

# AMA Marine

(AMA.BK/AMA TB)

**Outperform • Maintained**

Price as of 2 Oct 2023	4.40
12M target price (Bt/shr)	5.70
Unchanged/Revised up(down)(%)	(27.8)
Upside/downside (%)	29.5

**Key messages**

เรคาดว่ากำไรสุทธิของ AMA ใน 3Q66F จะอยู่ที่ 59 ล้านบาท (-68% YoY, 16% QoQ) โดยกำไรที่ลดลงอย่างมาก YoY จะเป็นเพราะราคาอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจเดินเรือลดลงมาอยู่ที่ 15.0% จากระดับที่สูงผิดปกติใน 3Q65 ที่ 32.8% เนื่องจากต้นทุนน้ำมันเตาลดลงอย่างมากใน 2H65 ในขณะที่กำไรที่เพิ่มขึ้น QoQ จะมาจากกำไรที่เพิ่มขึ้นของธุรกิจขนส่งทางทะเล ทั้งนี้เราขยับไปใช้ราคาเป้าหมาย 1H67F ที่ 5.70 บาท ลดลงจาก 7.90 บาท อิงจาก PE ที่ 11.0x PE เพื่อสะท้อนถึงการปรับลดประมาณการกำไรของเรา แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำซื้อ AMA เพราะเราเชื่อว่าผลกระทบที่คาดว่าจะดีขึ้น QoQ ใน 3Q66F จะช่วยหนุนราคาหุ้น นอกจากนี้ เรายังมองบวกกับตลาดหุ้นที่บริษัทเข้าไปซื้อเรือขนาด 12,999DWT ซึ่งจะทำให้จำนวนเรือบรรทุกน้ำมันและสารเคมีของ AMA เพิ่มขึ้นเป็นสิบลำ และทำให้ระวางบรรทุกเพิ่มขึ้นจากปัจจุบัน 15% เป็น 99,539DWT

**Trading data**

Mkt cap (Btbn/US\$m)	2.3/63		
Outstanding shares (mn)	518		
Foreign ownership (mn)	0		
3M avg. daily trading (mn)	0.46		
52-week trading range (Bt)	4.22 – 6.40		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	1.4	(16.2)	(15.4)
Relative	4.3	(10.7)	(10.6)

**Quarterly EPS**

Bt	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	0.02	0.09	0.09	0.10
2022	(0.00)	0.14	0.36	0.40
2023	0.15	0.10		

**Share price chart**



Source: SET

Kaweewit Thawilwithayanon  
66.2658.8888 Ext. 8847  
kaweewitt@kgi.co.th

**ประมาณการ 3Q66F: ธุรกิจเดินเรือฟื้นตัวขึ้น QoQ**

**Event**

ประมาณการ 3Q66F, ปรับลดประมาณการกำไรเดิมีปี และปรับลดราคาเป้าหมาย

**Impact**

**คาดว่ากำไรใน 3Q66F จะลดลง 68% YoY แต่เพิ่มขึ้น 16% QoQ**

เรคาดว่ากำไรสุทธิของ AMA ใน 3Q66F จะอยู่ที่ 59 ล้านบาท (-68% YoY, 16% QoQ) โดยกำไรที่ลดลงอย่างมาก YoY จะเป็นเพราะราคาอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจเดินเรือลดลงมาอยู่ที่ 15.0% จากระดับที่สูงผิดปกติใน 3Q65 ที่ 32.8% เนื่องจากต้นทุนน้ำมันเตาลดลงอย่างมากใน 2H65 ในขณะที่กำไรที่เพิ่มขึ้น QoQ จะมาจากกำไรที่เพิ่มขึ้นของธุรกิจขนส่งทางทะเล โดยเรคาดว่ารายได้จากการเดินเรือจะเพิ่มขึ้น 8% QoQ เป็น 400 ล้านบาท เนื่องจากมีการนำเรือขึ้นอู่ลดลงจากสองลำใน 2Q66 เหลือเพียงลำเดียวใน 3Q66F และเรายังคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจเดินเรือ AMA จะเพิ่มขึ้น QoQ จาก 14.1% เป็น 15.0% เนื่องจากมีจำนวนเรือขึ้นอู่ลดลง แต่ต้นทุนน้ำมันเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้นใน 3Q66 จะจำกัด upside ของ margin ธุรกิจเดินเรือ แต่อย่างไรก็ตาม เรคาดว่ากำไรจากธุรกิจขนส่งทางบกจะลดลง QoQ เพราะเรคาดว่ารายได้จากธุรกิจนี้จะลดลง 5% QoQ เหลือ 325 ล้านบาท เนื่องจากเป็นช่วง low season ของอุปสงค์น้ำมันในประเทศเพราะเป็นช่วงหน้าฝน นอกจากนี้ เรายังคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจรถบรรทุกจะลดลงเล็กน้อย QoQ จาก 16.5% เหลือ 16.0%

