

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 15.00

(From: Bt 17.00)

6 JULY 2021

Upside : 18.1%

Digital Telecom. Infra. Fund (DIF TB)

ปันผลสูงน่าสนใจ

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ DIF จากอัตราผลตอบแทนที่สูงและความเสี่ยงต่ำที่ 8% เรามองราคาหน่วยลงทุนปัจจุบันที่ต่ำกว่ามูลค่าในกรณีเลวร้ายสุดอยู่ที่ 6% และเชื่อว่าความเสี่ยงที่ TRUE จะขายหน่วยลงทุนออกมาอีกนั้นน้อยลงแล้ว DIF จึงดูน่าสนใจจากการเป็นกองทุนโครงสร้างพื้นฐานที่มีสภาพคล่องมากที่สุดในตลาดไทย



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

มีความสภาพคล่องสูง และให้อัตราผลตอบแทนปันผลกว่า 8%

DIF เป็นกองทุนโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม และเป็นกองทุนโครงสร้างพื้นฐานที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายมากที่สุดใน SET โดยมีขนาดกองทุนใหญ่เป็นเกือบสองเท่าของกองทุนที่ใหญ่เป็นอันดับสอง คือ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ตจัสมิน (JASIF) ปริมาณการซื้อขายรายวันเฉลี่ย 3 เดือนของ DIF ยังสูงถึง 120 ลบ. ในเชิงมูลค่าพื้นฐาน DIF ให้ผลตอบแทนปันผลที่สูงและความเสี่ยงต่ำที่ 8.2% เนื่องจากมีสัญญาเช่าระยะยาวที่การันตีปริมาณการเช่าและราคาเช่า บณสินทรัพย์ที่เป็นเสาโทรคมนาคมและโครงข่ายเคเบิลใยแก้วนำแสงไปจนถึงปี 2033F ดังนั้น DIF จึงไม่ได้รับผลกระทบจากโควิด-19 หรือสภาพเศรษฐกิจที่อ่อนแอ แม้มีความเสี่ยงด้านการกระจุกตัวของการลงทุนที่สูงกับคู่สัญญาหลัก และผู้สนับสนุนกองทุนคือ บมจ. โทร. คอร์ปอเรชั่น (TRUE, "ขาย") แต่เรามองว่าความเสี่ยงที่ TRUE จะผิดนัดชำระค่าเช่านั้นต่ำมาก

รายได้ค่าเช่าคงที่

DIF มีสัญญาเช่ากับ TRUE บณสินทรัพย์โทรคมนาคมซึ่ง TRUE นั้นเป็นผู้ขายให้ DIF ในปี 2017, 2018 และ 2019 และเช่าทรัพย์สินดังกล่าวคืน (sale and lease back) โดยรับประกันปริมาณเช่าและราคาเช่าคงที่ตลอดอายุสัญญาจนถึงปี 2033 เราแบ่งสัญญาดังกล่าวออกเป็นสองกลุ่ม โดยในกลุ่มสัญญาแรก (66% ของรายได้ของ DIF) นั้น TRUE มีภาระผูกพันต้องต่ออายุสัญญาไปอีก 10 ปี (ถึงปี 2043) หากรายได้จากธุรกิจบรอดแบนด์สูงกว่าเกณฑ์ที่กำหนดไว้ (Exhibit 4) ซึ่งเรามองว่า TRUE จะต้องต่อสัญญา ส่วนกลุ่มที่สองจะหมดอายุลงโดยไม่มีเงื่อนไขการต่อสัญญา แต่เราใช้สมมติฐานว่า TRUE จะต่อสัญญาเช่าบณสินทรัพย์กลุ่มที่สองนี้ไปอีก 10 ปี เพื่อรักษาความครอบคลุมของเครือข่ายการให้บริการ แต่ด้วยราคาเช่าเพียงครึ่งเดียวของค่าเช่าเดิม

