

HOLD (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 14.50

(From: Bt 15.00)

26 MAY 2022

Upside : 3.6%

Digital Telecom. Infra. Fund (DIF TB)

เต็มมูลค่าแล้ว

เราปรับลดคำแนะนำ DIF ลงเป็น “ถือ” โดยมองว่าราคาหุ้นซื้อขายในระดับที่เหมาะสมเชิงมูลค่าพื้นฐานแล้ว โดยพิจารณาจากมูลค่าของสัญญาเช่าที่ทยอยหมดอายุลง เราใช้สมมติฐานรายได้ค่าเช่าของ DIF จะลดลงในปี 2033F และคาดว่าจะไม่มีความต้องการเช่าสินทรัพย์เพิ่มเติมจากลูกค้า

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

เราปรับคำแนะนำ DIF ลงเป็น “ถือ” (จาก “ซื้อ”) เนื่องจากมี upside จำกัดต่อราคาเป้าหมายของเราหลังปรับมาใช้ปีฐาน 2023F ที่ 14.5 บาท ราคาเป้าหมายของเราที่ลดลงหลังปรับมาใช้ปีฐานใหม่ นั้นเนื่องจากอายุสัญญาเช่าที่เหลือน้อยลงในแต่ละปี (Exhibit 3) เราคงมุมมองต่อ DIF 3 ข้อคือ 1) เราเชื่อว่า DIF จะสามารถจ่ายปันผล 1.04 บาทต่อปีไปได้ต่อเนื่องจนถึงปี 2033F 2) เราคาด DIF จะต่ออายุสัญญาเช่าเสาโทรคมนาคม (42% ของรายได้) ได้ในปี 2033F แต่ในราคาเพียงครึ่งเดียวของปัจจุบันเพื่อดึงดูดให้ผู้เช่าอย่าง บมจ. โทรคมนาคมแห่งชาติ (TRUE, “ชาย”) เลือกต่ออายุสัญญา และ 3) เราไม่คาดว่าจะมีความต้องการเช่าสินทรัพย์โทรคมนาคมของ DIF เพิ่มเติมทั้งจากผู้เช่าเดิมและรายใหม่

ยังจ่ายปันผลได้สม่ำเสมอ

เราแบ่งสัญญาเช่าของ DIF ได้เป็นสองกลุ่มใหญ่ กลุ่มแรกส่วนใหญ่เป็นเสาโทรคมนาคมและมีระบบใยแก้วนำแสงบางส่วน (42% ของรายได้รวม) ซึ่งจะหมดอายุลงในปี 2033 เราคาด TRUE จะต่ออายุสัญญาเช่าชุดนี้ได้ แต่จะลดราคาเช่าลงครึ่งหนึ่งจากปัจจุบันซึ่งเรามองว่าสูงเกินไป กลุ่มสองเป็นระบบสายเคเบิลใยแก้วนำแสง (58% ของรายได้) ซึ่งจะสิ้นสุดลงในปี 2033 เช่นกัน หากแต่มีเงื่อนไขการต่ออายุไปอีก 10 ปีจนถึงปี 2043 เราจึงคาดว่า DIF จะยังจ่ายเงินปันผลได้สม่ำเสมอที่อัตราผลตอบแทนปีละ 7% (0.26 บาทต่อไตรมาส) จนสัญญาเช่าเริ่มหมดในปี 2033 เรามองว่าการเติบโตกำไรของ DIF จากดอกเบี้ยที่ลดลงจะไม่ส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นเนื่องจากยังต้องมีการชำระหนี้ต่อเนื่อง แต่ค่าเงินปันผลลดลงในปี 2033F จากค่าเช่าที่ลดลง และลดอีกครั้งเมื่อสัญญาเช่ากลุ่มสองหมดอายุในปี 2043F

