

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 6.20

(From: Bt 5.20)

Upside : 61.5%

7 JUNE 2022

Small Cap Research

SUSCO Public Co Ltd (SUSCO TB)

อยู่ในโหมดการเติบโต

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” SUSCO และปรับราคาเป้าหมายเป็น 6.2 บาท จาก 5.2 บาท จากอัตราค่าไรที่มีแนวโน้มตัวดีขึ้น และการปรับพื้นฐาน เรา มองว่า SUSCO นั้นน่าสนใจที่ 11 เท่า และ 10 เท่า PE ในปี 2022-23F เทียบกับ EPS ที่เติบโต 47% และ 12% ผลการดำเนินงานรายไตรมาสที่ แข็งแกร่ง และอาจมีการซื้อหุ้นคืนเป็นปัจจัยหนุนหลัก



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

อัตราค่าไรแข็งแกร่ง

อัตราค่าไรรวมของ SUSCO มีแนวโน้มสูงกว่าที่เราคาดไว้ เราเชื่อว่า บริษัท มีอัตราค่าไรจากการส่งออกน้ำมัน (39% ของยอดขายปี 2022) รวมถึงยอดขายน้ำมันอากาศยานในประเทศ (16% ของยอดขายปี 2022F) ที่ค่อนข้างแข็งแกร่ง นอกจากนี้เรายังคิดว่ายอดขายในประเทศที่เติบโต แข็งแกร่ง (45% ของยอดขายปี 2022F) ได้ช่วยให้อัตราค่าไรรวมเพิ่มขึ้น เนื่องจากค่าปลีกในประเทศให้อัตราค่าไรขั้นต้นสูงสุดในบรรดาช่องทาง การขายต่างๆ ของ SUSCO ดังนั้นเราจึงปรับสมมติฐานอัตราค่าไรเป็น 1.31 บาท และ 1.26 บาทต่อลิตร ในปี 2022-23F จากเดิมที่ 1.24 บาท และ 1.13 บาทต่อลิตร

ปรับโฉมปั๊มน้ำมันให้ต่างจังหวัด

SUSCO ทอยปรับโฉมปั๊มน้ำมันให้อยู่ภายใต้แบรนด์ ESSO จนถึงตอนนี้ มีการปรับโฉมไปแล้วราว 57 สถานี (จากทั้งหมดกว่า 230 สถานี) และต้อง ดำเนินการเพิ่มอีก 24 สถานีภายในสิ้นปีนี้ กลยุทธ์นี้ช่วยประหยัดค่าใช้จ่าย ด้านทุนได้มาก ทำให้ SUSCO สามารถมุ่งความสนใจไปที่การขยายธุรกิจ ในกรุงเทพฯ และปริมณฑลที่มีสถานะที่แข็งแกร่ง การปรับโฉมได้ทำให้ ปริมาณการขายปลีก (throughput) ดีขึ้นด้วย และผู้บริหารให้ความเห็นว่า ปริมาณขายจะเติบโต 40% หรือมากกว่าสำหรับสถานีที่ถูกปรับโฉมบาง สถานี การปรับกลยุทธ์นี้จะช่วยหนุนยอดขายในประเทศของ SUSCO และ ชดเชยการฟื้นตัวของยอดขายน้ำมันอากาศยานที่ฟื้นตัวช้ากว่าคาดได้ บางส่วน (ดูเพิ่มเติมด้านล่าง) ปัจจุบันเราคาดว่าปริมาณขายรวมจะเติบโต 15% และ 17% ใน 2022-23F ตามลำดับ เทียบกับคาดการณ์เดิมที่ 16% และ 19%

ความต้องการน้ำมันอากาศยานฟื้นตัวต่อเนื่อง

ความต้องการน้ำมันเครื่องบินยังคงแข็งแกร่ง แม้ยอมรับว่าอัตราการฟื้นตัว ช้ากว่าที่คาดการณ์ไว้เบื้องต้น เราจึงปรับลดความคาดการณ์การเติบโต ของเราลงเหลือ 70% ต่อปี ในปีนี้ และปีหน้า เทียบกับการเติบโต 90% ต่อ ปีก่อนหน้านี้ อย่างไรก็ตาม ด้วยต้นทุนส่วนเพิ่มที่จำกัด การเติบโตในกลุ่ม นี้จะส่งตรงสู่กำไร

