

HOLD (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 8.50

(From: Bt 11.00)

7 FEBRUARY 2024

Digital Telecom. Infra. Fund (DIF TB)

นำเสนอใจน้อยลง

เราปรับลดคำแนะนำ DIF เป็น “ถือ” โดยคาดว่าจะจ่ายเงินปันผลได้น้อยลง หลังรายได้ค่าเช่าลดลงจากผู้เช่ารายย่อยลดปริมาณเช่า และต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้น เรามองความเสี่ยงจากคู่สัญญาสูงขึ้นในแง่โอกาสการขอเจรจาสัญญาจาก TRUE เราปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 8.5 บาท



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

เราปรับลดคำแนะนำ DIF เป็น “ถือ” (จาก “ซื้อ”) ด้วยเหตุผลสามประการ 1) เราคาดว่ารายได้ค่าเช่าของ DIF ลดลง 1.4 หมื่นลบ. ในปี 2024F หดตัว 4% จาก 1.44 หมื่นลบ. ในปี 2022 เนื่องจากผู้เช่ารายเล็ก (บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด, DTAC) ทอยอยยกเลิกสัญญาเช่าหลังการควบรวมธุรกิจ 2) เราคาดว่าต้นทุนทางการเงินของ DIF จะขึ้นไปแตะจุดสูงสุดที่ 6.1% ในปี 2025F (จาก 4.1% ในปี 2022) ตามอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นในช่วงหลายปีที่ผ่านมา 3) จากรายได้ที่ลดลง และต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น เราคาดเงินปันผลจาก DIF ลดลงเหลือ 0.93 บาท/หน่วย ในช่วงปี 2024-26F (จาก 1.04 บาท/หน่วย ในปี 2020-22) ราคาเป้าหมาย DDM ของเราจึงลดลงเหลือ 8.5 บาท (จาก 11 บาท) หลังปรับประมาณการเงินปันผลลง และปรับมาใช้ปีฐาน 2024F

สูญเสียผู้เช่ารายย่อย

เราคาดว่ารายได้ค่าเช่าของ DIF ลดลง 2% ในปี 2023F และอีก 1% ในปี 2024F เนื่องจากปริมาณเช่าที่ลดลงจาก DTAC แต่รายได้ของ DIF จะกลับมาทรงตัวอีกครั้งเนื่องจากสัญญาเช่าที่เหลือ มีเงื่อนไขปริมาณการเช่าคงที่ บนราคาเช่าที่ปรับตามอัตราเงินเฟ้อ กับผู้เช่ารายใหญ่ คือ บมจ.ทรู คอร์ปอเรชั่น (TRUE, “ซื้อ”) จนถึงปี 2033F เราคาดการณ์การจ่ายเงินปันผลของ DIF จะลดลงเหลือเฉลี่ย 0.95 บาท/หน่วย ในช่วงปี 2024-33F จากฐานรายได้ที่ลดลงนี้ และคาดเงินปันผลลดลงอีกครั้งเหลือ 0.77 บาท ในปี 2034-43F หลังจากสัญญาเช่าหลักหมดอายุในปี 2033F เนื่องจากเราใช้สมมติฐานว่ามีเพียง 6 จากทั้งหมด 9 สัญญาที่จะถูกต่ออายุไปอีกสิบปี

มีกรณีตัวอย่างในตลาด

เรามองว่าความเสี่ยงด้านคู่สัญญาของ DIF สูงขึ้น เนื่องจาก TRUE ยังคงประสบปัญหาจากผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นต่อเนื่อง โดยมีกรณีตัวอย่างที่เป็นไปในเชิงลบก่อนหน้านี้ในตลาด คือการที่ ทรูเบิ้ลที บรอดแบนด์ (TTTBB) สามารถเจรจาลดค่าเช่าลงได้ จากกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานบรอดแบนด์ อินเทอร์เน็ต จัสมิน (JASIF, “ซื้อ”) เนื่องจากกระแสเงินสดของบริษัทอ่อนแอลงในช่วงหลัง แม้ยังไม่มีสัญญาณการขอเจรจาจาก TRUE และเราเชื่อว่าหากเกิดจริงก็จะมีผลกระทบในรูปแบบอื่นเพื่อรักษามูลค่าสัญญาโดยรวม แต่เรามองเรื่องนี้เป็นความเสี่ยงสำหรับ DIF

