

BUY (Unchanged)

TP: Bt 5.20

(From: Bt 4.80)

Change in Numbers

Upside : 35.4%

10 FEBRUARY 2022

SUSCO Public Co Ltd (SUSCO TB)

แนวโน้มฟื้นตัว

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" SUSCO และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 5.2 บาท จาก 4.8 บาท จากรายได้ค่าเช่าที่สูงขึ้น ค่าการตลาดที่สูงขึ้น และการควบคุมต้นทุนที่ดี เราคิดว่า SUSCO ถูกมองข้ามว่าเป็นหุ้น recovery play ด้วยข้อขายที่ 14 เท่า forward PE ขณะที่ EPS เติบโต 26%/30% ในปี 2022/23F ความต้องการน้ำมันอากาศยานที่ฟื้นตัวเป็นปัจจัยหนุนที่สำคัญ



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

Valuation ยังน่าสนใจ

เราเชื่อว่า SUSCO ยังคงมีมูลค่าที่น่าสนใจ ข้อขายที่ 14 เท่า และ 11 เท่า ในปี 2022-23F PE ขณะที่ให้ norm EPS เติบโต 26% และ 30% ในสองปี นี้ การเติบโตนี้ได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของปริมาณขาย (+16%/19% ในปี 2022/23F) และการดำเนินธุรกิจค้าปลีกในประเทศที่ดีขึ้น (รายได้ค่าเช่าดีขึ้น และการควบคุมต้นทุนที่ดี) เรามองว่ามีความเป็นไปได้ในการซื้อหุ้นใหม่เป็นปัจจัยหนุนในระยะสั้น

ความต้องการน้ำมันอากาศยานฟื้นตัวแข็งแกร่ง

เราคาดว่า SUSCO จะเป็นผู้ได้ประโยชน์หลักจากความต้องการน้ำมันอากาศยานที่ฟื้นตัวแข็งแกร่ง เนื่องจากน้ำมันประเภทนี้มีสัดส่วนมากกว่า 30% ของปริมาณขายก่อนระบาคของ SUSCO ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่สูงที่สุดในบรรดาผู้ค้าปลีกน้ำมันทั้งหมดในประเทศไทย ความต้องการน้ำมันอากาศยานของไทยฟื้นตัวแข็งแกร่งจากระดับต่ำสุดในเดือนธ.ค.2021 โดยเติบโตมากกว่า 15% m-m ในช่วงสามเดือนที่ผ่านมา ความต้องการในเดือนธ.ค. อยู่ที่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่การระบาคเริ่มขึ้น ด้วยการเริ่มต้นโครงการ "Test & Go" โดยรัฐบาล และการผ่อนคลายมาตรการควบคุมชายแดน เราคาดว่า การเติบโตของการท่องเที่ยวต่างประเทศจะช่วยผลักดันการฟื้นตัวของความต้องการน้ำมันอากาศยานในปี 2022F เราคาดว่ายอดขายน้ำมันอากาศยานของ SUSCO จะเติบโต 90% ต่อปี ในปี 2022-23F หลังจากการลดลงสะสม 76% ในปี 2020/2021F

ปริมาณขายปลีกดีขึ้น ขณะที่ควบคุมต้นทุนได้ดี

ความต้องการน้ำมันเบนซินและดีเซลในประเทศไทยขยายตัว 11-13% m-m ในเดือนค.ค.-ธ.ค. โดยฟื้นตัวจากระดับต่ำสุดในเดือนธ.ค. และก.ย. เมื่อมีการใช้มาตรการล็อกดาวน์ เราเชื่อว่าการเติบโตของความต้องการจะยังคงแข็งแกร่งในปี 2022F ในระหว่างนี้ SUSCO สามารถควบคุมต้นทุนได้ดี แม้ว่าจะมีการเปิดสถานีบริการใหม่ก็ตาม นอกจากนี้ค่าการตลาดค้าปลีกยังดีกว่าที่เราคาดไว้มาก เช่นเดียวกับผู้ประกอบการเอกชนรายอื่น ปัจจุบันบริษัท กำหนดราคาสินค้าสูงกว่า PTT ("ซื้อ") และ BCP ("ขาย") ซึ่งช่วยบรรเทาแรงกดดันต่ออัตรากำไรจากราคาน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้น