**ปรับลดประมาณการกำไรปี 2566F/2567F ลง 32%/12%**

เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2566F ลง 32% เหลือ 252 ล้านบาท และปี 2567F ลง 12% เหลือ 284 ล้านบาท เนื่องจากเราปรับลดสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจขนส่งทางทะเลลงในปีนี้จาก 23.0% เหลือ 17.0% และในปีหน้าจาก 23.0% เหลือ 20.0% ตามราคาน้ำมันเชื้อเพลิงที่มีแนวโน้มสูงขึ้นตั้งแต่ 3Q66 เป็นต้นมา แต่อย่างไรก็ตาม เราปรับเพิ่มประมาณการรายได้ปีหน้าขึ้นอีก 19% เป็น 1.7 พันล้านบาท เนื่องจาก AMA มีแผนจะเข้าซื้อเรือมือสองระวางบรรทุก 12,999DWT ระหว่างวันที่ 13 พฤศจิกายน 2566 – 21 ธันวาคม 2566 ซึ่งเรคาดว่าเรือลำนี้จะเริ่มสร้างรายได้ให้กับ AMA ได้ใน 1Q67F

**Valuation & action**

เราขยับไปใช้ราคาเป้าหมาย 1H67F ที่ 5.70 บาท ลดลงจาก 7.90 บาท อิงจาก PE ที่ 11.0x PE เพื่อสะท้อนถึงการปรับลดประมาณการกำไรของเรา แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำซื้อ AMA เพราะเราเชื่อว่าผลกระทบที่คาดว่าจะดีขึ้น QoQ ใน 3Q66F จะช่วยหนุนราคาหุ้น นอกจากนี้ เรายังมองบวกกับตลาดหุ้นที่บริษัทเข้าไปซื้อเรือขนาด 12,999DWT ซึ่งจะทำให้จำนวนเรือบรรทุกน้ำมันและสารเคมีของ AMA เพิ่มขึ้นเป็นสิบลำ และทำให้ระวางบรรทุกเพิ่มขึ้นจากปัจจุบัน 15% เป็น 99,539DWT โดยเรามองว่าราคาซื้อเรือลำล่าสุดที่ 9.4 ล้านดอลลาร์ฯ คอนข้างดี เมื่อเทียบกับเรือลำที่ซื้อเขามาก่อนหน้านี้ ซึ่งมีระวางบรรทุกประมาณลำละ 13,000DWT ที่ราคา 12.75 ล้านดอลลาร์ฯ, 11.0 ล้านดอลลาร์ฯ, 11.2 ล้านดอลลาร์ฯ และ 8.7 ล้านดอลลาร์ฯ ในช่วงปี 2560-2561

**Risks**

ความผันผวนของราคาเชื้อเพลิงและภัยธรรมชาติที่เกี่ยวข้องกับการขนส่งทางทะเล

**Key financials and valuations**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
Revenue (Bt mn)	2,090	3,224	3,010	3,169	3,181
Gross profit (Bt mn)	368	706	498	582	590
EBIT (Bt mn)	223	510	302	380	384
Net profit (Bt mn)	154	462	252	284	301
EPS (Bt)	0.30	0.89	0.49	0.55	0.58
DPS (Bt)	0.00	0.40	0.20	0.25	0.25
EPS growth (%)	(9.9)	201.2	(45.5)	12.6	6.1
P/E (x)	17.4	6.3	9.0	8.0	7.6
P/B (x)	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	8.0	4.6	5.5	4.4	3.8
Net Debt to Equity (x)	0.6	0.3	0.4	0.3	0.2
Dividend Yield (%)	0.0	7.1	4.5	5.7	5.7
Return on Avg. Equity (%)	6.7	17.4	8.5	9.1	9.2

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 1: Expect 3Q23F earnings of Bt59mn, down 68% YoY but up 16% QoQ**