แต่ไม่ห้ามการเติบโตเพิ่ม

เราไม่คิดว่าทั้งการใช้งาน 5G ที่เพิ่มขึ้น หรือการควบรวมกิจการในกลุ่มโทรคมนาคมไทย จะทำให้เกิดความต้องการเช่าสินทรัพย์โทรคมนาคมของ DIF เพิ่มขึ้น เนื่องจาก 1) ผู้ให้บริการโทรคมนาคมทั้งสามรายมีศักยภาพเพียงพอที่จะลงทุนโครงข่ายของตนเอง ซึ่งถูกและมีความยืดหยุ่นกว่าการเช่าจาก DIF 2) TRUE ซึ่งเป็นผู้เช่าหลักและเช่าทรัพย์สินของ DIF แบบเหมาปริมาณ ก็ยังไม่ได้ใช้งานสินทรัพย์ดังกล่าวอย่างเต็มที่ 3) เราเชื่อว่า ‘บริษัทควบรวม’ ใหม่น่าจะมีโครงข่ายเกินต้องการหลังการควบรวม จึงไม่น่าจะต้องการเช่าสินทรัพย์เพิ่ม

มี upside เพิ่มเติมใน CPNREIT

เราชอบ CPNREIT (“ซื้อ”) มากกว่า DIF บนเรื่องราวการฟื้นตัวของกำไร และยังมี upside ที่สูงกว่าต่อราคาเป้าหมายของเราที่ 22 บาท แม้ปัจจุบัน CPNREIT จะมีอัตราผลตอบแทนจากปันผลต่ำกว่าที่ 6.0% ในปี 2022F แต่เราคิดว่ากำไรกำลังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ซึ่งจะทำให้ปันผลสูงขึ้นเช่นกัน CPNREIT มีสินทรัพย์เป็นศูนย์การค้าที่กำลังมีแนวโน้มฟื้นตัวหลังการระบาดของโควิด-19 เริ่มจบลง และการเปิดประเทศเพื่อการท่องเที่ยวอีกครั้ง (ดูบทวิเคราะห์ CPNREIT ของคุณรดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ “อยู่บนเส้นทางฟื้นตัว”, วันที่ 26 พ.ค. 2022)



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

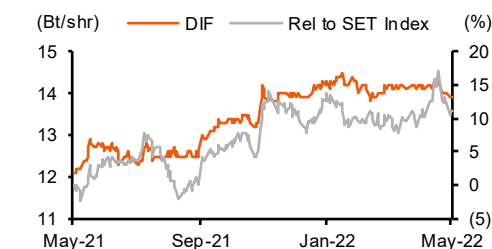
662 – 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	14,726	14,506	14,565	14,626
Net profit	12,888	12,556	12,666	12,786
Consensus NP	—	12,115	12,013	12,104
Diff frm cons (%)	—	3.6	5.4	5.6
Norm profit	12,669	12,556	12,666	12,786
Prev. Norm profit	—	12,687	12,829	12,971
Chg frm prev (%)	—	(1.0)	(1.3)	(1.4)
Norm EPS (Bt)	1.2	1.2	1.2	1.2
Norm EPS grw (%)	2.1	(0.9)	0.9	0.9
Norm PE (x)	11.8	11.9	11.8	11.7
EV/EBITDA (x)	11.9	12.1	12.0	11.8
P/NAV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8
Cash div yield (%)*	7.5	7.4	7.4	7.4
Effective yield (%)**	7.5	7.4	7.4	7.4
ROE (%)	7.2	7.1	7.1	7.1
Net D/E (%)	13.0	12.3	11.7	11.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

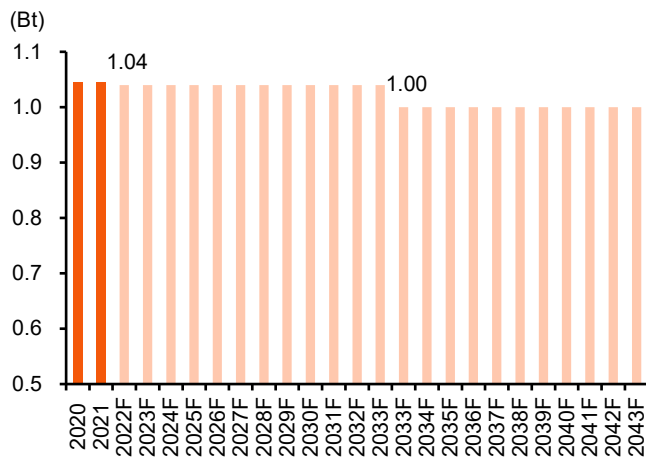
Price as of 26-May-22 (Bt)	14.00
Market Cap (US\$ m)	4,356.5
Listed Shares (m shares)	10,631.7
Free Float (%)	76.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.3
12M Price H/L (Bt)	14.50/12.10
Sector	Telecom
Major Shareholder	TRUE Corporation 23.38%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: We Project Stable Dividend Payments...