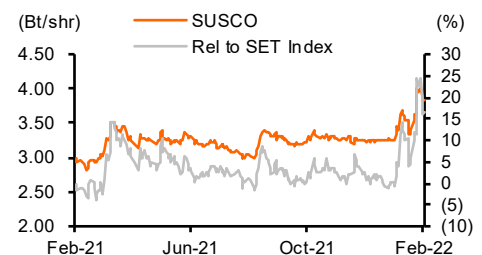
ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นแข็งแกร่ง

เราเชื่อว่าผู้บริหารของ SUSCO จะสามารถเลือกใช้โครงการซื้อคืนหุ้นอีก หลังประกาศผลการดำเนินงานปี 2021 บริษัทฯ ได้ทำโครงการซื้อคืนหุ้น 2 โครงการในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา และด้วยงบดุลและกระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง เราเชื่อว่าผู้บริหารสามารถเลือกที่จะคืนเงินสดให้ผู้ถือหุ้นในลักษณะเดียวกันได้ ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (เงินปันผลบวกการซื้อคืนเป็นเปอร์เซ็นต์ของกำไรสุทธิ) เท่ากับ 93% และ 109% ในปี 2019 และ 2020 ตามลำดับ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	16,673	18,691	22,127	26,603
Net profit	218	217	267	347
Consensus NP	—	271	351	381
Diff frm cons (%)	—	(19.9)	(24.0)	(8.8)
Norm profit	218	217	267	347
Prev. Norm profit	—	219	264	302
Chg frm prev (%)	—	(0.8)	1.2	15.0
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	(42.6)	2.2	26.0	30.1
Norm PE (x)	18.5	18.1	14.4	11.1
EV/EBITDA (x)	7.2	7.3	5.9	4.9
P/BV (x)	1.1	1.1	1.0	1.0
Div yield (%)	2.9	2.8	3.5	4.5
ROE (%)	5.8	5.9	7.2	8.9
Net D/E (%)	4.2	26.3	19.7	12.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) as of 10-Feb-22	3.84
Market Cap (US\$ m)	129.4
Listed Shares (m shares)	1,100.0
Free Float (%)	54.9
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	0.3
12M Price H/L (Bt)	4.02/2.82
Sector	Energy
Major Shareholder	Simaraj Family 22.62%

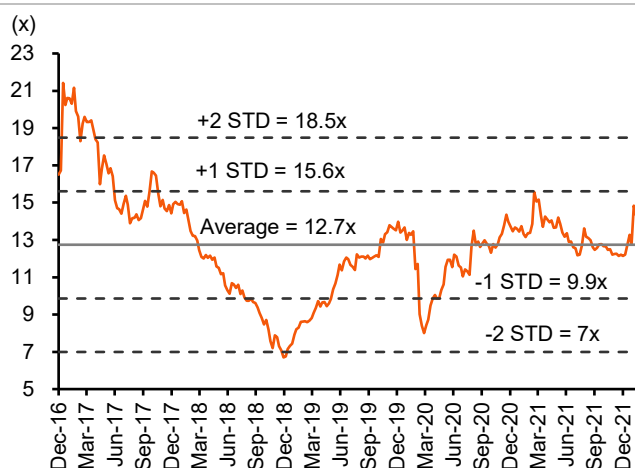
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

