Fundamental Story

Telecom Sector – Overweight

News update

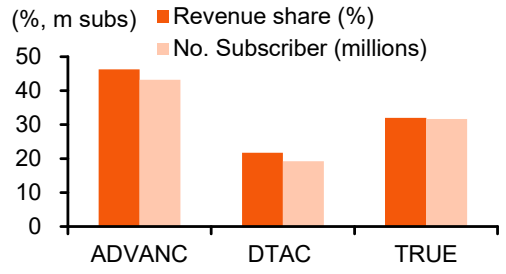
Nuttapop Prasitsuksant | Email: nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ Scenario analysis ความเป็นไปได้ในการควบรวม DTAC-TRUE

- **มีการเก็งกำไรต่อข่าวลือการควบรวมระหว่าง DTAC และ TRUE**
- **เราคาดผลประโยชน์จากการควบรวมที่ 1 หมื่นลบ. ในบริษัทใหม่**
- **เรามองว่า TRUE ดูจะได้ประโยชน์มากกว่าหากมีการควบรวมจริง**
- **แต่ราคาหุ้นที่ปรับขึ้นมา ดูสะท้อนเรื่องราวไปแล้ว**

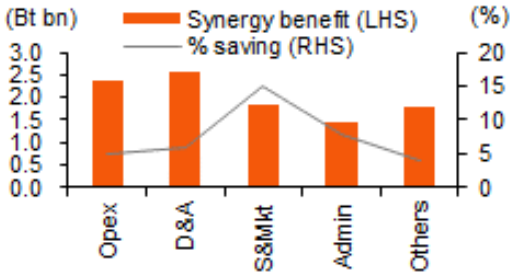
- มีการเก็งกำไรอย่างหนักในช่วงสัปดาห์ที่ผ่านมาถึงโอกาสการเกิดการควบรวมกิจการระหว่าง DTAC และ TRUE โดยเห็นได้ชัดจากราคาหุ้นที่ปรับขึ้นมาถึง 13% และ 18% ตามลำดับ แม้ไม่มีการเปลี่ยนแปลงด้านพื้นฐานธุรกิจที่สำคัญใดๆ โดยข่าวลือในตลาดคาดว่าข้อตกลงการควบรวมนี้จะกระทำด้วยการแลกเปลี่ยนหุ้นระหว่างสองบริษัท เราจึงทำการวิเคราะห์โอกาสความเป็นไปได้ (scenario analysis) บนการควบคุมนี้ ภายใต้สมมติฐานว่าการแลกเปลี่ยนหุ้นจะเกิดเพียงระหว่างสองบริษัท ซึ่งจะเป็นเพียงผู้ถือหุ้นสองรายใน "บริษัทควบรวม" ใหม่นี้
- บริษัทควบรวมใหม่จะกลายเป็นผู้ให้บริการโทรศัพท์มือถือรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยมีส่วนแบ่งตลาด 54% และทำให้อุตสาหกรรมกลายเป็นตลาดที่มีผู้เล่นสองราย (Duopoly) ที่มี ADVANC ถือครองส่วนแบ่งการตลาดอีก 46%
- เราคาดการณ์กำไรสำหรับบริษัทควบรวมใหม่ที่ 1.2 หมื่นลบ.ต่อปี อิงการคาดการณ์กำไรของเราใน 2 บริษัทเดิม และประโยชน์จากการควบรวมกิจการ 1 หมื่นลบ.
- เราคาดผลประโยชน์ส่วนใหญ่จะมาจากการลดต้นทุน เช่น 1) ค่าใช้จ่ายด้านเครือข่ายและค่าเสื่อมราคาลดลง 5% จากสินทรัพย์ที่ทับซ้อนกันระหว่างสองบริษัท 2) ค่าใช้จ่ายการตลาดลดลง 15% โดยเฉพาะค่าโฆษณา 3) ค่าใช้จ่ายพนักงานลดลง 8% เนื่องจากเราเชื่อว่าบริษัทควบรวมจะลดจำนวนพนักงานได้ในภายหลัง และ 4) ค่าตัดจำหน่ายคลื่นความถี่ลดลง เนื่องจาก DTAC จะไม่ต้องประมูลใบอนุญาตคลื่น 3500MHz อีก
- บนมูลค่าพื้นฐานเฉลี่ยบริษัทโทรคมนาคมในไทยในช่วงห้าปีที่ผ่านมาที่ 20x PE เราจะประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทควบรวมใหม่ได้ที่ 2.4 แสนลบ.
- เนื่องจากการพูดคุยในตลาดยังไม่การพูดถึงอัตราส่วนการแลกเปลี่ยนหุ้น เราจึงทำการวิเคราะห์ sensitivity analysis ไว้ใน Ex4 ว่าราคาหุ้น DTAC และ TRUE ควรมีมูลค่าเท่าใดในแต่ละกรณี โดย *กรณี D* เทียบเท่าอัตราแลกเปลี่ยนหุ้นที่ราคาตลาดปัจจุบัน และกรณี B หมายถึงอัตราแลกเปลี่ยนตามการประเมินมูลค่าด้วย DCF ของเรา
- กรณีฐานของเรา คือ *กรณี C* (กึ่งกลางระหว่างราคาตลาดปัจจุบันกับการประเมินมูลค่า DCF) มองว่าราคาหุ้น TRUE ปรับขึ้นมามากเกินไป ในขณะที่ยังมี upside อีก 18% บนราคาหุ้นของ DTAC