มีความเสี่ยงจากการขายออกจาก TRUE น้อยลง

ราคาหุ้นของ DIF ปรับลดลงมา 20% นับตั้งแต่ 3Q20 ซึ่ง TRUE มีการขายหน่วยลงทุน DIF จากเดิมถืออยู่เป็นสัดส่วน 29% เหลือ 23% ทำให้อัตราผลตอบแทนปันผลของ DIF เพิ่มขึ้นสูงกว่า 8% (จากราว 6%) และเนื่องด้วยในปีนี้ TRUE ออกหุ้นกู้ไปได้แล้วกว่า 5.1 หมื่นลบ. เราจึงมองว่า TRUE ไม่มีความจำเป็นต้องขายหน่วย DIF ออกมาอีก อีกทั้งด้วยอัตราผลตอบแทนปันผลถึง 8.2% การออกหุ้นกู้จึงเป็นวิธีการหาเงินทุนที่ถูกกว่าของ TRUE (อัตราดอกเบี้ย 4-6%) ในภาวะที่ตลาดตราสารหนี้ยังคงล้นตัว

ราคาหน่วยต่ำกว่ากรณีเลวร้ายสุด

เราปรับราคาเป้าหมาย DIF ลงเหลือ 15.0 บาท/หน่วย (จาก 17.0 บาท) หลังปรับสมมติฐานกรณีฐานของเราโดย 1) เราคงสมมติฐานว่าสัญญาเช่ากลุ่มแรกจะได้ต่ออายุอีก 10 ปี เนื่องจากผลการดำเนินงานของ TRUE นั้นสูงกว่าเกณฑ์ที่ตั้งไว้มาก แต่ 2) เราเปลี่ยนสมมติฐานการต่อสัญญาเช่ากลุ่มสองเป็นการต่ออายุที่ราคาเช่าเพียงครึ่งเดียวของปัจจุบัน (เดิมต่ออายุที่ราคาเดิม) อีกเป็นระยะเวลา 10 ปีเช่นเดิม เนื่องจากเรามองว่าค่าใช้จ่ายลงทุนต่อหน่วยของเสาโทรคมนาคมและโครงข่าย fiber optic ลดลงอย่างมาก บณกรณีเลวร้ายสุดที่สินทรัพย์กลุ่มสองไม่ได้ต่อสัญญาในปี 2033 เราคำนวณมูลค่าของ DIF ได้ที่ 13.5 บาท ซึ่งก็ยังสูงกว่าราคาตลาดปัจจุบัน

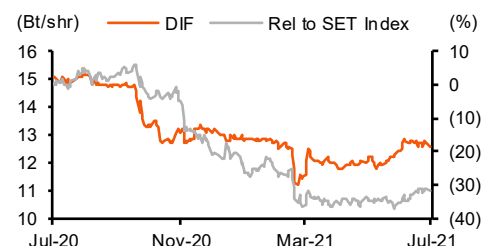
COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	14,689	14,670	14,726	14,783
Net profit	13,424	12,567	12,687	12,829
Consensus NP	—	11,607	11,371	11,361
Diff frm cons (%)	—	8.3	11.6	12.9
Norm profit	12,406	12,567	12,687	12,829
Prev. Norm profit	—	12,682	12,892	13,092
Chg frm prev (%)	—	(0.9)	(1.6)	(2.0)
Norm EPS (Bt)	1.2	1.2	1.2	1.2
Norm EPS grw (%)	1.1	1.3	1.0	1.1
Norm PE (x)	10.9	10.8	10.7	10.6
EV/EBITDA (x)	11.0	11.7	11.5	11.4
P/NAV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8
Cash div yield (%)*	8.2	8.2	8.3	8.3
Effective yield (%)**	8.2	8.2	8.3	8.3
ROE (%)	7.2	7.2	7.2	7.2
Net D/E (%)	13.5	18.3	17.3	16.2

Note: * Dividend from operations and capital reduction

** Dividend from operations

PRICE PERFORMANCE



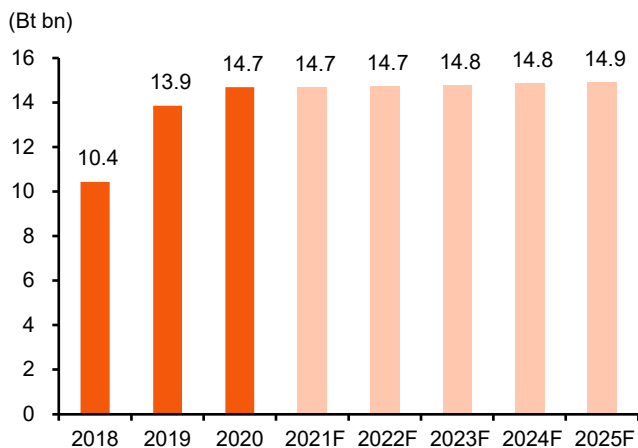
COMPANY INFORMATION

Price as of 6-Jul-21 (Bt)	12.70
Market Cap (US\$ m)	4,192.7
Listed Shares (m shares)	10,631.7
Free Float (%)	56.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.8
12M Price H/L (Bt)	15.40/11.20
Sector	Telecom
Major Shareholder	TRUE Corporation 23.38%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