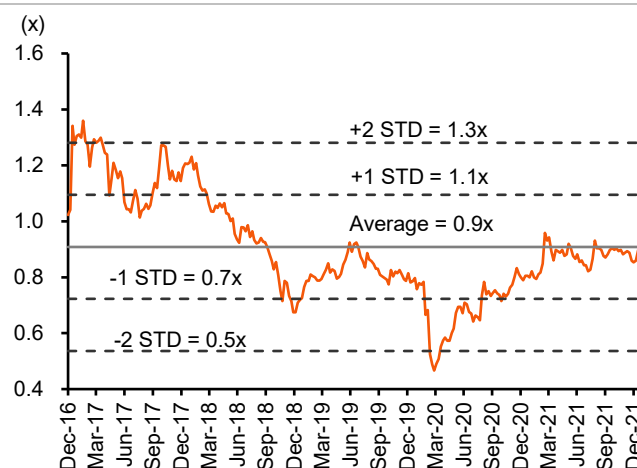


Ex 1: Forward PE



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 2: Forward P/BV



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 3: Key Assumption Changes

Assumption	Unit	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
New/Actual							
Volume	(m liters)	1,394	1,048	969	1,128	1,339	1,438
Blended margin	(Bt/liter)	1.01	1.20	1.34	1.24	1.13	1.09
SG&A	(Bt m)	1,318	1,228	1,237	1,275	1,316	1,359
Old							
Volume	(m liters)			1,110	1,287	1,406	1,457
Blended margin	(Bt/liter)			1.21	1.12	1.08	1.07
SG&A	(Bt m)			1,291	1,330	1,366	1,403
Change							
Volume	(%)			(12.7)	(12.4)	(4.8)	(1.3)
Blended margin	(%)			10.9	10.4	4.7	1.8
SG&A	(%)			(4.1)	(4.2)	(3.6)	(3.1)

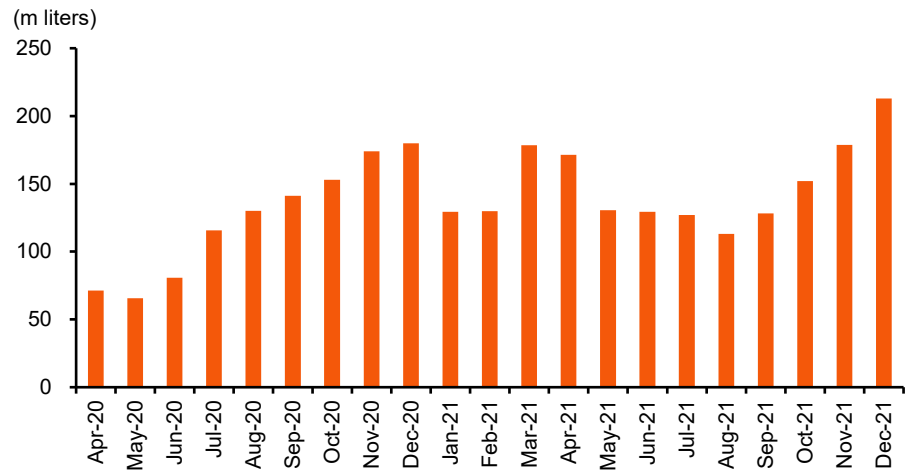
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Earnings And TP Revisions

(Bt/shr)	Norm EPS						TP
	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	
New/Actual	0.36	0.21	0.21	0.27	0.35	0.37	5.20
Old			0.21	0.26	0.30	0.32	4.80
Change (%)			(0.8)	1.2	15.0	16.1	8.3

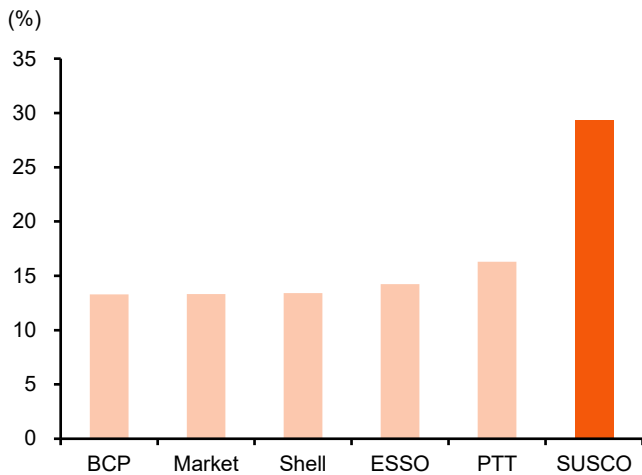
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Thailand Jet Fuel Demand Improving Though It's Still 70% Below Pre-COVID Level



