

SELL (From: BUY)

Transfer of Coverage

TP: Bt 7.90

Downside : 10.7%

(From: Bt 10.90)

19 JULY 2022

Small Cap Research

Jasmine Broadband Int. (JASIF TB)

เต็มมูลค่า

เราปรับลดคำแนะนำ JASIF ลงเป็น “ขาย” โดยมองว่าราคาเต็มมูลค่าแล้ว ในทุกสถานการณ์การประเมินมูลค่าของเรา ซึ่งอยู่ช่วง 7.5-8.6 บาท/หน่วย โดยในกรณีฐานใหม่ของเรา เราคาดว่าราคา JASIF จะลดลงเมื่อ TTTBB ได้เจ้าของใหม่ ซึ่งเราประเมินมูลค่า JASIF ได้ที่ 7.9 บาท/หน่วย

NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ขาย”

เราปรับลดคำแนะนำ JASIF เป็น “ขาย” (จาก “ซื้อ”) เนื่องจากเรามองว่ามีความไม่แน่นอนหลายด้านต่อสัญญาเช่า หลังการประกาศของ ADVANC ที่จะซื้อหุ้น 100% ในผู้เช่ารายใหญ่ของ JASIF (บมจ. ทริปเปิ้ลที บรอดแบนด์, TTTBB) และสัดส่วน 19% ใน JASIF หลังประเมินมูลค่าภายใต้สามสถานการณ์ที่อาจเกิดขึ้นด้วยวิธี DDM ในปี 2023F เราพบว่ามูลค่าของ JASIF จะอยู่ในช่วง 7.5-8.6 บาท/หน่วย โดยอยู่ที่ 7.9 บาทบนกรณีฐานของเรา ซึ่งใช้สมมติฐานว่าการเข้าซื้อกิจการจาก ADVANC จะประสบความสำเร็จ พร้อมกับมีการปรับปรุงราคาและเงื่อนไขการเช่าบนสัญญาของ JASIF เราปรับกำไร JASIF ลง 23/31% ในปี 2023-24F เพื่อสะท้อนการปรับสัญญาดังกล่าว และมองราคาหน่วยปัจจุบันคิดเป็นอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 9% ในปี 2023F และ 6% IRR สำหรับการถือจนสัญญาหมดอายุ

กรณีฐานใหม่ของเรา

ส่วนหนึ่งในข้อตกลงการเข้าซื้อกิจการข้างต้นกล่าวถึงแผนของ ADVANC ที่จะเจรจาลดค่าเช่าที่ปัจจุบัน TTTBB จ่าย JASIF ลง 26% ตั้งแต่ 2Q23F เป็นต้นไป โดยจะขยายสัญญาเช่าไปอีก 6 ปี (เป็นสิ้นปี 2037 จากเดิมจะหมดสัญญา มกราคม 2032) เป็นการชดเชย เรามองสถานการณ์นี้เป็นกรณีการลงทุนใหม่ของเรา ซึ่งทำให้การประเมินมูลค่า JASIF ของเราลดลงเหลือ 7.9 บาท (จาก 10.9) บาท หลังปรับไปใช้ปีฐาน 2023F เราเชื่อว่าผู้ถือหุ้นของ JASIF จะยอมรับเงื่อนไขใหม่ดังกล่าวเนื่องจากสัญญาเช่าปัจจุบันมีความเสี่ยงที่จะให้ผลตอบแทนต่ำกว่า (เมื่อเทียบเงื่อนไขใหม่จาก ADVANC) หากไม่ได้ต่อสัญญาไปอีก 10 ปี (ถึงมกราคม 2042) ซึ่งเรามองว่าเป็นกรณีเลวร้ายที่สุด และทำให้มูลค่า JASIF เหลือเพียง 7.5 บาท