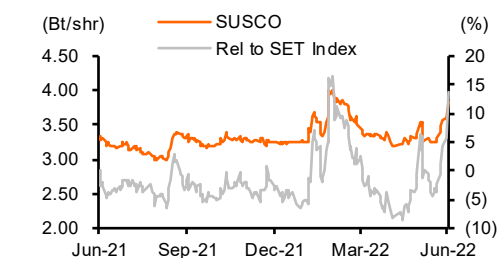
ยังคงถูกที่สุดในกลุ่มฯ

SUSCO ยังคงถูกที่สุดในบรรดาหุ้นค้าปลีกน้ำมันในประเทศ โดยซื้อขายที่ PE ที่เพียง 11 เท่า และ 10 เท่า ในปี 2022-23F อีกทั้งยังให้อัตรา ผลตอบแทนปันผลที่น่าสนใจที่ 5% และ 6% ในปี 2022-23F เราเชื่อว่า การเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งใน 2Q-3Q22F จะเป็นปัจจัยผลักดันราคา หุ้น เรายังเชื่อว่าผู้บริหารสามารถเลือกโครงการซื้อหุ้นคืนได้ เนื่องจากมี เงินสดคงเหลือสูง กระแสเงินสดแข็งแกร่ง และค่าใช้จ่ายลงทุนที่จำกัด

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	20,033	25,902	27,729	28,936
Net profit	234	334	374	403
Consensus NP	—	301	358	396
Diff frm cons (%)	—	11.1	4.4	1.9
Norm profit	234	334	374	403
Prev. Norm profit	—	267	347	373
Chg frm prev (%)	—	25.2	7.6	8.2
Norm EPS (Bt)	0.2	0.3	0.4	0.4
Norm EPS grw (%)	9.9	46.5	11.9	7.9
Norm PE (x)	16.9	11.5	10.3	9.5
EV/EBITDA (x)	7.0	6.1	5.2	4.8
P/BV (x)	1.0	1.0	0.9	0.9
Div yield (%)	2.9	5.2	5.8	6.3
ROE (%)	6.2	8.7	9.4	9.7
Net D/E (%)	4.7	26.0	20.9	15.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) as of 7-Jun-22	3.84
Market Cap (US\$ m)	122.5
Listed Shares (m shares)	1,100.0
Free Float (%)	53.9
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	0.5
12M Price H/L (Bt)	4.02/2.98
Sector	Energy
Major Shareholder	Simaroj Family 23.99%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

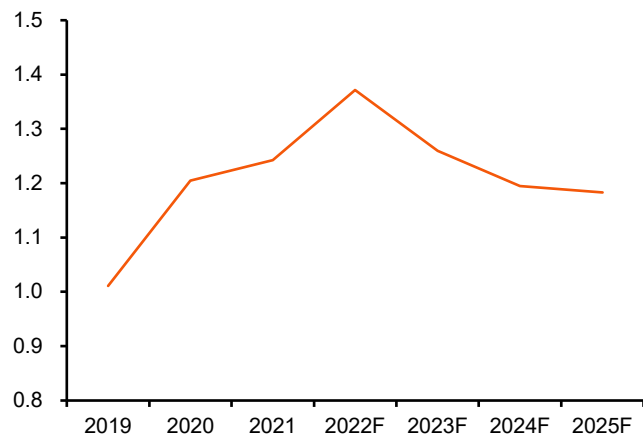
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสาร ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่ สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Blended Gross Profit Margin Per Liter

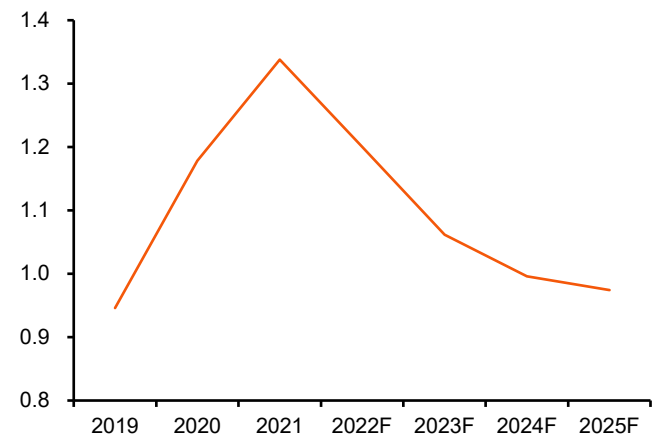
(Bt/liter)