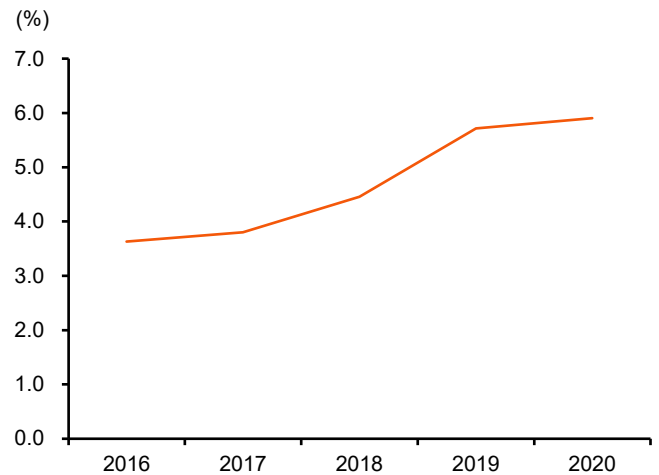
Sources: Company data, Thanachart

Ex 6: Jet Fuel As % Of Sales Mix In 2019



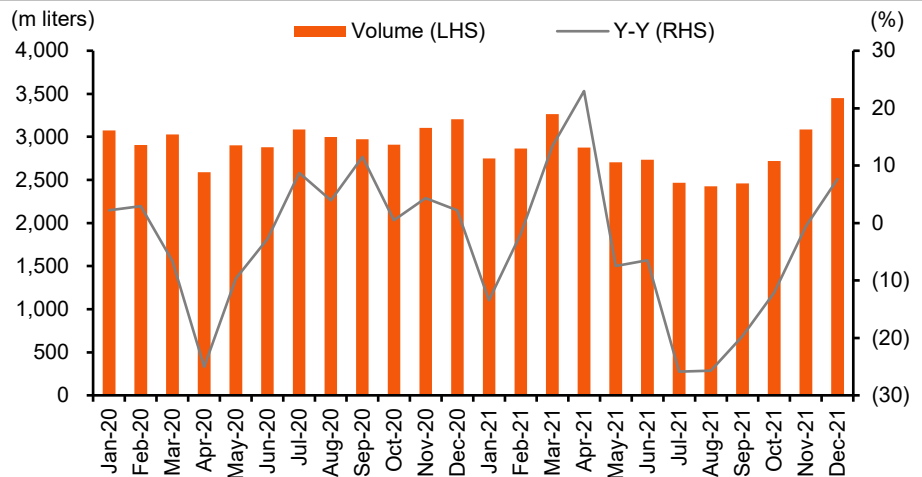
Sources: Company data; Thanachart

Ex 7: SUSCO's Jet-Fuel Market Share



Sources: Company data; Thanachart

Ex 8: Thailand Gasoline And Diesel Demand Starting To Show Positive Y-Y Growth

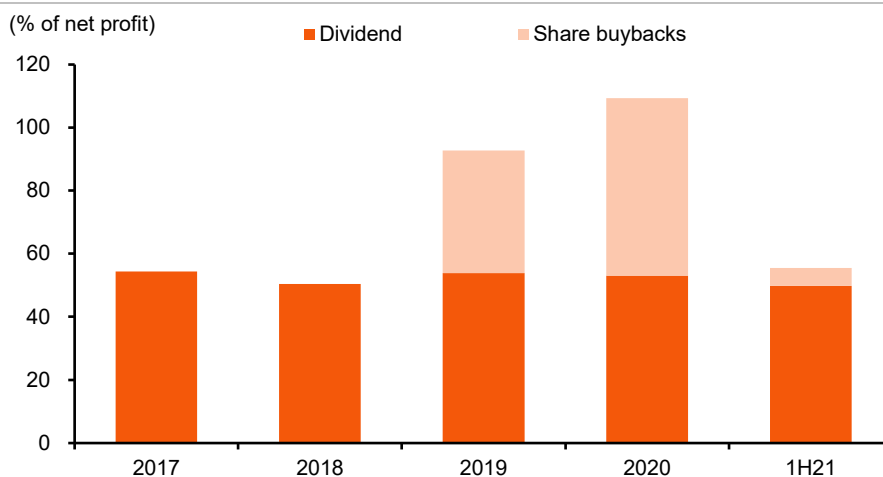


Sources: Company data, Thanachart

Ex 9: SUSCO's Share Buyback Programs In The Past Three Years

Buyback period		No. of shares	% of shares	Amount paid	Avg price paid
Start	End	bought (m)	outstanding	(Bt m)	(Bt/sh)
15-Mar-19	13-Sep-19	50	4.5%	150.60	3.01
14-Sep-20	12-Mar-21	50	4.8%	138.96	2.78

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Strong Record Of Shareholders' Returns; More Buybacks Could Be Forthcoming

Sources: Company data, Thanachart

Ex 11: 12-month DCF-based Valuation, Using a Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	869	905	930	965	997	1,029	1,058	1,086	1,113	1,137	
Free cash flow	384	418	435	457	477	496	512	527	540	551	6,443
PV of free cash flow	350	345	324	309	292	275	257	240	216	199	2,851
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.1										
WACC (%)	9.9										
Terminal growth (%)	2.0										
Enterprise value - add investments	5,658										
Net debt	692										
Minority interest	(281)										
Equity value	5,247										
# of shares (m)	1,000										
Equity value/share (Bt)	5.2										

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. Yield		ROE	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)	21F (%)	22F (%)
Refining & Marketing														
Caltex Australia	CTX AU	Australia	79.4	31.0	na	na	na	na	na	na	na	na	12.0	14.9
BPCL	BPCL IN	India	121.2	(0.1)	7.9	7.9	1.7	1.4	7.2	7.2	5.7	5.8	24.7	18.9
HPCL	HPCL IN	India	160.5	(11.3)	5.6	6.4	1.3	1.1	5.7	6.6	6.2	5.8	24.1	17.5
IOCL	IOCL IN	India	129.5	35.4	7.4	5.5	1.1	0.9	6.6	5.3	6.8	9.2	14.6	17.5
Reliance Industries	RIL IN	India	(0.6)	27.7	34.3	26.9	2.6	2.1	22.1	16.4	0.3	0.3	8.6	7.9
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	85.2	27.4	14.8	1.1	1.0	8.2	7.6	0.9	1.5	4.4	7.4
S-OIL	010950 KS	S.Korea	na	(12.2)	6.8	7.8	1.5	1.3	5.2	5.9	4.4	4.1	23.5	18.1
Petron	PCOR PM	Philippines	na	200.0	20.7	6.9	0.6	0.5	10.9	7.6	na	na	1.9	5.5
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	na	(8.7)	18.2	19.9	2.7	2.6	11.5	12.0	4.2	3.4	15.3	13.2
Bangchak *	BCP TB	Thailand	na	169.0	23.9	8.9	0.8	0.8	6.5	6.6	6.8	6.8	na	na
