เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	35,081	16.1
บริษัท ซี.แอนด์.พี. จำกัด	18,012	18.8
กลุ่มบริษัท พริน่า มารีน จำกัด (มหาชน)	275,609	18.9
บริษัท สยามมงคลเดินเรือ จำกัด	8,470	20.0
บริษัท วี.ซี.ซี.เอ็นเตอร์ไพรส์เชอริส แอนด์ ทรานสปอร์ต จำกัด	7,340	28.0
บริษัท บี.พี.ที. ซีพีทรี จำกัด	37,370	40.3
บริษัท พี.ไอ.เอ็น.เค.ขนส่งและการค้า จำกัด	9,057	44.0

ที่มา TSA Maritime Directory 2016 สมาคมเจ้าของเรือไทย www.thaishipowners.com และ VL

สถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งมาก

หลังจากที่บริษัทได้พยายามเพิ่มกองเรือต่อเนื่องทำให้อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุน (IBD/E) ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นมากในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมาจาก 0.89x มาอยู่ที่ 2.25x ในปี 2561 อย่างไรก็ตามหลังจากการเพิ่มทุน เรามองว่าอัตราส่วนนี้จะปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 1x เท่านั้น ซึ่งการลดลงของอัตราส่วนนี้จะช่วยให้บริษัทมีความยืดหยุ่นเพิ่มมากขึ้นในการขยายธุรกิจ รวมถึงลดความเสี่ยงลงจากภาระหนี้สิน เนื่องจากบริษัทจำเป็นต้องรักษาอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนไว้ไม่เกิน 2.5x

รูปที่ 14 : อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุน



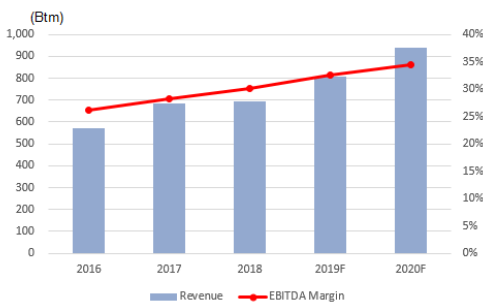
ที่มา UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอชเอ็น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

คาดการณ์การดำเนินงานเติบโตโดดเด่นเฉลี่ย 26% ต่อปีในช่วง 3 ปีข้างหน้า

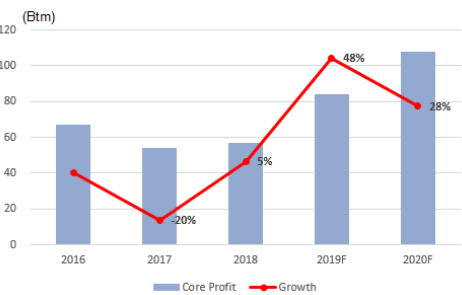
เราคาดการณ์การดำเนินงานของ VL จะมีการเติบโตโดดเด่นถึง 26% ต่อปี ในช่วงปี 3 ปีข้างหน้า ตามการเพิ่มขนาดของกองเรือและการขนส่ง ซึ่งรายได้ที่เติบโตนี้จะมาจากสัญญาว่าจ้างในระยะยาว เราประเมินรายได้ของ VL เติบโตได้ 5-17% ต่อปี ในขณะที่เรามองว่าอัตราส่วนการทำกำไรหรือ EBITDA Margin มีแนวโน้มที่จะปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจากการลงทุนใหม่ในเรือที่ใหญ่ขึ้น จะช่วยลดค่าใช้จ่ายในการซ่อมบำรุง รวมถึงประหยัดต้นทุนเชื้อเพลิงมากยิ่งขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับเรือที่มีขนาดเล็กกว่า ซึ่งทำให้กำไรจากการดำเนินงานของ VL จะสามารถเติบโตน่าประทับใจถึง 26% ต่อปีในช่วงปี 61-63

รูปที่ 15 : รายได้ และ EBITDA Margin



ที่มา UOB Kay Hian

รูปที่ 16 : กำไรหลักของบริษัท และการเติบโตในอนาคต



ที่มา UOB Kay Hian

การกำหนดมูลค่า

กำหนด Fair Value ปี 19 ที่ 2.4 บาท

เราได้ประเมินมูลค่าของ VL ไว้ที่ 2.4 บาทต่อหุ้น โดยใช้สมมติฐานที่ PEG เท่ากับ 0.9 เท่าซึ่งสูงกว่าคู่แข่งในอุตสาหกรรมเดียวกัน หรือคิดเป็น implied PE ที่ 23 เท่า เพราะเนื่องจากเรามองว่า VL มีธุรกิจที่มุ่งเน้นมากกว่าและจะได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากการขยายกองเรือ และการฟื้นตัวขึ้นของความต้องการผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม นอกจากนี้ ณ ราคาพื้นฐาน VL ยังให้อัตราเงินปันผลตอบแทนที่ 2%

รูปที่ 17 : Valuation Table

Ticker	Company	Main business	Market Cap (Btm)	Revenue 2017 (Btm)	Core Profit 2017 (Btm)	Core Profit growth			PE ratio (x)			PEG (x)
						2018	2019	2020	2018	2019	2020	
PRM	Prima Marine PCL	Transportation for crude oil and other products	15,125	4,501	718	6%	37%	15%	18.3	13.2	10.9	0.7
AMA	AMA Marine PCL	Transportation for palm oil and other products	6,689	1,500	253	na	na	na	na	na	na	na