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 2: SG&A Per Liter

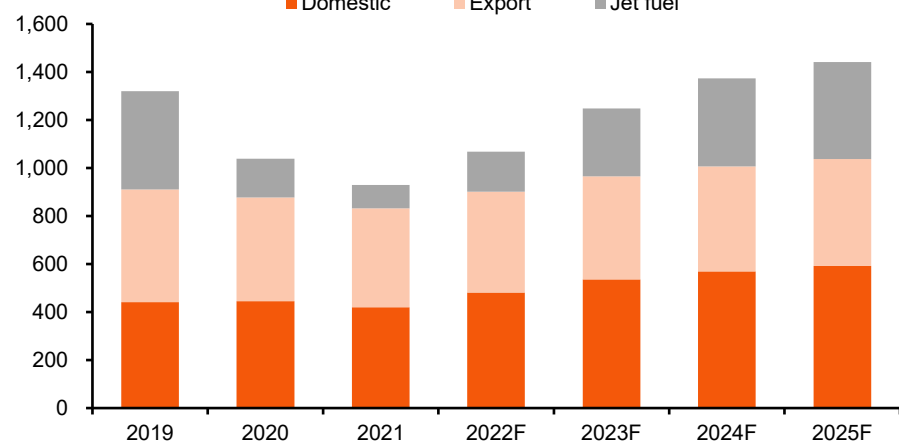
(Bt/liter)



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 3: Sales Volume By Channel

(m liters)



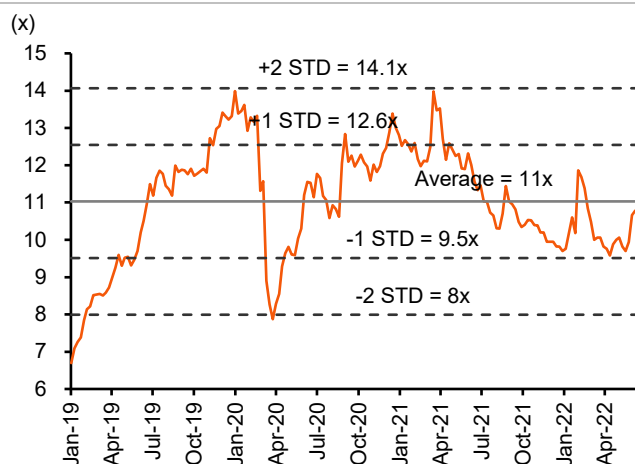
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Earnings And TP Revisions

(Bt/shr)	EPS						TP
	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	
New/Actual	0.21	0.23	0.33	0.37	0.40	0.43	6.20
Old			0.27	0.35	0.37	0.39	5.20
Change (%)			25.2	7.6	8.2	10.6	19.2

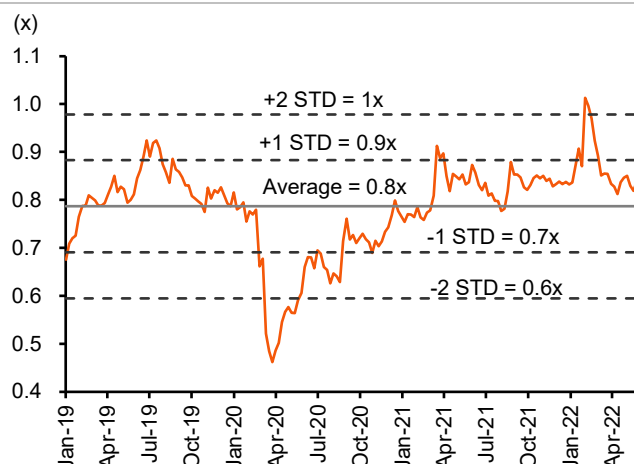
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Forward PE



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 6: Forward P/BV



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 7: 12-month DCF-based Valuation, Using a Base Year Of 2023F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	934	976	1,006	1,045	1,083	1,120	1,155	1,189	1,221	1,252	
Free cash flow	439	478	482	507	531	553	573	592	609	624	7,297
PV of free cash flow	399	395	359	342	325	306	288	262	243	225	3,575
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.1										
WACC (%)	9.9										
Terminal growth (%)	2.0										
Enterprise value - add investments	6,720										
Net debt	786										
Minority interest	(290)										
Equity value	6,225										
# of shares (m)	1,000										
Equity value/share (Bt)	6.2										