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	na	na	11.3	1.4	1.3	18.6	8.7	0.0	0.0	na	na
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	na	9.7	16.2	14.8	0.9	0.9	7.7	8.9	2.5	3.4	na	na
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	(39.4)	34.8	22.0	16.3	3.0	2.7	7.7	7.1	2.3	3.1	13.9	17.4
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	286.2	(20.5)	8.8	11.1	0.8	0.8	8.7	8.8	6.9	4.5	9.9	7.3
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	na	na	13.1	1.4	1.3	16.3	7.1	5.1	3.0	na	na
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	2.2	26.0	18.1	14.4	1.1	1.0	7.3	5.9	2.8	3.5	5.9	7.2
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	na	65.3	28.3	17.2	0.9	0.9	15.8	17.1	4.1	2.3	3.3	5.3
Average			92.4	42.1	17.6	12.7	1.4	1.3	10.4	8.7	3.9	3.8	12.5	12.1
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	na	(5.0)	8.2	8.6	0.6	0.6	3.7	3.6	6.0	5.7	7.2	6.5
Sinopec	386 HK	China	112.7	(9.7)	6.7	7.5	0.6	0.6	3.6	3.6	8.7	8.1	9.7	8.4
Total	FP	France	na	10.3	na	na	na	na	na	na	na	na	15.3	16.0
Eni	ENI IM	Italy	na	30.9	11.2	8.6	1.2	1.1	3.9	3.3	6.5	6.9	10.6	13.3
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	na	41.3	na	na	na	na	4.7	4.3	na	na	11.2	15.3
Repsol	REP SM	Spain	na	20.7	7.8	6.5	0.8	0.8	4.1	3.7	5.2	5.4	11.1	12.6
Chevron Texaco	CVX US	USA	na	20.9	16.1	13.3	1.9	1.8	6.9	6.1	3.9	4.1	11.7	13.4
Exxon Mobil	XOM US	USA	na	26.8	15.1	11.9	2.0	1.9	7.3	6.2	4.4	4.5	13.5	16.0
Conoco Philips	COP US	USA	na	46.8	15.4	10.5	2.7	2.4	6.7	5.2	1.9	2.2	20.8	23.1
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	206.6	(13.2)	9.9	11.4	1.1	1.1	4.2	4.3	4.9	4.9	12.3	9.7
Average			159.6	17.0	11.3	9.8	1.4	1.3	5.0	4.5	5.2	5.2	12.3	13.4
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	168.2	51.1	18.3	12.1	2.0	1.7	7.6	4.6	1.5	2.1	11.0	17.8
Woodside	WPL AU	Australia	194.3	46.0	17.2	11.8	1.8	1.8	5.4	4.0	4.0	5.1	11.2	15.8
Suncor Energy	SU US	Canada	na	76.6	11.1	6.3	1.2	1.1	5.4	4.6	3.6	5.9	10.9	16.5
ONGC	ONGC IN	India	(46.2)	na	17.2	5.7	1.0	0.9	6.6	4.4	1.8	5.9	6.1	15.3
RIL	RIL IN	India	(0.6)	27.7	34.3	26.9	2.6	2.1	22.1	16.4	0.3	0.3	8.6	7.9
Cairn India	CAIR IN	India	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Apache	APA US	USA	na	50.6	8.2	5.5	na	na	4.5	3.8	0.5	1.4	(104.9)	(174.8)
Devon Energy	DVN US	USA	na	63.6	15.4	9.4	3.7	2.6	7.2	5.3	1.9	2.8	38.1	40.6
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	105.6	32.0	11.9	9.0	1.3	1.1	3.5	2.8	3.8	4.6	11.4	13.2
Average			84.3	49.7	16.7	10.8	1.9	1.6	7.8	5.7	2.2	3.5	(1.0)	(6.0)