Bt mn	3Q23F	3Q22	YoY (%)	2Q23	QoQ (%)	9M23F	9M22	YoY (%)
Revenue	725	949	(23.6)	713	1.7	2,192	2,262	(3.1)
Cost of goods sold	(613)	(699)	(12.3)	(604)	1.5	(1,829)	(1,858)	(1.6)
Gross profit	112	251	(55.3)	109	2.8	364	404	(9.9)
Operating expenses	(45)	(51)	(10.9)	(44)	1.2	(137)	(137)	(0.3)
Other incomes	3	2	33.9	3	2.7	10	11	(6.8)
Operating profit	70	202	(65.4)	67	3.8	237	278	(14.6)
Depreciation of fixed assets	82	81	0.9	84	(2.0)	247	234	5.5
Operating EBITDA	152	284	(46.4)	151	0.6	484	512	(5.4)
Non-operating income	5	-	N.A.	1	775.7	13	34	(61.5)
Non-operating expenses	(12)	(28)	(56.7)	(12)	(0.6)	(36)	(52)	(30.7)
Net investment income/(loss)	-	-	N.A.	-	N.A.	-	-	N.A.
Pre-tax profit	63	175	(63.9)	56	12.6	214	260	(17.4)
Current taxation	(7)	(6)	13.5	(8)	(12.7)	(20)	(23)	(9.4)
Minorities	1	1	(16.0)	1	42.9	2	5	(55.5)
Extraordinary items	4	18	(77.4)	4	9.1	(1)	24	N.A.
Net profit	59	185	(68.0)	51	15.7	191	256	(25.5)
EPS (Bt)	0.11	0.36	(68.0)	0.10	15.7	0.37	0.49	(25.5)
Percent	3Q23F	3Q22	YoY (ppts)	2Q23	QoQ (ppts)	9M23F	9M22	YoY (ppts)
Gross profit margin	15.4	26.4	(10.9)	15.3	0.2	16.6	17.9	(1.3)
EBITDA margin	21.0	29.9	(8.9)	21.2	(0.2)	22.1	22.6	(0.5)
Net margin	8.2	19.5	(11.3)	7.2	1.0	8.7	11.3	(2.6)

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 2: Key assumptions for 3Q23F earnings**

	3Q23F	3Q22	YoY (%)	2Q23	QoQ (%)
<b>Capacity</b>					
Tankers (DWT)	86,531	86,531	0.0	86,531	0.0
Tank trucks (units)	264	254	3.9	264	0.0
<b>Revenue</b>					
Total revenue (Bt mn)	725	949	(23.6)	713	1.7
- Sea transportation (Bt mn)	400	619	(35.3)	370	8.0
- Land transportation (Bt mn)	325	331	(1.7)	343	(5.2)
<b>Gross profit margin</b>					
Overall gross profit margin (%)	15.4	26.4	(41.5)	15.3	1.1
- Sea transportation (%)	15.0	32.8	(54.2)	14.1	6.1
- Land transportation (%)	16.0	14.5	10.7	16.5	(3.1)

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 3: Changes in key assumptions for 2023/24F**

Our assumptions	2023F			2024F		
	Previous	Revised	Change (%)	Previous	Revised	Change (%)
<b>Capacity</b>						
Tankers (DWT)	86,531	99,530	15.0	86,531	99,530	15.0
Tank trucks (units)	274	304	10.9	294	324	10.2
<b>Revenue</b>						
Sea transportation (Bt mn)	1,724	1,650	(4.3)	1,426	1,693	18.8
Land transportation (Bt mn)	1,387	1,360	(1.9)	1,459	1,476	1.1
<b>Gross profit margin</b>						
Sea transportation (%)	23.0	17.0	(26.1)	23.0	20.0	(13.0)
Land transportation (%)	16.0	16.0	0.0	16.0	16.5	3.1
<b>Income statement</b>						
Earnings (Bt mn)	372	252	(32.2)	323	284	(12.1)

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 4: The company has nine vessels with the total capacity of 86,531DWT and will acquire a new secondhand one with 12,999DWT capacity in December 2023.**

No.	Oil & Chemical Tanker	Capacity (DWT)	Building date	Acquiring date	The lifetime (years)
1	M.T. Ama	3,110	1994	2012	2
2	M.T. Bergprai	3,165	1993	2012	1
3	M.T. Meson	4,823	2003	2015	11
4	M.T. Meya	9,942	2007	Mar-16	15
5	M.T. Ulaya	13,020	2009	Nov-16	17
6	M.T. Alinya	12,999	2009	Feb-17	17
7	M.T. Anika	13,250	2008	May-17	16
8	M.T. Salina	13,001	2008	Aug-17	16
9	M.T. Alisha	13,221	2008	Jan-18	16
10	New secondhand vessel	12,999	2009	Dec-23	17
<b>Total capacity</b>		<b>99,530</b>			

