

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 5.10 (From Bt5.30)

Upside : 19.7%

23 NOVEMBER 2021

BTS Rail Mass Transit (BTSGIF TB)

ราคาขยับถูก

ราคาปัจจุบันของ BTSGIF หมายถึงจำนวนผู้โดยสารยืนอยู่ที่ 85% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19 จนถึงสิ้นสุดระยะสัมพัทธ์ในปี 2029 เราเชื่อว่าจะไม่สมเหตุสมผล และเราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BTSGIF ด้วยให้ dividend IRR ที่น่าสนใจที่ 11% ราคาเป้าหมายปี FY23F ของเราอยู่ที่ 5.1 บาท



SAKSID PHADTHANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

โอกาสในการเข้าซื้อ

ราคาหุ้นของ BTSGIF ลดลง 24% จากระดับสูงสุดในปีนี้จากการระบาดของโควิดที่กระทบยอดผู้โดยสารรถไฟฟ้า เราจึงใช้โอกาสนี้คงคำแนะนำ "ซื้อ" 1) เราเชื่อว่าราคาตลาดปัจจุบันไม่สมเหตุสมผล ซึ่งหมายความว่าจำนวนผู้โดยสารอยู่ที่ระดับที่ 85% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19 จนถึงสิ้นสุดสัมพัทธ์ในปี 2029 2) เรามองว่าหุ้นไม่แพง ให้ dividend IRR ที่ 11% ต่อปี เมื่อถือจนสิ้นสุดสัมพัทธ์ 3) สำหรับนักลงทุนระยะสั้น หุ้นให้ upside จากราคาเป้าหมายปี FY23F (สิ้นงวดเดือนมีนาคม 2023F) ที่ 5.1 บาท และ 4) ปัจจัยหลักที่กระตุ้นระยะสั้นคือการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของจำนวนผู้โดยสารหลังคลายล็อกดาวน์ในเดือนก.ค.-ส.ค. 2021

ปรับประมาณการกำไร

เราปรับลดประมาณการกำไรของเราสำหรับ BTSGIF ลง 13% ในปี FY22F (สิ้นงวดเดือนมีนาคม 2022F) แต่ปรับขึ้น 2-4% ในปี FY23-24F การปรับขึ้นเป็นเพราะเราให้สมมติฐานค่าโดยสารที่เพิ่มขึ้น 2-5% ต่อปี ภายหลังจากยกเลิกบัตรโดยสารรายเดือนซึ่งค่าโดยสารเฉลี่ยต่อเที่ยวสูงกว่า เราไม่คาดว่าจะมีรายได้ จะเสนอบัตรประเภทนี้อีกในอนาคต สำหรับจำนวนผู้โดยสาร เราปรับลดสมมติฐานลง 16% เป็น 89 ล้านเที่ยวในปี FY22F และคงจำนวนเที่ยวเดินทางที่ 202-242 ล้านเที่ยว ในปี FY23-24F เทียบกับ 237 ล้านเที่ยว ในช่วงก่อนเกิดโควิด-19 อย่างไรก็ตาม ปัจจัยบวกเหล่านี้ถูกหักล้างด้วยการปรับมาใช้ปีฐานปี FY23F (มูลค่าของ BTSGIF จะถูกตัดจำหน่ายตลอดอายุสัมพัทธ์ และจะกลายเป็นศูนย์เมื่อสิ้นสุดสัมพัทธ์ในเดือนธ.ค.2029) ราคาเป้าหมาย DCF ของเราลดลงเหลือ 5.1 บาท จากเดิมที่ 5.3 บาท

ผู้โดยสารฟื้นตัว

หลังจากการคลายล็อกดาวน์ตั้งแต่เดือนก.ย.2021 จำนวนผู้โดยสารของ BTSGIF ฟื้นตัวจากระดับต่ำสุดที่ 2.8 ล้านเที่ยว ในเดือนส.ค. เป็น 6.1 ล้านเที่ยวในเดือนต.ค. และคาดว่าจะถึง 8.5 ล้านเที่ยว ในเดือนพ.ย. เทียบกับระดับก่อนเกิดโควิดที่ 19.8 ล้านเที่ยว/เดือน หรือ 237 ล้านเที่ยวต่อปี เราคาดว่าจำนวนผู้โดยสารอยู่ที่ 89/202/242 ล้านเที่ยวในปี FY22-24F และหลังจากนั้นเติบโต 1.5% ต่อปี ขณะที่เราคาดว่าอัตราค่าโดยสารจะเติบโต 0.5% ต่อปี ในปี FY23F เป็นต้นไป