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 10 February 2022 closing prices

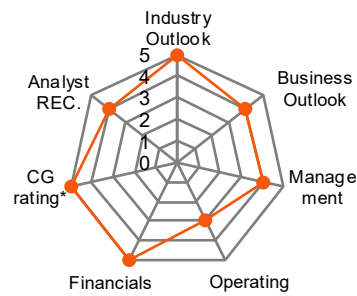
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ชัสโก้ จำกัด (มหาชน) จัดจำหน่ายน้ำมันเบนซินและดีเซลผ่านสถานีบริการน้ำมันภายใต้ชื่อ "SUSCO" นอกจากนี้ บริษัทยังขายน้ำมันให้กับผู้ใช้งานโดยตรงทั้งในกลุ่มธุรกิจการบิน ก่อสร้าง และอุตสาหกรรมหนัก รวมถึงผู้ค้าน้ำมันในต่างประเทศ เช่น ประเทศกัมพูชา ลาว จีน และพม่า ปัจจุบัน SUSCO เป็นผู้ประกอบการสถานีบริการน้ำมันที่ใหญ่เป็นอันดับเจ็ดของประเทศไทยทั้งในส่วนของจำนวนสถานีบริการ และปริมาณการจำหน่ายน้ำมัน

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- สัดส่วนสถานีบริการน้ำมันในกรุงเทพฯ และปริมณฑลที่ค่อนข้างสูง
- ส่วนผสมของยอดขายที่กระจายในหลายอุตสาหกรรม (ค้าปลีก ค้าส่ง ส่งออก น้ำมันเครื่องบินเจ็ท และอื่นๆ)
- ฐานรายได้ recurring จากธุรกิจ non-oil ที่ค่อนข้างสูง

O — Opportunity

- ปริมาณขายน้ำมันต่อสาขาที่ดีขึ้น
- ความต้องการน้ำมันที่สูงจากตลาดส่งออก (เช่น CLMV)
- พื้นที่ค้าปลีกที่เพิ่มขึ้น และพันธมิตรธุรกิจค้าปลีกใหม่ๆ

W — Weakness

- จำนวนสาขายังน้อยอยู่
- ชื่อ SUSCO ไม่ได้เป็นที่รู้จักเหมือนกับผู้ค้าน้ำมันรายใหญ่อื่นๆ

T — Threat

- ราคาน้ำมันโลกที่ปรับตัวขึ้นแรง
- การควบคุมค่าการตลาดน้ำมันค้าปลีกจากรัฐบาล

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	3.70	5.20	41%
Net profit 21F (Bt m)	271	217	-20%
Net profit 22F (Bt m)	351	267	-24%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- การคาดการณ์ EPS ปี 2021-22F ของเราน่าจะต่ำกว่าของตลาด ซึ่งเป็นไปได้ว่าเราสมมติให้มีการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวที่ช้ากว่า
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่ามาก ซึ่งเราเชื่อว่าเรามีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มในระยะยาวมากขึ้นในเรื่องของศักยภาพในการเติบโตของ SUSCO และมูลค่าทรัพย์สินที่ซ่อนอยู่

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันในตลาดโลกอย่างมีนัยสำคัญอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการใช้น้ำมัน ซึ่งจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา และส่งผลกระทบต่อผลกำไรของเรา
- หากค่าการตลาดน้ำมันต่ำกว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- อัตราการเติบโตของปริมาณขายในตลาดส่งออก (กัมพูชา ลาว จีน และพม่า) ที่ต่ำกว่าคาด หรือการเปลี่ยนแปลงของกฎระเบียบข้อบังคับที่เกี่ยวข้องในประเทศดังกล่าว จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	27,952	16,673	18,691	22,127	26,603
Cost of sales	26,318	15,220	17,195	20,514	24,856
Gross profit	1,634	1,452	1,496	1,613	1,747
% gross margin	5.8%	8.7%	8.0%	7.3%	6.6%
Selling & administration expenses	1,318	1,228	1,237	1,275	1,316
Operating profit	316	225	259	338	430
% operating margin	1.1%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%
Depreciation & amortization	240	352	398	424	439
EBITDA	556	577	657	762	869
% EBITDA margin	2.0%	3.5%	3.5%	3.4%	3.3%
Non-operating income	193	105	89	93	95
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(15)	(52)	(77)	(97)	(91)
Pre-tax profit	494	278	271	334	434
Income tax	101	55	54	67	87
After-tax profit	393	222	217	267	347
% net margin	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%
Shares in affiliates' Earnings	(4)	(5)	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	388	218	217	267	347
Normalized profit	388	218	217	267	347
EPS (Bt)	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3

We expect 26% and 30%
EPS growth in 2022-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	2,072	1,365	1,365	1,598	1,894
Cash & cash equivalent	284	302	339	379	425
Account receivables	801	594	614	727	875
Inventories	639	416	353	422	511
Others	348	53	59	70	84
Investments & loans	1,251	1,150	1,150	1,150	1,150
Net fixed assets	1,605	1,675	1,812	1,772	1,725
Other assets	746	1,811	3,032	3,046	3,060
Total assets	5,674	6,001	7,361	7,567	7,830
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,675	1,176	2,168	2,188	2,205
Account payables	1,334	770	848	1,012	1,226
Bank overdraft & ST loans	172	100	1,224	1,071	868
Current LT debt	99	114	0	0	0
Others current liabilities	70	192	96	105	111
Total LT debt	149	234	0	0	0
Others LT liabilities	237	1,137	1,823	1,863	1,915
Total liabilities	2,061	2,547	3,990	4,051	4,120
Minority interest	(151)	(281)	(281)	(281)	(281)
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,100	1,100	1,000	1,000	1,000
Share premium	289	249	160	160	160
Warrants	27	27	27	27	27
Surplus	125	102	102	102	102
Retained earnings	2,222	2,256	2,361	2,507	2,701
Shareholders' equity	3,764	3,735	3,651	3,797	3,991
Liabilities & equity	5,674	6,001	7,361	7,567	7,830