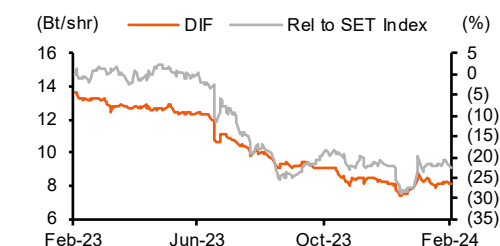
เปลี่ยนไปเล่น JASIF

ปัจจุบันเราชอบ JASIF มากกว่า DIF เนื่องจาก 1) เรามองว่า IRR สำหรับการลงทุนใน JASIF จนหมดอายุสัญญานั้นน่าสนใจกว่าที่ 7.7% สำหรับระยะเวลาการถือครอง 15 ปี เทียบกับของ DIF ที่ 8.5% IRR บนการถือครอง 20 ปี 2) เรามองว่า JASIF มีความเสี่ยงด้านคู่สัญญาที่ต่ำลงมากหลังเปลี่ยนผู้เช่ารายใหญ่มาเป็น บมจ. แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส (ADVANC, “ซื้อ”) ที่มีสถานะทางการเงินแข็งแกร่ง และความสามารถในการทำกำไรสูง และ 3) JASIF มีการแก้ไขสัญญาไปแล้วก่อน ADVANC เข้าซื้อกิจการ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	14,404	14,297	14,053	14,054
Net profit	7,462	11,870	11,610	11,711
Consensus NP	—	11,345	11,298	11,291
Diff frm cons (%)	—	4.6	2.8	3.7
Norm profit	12,335	11,870	11,610	11,711
Prev. Norm profit	—	12,039	12,036	12,130
Chg frm prev (%)	—	(1.4)	(3.5)	(3.4)
Norm EPS (Bt)	1.2	1.1	1.1	1.1
Norm EPS grw (%)	(2.6)	(3.8)	(2.2)	0.9
Norm PE (x)	7.1	7.3	7.5	7.4
EV/EBITDA (x)	7.8	7.8	7.8	7.7
P/NAV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
Cash div yield (%)*	12.6	11.5	11.2	11.3
Effective yield (%)**	12.6	11.5	11.2	11.3
ROE (%)	7.1	6.8	6.6	6.6
Net D/E (%)	13.1	12.4	11.6	10.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 6-Feb-24 (Bt)	8.20
Market Cap (US\$ m)	2,443.9
Listed Shares (m shares)	10,631.7
Free Float (%)	79.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.0
12M Price H/L (Bt)	13.70/7.40
Sector	Telecom
Major Shareholder	TRUE Corporation 20.56%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035-43F
Dividend of common stock	9,807	9,796	9,892	9,958	10,012	10,104	10,174	10,265	10,336	10,426	8,692	74,727
Dividend payment	9,807	9,796	9,892	9,958	10,012	10,104	10,174	10,265	10,336	10,426	8,692	74,427
Cost of equity (%)	8.6											
Terminal growth (%)	0.0											
PV of dividend	9,107	8,446	7,814	7,271	6,757	6,303	5,867	5,472	4,870	4,518	3,465	19,986
Equity value (m)	89,875											
No. of units (m)	10,632											
Equity value / unit (Bt)	8.5											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 2: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPU growth		PE		P/NAV		EV/EBITDA		Div yield	
			23F (%)	24F (%)	23F (x)	24F (x)	23F (x)	24F (x)	23F (x)	24F (x)	23F (%)	24F (%)
Link REIT/The	823 HK	Hong Kong	(60.1)	(9.4)	13.9	15.4	0.5	0.5	17.9	16.3	7.1	6.6
Yuexiu Real Estate	405 HK	Hong Kong	47.2	2.7	12.1	11.8	0.3	0.3	14.6	14.1	9.2	9.3
Fortune Real Estate	778 HK	Hong Kong	(195.0)	(14.9)	9.1	10.7	0.3	0.3	18.4	18.2	10.3	9.8
CapitaLand Mall Trust	CT SP	Singapore	na	(4.7)	na	na	na	na	na	na	na	na
Frasers Centrepoint Trust	FCT SP	Singapore	(9.8)	(3.6)	20.3	21.0	1.0	1.0	25.8	25.3	5.3	5.2
Mapletree Commercial	MCT SP	Singapore	na	(11.2)	na	na	na	na	na	na	na	na
Suntec Real Estate	SUN SP	Singapore	(3.8)	0.0	20.2	20.2	0.5	0.5	28.4	27.4	6.1	5.8
Starhill Global REIT	SGREIT SP	Singapore	(1.4)	0.0	12.6	12.6	0.6	0.7	15.8	16.0	8.2	8.0
CapitaLand Commercial	CCT SP	Singapore	(12.6)	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Keppel REIT	KREIT SP	Singapore	2.7	(4.3)	19.2	20.1	0.7	0.7	39.2	36.8	6.7	6.7
CapitaLand Retail China	CRCT SP	Singapore	na	(1.6)	na	na	na	na	14.7	14.7	na	na
Ascendas Real Estate	AREIT SP	Singapore	na	(5.2)	na	na	na	na	na	na	na	na
Mapletree Industrial Trust	MINT SP	Singapore	29.4	(3.0)	17.9	18.5	1.3	1.3	22.2	21.2	5.7	5.5
Mapletree Logistics Trust	MLT SP	Singapore	(29.6)	(10.0)	18.8	20.8	1.0	1.0	23.4	23.1	6.0	5.9
Ascott Residence Trust	ART SP	Singapore	na	7.7	na	na	na	na	na	na	na	na
CDL Hospitality Trusts	CDREIT SP	Singapore	(47.5)	0.0	19.2	19.2	0.7	0.7	20.2	17.7	6.2	6.4
Axis Real Estate	AXRB MK	Malaysia	(30.4)	14.9	20.5	17.8	1.1	1.1	21.0	20.0	4.6	5.3
Sunway Real Estate	SREIT MK	Malaysia	7.5	3.0	16.1	15.6	1.0	1.1	18.8	17.3	5.9	6.3
KLCCP Stapled Group	KLCCSS MK	Malaysia	170.2	3.3	17.5	16.9	1.0	1.1	22.7	22.3	5.3	5.5
IGB Real Estate	IGBREIT MK	Malaysia	(30.6)	5.0	17.6	16.8	1.6	1.6	17.9	17.2	6.0	6.2
Pavilion Real Estate	PREIT MK	Malaysia	(37.7)	11.4	16.7	15.0	1.0	1.0	18.9	15.7	6.1	6.5
BTS Rail Mass Transit **	BTSGIF TB	Thailand	33.1	16.6	4.6	4.0	0.5	0.6	4.6	4.0	21.6	25.2
CPN Retail Growth *	CPNREIT TB	Thailand	10.7	(9.0)	8.0	8.8	0.9	1.0	12.2	13.6	9.8	9.0
Digital Telecom Int. *	DIF TB	Thailand	(3.8)	(2.2)	7.3	7.5	0.5	0.5	7.8	7.8	11.5	11.2
Jasmine Broadband Int. *	JASIF TB	Thailand	(10.0)	(21.8)	6.2	8.0	0.7	0.7	6.6	8.0	12.6	11.5
Average			(8.5)	(0.6)	15.1	15.1	0.8	0.8	19.2	18.3	7.9	8.0