VL	V.L. Enterprise PCL	Transportation for crude oil, palm oil and other products	1,918	682	54	5%	48%	28%	33.8	22.8	17.8	0.9
-----------	----------------------------	--	--------------	------------	-----------	-----------	------------	------------	-------------	-------------	-------------	------------

ที่มา UOB KayHian, Bloomberg

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ประเด็นความเสี่ยง

- 1) **ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่** ปัจจุบันลูกค้าของ VL รายหนึ่งคือ บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (ESSO) มีสัดส่วนรายได้กว่า 46% ในรอบ 9M61 ซึ่งหากมีเหตุการณ์ที่ทำให้ต้องเลิกจ้าง อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตามเนื่องจากลูกค้าดังกล่าว ได้ทำธุรกิจกับ VL มาอย่างยาวนาน ดังนั้นความเสี่ยงจากการเลิกจ้างจึงค่อนข้างต่ำ
- 2) **ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำมัน** เนื่องจาก 38-40% ของต้นทุนในการให้บริการมาจากต้นทุนเชื้อเพลิง (30% Diesel และ 70% น้ำมันเตา) หากราคาของเชื้อเพลิงไม่เอื้ออำนวยต่อการดำเนินงานของบริษัทอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้ อย่างไรก็ตามทางบริษัทได้มีมาตรการในการควบคุมรายจ่ายเชื้อเพลิง เช่น การควบคุมความเร็วในการเดินเรือที่เหมาะสม เป็นต้น

Financial table

PROFIT & LOSS						BALANCE SHEET					
Year to 31 Dec (Btm)	2016	2017	2018	2019F	2020F	Year to 31 Dec (Btm)	2016	2017	2018	2019F	2020F
Net turnover	573	682	695	807	940	Fixed assets	1,017	1,179	1,272	1,334	1,694
EBITDA	149	192	209	262	324	Other LT assets	0	0	0	0	0
Deprec. & amort.	68	102	102	130	160	Cash/ST investment	41	105	49	363	65
EBIT	73	58	63	92	119	Other current assets	0	0	0	0	0
Total other non-operating income	0	0	0	0	0	Total assets	1,114	1,370	1,424	1,794	1,874
Associate contributions	0	0	0	0	0	ST debt	72	115	204	115	115
Net interest income/(expense)	(9)	(33)	(44)	(40)	(45)	Other current liabilities	1	6	3	7	7
Pre-tax profit	84	82	68	102	129	LT debt	421	655	727	750	750
Tax	(8)	(8)	(7)	(10)	(13)	Other LT liabilities	11	11	14	12	13
Minorities	0	0	0	0	0	Shareholders' equity	553	532	413	854	923
Net profit	76	74	61	92	116	Minority interest	0	0	0	0	0
Net profit (adj.)	67	54	57	84	108	Total liabilities & equity	1,114	1,370	1,424	1,794	1,874
CASH FLOW						KEY METRICS					
Year to 31 Dec (Btm)	2016	2017	2018	2019F	2020F	Year to 31 Dec (%)	2016	2017	2018	2019F	2020F
Operating	144	167	156	213	268	Profitability					
Pre-tax profit	84	82	68	102	129	EBITDA margin	26.1	28.2	30.1	32.5	34.4
Tax	(8)	(8)	(7)	(10)	(13)	Pre-tax margin	45.3	53.0	48.9	49.6	49.4
Deprec. & amort.	68	102	102	130	160	Net margin	13.3	10.8	8.8	11.4	12.3
Associates	0	0	0	0	0	ROA	6.8	5.4	4.3	4.9	5.9
Working capital changes	5	(36)	(4)	(9)	(8)	ROE	13.8	13.8	14.8	9.8	11.4
Non-cash items	(11)	5	(4)	0	0	Growth					
Other operating cashflows	6	22	0	0	0	Turnover	na	19.1	1.8	16.1	16.5
Investing	(437)	(254)	(192)	(144)	(519)	EBITDA	na	28.8	8.7	25.4	23.3
Capex (growth)	(458)	(264)	(195)	(145)	(520)	Pre-tax profit	na	(2.8)	(16.9)	50.3	25.6
Capex (maintenance)	0	0	0	0	0	Net profit	na	(3.5)	(17.1)	51.0	25.6
Investments	(0)	1	0	0	0	Net profit (adj.)	na	(19.6)	4.7	48.1	28.0
Proceeds from sale of assets	0	0	0	0	0	EPS	na	na	na	13.2	25.6
Others	20	9	3	1	1	Leverage					
Financing	246	151	(20)	259	(46)	Debt to total capital	0.5	0.6	0.7	0.5	0.5
Dividend payments	0	(95)	(380)	(37)	(46)	Debt to equity	1.0	1.6	2.4	1.0	0.9
Issue of shares	0	0	200	100	0	Net debt/(cash) to equity	0.9	1.4	2.3	0.5	0.8
Proceeds from borrowings	254	278	160	0	0	Interest cover (x)	na	na	na	na	na
Loan repayment	0	0	0	(80)	0						
Others/interest paid	(8)	(32)	0	276	0						
Net cash inflow (outflow)	(47)	64	(56)	328	(297)						
Beginning cash & cash equivalent	88	41	105	35	363						
Changes due to forex impact	0	0	0	0	0						
Ending cash & cash equivalent	41	105	49	363	65						

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยิน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการนี้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน