

BUY

Initiation

TP: Bt 7.50

Upside : 21.0%

7 FEBRUARY 2024

Small Cap Research

Jasmine Broadband Int. (JASIF TB)

ผลตอบแทนสูงขึ้นบนความเสี่ยงลดลง

เรากลับมาทำบทวิเคราะห์ JASIF อีกครั้งหลังการแก้ไขสัญญาเสร็จสิ้น โดยเราแนะนำ “ซื้อ” บนอัตราผลตอบแทนปันผลสูงที่ 12% และอัตราผลตอบแทน IRR สำหรับการถือครองจนครบอายุที่ 8% ในขณะที่ความเสี่ยงด้านคู่สัญญาลดลงหลัง ADVANC กลายเป็นผู้เช่าหลักรายใหม่ เราประเมินมูลค่า JASIF ได้ที่ 7.5 บาท/หน่วย



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

แนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของรายงานกลุ่มโทรคมนาคม – “คลื่นลมสงบ” วันที่ 7 กุมภาพันธ์ 2024 เรากลับมาทำบทวิเคราะห์ JASIF อีกครั้ง และให้คำแนะนำ “ซื้อ” จาก 1) JASIF ให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงที่ 12% ในปี 2024-26F เทียบเป็น IRR หากถือครองเป็นระยะเวลา 15 ปีจนถึงสิ้นสุดสัญญาเช่าในปี 2038F ที่ 8% 2) ความเสี่ยงจากคู่สัญญาลดลงหลัง บมจ. แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส (ADVANC, “ซื้อ”) กลายเป็นผู้เช่าหลักของ JASIF และการแก้ไขสัญญาเช่าเสร็จสิ้นไปแล้ว ปัจจุบัน ADVANC มีสัดส่วนถือครอง JASIF 19% โดยมีบริษัทแม่ - บมจ. กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ (GULF, “ซื้อ”) ถือครองอยู่อีก 5% 3) ราคาอัตราดอกเบี้ยที่ถึงจุดสูงสุดจะสร้างแนวโน้มเชิงบวกต่อกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เราประเมินมูลค่า JASIF ด้วยวิธี DDM (ปีฐาน 2024F) ได้ที่ 7.5 บาท/หน่วย

อยู่ได้เงื่อนไขในสัญญาใหม่แล้ว

JASIF เป็นทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) ของผู้ให้บริการบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต ทริปปิเบิลบรอดแบนด์ (TTTBB) ซึ่งถูกควบรวมกิจการโดย ADVANC ไปเมื่อเดือนพฤศจิกายน 2023 โดยสินทรัพย์หลักของ JASIF คือระบบเคเบิลใยแก้วนำแสงที่ให้ TTTBB เข้าภายใต้สัญญาแบบขายและเช่ากลับ โดยสัญญาเช่าถูกแก้ไขก่อนการควบรวมกิจการ คืออัตราค่าเช่าถูกปรับลดลง แต่อายุสัญญาได้ขยายออกไปถึงปี 2038 (จากปี 2031) เงื่อนไขของการปรับราคาเช่าสินทรัพย์ประจำปีตามอัตราเงินเฟ้อบนปริมาณการเช่าคงที่ยังคงอยู่ถึงปี 2031 ก่อนการปรับฐานราคาเช่าอีกครั้งในปี 2032 ซึ่งเราคาดว่าราคาจะลดลง 18% และจะมีการปรับขึ้นราคาเช่าตามอัตราเงินเฟ้อต่อเนื่องไปอีกครั้งสิ้นสุดสัญญาในปี 2038

ความเสี่ยงในการลงทุนลดลง

เรามองความเสี่ยงต่อการลงทุนใน JASIF ลดลง ในด้านการดำเนินงานเรามองว่าความสามารถการสร้างกระแสเงินสดของ JASIF มีความมั่นคงสูงด้วยสัญญาเช่าระยะยาว บนความเสี่ยงด้านคู่สัญญาที่ลดลงอย่างมากหลังการเข้าซื้อกิจการโดย ADVANC ส่วนด้านการเงิน หลังความเสี่ยงด้านคู่สัญญาที่ลดลง ภาระหนี้ของ JASIF ผ่อนคลายลงมาก หลังได้รับอนุมัติต้นทุนทางการเงินที่ลดลง และระยะเวลาชำระคืนหนี้ที่ยาวขึ้นจากธนาคารในประเทศ เราคาดว่าต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของ JASIF จะลดลงเหลือ 5.0% ในปี 2025F เทียบกับก่อนควบรวมกิจการที่ 5.5% แม้อัตราดอกเบี้ยจะมีการปรับตัวขึ้นในช่วงหลายปีที่ผ่านมาก็ตาม

น่าจะไม่มีการขายสินทรัพย์เข้ามาอีก

เราคาดว่า ADVANC จะไม่มีแผนอัดฉีดสินทรัพย์เข้ามาเพิ่ม ทำให้ JASIF มีความเสี่ยงด้านการเพิ่มทุนที่ต่ำ 1) ADVANC มีความสามารถในการกู้ยืมที่อัตราที่ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของ JASIF ในปัจจุบันอยู่มาก 2) เราไม่คาดว่า ADVANC จะมีการลงทุนใหญ่จนต้องการเงินทุนจำนวนมากในระยะสั้นนี้ เราประเมินมูลค่า JASIF บนกระแสเงินสดจากสัญญาเช่า และมูลค่าของสินทรัพย์ใยแก้วนำแสงหลังสัญญาหมดอายุ บนสมมติฐานว่าไม่มีการเพิ่มทรัพย์สินเข้ามาใน JASIF เพิ่มเติม

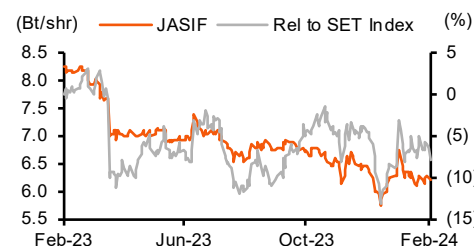
COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	9,437	7,553	7,704	7,781
Net profit	(11,139)	6,224	6,461	6,592
Consensus NP	—	6,878	6,798	na
Diff frm cons (%)	—	(9.5)	(5.0)	na
Norm profit	7,961	6,224	6,461	6,592
Norm EPS (Bt)	1.0	0.8	0.8	0.8
Norm EPS grw (%)	(10.0)	(21.8)	3.8	2.0
Norm PE (x)	6.2	8.0	7.7	7.5
EV/EBITDA (x)	6.6	8.0	7.7	7.5
P/NAV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7
Cash div yield (%)*	12.6	11.5	11.8	11.9
Effective yield (%)**	7.4	11.5	11.8	11.9
ROE (%)	10.5	9.2	9.4	9.5
Net D/E (%)	11.9	9.5	8.4	7.3

Note: * Dividend from operations and capital reduction

** Dividend from operations

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 6-Feb-24 (Bt)	6.20
Market Cap (US\$ m)	1,390.4
Listed Shares (m shares)	8,000.0
Free Float (%)	79.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.0
12M Price H/L (Bt)	8.25/5.75
Sector	Telecom
Major Shareholder	JAS 19%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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	2035-48F
Dividend of common stock	5,212	5,834	5,904	5,949	6,004	6,118	6,251	6,384	5,522	5,241	5,341	71,244
Dividend payment	5,212	5,834	5,904	5,949	6,004	6,118	6,251	6,384	5,522	5,241	5,341	71,244
Cost of equity (%)	6.4											
Terminal growth (%)	0.0											
PV of dividend	5,212	5,067	4,779	4,488	4,124	3,898	3,694	3,500	2,808	2,472	2,221	17,559
Equity value (m)	59,821											
No. of units (m)	8,000											
Equity value / unit (Bt)	7.5											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Our DDM calculation continues into 2048F, when we assume JASIF’s asset life to expire thus no more income generation.

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	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
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

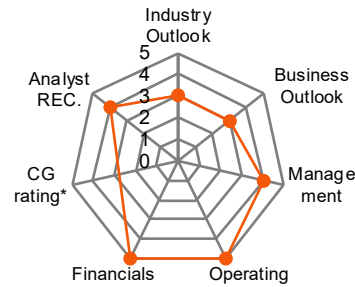
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

FUND DETAILS

ชื่อบริษัท	: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานบรอดแบนด์ อินเทอร์เน็ต จัสมิน
ชื่อย่อหลักทรัพย์	: JASIF
วันที่เข้าซื้อขายวันแรก	: 16 ก.พ. 2015
ทุนจดทะเบียน	: 55 พันลป. (55,000 หน่วย @พาร์ 9.8516 บาท)
ประเภท	: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน
สินทรัพย์ที่ลงทุน	: เส้นใยแก้วนำแสง
ระยะเวลาโครงการ	: สิ้นสุด 22 ก.พ.2026 และมีช่วงขยายเวลา
สปอนเซอร์	: จัสมิน อินเทอร์เน็ตเซ็นแนล (JAS)
ผู้จัดการกองทุน	: บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม บัวหลวง
นโยบายเงินปันผล	: ไม่น้อยกว่า 90% ของกำไรสุทธิที่ปรับปรุงแล้ว
วันที่จ่ายเงินปันผล	: ไม่น้อยกว่าสองครั้งต่อปี
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

- เป็นหนึ่งในสองกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคมที่ใหญ่ที่สุด
- มีกระแสเงินสดที่แข็งแกร่งและยั่งยืน
- เครือข่ายเส้นใยแก้วนำแสงที่ครอบคลุมทั่วประเทศ

O — Opportunity

- สัดส่วนการใช้อินเทอร์เน็ตต่อประชากรในไทยที่ยังต่ำอยู่
- รายได้เพิ่มขึ้น และการเปลี่ยนแปลงของไลฟ์สไตล์ของคนไทย โดยเฉพาะในต่างจังหวัด
- ความต้องการที่มากขึ้นของอินเทอร์เน็ตความเร็วสูง ที่มาจากเนื้อหาของสื่อและแอปพลิเคชันที่ต้องใช้ bandwidth มากขึ้น

W — Weakness

ให้เช่าสินทรัพย์พื้นฐานเพียงประเภทเดียว (เครือข่ายใยแก้วนำแสงสำหรับบริการอินเทอร์เน็ตบรอดแบนด์) ให้กับผู้เช่าเพียงรายเดียว

T — Threat

- ความสามารถในการต่ออายุสัญญาเช่าตั้งแต่ 2032F
- กองทุนโครงสร้างพื้นฐานใหม่ๆ ที่อาจได้รับการจดทะเบียนในอนาคต

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	6.83	7.50	10%
Net profit 24F (Bt m)	6,878	6,224	-10%
Net profit 25F (Bt m)	6,798	6,461	-5%
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2024-25F ของเรต่ำกว่าตลาด 10% และ 5% ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเราใช้สมมติฐานต้นทุนดอกเบี้ยที่ลดลงช้ากว่าตลาด
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 10% เนื่องจากเราให้สมมติฐานอัตราการจัดปันผลที่สูงกว่าในช่วงปีแรกๆ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากการปรับราคาเช่าเข้าในอนาคตอยู่ในระดับต่ำกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการของเรา
- อัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นสูงกว่าคาดเป็นอีกความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการของเรา
- การเปลี่ยนแปลงด้านเทคโนโลยีในอุตสาหกรรมโทรคมนาคมที่นำไปสู่การใช้เครือข่ายใยแก้วนำแสงลดลง เป็นความเสี่ยงทางลบต่อการประเมินมูลค่าของเรา
- การเพิ่มสินทรัพย์เข้ากองทุนมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นจากผู้สนับสนุนหลักในปัจจุบันหรือจากผู้สนับสนุนหลักรายใหม่เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

*Stable revenue stream
after contract revisions
have been made*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Revenue	10,269	9,437	7,553	7,704	7,781
Selling & administration expenses	651	649	519	527	533
Operating profit	9,618	8,787	7,034	7,177	7,248
% operating margin	93.7%	93.1%	93.1%	93.2%	93.2%
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
EBITDA	9,618	8,787	7,034	7,177	7,248
% EBITDA margin	93.7%	93.1%	93.1%	93.2%	93.2%
Non-operating income	25	78	64	52	44
Non-operating expenses	(26)	(17)	(13)	(14)	(14)
Interest expense	(765)	(888)	(861)	(755)	(686)
Pre-tax profit	8,851	7,961	6,224	6,461	6,592
Income tax	0	0	0	0	0
After-tax profit	8,851	7,961	6,224	6,461	6,592
% net margin	86.2%	84.4%	82.4%	83.9%	84.7%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(5,200)	(19,101)	0	0	0
NET INVESTMENT INCOME	3,650	(11,139)	6,224	6,461	6,592
Normalized Net Invest. Income	8,851	7,961	6,224	6,461	6,592
EPS (Bt)	0.5	(1.4)	0.8	0.8	0.8
Normalized EPS (Bt)	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8

BALANCE SHEET

*Nationwide fiber-optic
network is JASIF's core
asset*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	4,693	4,708	4,366	4,366	4,366
Cash & cash equivalent	4,681	4,179	4,350	4,350	4,350
Account receivables	0	515	2	2	2
Inventories	0	0	0	0	0
Others	12	14	14	14	14
Investments & loans	94,800	75,700	75,700	75,700	75,700
Net fixed assets	0	0	0	0	0
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	99,493	80,408	80,066	80,066	80,066
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,064	1,019	1,003	1,031	1,059
Account payables	0	0	0	0	0
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	1,064	1,019	1,003	1,031	1,059
Total LT debt	13,282	12,148	10,817	10,162	9,446
Others LT liabilities	0	34	27	27	28
Total liabilities	14,346	13,200	11,846	11,220	10,532
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	76,684	75,404	75,404	75,404	75,404
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	8,463	(8,196)	(7,185)	(6,558)	(5,870)
Net Assets	85,147	67,208	68,219	68,846	69,534