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS,

** Fiscal year ends in February for BTSGIF, and we use one-year forward numbers for 24-25F.

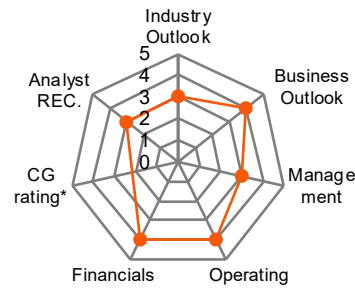
Based on 6 Feb 2024 closing prices

FUND DETAILS

ชื่อบริษัท	: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล
ชื่อย่อหลักทรัพย์	: DIF TB
วันที่ซื้อขายวันแรก	: 27 ธันวาคม 2013
ทุนจดทะเบียน	: 58 พันลป.(58,000 หน่วย@พาร์ 10 บาท/หน่วย)
ประเภท	: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ประเภทกองทุนปิด
สินทรัพย์ที่ลงทุน	: เส้าโทรคมนาคม และสายเคเบิลใยแก้วนำแสง
ระยะเวลาโครงการ	: ไม่มีกำหนดอายุ
สปอนเซอร์	: บมจ. บริษัท โทร คอร์ปอเรชั่น (TRUE TB)
ผู้จัดการกองทุน	: บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยพาณิชย์ จำกัด
นโยบายเงินปันผล	: ไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของกำไรสุทธิที่ปรับปรุง
วันที่จ่ายเงินปันผล	: รายไตรมาส
ข้อจำกัดหุ้นต่างตัว	: ไม่เกิน 49% ของหน่วยลงทุนทั้งหมด