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 5: Key assumptions for AMA**

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Capacity</b>					
Tankers (DWT)	86,531	86,531	99,530	99,530	99,530
Tank trucks (units)	254	254	304	324	344
<b>Revenue</b>					
Total revenue (Bt mn)	2,090	3,224	3,010	3,169	3,181
- Sea transportation (Bt mn)	1,169	1,933	1,650	1,693	1,634
- Land transportation (Bt mn)	921	1,291	1,360	1,476	1,547
<b>Gross profit margin</b>					
Overall gross profit margin (%)	17.6	21.9	16.5	18.4	18.5
- Sea transportation (%)	13.8	26.0	17.0	20.0	20.0
- Land transportation (%)	22.5	15.8	16.0	16.5	17.0

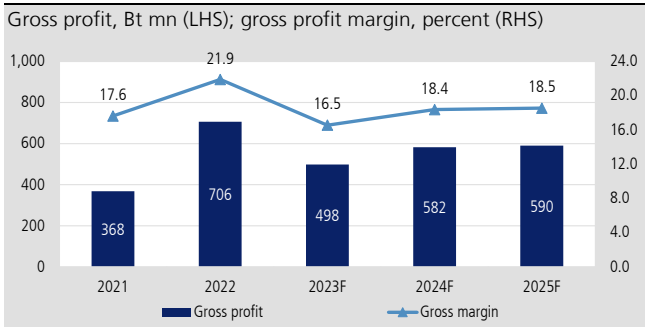
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 6: Company profile**

AMA Marine Pcl. (AMA) was established on May 10, 1996. The company was founded by a team of professional expertise in oil-and-chemical tanker industry with a registered capital of Bt215.8mn. Our expertise lies in liquid transportation, we then later setup a new subsidiary company to run inland transport under the name of A.M.A. Logistics Co., Ltd. (AMAL).

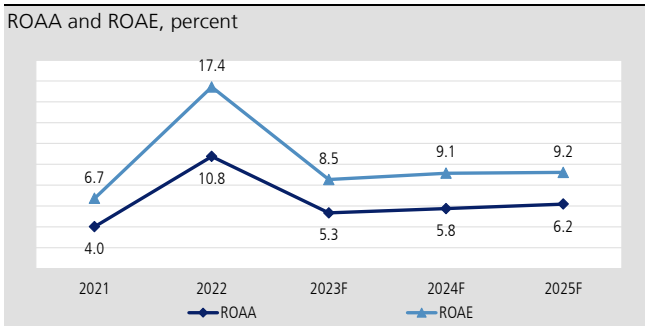
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 8: Gross profit**



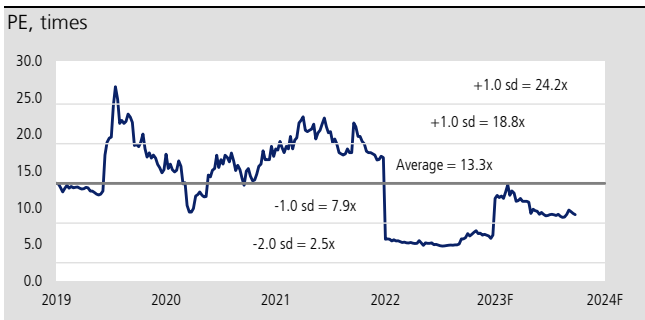
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 10: Company ROAA and ROAE**



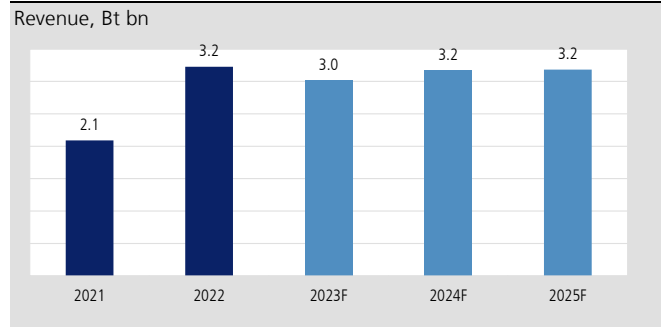
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 12: Company trading PER**