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: ...Despite Higher Earnings From Falling Interest



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: DIF's Network Asset Rental Contracts

Structure	Sale of rights to net revenues + Call option		Ownership				Long-term leasehold + Call Option		Total
	AWC	BFKT	TRUE	TICC	TUC	TMV	AWC	TICC	
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)	542km (117,147 core km) + 6,479km of FOC (338,299 core km)	7,981km of FOC (303,453 core km)	670km (80,014 core km) + 12,872km of FOC (619,986 core km)	9,169 links and 90,036km of FOC (2,576,873 core km)
Upcountry broadband system				1.2 million 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: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Dividend of common stock	11,090	11,090	11,090	11,090	11,090	11,090	11,090	11,090	11,090	11,090	11,090
Dividend from capital reduction	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Dividend payment	11,090	11,090	11,090	11,090	11,090	11,090	11,090	11,090	11,090	11,090	11,090
Cost of equity (%)	8.6										
Terminal growth (%)	2.0										
PV of dividend	10,307	9,576	8,775	8,117	7,508	6,943	6,422	5,940	5,270	4,851	4,466
Equity value (m)	154,233										
No. of units (m)	10,663										
Equity value / unit (Bt)	14.5										

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 5: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPU growth		PE		P/NAV		EV/EBITDA		Div yield	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Link REIT/The	823 HK	Hong Kong	444.9	3.9	22.5	21.7	0.9	0.9	21.7	20.3	4.5	4.6
Yuexiu Real Estate	405 HK	Hong Kong	(38.2)	(0.5)	16.6	16.7	0.5	0.5	18.8	18.5	6.1	6.3
Fortune Real Estate	778 HK	Hong Kong	(7.9)	5.7	17.6	16.6	0.8	0.8	22.1	21.6	7.0	7.0
CapitaLand Mall Trust	CT SP	Singapore	na	8.6	na	na	na	na	na	na	na	na
Frasers Centrepoint Trust	FCT SP	Singapore	23.8	3.2	18.2	17.7	1.0	1.0	24.5	23.8	5.6	5.6
Mapletree Commercial	MCT SP	Singapore	(19.6)	13.1	20.7	18.3	1.0	1.0	24.6	20.0	5.3	5.6
Suntec Real Estate	SUN SP	Singapore	(51.7)	1.3	21.1	20.9	0.8	0.8	35.5	34.1	5.6	5.8
Starhill Global REIT	SGREIT SP	Singapore	66.0	2.4	13.9	13.6	0.7	0.7	17.9	17.2	6.8	7.4
CapitaLand Commercial	CCT SP	Singapore	(24.0)	14.9	na	na	na	na	na	na	na	na
Keppel REIT	KREIT SP	Singapore	(18.4)	1.9	22.1	21.7	0.9	0.9	48.2	45.1	5.2	5.3
CapitaLand Retail China	CRCT SP	Singapore	na	43.1	na	na	na	na	15.3	14.3	na	na
Ascendas Real Estate	AREIT SP	Singapore	(30.3)	3.8	16.8	16.1	1.1	1.1	20.7	19.7	6.0	6.2