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 8: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div. Yield		— ROE —	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
Refining & Marketing														
Caltex Australia	CTX AU	Australia	53.3	4.1	na	na	na	na	na	na	na	na	12.0	19.4
BPCL	BPCL IN	India	(0.3)	(7.3)	6.9	7.4	1.3	1.2	7.6	7.9	6.5	8.0	24.7	18.8
HPCL	HPCL IN	India	(12.6)	6.7	5.0	4.7	0.8	0.7	6.9	6.0	8.0	7.5	24.1	17.2
IOCL	IOCL IN	India	65.7	(13.3)	4.4	5.1	0.9	0.8	5.3	6.1	6.9	9.7	14.6	19.3
Reliance Industries	RIL IN	India	31.2	27.6	30.5	23.9	2.4	2.2	19.1	14.6	0.3	0.3	8.6	8.0
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	(22.8)	9.6	12.4	1.1	1.0	6.1	7.0	0.8	1.5	4.4	12.3
S-OIL	010950 KS	S.Korea	50.6	(29.6)	6.2	8.8	1.6	1.4	4.9	6.6	3.2	4.4	23.5	27.8
Petron	PCOR PM	Philippines	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	4.1	na
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	(6.1)	(7.9)	18.7	20.3	2.5	2.4	11.6	12.4	4.3	3.6	15.3	13.4
Bangchak *	BCP TB	Thailand	38.2	(33.6)	7.4	11.2	0.8	0.8	4.6	7.2	5.3	3.5	11.5	7.2
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	320.8	57.3	13.6	1.5	1.3	11.1	8.3	0.0	0.0	3.0	10.4
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	(70.7)	489.1	63.1	10.7	0.8	0.8	13.0	7.5	4.3	4.7	1.3	7.3
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	50.7	19.3	15.9	13.3	2.7	2.4	7.2	6.2	3.2	3.8	17.7	19.0
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	(19.4)	5.4	9.5	9.1	0.7	0.6	7.5	7.0	5.2	5.0	7.0	7.1
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	(23.1)	15.3	19.9	1.4	1.3	6.2	7.4	3.8	2.5	9.8	6.8
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	46.5	11.9	11.5	10.3	1.0	0.9	6.1	5.2	5.2	5.8	8.7	9.4
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	53.9	(24.2)	14.1	18.6	0.9	0.8	13.4	18.1	5.0	2.1	6.5	4.5
Average			21.6	45.2	18.4	12.6	1.3	1.2	8.7	8.5	4.1	4.2	11.6	13.0
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	21.4	(8.8)	6.9	7.6	0.6	0.6	3.2	3.4	5.8	6.3	7.3	8.6
Sinopec	386 HK	China	(0.5)	0.5	6.4	6.3	0.6	0.5	3.7	3.9	9.5	10.3	9.6	9.1
Total	FP	France	99.3	(17.9)	na	na	na	na	na	na	na	na	15.3	24.0
Eni	ENI IM	Italy	139.0	(22.1)	5.0	6.4	1.0	0.9	2.6	2.9	6.0	6.1	10.7	20.1
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	104.2	(11.6)	na	na	na	na	3.4	3.6	na	na	11.2	19.8
Repsol	REP SM	Spain	116.9	(19.8)	4.8	6.0	0.9	0.8	3.3	3.7	3.9	4.1	11.1	18.1
Chevron Texaco	CVX US	USA	90.5	(10.6)	10.8	12.1	2.2	2.1	5.8	6.4	3.0	3.2	11.7	20.3
Exxon Mobil	XOM US	USA	91.0	(15.0)	9.9	11.6	2.3	2.1	5.3	6.3	3.5	3.6	13.5	23.4
Conoco Philips	COP US	USA	144.2	(15.5)	8.0	9.4	2.9	2.4	4.5	5.1	1.5	1.6	20.8	35.0
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	(5.0)	4.4	12.9	12.3	1.0	1.0	4.7	4.5	5.3	5.3	8.2	8.3
Average			80.1	(11.6)	8.1	9.0	1.4	1.3	4.0	4.4	4.8	5.1	11.9	18.7
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	115.0	(17.3)	9.7	11.7	1.8	1.7	4.3	5.0	1.3	2.8	10.8	19.0
Woodside	WDS AU	Australia	97.4	(16.0)	10.5	12.4	1.8	1.7	5.5	5.3	3.4	6.7	11.4	23.9
Suncor Energy	SU US	Canada	194.7	(12.1)	5.4	6.1	1.4	1.3	4.4	4.7	2.5	4.4	10.9	24.4
ONGC	ONGC IN	India	na	39.8	4.6	3.3	0.8	0.7	4.1	3.1	1.9	7.8	6.1	18.6
RIL	RIL IN	India	31.2	27.6	30.5	23.9	2.4	2.2	19.1	14.6	0.3	0.3	8.6	8.0
Apache	APA US	USA	143.5	(4.7)	4.9	5.1	13.5	6.1	3.2	3.5	0.3	1.1	(104.6)	353.7
Devon Energy	DVN US	USA	152.0	0.2	9.0	9.0	4.4	3.4	5.6	5.6	1.3	0.8	38.1	54.1
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	79.9	(9.8)	8.5	9.4	1.4	1.3	3.1	3.2	3.6	4.1	17.8	14.3
Average			116.2	1.0	10.4	10.1	3.4	2.3	6.2	5.6	1.8	3.5	(0.1)	64.5