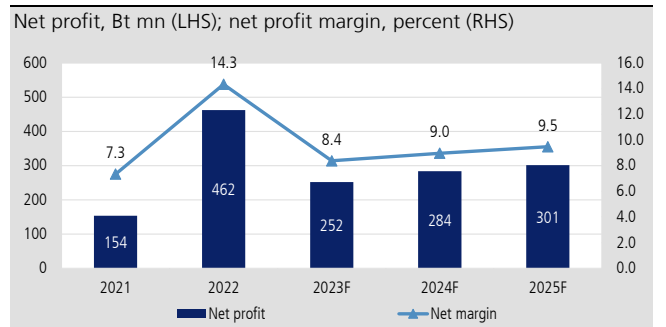
Source: KGI Securities Research

**Figure 7: Revenue**



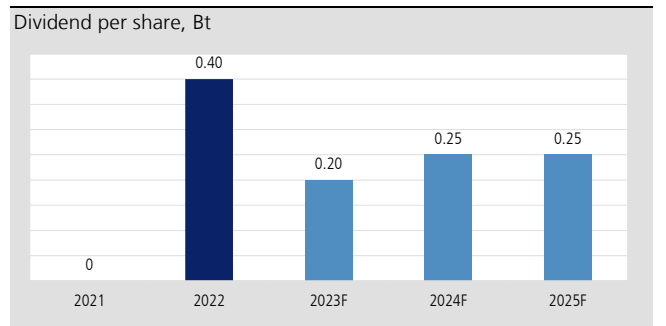
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 9: Net profit**



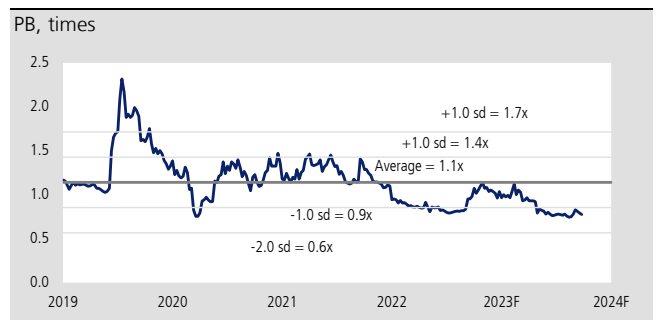
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 11: Dividend**



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 13: Company trading PB**



Source: KGI Securities Research

**Quarterly Income Statement**

(Bt mn)	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23F
<b>Income Statement (Bt mn)</b>											
<b>Revenue</b>	426	495	521	649	601	712	949	963	754	713	725
Cost of Goods Sold	(366)	(400)	(423)	(532)	(552)	(607)	(699)	(660)	(611)	(604)	(613)
<b>Gross Profit</b>	59	95	98	116	48	105	251	302	143	109	112
Operating Expenses	(31)	(32)	(38)	(53)	(44)	(42)	(51)	(73)	(47)	(44)	(45)
Other incomes	1	1	2	5	6	3	2	3	4	3	3
<b>Operating Profit</b>	29	63	62	69	10	66	202	232	100	67	70
Depreciation of fixed assets	67	70	68	76	76	77	81	81	81	84	82
<b>Operating EBITDA</b>	96	134	129	145	86	142	284	313	181	151	152
<b>Non-Operating Income</b>	0	0	0	9	19	14	0	12	7	1	5
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	9	19	14	0	12	7	1	5
<b>Non-Operating Expenses</b>	(25)	(17)	(16)	(12)	(12)	(12)	(28)	(13)	(12)	(12)	(12)
Interest Expenses	(10)	(9)	(9)	(12)	(12)	(12)	(12)	(13)	(12)	(12)	(12)
Other Non-op Expenses	(16)	(7)	(6)	0	0	0	(15)	0	0	0	0
Net Investment Income/(Loss)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pre-tax Profit</b>	4	47	46	66	17	68	175	231	95	56	63
Current Taxation	(6)	(8)	(7)	(8)	(8)	(8)	(6)	(1)	(6)	(8)	(7)
Minorities	0	0	0	2	2	2	1	(2)	1	1	1
Extraordinary items	11	7	10	(5)	(7)	14	18	(25)	(9)	4	4
<b>Net Profit</b>	8	45	49	51	(0)	71	185	206	80	51	59
EPS (Bt)	0.02	0.09	0.09	0.10	(0.00)	0.14	0.36	0.40	0.15	0.10	0.11
<b>Margins</b>											
Gross profit margin	13.9	19.1	18.8	17.9	8.0	14.8	26.4	31.4	18.9	15.3	15.4
Operating EBIT margin	6.8	12.8	11.8	10.6	1.6	9.2	21.3	24.1	13.2	9.5	9.7
Operating EBITDA margin	22.5	27.0	24.8	22.3	14.3	20.0	29.9	32.5	24.0	21.2	21.0
Net profit margin	1.9	9.2	9.4	7.8	(0.1)	10.0	19.5	21.5	10.6	7.2	8.2
<b>Growth</b>											
Revenue growth	(6.9)	6.5	15.2	49.7	41.1	43.9	82.2	48.4	25.6	0.2	(23.6)
Operating EBIT growth	50.8	(16.9)	(26.4)	46.9	(66.3)	4.0	228.1	236.1	921.2	2.6	(65.4)
Operating EBITDA growth	5.5	(9.6)	(18.2)	21.0	(10.0)	6.7	119.3	116.1	110.6	6.1	(46.4)
Net profit growth	62.8	(16.7)	(31.4)	29.4	N.A.	56.7	277.7	306.3	N.A.	(28.1)	(68.0)