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	494	278	271	334	434
Tax paid	(84)	(55)	(54)	(67)	(87)
Depreciation & amortization	240	352	398	424	439
Chg In working capital	142	(134)	120	(17)	(22)
Chg In other CA & CL / minorities	(534)	315	(103)	(1)	(8)
Cash flow from operations	258	757	632	672	756
Capex	(193)	(412)	(520)	(369)	(377)
Right of use	0	(1,637)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	57	101	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	21	1,428	(551)	11	23
Cash flow from investments	(115)	(520)	(1,071)	(357)	(354)
Debt financing	(112)	28	776	(153)	(203)
Capital increase	0	(40)	(189)	0	0
Dividends paid	(172)	(136)	(112)	(121)	(153)
Warrants & other surplus	(28)	(70)	0	0	0
Cash flow from financing	(312)	(218)	475	(274)	(356)
Free cash flow	66	345	112	304	379

FCF generation to remain high

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	10.6	18.5	18.1	14.4	11.1
Normalized PE - at target price (x)	14.4	25.1	24.5	19.5	15.0
PE (x)	10.6	18.5	18.1	14.4	11.1
PE - at target price (x)	14.4	25.1	24.5	19.5	15.0
EV/EBITDA (x)	7.7	7.2	7.3	5.9	4.9
EV/EBITDA - at target price (x)	10.3	9.7	9.5	7.7	6.5
P/BV (x)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
P/BV - at target price (x)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
P/CFO (x)	16.0	5.3	6.2	5.7	5.1
Price/sales (x)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	4.9	2.9	2.8	3.5	4.5
FCF Yield (%)	1.6	8.6	2.8	7.9	9.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
EPS	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
DPS	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
BV/share	3.6	3.6	3.7	3.8	4.0
CFO/share	0.2	0.7	0.6	0.7	0.8
FCF/share	0.1	0.3	0.1	0.3	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(0.5)	(40.4)	12.1	18.4	20.2
Net profit (%)	36.8	(43.9)	(0.3)	22.9	30.1
EPS (%)	40.0	(42.6)	2.2	26.0	30.1
Normalized profit (%)	36.8	(43.9)	(0.3)	22.9	30.1
Normalized EPS (%)	40.0	(42.6)	2.2	26.0	30.1
Dividend payout ratio (%)	51.4	53.1	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	5.8	8.7	8.0	7.3	6.6
Operating margin (%)	1.1	1.3	1.4	1.5	1.6
EBITDA margin (%)	2.0	3.5	3.5	3.4	3.3
Net margin (%)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.3
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.4	0.3	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.3	0.2	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	21.7	4.4	3.4	3.5	4.7
Interest coverage - EBITDA (x)	38.2	11.2	8.6	7.8	9.5
ROA - using norm profit (%)	6.7	3.7	3.2	3.6	4.5
ROE - using norm profit (%)	10.6	5.8	5.9	7.2	8.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	10.7	5.9	5.9	7.2	8.9
- asset turnover (x)	4.8	2.9	2.8	3.0	3.5
- operating margin (%)	1.8	2.0	1.9	1.9	2.0
- leverage (x)	1.6	1.6	1.8	2.0	2.0
- interest burden (%)	97.1	84.3	78.0	77.4	82.6
- tax burden (%)	79.5	80.0	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
ROIC (%)	6.9	4.6	5.3	6.0	7.7
NOPAT (Bt m)	251	180	207	270	344
invested capital (Bt m)	3,900	3,881	4,537	4,489	4,434

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 110 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JAS16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2202A, TRUE16C2205A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบเนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบเนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา ศรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศกดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุ่ง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th