ยังไม่มีมีความคืบหน้าในเรื่องการขยายอายุสัมพัทธ์

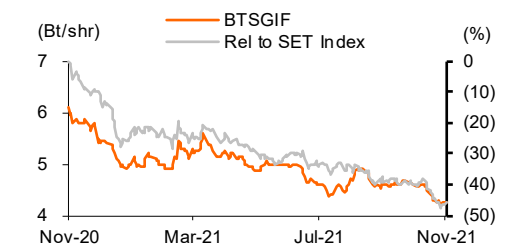
บมจ. บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ (BTS, "ซื้อ") ได้เจรจากับกรุงเทพมหานคร (BMA) เพื่อขอขยายอายุสัมพัทธ์ 30 ปีสำหรับการดำเนินงานรถไฟฟ้า จากนั้น BTSGIF จะซื้อรายได้ค่าโดยสารที่เพิ่มเติมจากเครือข่ายรถไฟฟ้าของ BTS อย่างไรก็ตาม การเจรจายังไม่สำเร็จ และแผนนี้ยังคงล่าช้าอยู่ เรามองว่าข้อตกลงหากประสบความสำเร็จน่าจะเป็นผลดีต่อราคาหุ้นของ BTSGIF เนื่องจากจะทำให้สามารถสร้างรายได้ต่อเนื่อง และได้ประโยชน์จาก leverage ผ่านทางการกู้ยืมเงินบางส่วนแทนที่จะลงทุนโดยใช้ส่วนทุนเพียงอย่างเดียว อย่างไรก็ตามเรายังไม่รวม upside นี้ในประมาณการของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Mar (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,108	1,368	3,910	4,978
Net profit	(5,835)	435	1,592	1,472
Norm profit	2,037	1,335	3,830	4,879
Consensus NP	—	637	3,825	4,439
Diff frm cons (%)	—	109.6	0.1	9.9
Prev. Norm profit	—	1,540	3,677	4,778
Chg frm prev (%)	—	(13.3)	4.2	2.1
Norm EPS (Bt)	0.4	0.2	0.7	0.8
Norm EPS grw (%)	(56.9)	(34.5)	186.9	27.4
Norm PE (x)	12.1	18.5	6.4	5.1
EV/EBITDA (x)	12.0	18.4	6.4	5.0
P/NAV (x)	0.5	0.6	0.6	0.6
Cash div yield (%)*	7.2	5.4	15.5	19.8
Effective yield (%)**	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	4.1	3.0	8.8	12.1
Net D/E (%)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)

Note: * Dividend from operations and capital reduction
** Dividend from operations

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 23-Nov-21 (Bt)	4.26
Market Cap (US\$ m)	745.3
Listed Shares (m shares)	5,788.0
Free Float (%)	64.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.5
12M Price H/L (Bt)	6.10/4.16
Sector	Transportation
Major Shareholder	BTS Group Holdings 33.33%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