เหตุในการขอแก้ไขสัญญา

เราเชื่อว่าการขอแก้ไขสัญญาของ ADVANC มีเหตุผลดังนี้ 1) TTTBB มีผลการดำเนินงานขาดทุนต่อเนื่อง จากอัตราค่าเช่าที่สูงในปัจจุบันซึ่งเริ่มใช้เมื่อปี 2020 การลดค่าเช่าย่อมจะเพิ่มอัตรากำไรของ TTTBB ได้อย่างมาก 2) การขยายสัญญาเช่าไปถึงปี 2037 ทำให้ ADVANC ไม่จำเป็นต้องเร่งการลงทุนเพื่อรองรับฐานสมาชิกที่ใหญ่ขึ้นหลังการซื้อกิจการ และ 3) แม้การเช่าทรัพย์สินจาก JASIF จะแพงกว่าการลงทุนเอง แต่ ADVANC เองก็ได้ชดเชยด้วยราคาเช่าซื้อ TTTBB ที่เพียง 8,000 บาทต่อสมาชิก เทียบกับต้นทุนเฉลี่ยการหาสมาชิกใหม่ที่ราว 10,000-12,000 บาท ในปัจจุบัน

ไม่มี upside แม้ในกรณีที่ดีที่สุด

เรามองว่าโอกาสน้อยมากที่กรณีที่ดีที่สุดสำหรับ JASIF จะเกิดขึ้น โดยในกรณีนี้เราใช้สมมติฐานว่า JASIF สามารถลดอัตราค่าเช่าให้อยู่ในระดับสูงได้จนกระทั่งสัญญาปัจจุบันสิ้นสุดในเดือนมกราคม 2032 หลังจากนั้นเรามองว่า TTTBB จะเช่าทรัพย์สินจาก JASIF ต่อไปอีก 10 ปี (ถึงมกราคม 2042) แต่ด้วยราคาเช่าต่ำลง 50% ซึ่งในกรณีนี้เราประเมินมูลค่า JASIF ได้ที่ 8.6 บาท ซึ่งก็ยังต่ำกว่าราคาตลาดปัจจุบัน เราคาดว่ากรณีนี้จะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อ ADVANC ยังดำเนินการเข้าซื้อกิจการต่อแม้ว่าผู้ถือหุ้นของ JASIF จะคัดค้านเงื่อนไขการเช่าใหม่ และตัดสินใจจะไม่ย้ายสมาชิกของ TTTBB ไปยังเครือข่ายของตนเองไปจนถึงปี 2042

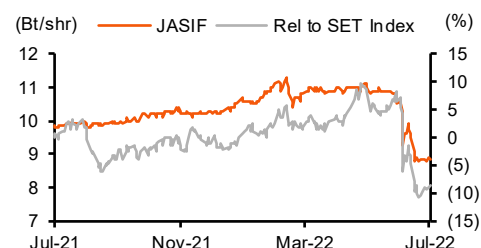
COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	10,144	10,235	8,123	7,536
Net profit	8,030	8,608	6,706	6,160
Consensus NP	—	8,794	7,970	9,246
Diff frm cons (%)	—	(2.1)	(15.9)	(33.4)
Norm profit	8,730	8,608	6,706	6,160
Prev. Norm profit	—	8,628	8,719	8,876
Chg frm prev (%)	—	(0.2)	(23.1)	(30.6)
Norm EPS (Bt)	1.1	1.1	0.8	0.8
Norm EPS grw (%)	1.5	(1.4)	(22.1)	(8.1)
Norm PE (x)	8.1	8.2	10.6	11.5
EV/EBITDA (x)	8.5	8.4	10.9	11.8
P/NAV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8
Cash div yield (%)*	10.7	11.2	8.7	8.0
Effective yield (%)**	10.7	11.2	8.7	8.0
ROE (%)	9.8	9.5	7.3	6.7
Net D/E (%)	11.2	7.6	7.5	7.1