Mapletree Industrial Trust	MINT SP	Singapore	(17.0)	(10.7)	17.2	19.3	1.3	1.3	22.2	20.7	5.7	5.8
Mapletree Logistics Trust	MLT SP	Singapore	(55.3)	9.1	20.6	18.9	1.2	1.1	25.7	22.7	5.5	5.7
Ascott Residence Trust	ART SP	Singapore	(67.9)	53.3	37.3	24.3	1.0	1.0	29.3	23.2	4.9	5.8
CDL Hospitality Trusts	CDREIT SP	Singapore	(0.5)	20.0	22.5	18.8	0.9	0.9	29.4	22.8	4.6	5.7
Axis Real Estate	AXRB MK	Malaysia	(29.7)	7.2	19.6	18.3	1.2	1.2	19.5	18.2	5.0	5.3
Sunway Real Estate	SREIT MK	Malaysia	170.4	10.8	18.8	17.0	1.0	1.0	20.8	19.3	4.9	5.5
KLCCP Stapled Group	KLCCSS MK	Malaysia	431.1	7.3	18.3	17.0	0.9	0.9	23.9	22.8	5.1	5.5
IGB Real Estate	IGBREIT MK	Malaysia	49.7	8.3	19.4	17.9	1.5	1.5	19.6	18.3	5.0	5.4
Pavilion Real Estate	PREIT MK	Malaysia	77.6	6.8	18.8	17.6	1.1	1.1	20.0	19.0	5.3	5.7
BTS Rail Mass Transit **	BTSGIF TB	Thailand	186.9	27.4	6.5	5.1	0.6	0.6	6.5	5.1	15.4	19.6
Digital Telecom Int. *	DIF TB	Thailand	(0.9)	0.9	11.9	11.8	0.8	0.8	12.1	12.0	7.4	7.4
Jasmine Broadband Int. *	JASIF TB	Thailand	(1.2)	1.1	10.1	10.0	0.9	0.9	10.1	10.1	9.1	9.2
IMPACT Growth REIT **	IMPACT TB	Thailand	558.4	14.4	23.0	20.1	1.5	1.5	23.3	20.7	4.2	4.8
Frasers Property Thailand *	FTREIT TB	Thailand	(7.3)	3.2	14.5	14.1	1.0	1.0	17.4	17.0	6.4	7.1
WHA Premium Growth *	WHART TB	Thailand	13.4	0.9	14.3	14.2	1.1	1.0	18.4	17.9	6.4	6.7
CPN Retail Growth *	CPNREIT TB	Thailand	68.6	30.2	15.2	11.7	1.4	1.4	18.7	14.9	6.0	7.8
Lotus's Retail Growth**	LPF TB	Thailand	15.5	14.8	15.9	13.9	1.1	1.1	16.5	14.3	5.6	6.5
Average			64.3	10.6	18.2	16.7	1.0	1.0	21.6	19.8	6.1	6.7

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 23-24F.

Based on 26 May 2022 closing prices

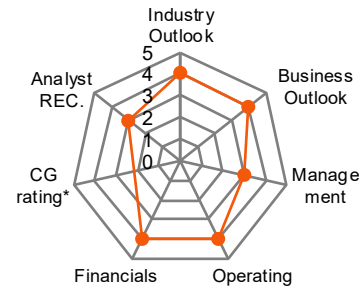
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

FUND DETAILS

ชื่อบริษัท	: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล
ชื่อย่อหลักทรัพย์	: DIF TB
วันที่ซื้อขายวันแรก	: 27 ธันวาคม 2013
ทุนจดทะเบียน	: 58 พันลพ.(58,000 หน่วย@พาร์ 10 บาท/หน่วย)
ประเภท	: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ประเภทกองทุนปิด
สินทรัพย์ที่ลงทุน	: เส้าโทรคมนาคม และสายเคเบิลใยแก้วนำแสง
ระยะเวลาโครงการ	: ไม่มีกำหนดอายุ
สปอนเซอร์	: บมจ. บริษัท ทรู 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

- เป็นกองทุนโครงสร้างพื้นฐานเกี่ยวกับธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ชั้นนำของประเทศ
- มีสินทรัพย์อ้างอิงที่แข็งแกร่ง
- ฐานะการเงินแข็งแกร่ง ด้วยมี TRUE เป็นผู้สนับสนุนหลัก

O — Opportunity

- โอกาสที่จะให้เข้าเพิ่มเติมแก่บุคคลที่ 3
- ได้สินทรัพย์เพิ่มเติมจาก TRUE และผู้ประกอบการโทรคมนาคมรายอื่น