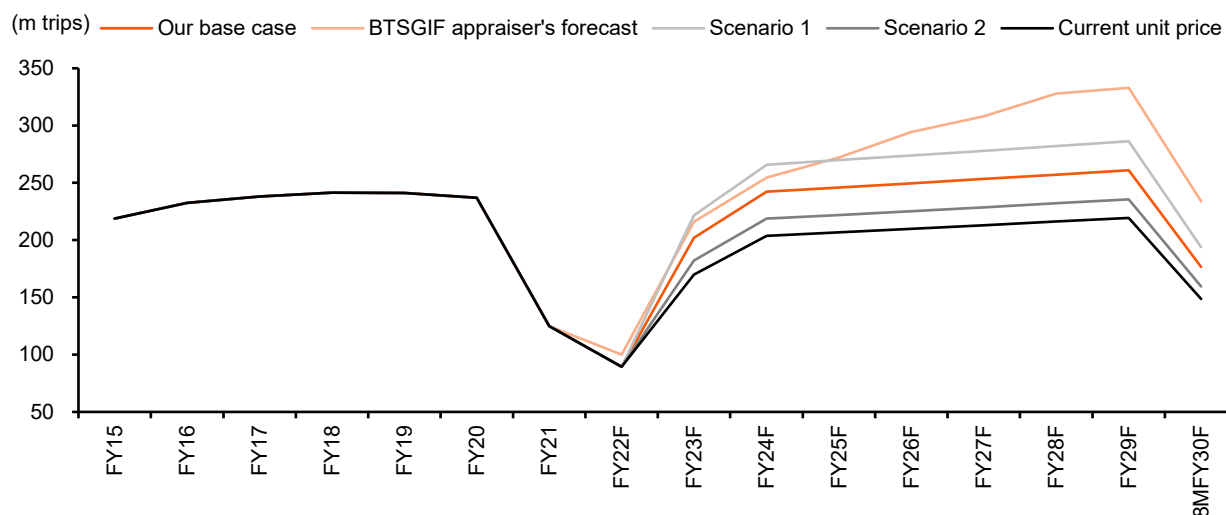
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Key Assumption Changes

	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
Ridership (m trips)					
New	236.9	124.9	89.3	201.8	242.2
Old			106.2	201.8	242.2
Change (%)			(15.9)	—	—
Average fare (Bt/trip)					
New	28.8	29.7	31.2	31.4	31.5
Old			29.9	30.0	30.9
Change (pp)			4.5	4.7	1.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

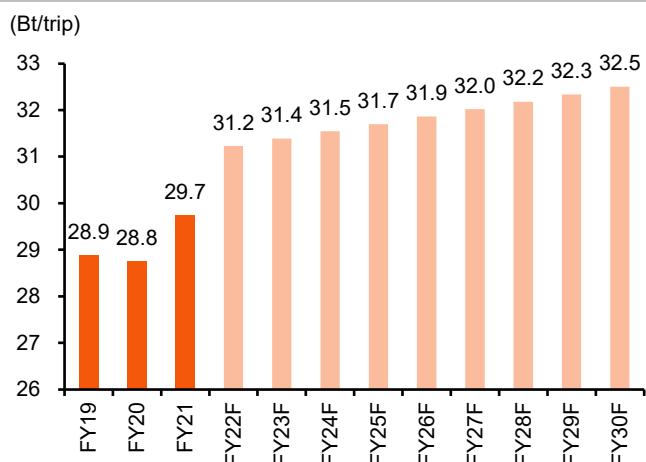
Ex 2: Sensitivity Analysis On The Change In Ridership To...

Sources: Company data, Thanachart estimates

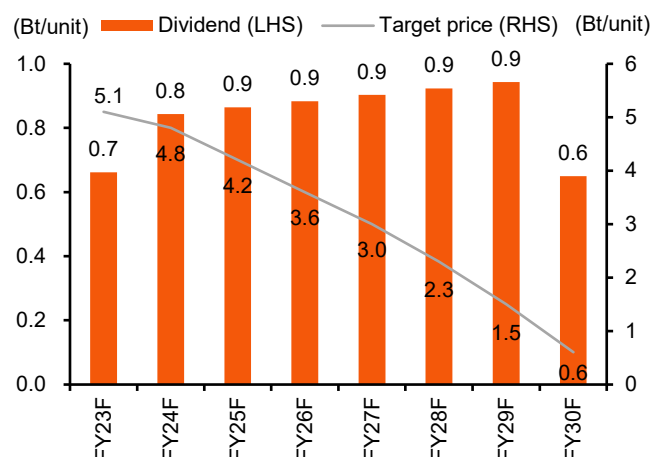
Ex 3: ...BTSGIF's Fair Value (Sensitivity Analysis)