Source: Company data, KGI Securities Research

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Total Assets</b>	<b>4,135</b>	<b>4,465</b>	<b>4,973</b>	<b>4,898</b>	<b>4,840</b>
<b>Current Assets</b>	403	724	876	951	1,058
Cash & ST Investments	92	391	500	561	667
Inventories	77	91	103	106	106
Accounts Receivable	178	176	206	217	218
Others	56	67	67	67	67
<b>Non-current Assets</b>	3,732	3,741	4,097	3,947	3,781
LT Investments	0	0	0	0	0
Net fixed Assets	3,559	3,550	3,915	3,773	3,615
Others	173	191	182	174	166
<b>Total Liabilities</b>	<b>1,705</b>	<b>1,586</b>	<b>1,945</b>	<b>1,716</b>	<b>1,485</b>
<b>Current Liabilities</b>	768	689	717	720	720
Accounts Payable	99	120	110	113	114
ST Borrowings	613	485	522	522	522
Others	57	84	84	84	84
<b>Long-term Liabilities</b>	937	897	1,228	996	765
Long-term Debts	853	810	1,141	909	678
Others	84	87	87	87	87
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>2,430</b>	<b>2,879</b>	<b>3,028</b>	<b>3,182</b>	<b>3,354</b>
Common Stock	259	259	259	259	259
Capital Surplus	1,572	1,628	1,628	1,628	1,628
Retained Earnings	599	992	1,141	1,295	1,467
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Securities Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Forecast Drivers</b>					
<b>Growth (% YoY)</b>					
Sales	15.7	54.3	(6.7)	5.3	0.4
OP	(1.4)	128.7	(40.7)	25.9	1.0
EBITDA	(2.5)	63.9	(24.0)	15.1	2.9
NP	(9.9)	201.2	(45.5)	12.6	6.1
EPS	(9.9)	201.2	(45.5)	12.6	6.1
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Margin	17.6	21.9	16.5	18.4	18.5
Operating Margin	10.7	15.8	10.0	12.0	12.1
EBITDA Margin	24.1	25.6	20.8	22.8	23.3
Net Profit Margin	7.3	14.3	8.4	9.0	9.5
ROAA	4.0	10.8	5.3	5.8	6.2
ROAE	6.7	17.4	8.5	9.1	9.2
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	60.3	45.0	54.9	45.0	35.8
Net Debt/Equity (%)	56.5	31.4	38.4	27.4	15.9
Interest Coverage (x)	5.5	11.0	6.4	5.6	7.4
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.3	1.0	0.6	0.6	0.7
Cash Flow Interest Coverage (x)	11.2	16.6	15.3	8.7	12.2
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.7	1.5	1.3	1.0	1.1
Current Ratio (x)	0.5	1.1	1.2	1.3	1.5
Quick Ratio (x)	0.4	0.9	1.1	1.2	1.3
Net Debt (Bt mn)	1,374	904	1,164	871	533
<b>Per Share Data (Bt)</b>					
EPS	0.3	0.9	0.5	0.5	0.6
CFPS	0.9	1.6	1.5	1.1	1.2
BVPS	4.5	5.4	5.7	6.0	6.3
SPS	--	--	--	--	--
EBITDA/Share	1.0	1.6	1.2	1.4	1.4
DPS	0.0	0.4	0.2	0.3	0.3
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	0.5	0.7	0.6	0.6	0.7
Days Receivables	31.0	19.9	25.0	25.0	25.0
Days Inventory	16.3	13.2	15.0	15.0	15.0
Days Payable	5.7	4.8	4.4	4.4	4.4
Cash Cycle	41.6	28.4	35.6	35.6	35.6