Note: * Dividend from operations and capital reduction

** Dividend from operations

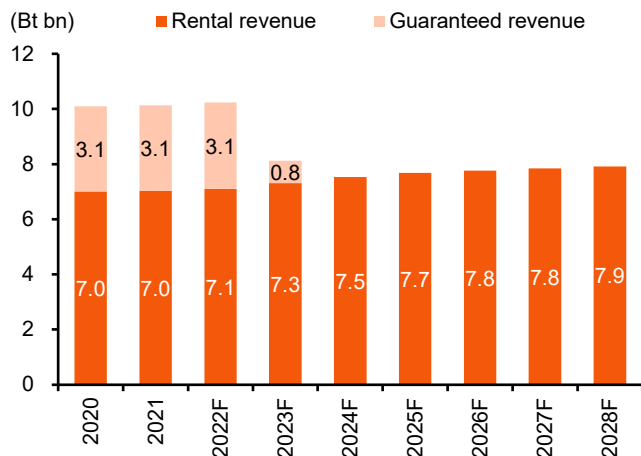
PRICE PERFORMANCE



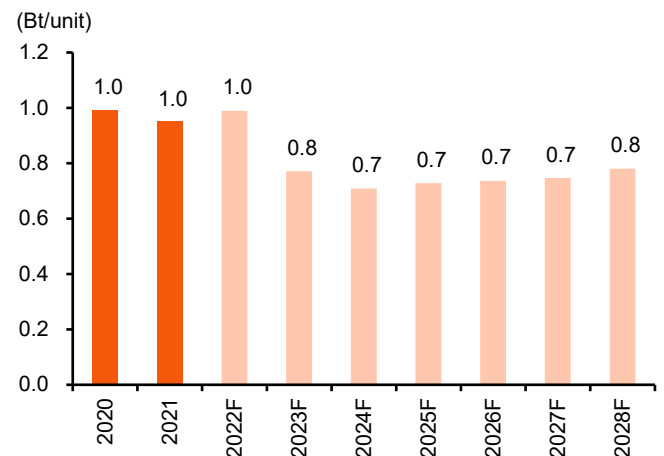
COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jul-22 (Bt)	8.85
Market Cap (US\$ m)	1,933.8
Listed Shares (m shares)	8,000.0
Free Float (%)	79.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	7.0
12M Price H/L (Bt)	11.30/8.80
Sector	Telecom
Major Shareholder	JAS 19%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 1: Lower Rental Income When ADVANC Comes In

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 2: Our Dividend Estimates

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 3: Our Valuation Scenarios For JASIF

	Condition 1	Condition 2	JASIF's value (Bt/unit)
Best case	Yes	No	8.6
Base case	Yes	Yes	7.9
Worst case	No	No	7.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032-42F
Dividend of common stock	6,607	5,793	5,786	5,878	5,953	6,176	6,298	6,370	6,442	64,755
Dividend payment	6,607	5,793	5,786	5,878	5,953	6,176	6,298	6,370	6,442	64,755
Cost of equity (%)	6.5									
Terminal growth (%)	0.0									
PV of dividend	6,589	5,115	4,734	4,498	4,260	4,133	3,942	3,729	3,382	22,505
Equity value (m)	62,887									
No. of units (m)	8,000									
Equity value / unit (Bt)	7.90									

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Our DDM calculation continues into 2042F, when we assume JASIF's asset life to expire thus no more income generation.