	Earnings growth (% y-y)			Total dividend	IRR	TP
	FY23F	FY24F	FY25F	FY23-30F (Bt)	(%)	(Bt)
Our base case	186.9	27.4	2.5	6.7	11.1	5.1
Scenario 1: +10% ridership	217.6	26.9	2.5	7.4	13.9	5.6
Scenario 2: -10% ridership	156.3	28.0	2.6	6.0	8.2	4.6
Ridership at current unit price	136.8	28.4	2.6	5.6	6.3	4.2

Source: Thanachart estimates

Ex 4: Average Fare

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 5: Our TP Vs. Dividend Per Unit

Sources: Thanachart estimates

Ex 6: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of FY23F

(Bt m)	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F
Dividend of common shares	435	1,592	1,472	572	(210)	(878)	(1,446)	(1,924)	(4,148)
Dividend from capital reduction	900	2,238	3,407	4,429	5,323	6,104	6,787	7,383	7,905
Dividend payment	1,335	3,830	4,879	5,002	5,112	5,226	5,341	5,459	3,757
Cost of equity	6.1%	6.1%	6.1%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
PV of dividend		3,819	4,334	4,129	3,959	3,796	3,639	3,489	2,253
Total PV		29,419							
No. of units (m)		5,788							
Value / unit (Bt)		5.10							

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 (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Link REIT/The	823 HK	Hong Kong	na	99.4	22.8	21.7	0.9	0.9	21.7	20.5	4.5	4.6
Yuexiu Real Estate	405 HK	Hong Kong	na	11.8	16.5	15.6	0.7	0.7	19.1	17.7	8.4	8.5
Fortune Real Estate	778 HK	Hong Kong	na	12.5	18.2	17.9	0.6	0.6	20.5	20.4	5.8	5.9
Frasers Centrepoint Trust	FCT SP	Singapore	na	6.4	19.5	18.7	1.0	1.0	24.8	24.4	5.5	5.5
Mapletree Commercial	MCT SP	Singapore	na	13.8	25.0	21.7	1.3	1.2	28.0	25.6	4.3	4.6
Suntec Real Estate	SUN SP	Singapore	na	12.1	21.2	20.1	0.8	0.8	43.6	36.0	5.4	5.8
Starhill Global REIT	SGREIT SP	Singapore	na	10.3	15.7	15.0	0.8	0.8	18.2	17.9	6.4	6.7
Keppel REIT	KREIT SP	Singapore	na	1.7	24.6	23.1	0.9	0.9	65.3	51.1	5.0	5.1
Ascendas Real Estate	AREIT SP	Singapore	na	10.0	19.3	18.5	1.3	1.3	24.0	22.2	5.2	5.4
Mapletree Industrial Trust	MINT SP	Singapore	na	0.0	18.9	18.5	1.5	1.4	24.2	21.6	5.2	5.4
Mapletree Logistics Trust	MLT SP	Singapore	na	0.4	22.4	21.7	1.5	1.5	25.6	24.5	4.5	4.6
Ascott Residence Trust	ART SP	Singapore	na	50.0	30.6	21.4	0.9	0.8	40.5	29.2	3.8	5.6
CDL Hospitality Trusts	CDREIT SP	Singapore	na	47.1	48.1	25.0	0.9	1.0	42.7	29.2	3.7	4.8
Sunway Real Estate	SREIT MK	Malaysia	na	11.1	19.1	17.2	1.0	1.0	20.3	18.5	4.9	5.7
KLCCP Stapled Group	KLCCSS MK	Malaysia	38.1	13.1	20.4	18.0	0.9	0.9	27.6	23.8	4.6	5.2
IGB Real Estate	IGBREIT MK	Malaysia	na	33.3	28.9	20.9	1.5	1.4	27.0	20.8	3.7	4.8
Pavilion Real Estate	PREIT MK	Malaysia	(8.9)	16.3	35.8	19.8	1.0	1.0	28.2	20.0	2.9	5.1
BTS Rail Mass Transit **	BTSGIF TB	Thailand	(34.5)	186.9	18.5	6.4	0.6	0.6	18.4	6.4	5.4	15.5
Digital Telecom Int. *	DIF TB	Thailand	1.3	1.0	11.8	11.7	0.8	0.8	12.6	12.4	7.5	7.6
Jasmine Broadband Int. *	JASIF TB	Thailand	(0.3)	0.8	9.5	9.4	0.9	0.9	9.7	9.6	9.7	9.7
CPN Retail Growth *	CPNREIT TB	Thailand	(39.9)	112.4	30.2	14.2	1.7	1.6	32.1	17.2	2.7	6.3
Frasers Property Thailand **	FTREIT TB	Thailand	(3.3)	3.2	17.4	16.8	1.2	1.2	19.9	19.4	5.3	5.4
IMPACT Growth REIT **	IMPACT TB	Thailand	(1.2)	154.1	65.7	25.9	1.8	1.8	58.0	26.1	1.5	3.7
WHA Premium Growth *	WHART TB	Thailand	(1.3)	(1.6)	18.7	19.0	1.3	1.2	21.1	21.1	4.9	4.9
Lotus's Retail Growth **	LPF TB	Thailand	4.1	10.2	18.7	16.9	1.2	1.2	18.8	17.0	4.8	5.3
Average			(4.6)	32.7	23.9	18.2	1.1	1.1	27.7	22.1	5.0	6.1