Source: KGI Securities Research

**Profit & Loss**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Revenue</b>	<b>2,090</b>	<b>3,224</b>	<b>3,010</b>	<b>3,169</b>	<b>3,181</b>
Cost of Goods Sold	(1,722)	(2,518)	(2,512)	(2,587)	(2,591)
<b>Gross Profit</b>	<b>368</b>	<b>706</b>	<b>498</b>	<b>582</b>	<b>590</b>
Operating Expenses	(154)	(210)	(210)	(217)	(221)
Other incomes	9	14	14	15	15
<b>Operating Profit</b>	<b>223</b>	<b>510</b>	<b>302</b>	<b>380</b>	<b>384</b>
Depreciation of fixed assets	280	316	325	341	358
<b>Operating EBITDA</b>	<b>503</b>	<b>825</b>	<b>627</b>	<b>721</b>	<b>742</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>0</b>	<b>30</b>	<b>25</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	30	25	0	0
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(61)</b>	<b>(49)</b>	<b>(50)</b>	<b>(67)</b>	<b>(52)</b>
Interest Expenses	(41)	(49)	(50)	(67)	(52)
Other Non-op Expenses	(20)	0	0	0	0
Net Investment Income/(Loss)	0	0	0	0	0
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>162</b>	<b>491</b>	<b>277</b>	<b>313</b>	<b>333</b>
Current Taxation	(29)	(24)	(21)	(25)	(27)
Minorities	2	3	4	4	5
Extraordinary items	23	(1)	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>154</b>	<b>462</b>	<b>252</b>	<b>284</b>	<b>301</b>
EPS (Bt)	0.30	0.89	0.49	0.55	0.58

Source: KGI Securities Research

**Cash Flow**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Operating Cash Flow</b>	456	813	767	582	628
Net Profit	154	462	252	284	301
Depreciation & Amortization	280	316	325	341	358
Change in Working Capital	(106)	9	(52)	(11)	(1)
Others	128	26	242	(32)	(31)
<b>Investment Cash Flow</b>	(387)	(90)	(681)	(192)	(192)
Net CAPEX	(86)	(89)	(690)	(200)	(200)
Change in LT Investment	0	0	0	0	0
Change in Other Assets	(301)	(1)	9	8	8
<b>Free Cash Flow</b>	370	724	77	382	428
<b>Financing Cash Flow</b>	(202)	(424)	23	(329)	(329)
Change in Share Capital	0	0	0	0	0
Net Change in Debt	170	(91)	127	(200)	(200)
Change in Other LT Liab.	(372)	(333)	(104)	(129)	(129)
<b>Net Cash Flow</b>	(133)	299	109	61	106

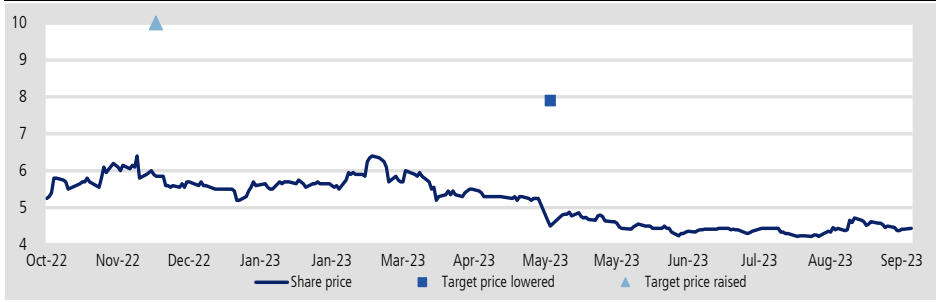
Source: KGI Securities Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1- Revenue	+ COGS Revenue	+ Depreciation Revenue	+ Operating Exp. Revenue	= Operating Margin	
2021	69.0%	13.4%	7.4%		10.2%	
2022	68.3%	9.8%	6.5%		15.4%	
2023F	72.7%	10.8%	7.0%		9.6%	
2024F	70.9%	10.8%	6.8%		11.5%	
2025F	70.2%	11.3%	6.9%		11.6%	
Year	1/ Revenue	+ Working Capital Revenue	+ Net PPE Revenue	+ Other Assets Revenue	= Capital Turnover	
2021	-0.17	1.70	0.08		0.62	
2022	0.01	1.10	0.06		0.85	
2023F	0.05	1.30	0.06		0.71	
2024F	0.07	1.19	0.05		0.76	
2025F	0.11	1.14	0.05		0.77	
Year	Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2021	10.2%		0.6		84.2	5.4
2022	15.4%		0.9		95.1	12.5
2023F	9.6%		0.7		92.4	6.2
2024F	11.5%		0.8		91.9	8.0
2025F	11.6%		0.8		91.9	8.2