Ex 1: Thai Mobile Service Market Share



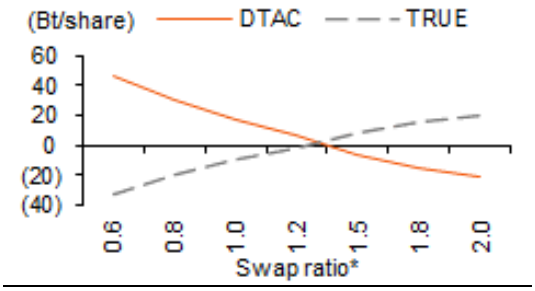
Source: Company data
Note: As of 2Q21

Ex 2: Our Estimated Synergy Cost Savings



Source: Thanachart estimates

Ex 3: Estimated Post-deal Valuations



Source: Thanachart estimates
Note: * Swap ratio is defined as # of DTAC's shares per 1 TRUE's share

Fundamental Story

- อย่างไรก็ตาม เรามองโอกาสการทำกำไรจากข่าวนี้ไม่คุ้มความเสี่ยงบนราคาหุ้นปัจจุบันของบริษัททั้งสอง อีกทั้งหากอัตราแลกเปลี่ยนเอื้อประโยชน์ไปทาง TRUE มากกว่าคาด ซึ่งเป็นไปได้ตามกระแสข่าวที่คาดว่า Telenor นั้นเป็นกลุ่มที่อยากให้ทำข้อตกลงนี้เกิดขึ้นซึ่งจะทำให้ upside บนหุ้น DTAC ลดลง

Ex 4: Our Scenario Analysis On Potential Merger Between DTAC and TRUE

Case	**A**	**B**	**C**	**D**	**E**	**F**	**G**
Swap ratio	**0.6**	**0.8**	**1.0**	**1.2**	**1.5**	**1.8**	**2.0**
(DTAC shares : 1 TRUE share)			*(base case)*				
% Holding in merged-co							
DTAC	62.5%	55.6%	50.0%	45.5%	40.0%	35.7%	33.3%
TRUE	37.5%	44.4%	50.0%	54.5%	60.0%	64.3%	66.7%
Holding value in merged co (Bt bn)							
DTAC	162.9	144.8	130.4	118.5	104.3	93.1	86.9
TRUE	97.8	115.9	130.4	142.2	156.4	167.6	173.8
% upside to our valuations							
DTAC	36.0%	20.9%	8.8%	-1.1%	-13.0%	-22.3%	-27.5%
TRUE	-1.3%	17.0%	31.6%	43.6%	58.0%	69.2%	75.5%
Implied share price post deal announcement (Bt/share)							
DTAC	62.56	55.61	50.05	45.50	40.04	35.75	33.37
TRUE	2.67	3.16	3.55	3.88	4.26	4.57	4.74

Source: Thanachart estimates
Note: Case B is the closest ratio to our DCF-valuation. Case D is the closet ratio to the current market prices.

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 117 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GLOB16C2201A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2201A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016P2112C, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASCO, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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