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS,

** Fiscal year ends in February for LPF, March for IMPACT and BTSGIF, September for FTREIT

Based on 23-Nov-2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

FUND DETAILS

ชื่อบริษัท	: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานระบบขนส่งมวลชนทางราง มีที่เอสโกรท
ชื่อย่อหลักทรัพย์	: BTSGIF TB
วันที่ซื้อขายวันแรก	: 19 ธันวาคม 2013
ทุนจดทะเบียน	: 62.5 พันลพ. (5,788 หน่วย@พาร์ 10.80 บ./หน่วย)
ประเภท	: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ประเภทกองทุนปิด
สินทรัพย์ที่ลงทุน	: ระบบขนส่งมวลชนทางราง/รายได้ค่าโดยสารสุทธิ
ระยะเวลาโครงการ	: ไม่มีกำหนดอายุ
สปอนเซอร์	: BTS Group Holdings (BTS TB)
ผู้จัดการกองทุน	: บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมบัวหลวง จำกัด
นโยบายเงินปันผล	: ไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของกำไรสุทธิที่ปรับปรุง
วันที่จ่ายเงินปันผล	: ไม่น้อยกว่าสองครั้งต่อปี
ข้อจำกัดหุ้นต่างตัว	: ไม่เกิน 49% ของหน่วยลงทุนทั้งหมด

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ธุรกิจรถไฟฟ้ามีการแข่งขันไม่สูง และมีกระแสเงินสดที่มั่นคง & แข็งแรง
- พื้นที่ให้บริการของรถไฟฟ้า BTS อยู่ในใจกลางกรุงเทพฯ ที่มีศักยภาพในการเติบโตของผู้โดยสารสูง
- กองทุนฯ สามารถมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนได้ถึง 3 เท่า ซึ่งจะทำให้สามารถลงทุนในสินทรัพย์อื่นๆ ได้โดยไม่ต้องเพิ่มทุน

O — Opportunity

- การขยายเส้นทางจะช่วยเพิ่มจำนวนผู้โดยสารให้แก่สายหลักของ BTS
- อาจมีสินทรัพย์เช่ากองทุนเพิ่มเติม โดยเฉพาะรถไฟฟ้าสายใหม่จาก BTS