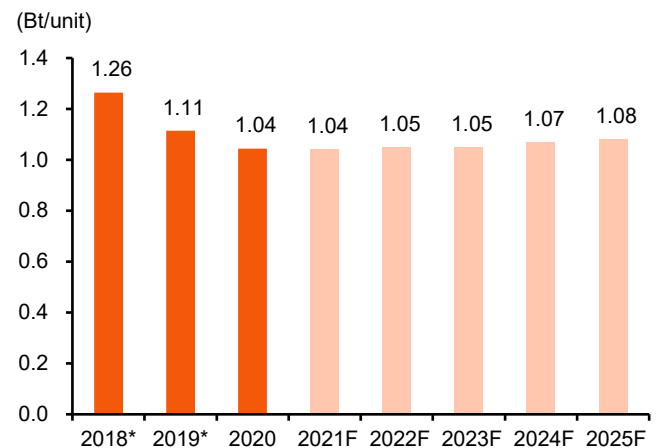
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Highly Secured Revenue Stream ...



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: ... Thus Sustainable Dividends



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Pre-dilution values

Ex 3: DIF's Asset Portfolio And Its Contract Terms

Structure	Sale of rights to net revenues + Call option		Ownership				Long-term leasehold + Call option		Total
	AWC	BFKT	TRUE	TICC	TUC	TMV	AWC	TICC	
Assets / Entity									
Towers	4,847 towers	1,485 towers	6,000 towers		2,939 towers				15,271 towers
Fiber-optic cables (FOC) and transmission system equipment		9,169 links and 47,250km of FOC (680,400 core km)		5,112km of FOC (122,974 core km)	9,130km of FOC (314,600 core km)	7,021km of FOC (455,446 core km)	7,981km of FOC (303,453 core km)	13,542km of FOC (700,000 core km)	9,169 links and 90,036km of FOC (2,576,873 core km)
Upcountry broadband system				1.2m ports encompassing 6,114 km of FOC (198,085 core km)					1.2 million ports encompassing 6,114km of FOC (198,085 core km)
Leaseback contract terms	2033		2033	2033 + 10 Yrs	2033 (tower) 2033 + 10 Yrs (FOC)	2033 + 10 Yrs	2033 + 10 Yrs	2033 + 10 Yrs	
	Group 1			Group 2					

Source: Company data

Ex 4: TRUE Likely Obligated To Renew First Group Of Contracts

Criteria for TRUE to be obligated to renew 'Group 2' contracts in 2033	Threshold	2021F	Current status
1) TRUE renews its operating license AND	Yes	Yes	✓
2) TRUE's broadband revenues OR	> Bt16.5bn	Bt28.6bn	✓
3) TRUE's broadband market share	> 33%	36.1%	✓

Sources: Company data, True Corp Pcl (TRUE TB), Thanachart estimates

Ex 5: Our Investment Scenarios For DIF

	Worst case	Base case	Best case
1) Renewal of Group 1 contracts	No	Yes - at 50% rental price	Yes - at 100% rental price
2) Exercise of obligation to renew Group 2 contracts	Yes	Yes	Yes
DDM-approach target price (Bt/unit)	13.5	15.0	16.7
Held to maturity IRR (2043F)	6.3%	7.1%	7.8%

Source: Thanachart estimates

Ex 6: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
Dividend of common stock	11,170	11,196	11,360	11,510	11,640	11,773	11,909	12,048	12,191	12,337	12,487
Dividend from capital reduction	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Dividend payment	11,170	11,196	11,360	11,510	11,640	11,773	11,909	12,048	12,191	12,337	12,487
Cost of equity (%)	8.1										
Terminal growth (%)	2.0										
PV of dividend	10,332	9,578	8,985	8,419	7,694	7,164	6,669	6,211	5,785	5,389	4,773
Equity value (m)	160,384										
No. of units (m)	10,663										
Equity value / unit (Bt)	15.0										