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 7 June 2022 closing prices

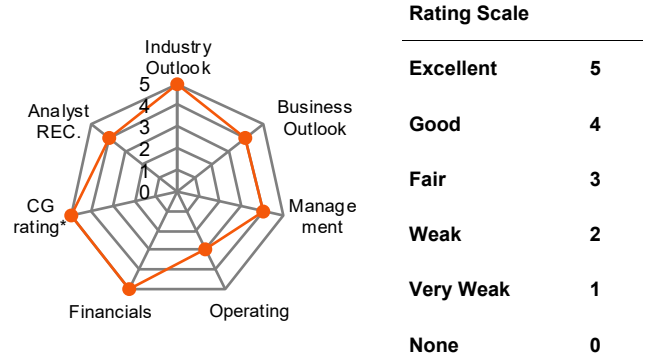
กรุณารออ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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



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)	3.65	6.20	70%
Net profit 22F (Bt m)	301	334	11%
Net profit 23F (Bt m)	358	374	4%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสูงกว่าตลาด 11% และ 4% เนื่องจากสมมติฐานการเติบโตของปริมาณขายของเรา
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่ามาก ซึ่งเราเชื่อว่าเรามีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มในระยะยาวมากกว่าในเรื่องของศักยภาพในการเติบโตของ SUSCO ในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	16,673	20,033	25,902	27,729	28,936
Cost of sales	15,220	18,550	24,225	25,924	27,056
Gross profit	1,452	1,483	1,677	1,805	1,880
% gross margin	8.7%	7.4%	6.5%	6.5%	6.5%
Selling & administration expenses	1,235	1,265	1,280	1,323	1,366
Operating profit	218	219	397	483	514
% operating margin	1.3%	1.1%	1.5%	1.7%	1.8%
Depreciation & amortization	352	370	392	408	420
EBITDA	570	589	789	890	934
% EBITDA margin	3.4%	2.9%	3.0%	3.2%	3.2%
Non-operating income	111	152	93	95	97
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(52)	(59)	(72)	(111)	(107)
Pre-tax profit	278	311	417	467	504
Income tax	55	65	83	93	101
After-tax profit	222	246	334	374	403
% net margin	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%
Shares in affiliates' Earnings	(5)	(13)	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	218	234	334	374	403
Normalized profit	218	234	334	374	403
EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4

We expect a sharp turnaround in 2022F with further growth in 2023F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	1,365	1,796	2,051	2,215	2,346
Cash & cash equivalent	302	367	410	458	512
Account receivables	594	706	852	912	951
Inventories	416	498	498	533	556
Others	53	226	292	313	326
Investments & loans	1,150	1,168	1,168	1,168	1,168
Net fixed assets	1,675	1,867	1,858	1,843	1,823
Other assets	1,811	1,962	3,206	3,220	3,234
Total assets	6,001	6,794	8,284	8,447	8,572
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,176	1,725	2,642	2,625	2,568
Account payables	770	1,220	1,195	1,278	1,334
Bank overdraft & ST loans	100	280	1,345	1,244	1,127
Current LT debt	114	32	0	0	0
Others current liabilities	192	193	102	102	106
Total LT debt	234	221	0	0	0
Others LT liabilities	1,137	1,321	2,037	2,056	2,068
Total liabilities	2,547	3,268	4,680	4,681	4,636
Minority interest	(281)	(290)	(290)	(290)	(290)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,100	1,100	1,000	1,000	1,000
Share premium	249	249	249	249	249
Warrants	27	27	27	27	27
Surplus	102	120	120	120	120
Retained earnings	2,256	2,320	2,498	2,660	2,830
Shareholders' equity	3,735	3,816	3,895	4,056	4,226
Liabilities & equity	6,001	6,794	8,284	8,447	8,572