Source: SET

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * No CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นกองทุนโครงสร้างพื้นฐานเกี่ยวกับธุรกิจโทรคมนาคมขนาดใหญ่ของประเทศ
- สถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งขึ้นของผู้สนับสนุนหลัก TRUE ภายหลังการควบบริษัท

O — Opportunity

- การเร่งขยายเครือข่าย 5G ช่วยเพิ่มความต้องการอุปกรณ์โทรคมนาคมและโครงสร้างพื้นฐาน
- DIF สามารถซื้อทรัพย์สินเพิ่มเติมจาก TRUE (หรือผู้ให้บริการโทรคมนาคมรายอื่น) เพื่อเพิ่มรายได้หรือขยายอายุสัญญา

W — Weakness

- รายได้จากสัญญาเช่าได้รับการประกันในช่วงระยะเวลาหนึ่งเท่านั้น (จนถึงปี 2033 และบางส่วนสามารถขยายไปจนถึงปี 2043) ขณะที่เราเชื่อว่าเป็นเรื่องยากสำหรับ DIF ที่จะหาผู้เช่ารายใหม่

T — Threat

- การเปลี่ยนแปลงด้านกฎหมายและหลักเกณฑ์ต่างๆ
- การจัดเก็บภาษีใดๆ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	11.55	8.50	-26%
Net profit 23F (Bt m)	11,345	11,870	5%
Net profit 24F (Bt m)	11,298	11,610	3%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023-24F ของเราสูงกว่าของตลาด 3-5% ซึ่งอาจเป็นเพราะเราคาดว่าจะมีผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงน้อยกว่าตลาด
- แต่ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า 26% น่าจะเนื่องจากเรามองลบมากขึ้นต่อความสามารถของ DIF ในการขยายสัญญาเช่าในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเพิ่มขึ้นที่มากกว่า/น้อยกว่าคาด และระยะเวลาที่อัตราดอกเบี้ยทั่วโลกอยู่ในระดับสูงนานกว่า/สั้นกว่าคาด เป็นความเสี่ยงด้านลบ/บวกที่สำคัญต่อความสามารถการจ่ายปันผลของ DIF และต่อการประเมินมูลค่าตามวิธี DDM ของเรา
- หาก TRUE ไม่สามารถชำระค่าเช่า หรือมีการยกเลิกสัญญาเช่าไม่ว่าด้วยเหตุผลใดก็ตาม จะเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อ DIF และส่งผลกระทบต่อความสามารถในการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นรายลงทุน

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

*Falling revenue after its
minor tenant is cancelling
rental contracts*

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Revenue	14,726	14,404	14,297	14,053	14,054
Selling & administration expenses	309	306	303	305	307
Operating profit	14,417	14,098	13,994	13,748	13,748
% operating margin	97.9%	97.9%	97.9%	97.8%	97.8%
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
EBITDA	14,417	14,098	13,994	13,748	13,748
% EBITDA margin	97.9%	97.9%	97.9%	97.8%	97.8%
Non-operating income	16	21	50	42	44
Non-operating expenses	(43)	(47)	(48)	(49)	(50)
Interest expense	(1,719)	(1,734)	(2,123)	(2,128)	(2,028)
Pre-tax profit	12,671	12,338	11,873	11,613	11,715
Income tax	1	3	3	3	3
After-tax profit	12,669	12,335	11,870	11,610	11,711
% net margin	86.0%	85.6%	83.0%	82.6%	83.3%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	219	(4,873)	0	0	0
NET INVESTMENT INCOME	12,888	7,462	11,870	11,610	11,711
Normalized Net Invest. Income	12,669	12,335	11,870	11,610	11,711
EPS (Bt)	1.2	0.7	1.1	1.1	1.1
Normalized EPS (Bt)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1

BALANCE SHEET

*Assets comprise telecom
towers and nationwide
fiber-optic network*

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	7,959	8,265	8,066	8,255	8,506
Cash & cash equivalent	4,397	4,409	4,500	4,750	5,000
Account receivables	3,499	3,815	3,525	3,465	3,465
Inventories	0	0	0	0	0
Others	63	40	40	40	40
Investments & loans	215,927	209,238	209,238	209,238	209,238
Net fixed assets	0	0	0	0	0
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	223,886	217,502	217,303	217,493	217,744
LIABILITIES:					
Current liabilities:	8,245	6,466	6,283	6,209	6,230
Account payables	663	663	614	600	600
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	7,583	5,803	5,669	5,609	5,630
Total LT debt	27,267	27,004	26,060	25,220	24,234
Others LT liabilities	0	0	0	0	0
Total liabilities	47,670	44,891	43,065	41,451	39,786
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	106,317	106,317	106,317	106,317	106,317
Share premium	20,800	20,800	20,800	20,800	20,800
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	49,100	45,495	47,123	48,926	50,842
Net Assets	176,216	172,611	174,239	176,042	177,958