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	(5.6)	0.9	20.7	20.5	0.8	0.8	21.1	20.4	4.9	4.9
Yuexiu Real Estate	405 HK	Hong Kong	(38.5)	(2.4)	15.8	16.2	0.4	0.4	18.0	17.6	6.4	6.5
Fortune Real Estate	778 HK	Hong Kong	(7.9)	5.7	17.1	16.2	0.8	0.8	21.8	21.4	7.2	7.2
CapitaLand Mall Trust	CT SP	Singapore	na	8.7	na	na	na	na	na	na	na	na
Frasers Centrepoint Trust	FCT SP	Singapore	24.8	2.4	17.9	17.4	1.0	1.0	24.2	23.5	5.7	5.7
Mapletree Commercial	MCT SP	Singapore	(19.6)	10.7	21.4	19.4	1.0	1.0	25.2	20.2	5.2	5.4
Suntec Real Estate	SUN SP	Singapore	(49.9)	1.2	19.3	19.0	0.7	0.7	34.6	33.3	6.0	6.1
Starhill Global REIT	SGREIT SP	Singapore	61.9	2.5	14.5	14.1	0.7	0.7	18.2	17.5	6.9	7.1
CapitaLand Commercial	CCT SP	Singapore	(24.0)	14.9	na	na	na	na	na	na	na	na
Keppel REIT	KREIT SP	Singapore	(26.2)	12.8	22.6	20.0	0.8	0.8	45.1	43.2	5.7	5.8
CapitaLand Retail China	CRCT SP	Singapore	na	42.1	na	na	na	na	16.1	14.9	na	na
Ascendas Real Estate	AREIT SP	Singapore	(30.3)	3.8	17.9	17.3	1.2	1.2	21.6	20.6	5.6	5.7
Mapletree Industrial Trust	MINT SP	Singapore	(17.0)	(2.9)	18.6	19.1	1.4	1.4	23.5	21.4	5.3	5.4
Mapletree Logistics Trust	MLT SP	Singapore	(55.3)	(1.3)	22.1	22.4	1.3	1.2	26.8	23.7	5.2	5.3
Ascott Residence Trust	ART SP	Singapore	(63.7)	52.9	33.2	21.7	1.0	1.0	29.2	23.2	4.6	5.5
CDL Hospitality Trusts	CDREIT SP	Singapore	(2.4)	22.2	23.1	18.9	0.9	0.9	28.7	22.6	4.4	5.7
Axis Real Estate	AXRB MK	Malaysia	(29.7)	8.2	19.5	18.0	1.2	1.2	19.4	18.2	5.0	5.4
Sunway Real Estate	SREIT MK	Malaysia	180.1	8.1	16.7	15.5	1.0	0.9	19.2	18.2	5.6	5.9
KLCCP Stapled Group	KLCCSS MK	Malaysia	428.2	8.1	18.8	17.4	1.0	1.0	24.3	23.1	4.9	5.4
IGB Real Estate	IGBREIT MK	Malaysia	55.1	6.9	17.9	16.8	1.5	1.5	18.9	17.6	5.4	5.8
Pavilion Real Estate	PREIT MK	Malaysia	77.6	6.8	17.7	16.5	1.0	1.0	19.2	18.2	5.6	6.0
BTS Rail Mass Transit **	BTSGIF TB	Thailand	204.8	56.2	9.0	5.8	0.7	0.9	8.9	5.7	11.1	17.4
Digital Telecom Int. *	DIF TB	Thailand	(0.9)	0.9	11.3	11.2	0.8	0.8	11.5	11.4	7.8	7.8
Jasmine Broadband Int. *	JASIF TB	Thailand	(1.4)	(22.1)	8.2	10.6	0.8	0.8	8.4	10.9	11.2	8.7
IMPACT Growth REIT **	IMPACT TB	Thailand	558.4	14.4	21.0	18.4	1.3	1.3	21.5	19.1	4.6	5.3
Frasers Property Thailand *	FTREIT TB	Thailand	(7.3)	3.2	14.8	14.3	1.0	1.0	17.7	17.2	6.2	7.0
WHA Premium Growth *	WHART TB	Thailand	13.4	0.9	14.1	13.9	1.0	1.0	18.1	17.6	6.5	6.8
CPN Retail Growth *	CPNREIT TB	Thailand	68.6	30.2	15.1	11.6	1.4	1.4	18.6	14.9	6.0	7.8
Lotus's Retail Growth**	LPF TB	Thailand	15.5	14.8	15.8	13.8	1.1	1.1	16.4	14.2	5.7	6.5
Average			48.5	10.7	17.9	16.4	1.0	1.0	21.3	19.6	6.1	6.6

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 19 Jul 2022 closing prices

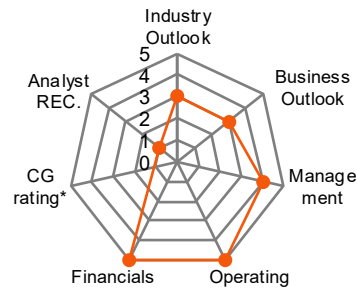
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