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	278	311	417	467	504
Tax paid	(55)	(77)	(83)	(93)	(101)
Depreciation & amortization	352	370	392	408	420
Chg In working capital	(134)	256	(171)	(11)	(7)
Chg In other CA & CL / minorities	309	(142)	(157)	(21)	(10)
Cash flow from operations	750	718	398	749	806
Capex	(412)	(552)	(369)	(377)	(385)
Right of use	(1,637)	(175)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	101	(18)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,434	158	(543)	(11)	(17)
Cash flow from investments	(514)	(587)	(912)	(387)	(402)
Debt financing	28	85	812	(101)	(117)
Capital increase	(40)	0	(100)	0	0
Dividends paid	(136)	(170)	(155)	(212)	(233)
Warrants & other surplus	(70)	17	0	0	0
Cash flow from financing	(218)	(67)	557	(314)	(350)
Free cash flow	339	167	29	372	421

SUSCO consistently generates high cash flows

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	18.5	16.9	11.5	10.3	9.5
Normalized PE - at target price (x)	29.9	27.2	18.6	16.6	15.4
PE (x)	18.5	16.9	11.5	10.3	9.5
PE - at target price (x)	29.9	27.2	18.6	16.6	15.4
EV/EBITDA (x)	7.3	7.0	6.1	5.2	4.8
EV/EBITDA - at target price (x)	11.7	11.1	9.0	7.8	7.3
P/BV (x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
P/BV - at target price (x)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5
P/CFO (x)	5.4	5.5	9.6	5.1	4.8
Price/sales (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
Dividend yield (%)	2.9	2.9	5.2	5.8	6.3
FCF Yield (%)	8.4	4.2	0.8	9.7	11.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
EPS	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
DPS	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
BV/share	3.6	3.8	3.9	4.1	4.2
CFO/share	0.7	0.7	0.4	0.7	0.8
FCF/share	0.3	0.2	0.0	0.4	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation remains at a steep discount to peers despite strong growth outlook

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(40.4)	20.2	29.3	7.1	4.4
Net profit (%)	(43.9)	7.3	43.0	11.9	7.9
EPS (%)	(42.6)	9.9	46.5	11.9	7.9
Normalized profit (%)	(43.9)	7.3	43.0	11.9	7.9
Normalized EPS (%)	(42.6)	9.9	46.5	11.9	7.9
Dividend payout ratio (%)	53.1	47.1	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	8.7	7.4	6.5	6.5	6.5
Operating margin (%)	1.3	1.1	1.5	1.7	1.8
EBITDA margin (%)	3.4	2.9	3.0	3.2	3.2
Net margin (%)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.2	0.4	0.3	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.3	0.2	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	4.2	3.7	5.5	4.4	4.8
Interest coverage - EBITDA (x)	11.1	9.9	10.9	8.1	8.7
ROA - using norm profit (%)	3.7	3.7	4.4	4.5	4.7
ROE - using norm profit (%)	5.8	6.2	8.7	9.4	9.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.9	6.5	8.7	9.4	9.7
- asset turnover (x)	2.9	3.1	3.4	3.3	3.4
- operating margin (%)	2.0	1.8	1.9	2.1	2.1
- leverage (x)	1.6	1.7	2.0	2.1	2.1
- interest burden (%)	84.3	84.0	85.2	80.9	82.5
- tax burden (%)	80.0	79.2	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
ROIC (%)	4.5	4.5	8.0	8.0	8.5
NOPAT (Bt m)	174	173	318	386	411
invested capital (Bt m)	3,881	3,983	4,831	4,842	4,841

Sources: Company data, Thanachart estimates

ROE is likely to improve
on earnings recovery

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป 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 60 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, WHA16C2209A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTJB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัครวิณี ไตรลัมชะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Thematic Research, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ 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, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง 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 นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.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