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPU growth		PE		P/NAV		EV/EBITDA		Div yield	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Link REIT/The	823 HK	Hong Kong	400.9	6.2	26.7	25.1	1.0	1.0	24.8	22.9	3.8	4.1
Yuexiu Real Estate	405 HK	Hong Kong	(126.8)	1.6	19.5	19.1	0.6	0.6	20.5	20.6	5.4	5.5
Fortune Real Estate	778 HK	Hong Kong	(5.6)	5.9	24.1	22.7	1.0	1.0	20.3	19.4	5.7	5.7
CapitaLand Mall Trust	CT SP	Singapore	na	25.0	na	na	na	na	na	na	na	na
Frasers Centrepoint Trust	FCT SP	Singapore	(13.6)	6.0	21.3	20.1	1.1	1.1	28.1	26.2	4.9	5.2
Mapletree Commercial	MCT SP	Singapore	180.2	51.7	37.8	24.9	1.3	1.3	30.5	27.9	4.0	4.4
Suntec Real Estate	SUN SP	Singapore	(375.1)	7.0	21.4	20.0	0.7	0.7	41.9	36.2	5.7	6.0
Starhill Global REIT	SGREIT SP	Singapore	(1.1)	22.9	17.1	14.0	0.8	0.7	19.9	17.3	6.5	7.0
CapitaLand Commercial	CCT SP	Singapore	(29.2)	7.4	na	na	na	na	na	na	na	na
Keppel REIT	KREIT SP	Singapore	(37.9)	18.2	27.0	22.9	0.9	0.9	61.1	46.4	5.0	5.0
CapitaLand Retail China	CRCT SP	Singapore	14.3	11.1	na	na	na	na	32.3	14.1	na	na
Ascendas Real Estate	AREIT SP	Singapore	14.3	(61.7)	37.3	97.4	2.4	7.5	32.3	na	2.7	1.1
Mapletree Industrial Trust	MINT SP	Singapore	14.3	(61.7)	35.1	91.6	2.2	7.1	32.3	na	2.9	1.1
Mapletree Logistics Trust	MLT SP	Singapore	na	(61.7)	26.0	68.1	1.6	5.2	32.3	na	3.9	1.5
Ascott Residence Trust	ART SP	Singapore	11.5	73.3	34.7	20.0	0.9	0.8	27.9	26.0	4.0	6.2
CDL Hospitality Trusts	CDREIT SP	Singapore	(118.8)	79.3	43.4	24.2	1.0	1.0	35.4	26.0	4.3	5.1
Axis Real Estate	AXRB MK	Malaysia	(2.6)	7.3	20.3	18.9	1.3	1.3	21.1	19.6	4.8	5.1
Sunway Real Estate	SREIT MK	Malaysia	10.9	14.1	20.0	17.5	1.0	1.0	20.3	18.9	4.8	4.9
KLCCP Stapled Group	KLCCSS MK	Malaysia	na	6.6	18.9	17.7	0.9	0.9	25.5	23.8	4.9	5.3
IGB Real Estate	IGBREIT MK	Malaysia	14.3	11.8	22.2	19.9	1.5	1.5	22.9	20.4	4.4	5.0
Pavilion Real Estate	PREIT MK	Malaysia	255.3	33.3	25.2	18.9	1.1	1.1	23.0	19.8	4.0	5.1
BTS Rail Mass Transit **	BTSGIF TB	Thailand	18.7	63.8	11.8	7.2	0.6	0.7	11.8	7.2	8.5	13.9
Digital Telecom Int. *	DIF TB	Thailand	1.3	1.0	10.8	10.7	0.8	0.8	11.7	11.5	8.2	8.3
Jasmine Broadband Int. *	JASIF TB	Thailand	(23.8)	0.1	9.2	9.2	0.9	0.9	9.6	9.5	10.0	10.0
IMPACT Growth REIT **	IMPACT TB	Thailand	170.2	9.6	23.7	21.6	1.7	1.7	24.0	22.0	4.1	4.5
Frasers Property Thailand *	FTREIT TB	Thailand	3.6	(3.3)	17.8	18.4	1.3	1.3	19.8	20.8	4.9	4.9
WHA Premium Growth *	WHART TB	Thailand	(1.4)	0.8	19.1	18.9	1.3	1.3	21.1	20.3	5.2	5.3
CPN Retail Growth *	CPNREIT TB	Thailand	(13.5)	45.0	34.6	23.9	1.5	1.5	20.1	16.7	4.0	6.8
Samui Airport Property Fund *	SPF TB	Thailand	(25.7)	62.2	31.9	19.6	1.3	1.2	29.0	17.9	3.1	5.1
Lotus's Retail Growth**	LPF TB	Thailand	11.7	7.3	18.4	17.2	1.2	1.2	18.7	17.3	4.9	5.2
Average			12.8	13.0	24.3	26.3	1.2	1.7	25.6	21.1	5.0	5.4