W — Weakness

- รายได้ได้รับการประกันระยะหนึ่ง นั่นคือ จนถึงปี 2025-2035

T — Threat

- การเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ ของกองทุนโครงสร้างพื้นฐานอื่นๆ ในอนาคต
- การเปลี่ยนแปลงด้านกฎหมายและหลักเกณฑ์ต่างๆ
- การจัดเก็บภาษีใดๆ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	16.37	14.50	-11%
Net profit 22F (Bt m)	12,115	12,556	4%
Net profit 23F (Bt m)	12,013	12,666	5%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเราสูงกว่าของตลาด 4-5% ซึ่งอาจเป็นเพราะเรารวมอัตราดอกเบี้ยจ่ายที่ต่ำลงของ DIF ในระยะใกล้
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า 11% เนื่องจากเรามีมุมมองที่เป็นลบต่อแนวโน้มของ DIF หลังสัญญาณอัตราดอกเบี้ยลดลงในปี 2033

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ประเมินการอัตราผลตอบแทนของเรา อิงกับการประกันขั้นต่ำ (minimum guarantee) ของ TRUE ดังนั้นการเข้าใหม่จากบุคคลที่ 3 และปริมาณการเข้าที่เพิ่มขึ้นจากความต้องการโครงสร้างพื้นฐานที่เพิ่มขึ้นจะเป็น upside ต่อประมาณการของเรา
- ในกรณีที่ TRUE ไม่สามารถทำรายได้ขั้นต่ำได้และกองทุนไม่สามารถขายการเช่าสินทรัพย์ให้แก่บุคคลที่สามเพิ่มเติมได้อย่างที่เราคาดไว้ จะทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการและกรณีการลงทุนของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Stable rental revenues
over the next 10 years

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Revenue	14,689	14,726	14,506	14,565	14,626
Selling & administration expenses	301	309	316	324	331
Operating profit	14,389	14,417	14,189	14,241	14,295
% operating margin	98.0%	97.9%	97.8%	97.8%	97.7%
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
EBITDA	14,389	14,417	14,189	14,241	14,295
% EBITDA margin	98.0%	97.9%	97.8%	97.8%	97.7%
Non-operating income	17	16	23	23	23
Non-operating expenses	(42)	(43)	(44)	(45)	(46)
Interest expense	(1,957)	(1,719)	(1,611)	(1,552)	(1,485)
Pre-tax profit	12,407	12,671	12,557	12,667	12,787
Income tax	2	1	1	1	1
After-tax profit	12,406	12,669	12,556	12,666	12,786
% net margin	84.5%	86.0%	86.6%	87.0%	87.4%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	1,018	219	0	0	0
NET INVESTMENT INCOME	13,424	12,888	12,556	12,666	12,786
Normalized Net Invest. Income	12,406	12,669	12,556	12,666	12,786
EPS (Bt)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
Normalized EPS (Bt)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

BALANCE SHEET

We expect no dividend
lifts as DIF still has to
repay debt

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	7,233	7,959	8,140	8,154	8,170
Cash & cash equivalent	4,034	4,397	4,500	4,500	4,500
Account receivables	3,092	3,499	3,577	3,591	3,607
Inventories	0	0	0	0	0
Others	107	63	63	63	63
Investments & loans	215,752	215,927	215,927	215,927	215,927
Net fixed assets	0	0	0	0	0
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	222,984	223,886	224,067	224,081	224,097
LIABILITIES:					
Current liabilities:	8,139	8,245	8,214	8,321	8,430
Account payables	663	663	626	630	634
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	7,477	7,583	7,588	7,691	7,796
Total LT debt	27,586	27,267	26,409	25,440	24,350
Others LT liabilities	0	0	0	0	0
Total liabilities	48,557	47,670	46,079	44,518	42,837
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	47,311	49,100	50,555	52,131	53,827
Net Assets	174,427	176,216	177,987	179,564	181,259