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	8,851	7,961	6,224	6,461	6,592
Tax paid	0	0	0	0	0
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
Chg In working capital	(0)	(515)	513	(0)	(0)
Chg In other CA & CL / minorities	6	(50)	(16)	28	27
Cash flow from operations	8,856	7,396	6,721	6,489	6,619
Capex	0	0	0	0	0
Right of use	0	0	(0)	(0)	(0)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	5,200	19,100	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(5,200)	(19,065)	(7)	1	0
Cash flow from investments	(0)	35	(7)	1	0
Debt financing	(1,035)	(1,134)	(1,331)	(655)	(716)
Capital increase	0	(1,280)	0	0	0
Dividends paid	(7,520)	(5,520)	(5,212)	(5,834)	(5,904)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	(8,555)	(7,934)	(6,543)	(6,489)	(6,620)
Free cash flow	8,856	7,396	6,721	6,489	6,619

*Secured cash generation
from long-term rental
contracts*

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	5.6	6.2	8.0	7.7	7.5
Normalized PE - at target price (x)	6.8	7.5	9.6	9.3	9.1
PE (x)	13.6	na	8.0	7.7	7.5
PE - at target price (x)	16.4	na	9.6	9.3	9.1
EV/EBITDA (x)	6.1	6.6	8.0	7.7	7.5
EV/EBITDA - at target price (x)	7.1	7.7	9.4	9.2	9.0
P/NAV (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
P/NAV - at target price (x)	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
P/CFO (x)	5.6	6.7	7.4	7.6	7.5
Price/sales (x)	4.8	5.3	6.6	6.4	6.4
Effective dividend yield (%)	14.8	7.4	11.5	11.8	11.9
Capital reduction yield (%)	0.0	5.2	0.0	0.0	0.0
Cash dividend yield (%)	14.8	12.6	11.5	11.8	11.9
FCF Yield (%)	17.9	14.9	13.6	13.1	13.3

(Bt)

Normalized EPS	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8
EPS	0.5	(1.4)	0.8	0.8	0.8
Effective dividend *	0.9	0.5	0.7	0.7	0.7
Capital reduction dividend	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
Cash dividend **	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
NAV/unit	10.6	8.4	8.5	8.6	8.7
CFO/unit	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
FCF/unit	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Attractive dividend yield,
in our view*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	1.2	(8.1)	(20.0)	2.0	1.0
Net profit (%)	(54.5)	na	na	3.8	2.0
EPS (%)	(54.5)	na	na	3.8	2.0
Normalized profit (%)	1.4	(10.0)	(21.8)	3.8	2.0
Normalized EPS (%)	1.4	(10.0)	(21.8)	3.8	2.0
Dividend payout ratio (%)***	201.6	(33.0)	92.0	90.9	89.7
Operating performance					
Gross margin (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating margin (%)	93.7	93.1	93.1	93.2	93.2
EBITDA margin (%)	93.7	93.1	93.1	93.2	93.2
Net margin (%)	86.2	84.4	82.4	83.9	84.7
Interest bearing debt to NAV (%)	15.6	18.1	15.9	14.8	13.6
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	12.6	9.9	8.2	9.5	10.6
Interest coverage - EBITDA (x)	12.6	9.9	8.2	9.5	10.6
Interest bearing debt to total asset (	13.3	15.1	13.5	12.7	11.8
ROA - using norm profit (%)	8.7	8.9	7.8	8.1	8.2
ROE - using norm profit (%)	10.2	10.5	9.2	9.4	9.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	10.2	10.5	9.2	9.4	9.5
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	93.6	93.8	93.8	93.7	93.5
- leverage (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
- interest burden (%)	92.0	90.0	87.8	89.5	90.6
- tax burden (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Cost of equity (%)	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
ROIC (%)	9.7	9.4	9.4	9.6	9.7
NOPAT (Bt m)	9,618	8,787	7,034	7,177	7,248

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Plenty of gearing room,
but we don't expect any
asset injections yet*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 มีกรรมกร่วมกันได้แก่นางอศัติน ไตลังคะ 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 พิมพ์ภา 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, วิโทรเคมี 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

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 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