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS,

** Fiscal year ends in February for LPF, March for IMPACT and BTSGIF, and we use one-year forward numbers for 22-23F.

Based on 6 July 2021 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	: เสาโทรคมนาคม และสายเคเบิลใยแก้วนำแสง
ระยะเวลาโครงการ	: ไม่มีกำหนดอายุ
สปอนเซอร์	: บมจ. บริษัท โทร คอร์ปอเรชั่น (TRUE TB)
ผู้จัดการกองทุน	: บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยพาณิชย์ จำกัด
นโยบายเงินปันผล	: ไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของกำไรสุทธิที่ปรับปรุง
วันที่จ่ายเงินปันผล	: รายไตรมาส
ข้อจำกัดหุ้นต่างดาว	: ไม่เกิน 49% ของหน่วยลงทุนทั้งหมด

Source: SET

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นกองทุนโครงสร้างพื้นฐานเกี่ยวกับธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ชั้นนำของประเทศ
- มีสินทรัพย์อ้างอิงที่แข็งแกร่ง
- ฐานะการเงินแข็งแกร่ง ด้วยมี TRUE เป็นผู้สนับสนุนหลัก

O — Opportunity

- โอกาสที่จะให้เข้าเพิ่มเติมแก่บุคคลที่ 3
- ได้สินทรัพย์เพิ่มเติมจาก TRUE และผู้ประกอบการโทรคมนาคมรายอื่น

CONSENSUS COMPARISON

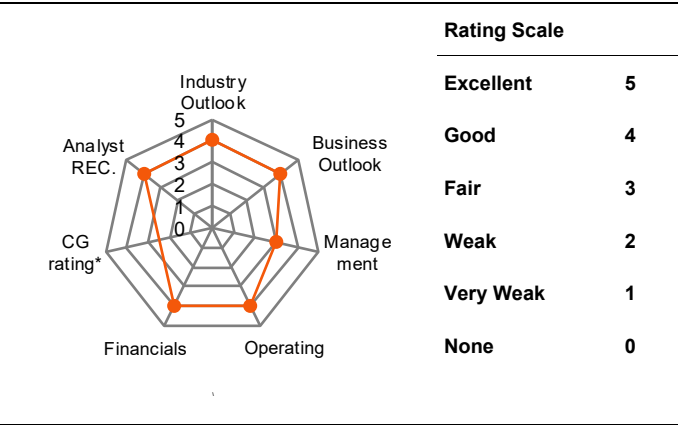
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	16.14	15.00	-7%
Net profit 21F (Bt m)	11,607	12,567	8%
Net profit 22F (Bt m)	11,371	12,687	12%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 1 SELL: 1	

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสูงกว่าของตลาด 8-12% ซึ่งอาจเป็นเพราะเรา รวมอัตราดอกเบี้ยจ่ายที่ต่ำลงหลังจากการรีไฟแนนซ์เมื่อปีที่ผ่านมา
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า 7% เนื่องจากเราสมมติให้ สัญญาของ DIF ไม่ได้ต่อสัญญาทั้งหมดในปี 2033

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * No CG Rating

W — Weakness

- รายได้ได้รับการประกันระยะหนึ่ง นั่นคือ จนถึงปี 2025-2035

T — Threat

- การเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ ของกองทุนโครงสร้างพื้นฐานอื่นๆ ในอนาคต
- การเปลี่ยนแปลงด้านกฎหมายและหลักเกณฑ์ต่างๆ
- การจัดเก็บภาษีใดๆ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ประเมินการอัตราผลตอบแทนของเรา อิงกับการประกันขั้นต่ำ (minimum guarantee) ของ TRUE ดังนั้นการเข้าใหม่จากบุคคลที่ 3 และปริมาณการเข้าที่เพิ่มขึ้นจากความต้องการโครงสร้างพื้นฐานที่เพิ่มขึ้นจะเป็น upside ต่อประมาณการของเรา
- ในกรณีที่ TRUE ไม่สามารถทำรายได้ขั้นต่ำได้และกองทุนไม่สามารถ ขายการเช่าสินทรัพย์ให้แก่บุคคลที่สามเพิ่มเติมได้อย่างที่เราคาดไว้ จะ ทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการและกรณีการลงทุนของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Secured revenue stream
from fixed-rental
contracts into 2033F