Source: KGI Securities Research

**AMA Marine - Recommendation & target price history**



Source: KGI Securities Research

# Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



## Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	RATCH	RATCH GROUP
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RBF	R&B FOOD SUPPLY
AMA	AMA MARINE	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAT	SOMBOON ADVANCE TECHNOLOGY
AMATA	AMATA CORPORATION	HANA	HANA MICROELECTRONICS	SCB	SCB X
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HENG	HENG LEASING AND CAPITAL	SCC	THE SIAM CEMENT
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	SCCC	SIAM CITY CEMENT
AP	AP (THAILAND)	INTOUCH	INTOUCH HOLDINGS	SCGP	SCG PACKAGING
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	IRPC	IRPC	SEAFECO	SEAFECO
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	IVL	INDORAMA VENTURES	SHR	S HOTELS AND RESORTS
BANPU	BANPU	KBANK	KASIKORN BANK	SICT	SILICON CRAFT TECHNOLOGY
BBL	BANGKOK BANK	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BCP	BANGCHAK CORPORATION	KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	SNC	SNC FORMER
BCPG	BCPG	KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	SPALI	SUPALAI
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTC	KRUNGTHAI CARD	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
BGRIM	B. GRIMM POWER	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
BPP	BANPU POWER	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	SUN	SUNSWEET
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	MBK	MBK	SVI	SVI
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TACC	T.A.C. CONSUMER
CK	CH. KARNCHANG	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TCAP	THANACHART CAPITAL
CKP	CK POWER	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	THCOM	THAICOM
COM7	COM7	ORI	ORIGIN PROPERTY	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CPALL	CP ALL	OSP	OSOTSPA	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CPAXT	CP AXTRA	PLANB	PLAN B MEDIA	TOP	THAI OIL
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PSH	PRUKSA HOLDING	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PTG	PTG ENERGY	TU	THAI UNION GROUP
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTT	PTT	VGI	VGI
DOHOM	DOHOME	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	WHA	WHA CORPORATION
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER
GFPT	GFPT	PYLON	PYLON	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	QH	QUALITY HOUSES		



## Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AEONTS	AEON THANA SINSAP (THAILAND)	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SFT	SHRINKFLEX (THAILAND)
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SINGER	SINGER THAILAND
BEC	BEC WORLD	M	MK RESTAURANT GROUP	SMD	SAINTMED
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	SNNP	SRINANAPORN MARKETING
CBG	CARABAO GROUP	NETBAY	NETBAY	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
CHG	CHULARAT HOSPITAL	PJW	PANJAWATTANA PLASTIC	TFG	THAIFOODS GROUP
ERW	THE ERAWAN GROUP	SAK	SAKSIAM LEASING	TIDLOR	NGERN TID LOR
ESSO	ESSO (THAILAND)	SAPPE	SAPPE	TNP	THANAPIRIYA
HUMAN	HUMANICA	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION	UBE	UBON BIO ETHANOL
IIG	I&I GROUP	SFLEX	STARFLEX	XO	EXOTIC FOOD



## Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AU	AFTER YOU	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TPCH	TPC POWER HOLDING
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	MENA	MENA TRANSPORT		
JMART	JAYMART GROUP HOLDINGS	SISB	SISB		

## Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BBGI	BBGI	NTSC	Nutrition SC	TGE	THACHANG GREEN ENERGY
BTG	BETAGRO	PLT	Pilatus Marine		
ITC	i-Tail Corporation	PQS	Premier Quality Starch		

Source: www.thai-iod.com

**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 assessment of operation and is not based 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 or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.



## Anti-corruption Progress Indicator

### Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORN BANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

### Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFCO	SEAFCO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

### Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

### No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

**Disclaimer:** The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

**KGI Locations**

<b>China</b>	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi RoadShanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building,2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone886.2.2181.8888 • Facsimile886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F CentralPlaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	8th - 11th floors, AsiaCentreBuilding 173 South Sathorn Road, Bangkok10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
<b>Singapore</b>		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

**KGI's Ratings**

<b>Rating</b>	<b>Definition</b>
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.  Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

**Disclaimer**

KGI Securities (Thailand) Plc. ( "The Company" ) disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.