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	12,407	12,671	12,557	12,667	12,787
Tax paid	75	61	(64)	21	22
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
Chg In working capital	(437)	(407)	(114)	(11)	(11)
Chg In other CA & CL / minorities	(4,607)	35	68	80	82
Cash flow from operations	7,439	12,359	12,420	12,729	12,846
Capex	0	0	0	0	0
ST loans & investments	9,405	44	0	0	0
LT loans & investments	(2,309)	(176)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	412	(448)	(700)	(700)	(700)
Cash flow from investments	7,508	(579)	(700)	(700)	(700)
Debt financing	(294)	(319)	(859)	(968)	(1,090)
Capital increase	0	0	316	0	0
Dividends paid	(11,099)	(11,099)	(11,100)	(11,090)	(11,090)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	(11,393)	(11,418)	(11,643)	(12,058)	(12,180)
Free cash flow	7,439	12,359	12,420	12,729	12,846

Stable cash flows, thus sustainable dividends

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	12.0	11.8	11.9	11.8	11.7
Normalized PE - at target price (x)	12.5	12.2	12.3	12.2	12.1
PE (x)	11.1	11.6	11.9	11.8	11.7
PE - at target price (x)	11.5	12.0	12.3	12.2	12.1
EV/EBITDA (x)	12.0	11.9	12.1	12.0	11.8
EV/EBITDA - at target price (x)	12.4	12.3	12.4	12.3	12.2
P/NAV (x)	0.9	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)	20.1	12.1	12.0	11.7	11.6
Price/sales (x)	10.1	10.1	10.3	10.2	10.2
Effective dividend yield (%)	7.5	7.5	7.4	7.4	7.4
Capital reduction yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash dividend yield (%)	7.5	7.5	7.4	7.4	7.4
FCF Yield (%)	5.0	8.3	8.3	8.5	8.6
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
EPS	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
Effective dividend *	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Capital reduction dividend	-	-	-	-	-
Cash dividend **	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
NAV/unit	16.4	16.5	16.7	16.8	17.0
CFO/unit	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2
FCF/unit	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

A high-yield play may be pressured by the rising interest-rate trend

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	6.0	0.3	(1.5)	0.4	0.4
Net profit (%)	(29.0)	(4.0)	(2.6)	0.9	0.9
EPS (%)	(34.1)	(4.0)	(2.6)	0.9	0.9
Normalized profit (%)	8.9	2.1	(0.9)	0.9	0.9
Normalized EPS (%)	1.1	2.1	(0.9)	0.9	0.9
Dividend payout ratio (%)***	82.9	86.4	88.3	87.6	86.7
Operating performance					
Gross margin (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating margin (%)	98.0	97.9	97.8	97.8	97.7
EBITDA margin (%)	98.0	97.9	97.8	97.8	97.7
Net margin (%)	84.5	86.0	86.6	87.0	87.4
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)	7.4	8.4	8.8	9.2	9.6
Interest coverage - EBITDA (x)	7.4	8.4	8.8	9.2	9.6
ROA - using norm profit (%)	5.5	5.7	5.6	5.7	5.7
ROE - using norm profit (%)	7.2	7.2	7.1	7.1	7.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.2	7.2	7.1	7.1	7.1
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	97.8	97.7	97.7	97.6	97.6
- leverage (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2
- interest burden (%)	86.4	88.1	88.6	89.1	89.6
- tax burden (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Cost of equity (%)	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
ROIC (%)	7.2	7.3	7.1	7.1	7.1
NOPAT (Bt m)	14,387	14,416	14,188	14,240	14,294

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 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2205A, BLA16C2208A, BLA16C2205A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2205A, COM716C2208A, COM716C2209A, CPF16C2205A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KCE16C2208A, KCE16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, OR16C2205A, PTG16C2209A, PTT16C2205A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2205A, RCL16C2208A, RS16C2205A, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2205A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TTA16C2208A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPF, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, RS, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, SYNEX, TOP, TRUE, TTA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันใต้แก่นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกันใต้แก่นางอัคริณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ 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 นิการกุล, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบโต
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

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

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

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

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

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวลลีย์ หวังมั่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

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

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

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

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

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

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

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

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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