FUND DETAILS

ชื่อบริษัท	: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานบรอดแบนด์ อินเทอร์เน็ต จัสมิน
ชื่อย่อหลักทรัพย์	: JASIF
วันที่เข้าซื้อขายวันแรก	: 16 ก.พ. 2015
ทุนจดทะเบียน	: 55 พันลพ. (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



Source: Thanachart; * No CG Rating

Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

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)	9.81	7.90	-19%
Net profit 22F (Bt m)	8,794	8,608	-2%
Net profit 23F (Bt m)	7,970	6,706	-16%
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023F ของเรต่ำกว่าตลาด 16% ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเรารวมการเจรจาต่อราคาเช่าที่ลดลงจาก ADVANC แล้ว
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า 19% เนื่องจากเราสมมติให้ใช้เงื่อนไขสัญญาใหม่จาก ADVNAC

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หาก JASIF สามารถรักษาราคาเช่าให้สูงกว่าที่เราคาดไว้ได้ จะเป็น upside ที่สำคัญต่อราคาเป้าหมายและคำแนะนำของเรา
- หาก JASIF สามารถยืดอายุสัญญาได้เกินปี 2042F จะเป็นอีก upside ต่อกรณีการลงทุนของเรา
- การเพิ่มสินทรัพย์เข้ากองทุนมากขึ้น ไม่ว่าจะจากผู้สนับสนุนหลักในปัจจุบันหรือจากผู้สนับสนุนหลักรายใหม่ จะเป็น upside ต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

We assume negotiated-down rental prices are approved in 2Q23F

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Revenue	10,144	10,144	10,235	8,123	7,536
Selling & administration expenses	613	625	948	987	983
Operating profit	9,531	9,519	9,286	7,136	6,553
% operating margin	94.0%	93.8%	90.7%	87.9%	87.0%
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
EBITDA	9,531	9,519	9,286	7,136	6,553
% EBITDA margin	94.0%	93.8%	90.7%	87.9%	87.0%
Non-operating income	28	18	17	17	13
Non-operating expenses	(10)	(9)	(9)	(7)	(7)
Interest expense	(948)	(797)	(687)	(439)	(400)
Pre-tax profit	8,600	8,730	8,608	6,706	6,160
Income tax	0	0	0	0	0
After-tax profit	8,600	8,730	8,608	6,706	6,160
% net margin	84.8%	86.1%	84.1%	82.6%	81.7%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	500	(701)	0	0	0
NET INVESTMENT INCOME	9,101	8,030	8,608	6,706	6,160
Normalized Net Invest. Income	8,600	8,730	8,608	6,706	6,160
EPS (Bt)	1.1	1.0	1.1	0.8	0.8
Normalized EPS (Bt)	1.1	1.1	1.1	0.8	0.8

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	4,052	4,397	4,019	4,015	2,514
Cash & cash equivalent	4,038	4,380	4,000	4,000	2,500
Account receivables	0	0	3	2	2
Inventories	0	0	0	0	0
Others	15	16	16	13	12
Investments & loans	100,700	100,000	100,000	100,000	100,000
Net fixed assets	0	0	0	0	0
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	104,752	104,397	104,019	104,015	102,514
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,064	1,063	1,090	1,064	1,076
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	1,063	1,090	1,064	1,076
Total LT debt	15,102	14,317	11,015	10,938	9,058
Others LT liabilities	0	0	0	0	0
Total liabilities	16,166	15,380	12,105	12,002	10,134
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	76,684	76,684	78,813	78,813	78,813
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	11,903	12,333	13,101	13,200	13,567
Net Assets	88,587	89,016	91,914	92,013	92,380