CONSENSUS COMPARISON

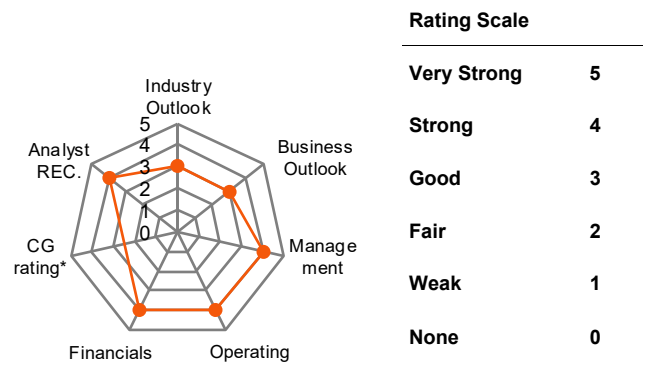
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	5.96	5.10	-14%
Norm profit 22F (Bt m)	637	1,335	110%
Norm profit 23F (Bt m)	3,825	3,830	0%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี FY22F ของเราสูงกว่าของตลาด เราเชื่อว่าเราให้สมมติฐานผู้โดยสารและค่าโดยสารที่สูงกว่าตลาด
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเรามีประเมินการกำไรที่ต่ำลงในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG rating, no rating

W — Weakness

- utilization rate ของรถไฟฟ้าอยู่ในระดับสูงในช่วงชั่วโมงเร่งด่วน แต่อยู่ในระดับต่ำในช่วงเวลาที่ไม่ใช่ชั่วโมงเร่งด่วน ซึ่งทำให้ BTS ต้องขยายขีดความสามารถในการรองรับ แม้ utilization rate เฉลี่ยอยู่ในระดับต่ำ
- การเติบโตของผู้โดยสารในปัจจุบันเติบโตตามปกติของธุรกิจ (Organic growth) เพราะเส้นทางที่มีอยู่มีขีดความสามารถในการรองรับที่เต็มแล้ว

T — Threat

- รัฐบาลอาจควบคุมการปรับขึ้นของค่าโดยสาร
- ความล่าช้าของโครงการขนส่งมวลชนใหม่ ซึ่งอาจกดดันการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารในอนาคต

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ผู้โดยสารที่เติบโต และการขึ้นค่าโดยสารที่ต่ำกว่าคาดเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- งบลงทุนที่สูงกว่าคาดจะเป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ระบบการเดินทางมีปัญหา จะส่งผลต่อการเติบโตของจำนวนผู้โดยสาร ซึ่งเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Mar (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Revenue	4,798	2,108	1,368	3,910	4,978
Selling & administration expenses	74	67	34	70	85
Operating profit	4,724	2,041	1,334	3,839	4,893
% operating margin	98.5%	96.8%	97.5%	98.2%	98.3%
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
EBITDA	4,724	2,041	1,334	3,839	4,893
% EBITDA margin	98.5%	96.8%	97.5%	98.2%	98.3%
Non-operating income	20	5	6	6	6
Non-operating expenses	(15)	(9)	(6)	(16)	(20)
Interest expense	0	0	(0)	(0)	(0)
Pre-tax profit	4,730	2,037	1,335	3,830	4,879
Income tax	0	0	0	0	0
After-tax profit	4,730	2,037	1,335	3,830	4,879
% net margin	98.6%	96.7%	97.5%	97.9%	98.0%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(6,730)	(7,872)	(900)	(2,238)	(3,407)
NET INVESTMENT INCOME	(2,000)	(5,835)	435	1,592	1,472
Normalized Net Invest. Income	4,730	2,037	1,335	3,830	4,879
EPS (Bt)	(0.3)	(1.0)	0.1	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.8	0.4	0.2	0.7	0.8

We assume a ridership recovery back to the FY20 level in FY24F

BALANCE SHEET

FY ending Mar (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	89	80	65	65	65
Cash & cash equivalent	39	68	65	65	65
Account receivables	50	13	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
Investments & loans	53,369	45,395	44,495	42,257	38,850
Net fixed assets	0	0	0	0	0
Other assets	4	4	5	5	5
Total assets	53,462	45,479	44,565	42,327	38,920
LIABILITIES:					
Current liabilities:	54	158	63	156	195
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	54	158	63	156	195
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	0	0	0	0	0
Total liabilities	54	158	64	156	195
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	58,349	56,097	55,197	52,960	49,552
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	(4,941)	(10,775)	(10,696)	(10,789)	(10,828)
Net Assets	53,408	45,322	44,501	42,171	38,724

