

BUY (From: HOLD)

TP: Bt 11.00

(From: Bt 14.50)

18 SEPTEMBER 2023

Change in Recommendation

Upside : 17.0%

Digital Telecom. Infra. Fund (DIF TB)

ราคาปรับลงมามากเกินไป

เราปรับคำแนะนำ DIF เป็น “ซื้อ” หลังราคาหน่วยลดลง 24% ในช่วงสามเดือนที่ผ่านมา แต่สัญญาเช่าสินทรัพย์ยังสร้างรายได้สม่ำเสมอได้ตามเดิม แม้เราปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 11 บาท บนอายุสัญญาที่ลดลงและต้นทุนดอกเบี้ยที่สูงขึ้น แต่คาด DIF จะยังให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงถึง 10% ในช่วงปี 2023-25F และมีผลตอบแทนจนสินสุทธสัญญาที่ 7% IRR



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

เราปรับคำแนะนำ DIF ขึ้นเป็น “ซื้อ” (จากเดิม ถือ) ด้วยเหตุผล 3 ประการ คือ 1) เรามองว่าไม่มีการเปลี่ยนแปลงในสัญญาเช่าทรัพย์สินหลักของ DIF (ราคาและปริมาณการเช่าคงที่) จนถึงปี 2033 และยังคงมองว่า 6 สัญญาเช่าย่อย (จาก 9 สัญญา) จะได้อายุไปถึงปี 2043 2) หลังราคาหน่วยลดลง 24% ในช่วงสามเดือนที่ผ่านมา ทำให้อัตราผลตอบแทนปันผลของ DIF ขึ้นมาสูงถึง 10% ในปี 2023-25F ทั้งนี้แม้เราปรับลดประมาณการเงินปันผลปี 2023-26F ลง 5-8% เพื่อสะท้อนต้นทุนดอกเบี้ยเฉลี่ยที่สูงขึ้นเป็น 5.6% ในปี 2023F (จาก 4.1% ในปี 2022) และ 3) เราประเมิน IRR ของ DIF บนระยะถือครอง 20 ปีอยู่ที่ 7.3% ซึ่งเป็นระดับที่น่าสนใจ (สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาลไทยราว 4%) บนความเสี่ยงคู่สัญญาที่ลดลงหลังจากการควบรวมเสร็จสมบูรณ์ เราปรับลดราคาเป้าหมาย (DDM ปีฐาน 2024F) ลงเหลือ 11 บาทต่อหน่วย (จาก 14.5 บาท) หลังการปรับประมาณการดังกล่าว

ไม่มีการเปลี่ยนแปลงในสัญญาเช่า

สัญญาเช่าสินทรัพย์ของ DIF ที่มีทั้งราคาเช่าเฉลี่ยและปริมาณเช่าคงที่จะดำเนินไปจนถึงปี 2033F โดย TRUE เป็นผู้เช่าหลักในสินทรัพย์เสาโทรคมนาคม และระบบเคเบิลใยแก้วนำแสงทั่วประเทศ สำหรับให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ และ อินเทอร์เน็ตบ้าน (FBB) แก่ลูกค้า 51 ล้านราย และ 3.8 ล้านรายตามลำดับ เราเชื่อว่าสัญญาเช่าย่อย 6 สัญญา (จากทั้งหมด 9 สัญญา) ซึ่งเป็น 67% ของรายได้รวมของ DIF จะได้รับการขยายอายุไปอีก 10 ปี (ถึงปี 2043F) เนื่องจาก TRUE ยังมีรายได้การให้บริการ FBB ทรงตัวได้ที่ 2.35 หมื่นลบ. ในปี 2023F ซึ่งสูงกว่าเงื่อนไขที่กำหนดบังคับต่ออายุสัญญาที่ 1.65 หมื่นลบ. อยู่พอสมควร เราประเมินมูลค่า DIF จากมูลค่าของสัญญาเช่าได้ที่ 10.3 บาท/หน่วย และอีก 0.7 บาท จากมูลค่าคงเหลือของสินทรัพย์หลังสัญญาเช่าทั้งหมดจบลงในปี 2043F

ยังให้ปันผลสูงแม้เราปรับประมาณการลง

เราคาด DIF จะยังให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงถึง 10% ในปี 2023-33F และ 8% ในปี 2034-43F แม้เราปรับประมาณการเงินปันผลลง เนื่องจาก DIF ถูกกระทบอย่างหนักจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่สูงขึ้นเป็น 2.25% จาก 0.5% ใน 1H22 เนื่องจากเงินกู้ทั้ง 2.65 หมื่นลบ. มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว เราปรับสมมติฐานต้นทุนทางการเงินของ DIF ขึ้นเป็น 5.5-6.0% ในปี 2023-25F จาก 4.1% ในปี 2022 จึงคาดว่าเงินปันผลจะลดลงเหลือ 0.96 บาท/หน่วย ในปี 2023-33F และ 0.83 บาท ในปี 2034-43F อย่างไรก็ตาม เราประมาณการผลตอบแทนยังอยู่ในระดับสูงที่ 7.3% IRR สำหรับนักลงทุนที่ถือ DIF จนครบอายุสัญญาในปี 2043F