Sources: Company data, Thanachart estimates

JASIF's core assets comprise a fiber-optic network for fixed-broadband services

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	8,600	8,730	8,608	6,706	6,160
Tax paid	0	0	0	0	0
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
Chg In working capital	(0)	0	(3)	1	0
Chg In other CA & CL / minorities	2,691	(2)	27	(23)	13
Cash flow from operations	11,291	8,728	8,632	6,684	6,172
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	(500)	700	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	500	(701)	0	0	0
Cash flow from investments	0	(1)	0	0	0
Debt financing	(2,925)	(785)	(3,302)	(77)	(1,880)
Capital increase	0	0	2,129	0	0
Dividends paid	(7,520)	(7,600)	(7,839)	(6,607)	(5,793)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	(10,445)	(8,385)	(9,012)	(6,684)	(7,672)
Free cash flow	11,291	8,728	8,632	6,684	6,172

Dividends fall in 2023F following lower rental income

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	8.2	8.1	8.2	10.6	11.5
Normalized PE - at target price (x)	7.3	7.2	7.3	9.4	10.3
PE (x)	7.8	8.8	8.2	10.6	11.5
PE - at target price (x)	6.9	7.9	7.3	9.4	10.3
EV/EBITDA (x)	8.6	8.5	8.4	10.9	11.8
EV/EBITDA - at target price (x)	7.8	7.7	7.6	9.8	10.6
P/NAV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
P/NAV - at target price (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
P/CFO (x)	6.3	8.1	8.2	10.6	11.5
Price/sales (x)	7.0	7.0	6.9	8.7	9.4
Effective dividend yield (%)	11.2	10.7	11.2	8.7	8.0
Capital reduction yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash dividend yield (%)	11.2	10.7	11.2	8.7	8.0
FCF Yield (%)	15.9	12.3	12.2	9.4	8.7
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	1.1	1.1	0.8	0.8
EPS	1.1	1.0	1.1	0.8	0.8
Effective dividend *	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7
Capital reduction dividend	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash dividend **	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7
NAV/unit	11.1	11.1	11.5	11.5	11.5
CFO/unit	1.4	1.1	1.1	0.8	0.8
FCF/unit	1.4	1.1	1.1	0.8	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

We don't see its 9% yield in 2023F as attractive given its diminishing contract life

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	59.6	0.0	0.9	(20.6)	(7.2)
Net profit (%)	(15.1)	(11.8)	7.2	(22.1)	(8.1)
EPS (%)	(34.9)	(11.8)	7.2	(22.1)	(8.1)
Normalized profit (%)	47.9	1.5	(1.4)	(22.1)	(8.1)
Normalized EPS (%)	13.3	1.5	(1.4)	(22.1)	(8.1)
Dividend payout ratio (%)***	87.0	94.7	92.0	92.0	92.0
Operating performance					
Gross margin (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating margin (%)	94.0	93.8	90.7	87.9	87.0
EBITDA margin (%)	94.0	93.8	90.7	87.9	87.0
Net margin (%)	84.8	86.1	84.1	82.6	81.7
Interest bearing debt to NAV (%)	17.0	16.1	12.0	11.9	9.8
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)	10.1	11.9	13.5	16.3	16.4
Interest coverage - EBITDA (x)	10.1	11.9	13.5	16.3	16.4
Interest bearing debt to total asset (	14.4	13.7	10.6	10.5	8.8
ROA - using norm profit (%)	8.2	8.3	8.3	6.4	6.0
ROE - using norm profit (%)	9.8	9.8	9.5	7.3	6.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.8	9.8	9.5	7.3	6.7
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	94.1	93.9	90.8	88.0	87.0
- leverage (x)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
- interest burden (%)	90.1	91.6	92.6	93.9	93.9
- tax burden (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Cost of equity (%)	#N/A	#N/A	6.1	6.1	6.1
ROIC (%)	9.4	9.6	9.4	7.2	6.6
NOPAT (Bt m)	9,531	9,519	9,286	7,136	6,553

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 70 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2211A, ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2207A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211C, COM716C2211B, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, DOHO16C2207A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GULF16C2210A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2211A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, JMART16C2210A, JMT16C2207A, JMT16C2210A, KBANK16C2211A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2211A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TOP16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าว ก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีการร่วมทุนกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการร่วมทุนกัน ได้แก่ นางอติวีณ์ ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ 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)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา 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, เติ่นเรือ 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, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง 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, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลี้ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@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	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 ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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