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Mar (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	4,730	2,037	1,335	3,830	4,879
Tax paid	(5)	0	0	0	0
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
Chg In working capital	(191)	37	13	0	0
Chg In other CA & CL / minorities	41	104	(94)	93	39
Cash flow from operations	4,574	2,179	1,253	3,922	4,918
Capex	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	6,838	7,974	900	2,238	3,407
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(6,729)	(7,872)	(901)	(2,238)	(3,407)
Cash flow from investments	109	102	(1)	0	0
Debt financing	0	0	0	(0)	(0)
Capital increase	(3,068)	(2,252)	(900)	(2,238)	(3,407)
Dividends paid	(1,644)	0	(356)	(1,684)	(1,511)
Warrants & other surplus	0	(0)	0	0	0
Cash flow from financing	(4,711)	(2,252)	(1,255)	(3,922)	(4,918)
Free cash flow	4,574	2,179	1,253	3,922	4,918

Capex is booked in operating expenses, so it is factored in CFFO

VALUATION

FY ending Mar	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	5.2	12.1	18.5	6.4	5.1
Normalized PE - at target price (x)	6.2	14.5	22.1	7.7	6.1
PE (x)	na	na	56.7	15.5	16.8
PE - at target price (x)	na	na	67.9	18.5	20.1
EV/EBITDA (x)	5.2	12.0	18.4	6.4	5.0
EV/EBITDA - at target price (x)	6.2	14.4	22.1	7.7	6.0
P/NAV (x)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
P/NAV - at target price (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
P/CFO (x)	5.4	11.3	19.7	6.3	5.0
Price/sales (x)	5.1	11.7	18.0	6.3	5.0
Effective dividend yield (%)	6.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital reduction yield (%)	11.5	7.2	5.4	15.5	19.8
Cash dividend yield (%)	18.2	7.2	5.4	15.5	19.8
FCF Yield (%)	18.6	8.8	5.1	15.9	19.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	0.4	0.2	0.7	0.8
EPS	(0.3)	(1.0)	0.1	0.3	0.3
Effective dividend *	0.3	0.0	0.0	-	-
Capital reduction dividend	0.49	0.31	0.23	0.66	0.84
Cash dividend **	0.78	0.31	0.23	0.66	0.84
NAV/unit	9.2	7.8	7.7	7.3	6.7
CFO/unit	0.8	0.4	0.2	0.7	0.8
FCF/unit	0.8	0.4	0.2	0.7	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Our BUY rating is due to its estimated dividend IRR which is high at 11% a year

FINANCIAL RATIOS

FY ending Mar	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	4.2	(56.1)	(35.1)	185.7	27.3
Net profit (%)	na	na	na	266.2	(7.5)
EPS (%)	na	na	na	266.2	(7.5)
Normalized profit (%)	4.5	(56.9)	(34.5)	186.9	27.4
Normalized EPS (%)	4.5	(56.9)	(34.5)	186.9	27.4
Dividend payout ratio (%)***	(224.3)	(30.6)	81.8	105.8	102.7
Operating performance					
Gross margin (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating margin (%)	98.5	96.8	97.5	98.2	98.3
EBITDA margin (%)	98.5	96.8	97.5	98.2	98.3
Net margin (%)	98.6	96.7	97.5	97.9	98.0
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	8.3	4.1	3.0	8.8	12.0
ROE - using norm profit (%)	8.3	4.1	3.0	8.8	12.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	8.3	4.1	3.0	8.8	12.1
- asset turnover (x)	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
- operating margin (%)	98.6	96.7	97.5	97.9	98.0
- leverage (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
- interest burden (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
- tax burden (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Cost of equity (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROIC (%)	0	3.8	2.9	8.6	11.6
NOPAT (Bt m)	4,724	2,041	1,334	3,839	4,893

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Dividend from operations

** Dividend from operations and capital reduction

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 136 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2112A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2112A, COM716C2203A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPAL16C2203A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2112A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MINT16C2203A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2112A, PTTE16C2203A, PTTG16C2111A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ 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)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระดาษ
จักร เรื่องสิทธิปัญญา
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, เติมน้ำมัน
พัทธดนย์ บุญนา
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชชา 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

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนศิริกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวลดี หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
naripom.kla@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunet.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