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	12,671	12,338	11,873	11,613	11,715
Tax paid	61	44	(38)	(81)	(3)
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
Chg In working capital	(407)	(316)	240	47	(0)
Chg In other CA & CL / minorities	43	(1,827)	(99)	18	20
Cash flow from operations	12,368	10,239	11,977	11,597	11,732
Capex	0	0	0	0	0
ST loans & investments	44	23	0	0	0
LT loans & investments	(176)	6,689	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(456)	(5,608)	(700)	(700)	(700)
Cash flow from investments	(588)	1,104	(700)	(700)	(700)
Debt financing	(319)	(263)	(944)	(840)	(986)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(11,099)	(11,067)	(10,242)	(9,807)	(9,796)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	(11,418)	(11,331)	(11,186)	(10,647)	(10,782)
Free cash flow	12,368	10,239	11,977	11,597	11,732

*Resilient cashflow
generation from long-
term rental contracts*

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	6.9	7.1	7.3	7.5	7.4
Normalized PE - at target price (x)	7.1	7.3	7.6	7.8	7.7
PE (x)	6.8	11.7	7.3	7.5	7.4
PE - at target price (x)	7.0	12.1	7.6	7.8	7.7
EV/EBITDA (x)	7.6	7.8	7.8	7.8	7.7
EV/EBITDA - at target price (x)	7.9	8.0	8.0	8.1	8.0
P/NAV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
P/NAV - at target price (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
P/CFO (x)	7.0	8.5	7.3	7.5	7.4
Price/sales (x)	5.9	6.1	6.1	6.2	6.2
Effective dividend yield (%)	12.7	12.6	11.5	11.2	11.3
Capital reduction yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash dividend yield (%)	12.7	12.6	11.5	11.2	11.3
FCF Yield (%)	14.2	11.7	13.7	13.3	13.5
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
EPS	1.2	0.7	1.1	1.1	1.1
Effective dividend *	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
Capital reduction dividend	-	-	-	-	-
Cash dividend **	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
NAV/unit	16.6	16.2	16.4	16.6	16.7
CFO/unit	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
FCF/unit	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1

*Decent 11% dividend
yield*

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Interest rate hikes slightly
hurt its dividend
payments*

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	0.3	(2.2)	(0.7)	(1.7)	0.0
Net profit (%)	(4.0)	(42.1)	59.1	(2.2)	0.9
EPS (%)	(4.0)	(42.1)	59.1	(2.2)	0.9
Normalized profit (%)	2.1	(2.6)	(3.8)	(2.2)	0.9
Normalized EPS (%)	2.1	(2.6)	(3.8)	(2.2)	0.9
Dividend payout ratio (%)***	86.1	147.2	84.2	83.9	83.8
Operating performance					
Gross margin (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating margin (%)	97.9	97.9	97.9	97.8	97.8
EBITDA margin (%)	97.9	97.9	97.9	97.8	97.8
Net margin (%)	86.0	85.6	83.0	82.6	83.3
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	8.4	8.1	6.6	6.5	6.8
Interest coverage - EBITDA (x)	8.4	8.1	6.6	6.5	6.8
ROA - using norm profit (%)	5.7	5.6	5.5	5.3	5.4
ROE - using norm profit (%)	7.2	7.1	6.8	6.6	6.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.2	7.1	6.8	6.6	6.6
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	97.7	97.7	97.9	97.8	97.8
- leverage (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
- interest burden (%)	88.1	87.7	84.8	84.5	85.2
- tax burden (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Cost of equity (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	7.3	7.1	7.2	7.0	7.0
NOPAT (Bt m)	14,416	14,094	13,990	13,744	13,744

Sources: Company data, Thanachart estimates

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 1 หลักทรัพย์ ได้แก่ (TIDLOR16C2402A) underlying securities are (TIDLOR). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีลซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.31 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีลซิ่ง 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 ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 7/2566 ชุดที่ 1-3 " ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น ผู้ร่วมจัดการการจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย ให้กับบริษัท บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) Moshi Moshi Retail Corporation Pcl (MOSHI) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ 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, หินผา, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรัชดา ศรทรง 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, อิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฑุดี 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 ลิมาวงษ์ปรางค์ 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
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th