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Revenue	13,855	14,689	14,670	14,726	14,783
Selling & administration expenses	284	301	308	315	322
Operating profit	13,571	14,389	14,362	14,411	14,461
% operating margin	98.0%	98.0%	97.9%	97.9%	97.8%
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
EBITDA	13,571	14,389	14,362	14,411	14,461
% EBITDA margin	98.0%	98.0%	97.9%	97.9%	97.8%
Non-operating income	37	17	8	3	3
Non-operating expenses	(43)	(42)	(42)	(43)	(44)
Interest expense	(2,175)	(1,957)	(1,759)	(1,682)	(1,590)
Pre-tax profit	11,390	12,407	12,569	12,689	12,830
Income tax	0	2	2	2	2
After-tax profit	11,390	12,406	12,567	12,687	12,829
% net margin	82.2%	84.5%	85.7%	86.2%	86.8%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	7,521	1,018	0	0	0
NET INVESTMENT INCOME	18,910	13,424	12,567	12,687	12,829
Normalized Net Invest. Income	11,390	12,406	12,567	12,687	12,829
EPS (Bt)	1.9	1.3	1.2	1.2	1.2
Normalized EPS (Bt)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

BALANCE SHEET

DIF continuously
refinances and repays
debts to boost yield

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	12,608	7,233	1,509	1,510	1,512
Cash & cash equivalent	4,150	4,034	1,000	1,000	1,000
Account receivables	2,615	3,092	402	403	405
Inventories	0	0	0	0	0
Others	5,843	107	107	107	107
Investments & loans	213,443	215,752	215,752	215,752	215,752
Net fixed assets	0	0	0	0	0
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	226,050	222,984	217,260	217,262	217,263
LIABILITIES:					
Current liabilities:	12,617	8,139	7,861	7,804	7,907
Account payables	623	663	318	160	161
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	11,995	7,477	7,543	7,644	7,746
Total LT debt	27,880	27,586	33,189	31,731	29,997
Others LT liabilities	0	0	0	0	0
Total liabilities	53,948	48,557	41,050	39,534	37,904
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	106,317	106,317	106,633	106,633	106,633
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	44,986	47,311	48,778	50,295	51,927
Net Assets	172,102	174,427	176,210	177,728	179,360

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	11,390	12,407	12,569	12,689	12,830
Tax paid	744	75	(1)	20	20
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
Chg In working capital	(2,170)	(437)	2,345	(159)	(1)
Chg In other CA & CL / minorities	4,041	(4,080)	66	79	81
Cash flow from operations	14,005	7,966	15,128	12,590	12,885
Capex	0	0	0	0	0
ST loans & investments	(2,533)	9,405	0	0	0
LT loans & investments	(40,422)	(2,309)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	20,272	(115)	(12,832)	0	0
Cash flow from investments	(22,683)	6,981	(12,832)	0	0
Debt financing	76	(294)	5,603	(1,458)	(1,734)
Capital increase	15,800	0	316	0	0
Dividends paid	(10,116)	(11,099)	(11,100)	(11,170)	(11,196)
Warrants & other surplus	1,438	0	0	0	0
Cash flow from financing	7,199	(11,393)	(5,181)	(12,628)	(12,931)
Free cash flow	14,005	7,966	15,128	12,590	12,885

We see a low risk of
TRUE defaulting on rental
payments to DIF

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	11.0	10.9	10.8	10.7	10.6
Normalized PE - at target price (x)	13.0	12.9	12.7	12.6	12.5
PE (x)	6.6	10.1	10.8	10.7	10.6
PE - at target price (x)	7.8	11.9	12.7	12.6	12.5
EV/EBITDA (x)	11.3	11.0	11.7	11.5	11.4
EV/EBITDA - at target price (x)	13.0	12.8	13.4	13.2	13.1
P/NAV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
P/NAV - at target price (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
P/CFO (x)	9.0	17.0	9.0	10.8	10.5
Price/sales (x)	9.7	9.2	9.2	9.2	9.1
Effective dividend yield (%)	8.8	8.2	8.2	8.3	8.3
Capital reduction yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash dividend yield (%)	8.8	8.2	8.2	8.3	8.3
FCF Yield (%)	11.1	5.9	11.2	9.3	9.5
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
EPS	1.9	1.3	1.2	1.2	1.2
Effective dividend *	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
Capital reduction dividend	-	-	-	-	-
Cash dividend **	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
NAV/unit	16.1	16.4	16.5	16.7	16.8
CFO/unit	1.4	0.7	1.4	1.2	1.2
FCF/unit	1.4	0.7	1.4	1.2	1.2

8%-plus dividend yield
looks highly attractive

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	32.7	6.0	(0.1)	0.4	0.4
Net profit (%)	91.9	(29.0)	(6.4)	1.0	1.1
EPS (%)	50.1	(34.1)	(6.4)	1.0	1.1
Normalized profit (%)	34.5	8.9	1.3	1.0	1.1
Normalized EPS (%)	5.2	1.1	1.3	1.0	1.1
Dividend payout ratio (%)***	58.3	82.9	88.2	88.2	87.3
Operating performance					
Gross margin (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating margin (%)	98.0	98.0	97.9	97.9	97.8
EBITDA margin (%)	98.0	98.0	97.9	97.9	97.8
Net margin (%)	82.2	84.5	85.7	86.2	86.8
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	6.2	7.4	8.2	8.6	9.1
Interest coverage - EBITDA (x)	6.2	7.4	8.2	8.6	9.1
ROA - using norm profit (%)	5.6	5.5	5.7	5.8	5.9
ROE - using norm profit (%)	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	97.9	97.8	97.7	97.6	97.5
- leverage (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
- interest burden (%)	84.0	86.4	87.7	88.3	89.0
- 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 (%)	7.9	7.2	7.3	6.9	6.9
NOPAT (Bt m)	13,571	14,387	14,361	14,409	14,459

Sources: Company data, Thanachart estimates

General Disclaimers And Disclosures:

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.

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of TNS. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which TNS or TCAP or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither TNS, TCAP nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, TNS, TCAP and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

TNS, TCAP and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. TNS, TCAP, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. TNS, TCAP or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Note: Thanachart Securities Public Company Limited act as a Market Maker and Derivative Warrants Issuer. At present, TNS has issued 78 Derivative Warrants which are ADVA16C2107A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, BAM16C2107A, BAM16C2110A, BANP16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BCH16C2109A, BDMS16C2107A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, COM716C2107A, COM716C2110A, CPAL16C2109A, CPF16C2107A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, EA16C2107A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2107A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, JMT16C2110A, KBAN16C2107A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MINT16C2107A, MINT16C2109A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, OR16C2107A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2107A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016P2109A, S5016P2109B, SAWA16C2107A, SCGP16C2107A, SCGP16C2109A, STA16C2107A, STEC16C2110A, TASC16C2107A, TASC16C2109A, TQM16C2108A, TU16C2110A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BDMS, BGRIM, BH, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SET50, SAWAD, SCGP, STA, STEC, TASC, TQM, TU). Since TNS covers those underlying securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest. Moreover, Investors are advised to carefully review the details and information in the prospectus before making investment decisions.

Note: Thanachart Securities has an indirect financial interest in Ratchthani Leasing Pcl (THANI). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds more than 56% of the shareholding in Ratchthani Leasing Pcl (THANI).

Note: Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB), are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds 20.1% of the shareholding in TMBThanachart Bank Pcl.

Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), Ratchthani Leasing Public Company Limited (THANI), TMB Public Company Limited, MBK PUBLIC COMPANY LIMITED (MBK) and PATUM RICE MILL AND GRANARY PUBLIC COMPANY LIMITED (PRG) are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) . Since TNS covers those securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest.

Disclosure of Interest of Thanachart Securities**Investment Banking Relationship**

Within the preceding 12 months, Thanachart Securities has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies: Saksiam Leasing Pcl. (SAK TB), SCG Packaging Pcl (SCGP TB)

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.