ความเสี่ยงลดลงหลังการควบรวมของ TRUE แล้วเสร็จ

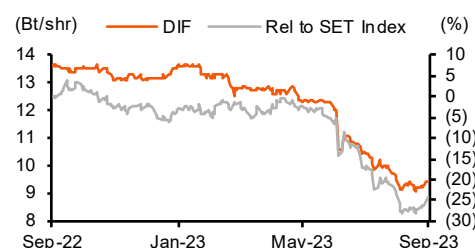
เรามองความเสี่ยงคู่สัญญาของ DIF ลดลง จากสถานะทางการเงินที่ทยอยดีขึ้นของผู้เช่าหลักอย่างบมจ.ทรู คอร์ปอเรชั่น (TRUE) หลังการควบรวมกิจการ เช่น ต้นทุนดำเนินงานลดลง การแข่งขันเบาบางลง และประโยชน์จากขนาดธุรกิจที่ใหญ่ขึ้น เรามองว่าสินเชื่อและหุ้นกู้จะเป็นแนวทางการหาเงินที่นำเสนอขึ้นสำหรับ TRUE หลังได้ปรับระดับความน่าเชื่อถือขึ้นเป็น A+ (จาก BBB+) เมื่อเดือนมีนาคม เราจึงมองว่ามีโอกาสน้อยลงที่ TRUE จะขยายหน่วย DIF ออกมาในตลาด หรือเร่งขายสินทรัพย์เข้า DIF เพิ่ม

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	14,404	14,426	14,427	14,429
Net profit	7,462	12,039	12,036	12,130
Consensus NP	—	11,290	11,314	11,414
Diff frm cons (%)	—	6.6	6.4	6.3
Norm profit	12,335	12,039	12,036	12,130
Prev. Norm profit	—	12,517	12,575	12,744
Chg frm prev (%)	—	(3.8)	(4.3)	(4.8)
Norm EPS (Bt)	1.2	1.1	1.1	1.1
Norm EPS grw (%)	(2.6)	(2.4)	(0.0)	0.8
Norm PE (x)	8.1	8.3	8.3	8.2
EV/EBITDA (x)	8.7	8.6	8.5	8.4
P/NAV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
Cash div yield (%)*	11.0	10.3	10.2	10.3
Effective yield (%)**	11.0	10.3	10.2	10.3
ROE (%)	7.1	6.9	6.9	6.9
Net D/E (%)	13.1	12.4	11.6	10.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 18-Sep-23 (Bt)	9.40
Market Cap (US\$ m)	2,797.2
Listed Shares (m shares)	10,631.7
Free Float (%)	79.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.4
12M Price H/L (Bt)	13.70/9.10
Sector	Property Fund
Major Shareholder	TRUE Corporation 20.56%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Key Assumption Changes

	2023F	2024F	2025F	2026F
Total revenue (Bt bn)				
- New	14.4	14.4	14.4	14.4
- Old	14.5	14.6	14.6	14.7
- Change (%)	(0.6)	(1.0)	(1.4)	(1.8)
Average cost of debt (%)				
- New	5.6	6.0	6.0	5.8
- Old	4.1	4.4	4.4	4.5
- Change (ppt)	1.5	1.5	1.6	1.3
Dividend payments (Bt/unit)				
- New	0.96	0.96	0.97	0.99
- Old	1.04	1.04	1.04	1.04
- Change (%)	(7.4)	(7.5)	(7.0)	(5.0)

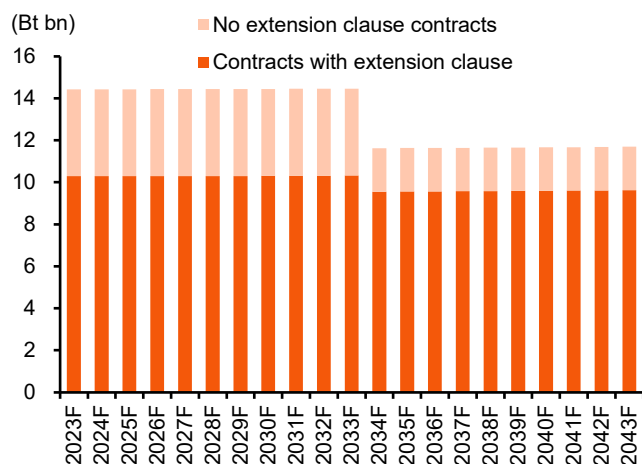
Source: Thanachart estimates

Ex 2: DIF's Fixed-Price And Fixed-Volume Asset Rental Contracts Until 2033F

Contracts	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Asset									
- Telecom towers (units)	4,847	1,485	6,000	—	3,727	—	—	—	—
- FOC ('000 core-km)	—	680	—	431	422	455	78	303	700
Extension clause	No	No	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
% total revenue (2023F)	8.4	13.3	11.4	11.4	16.3	9.4	2.4	9.4	18.1
	33%			67%					

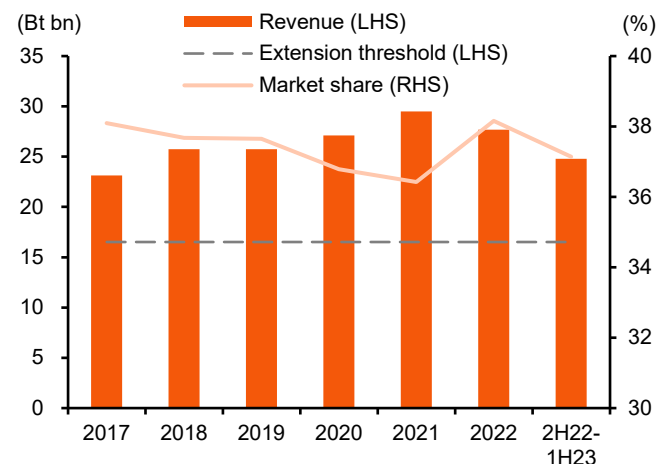
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: DIF's Stable Revenue Stream Over Contract Lives



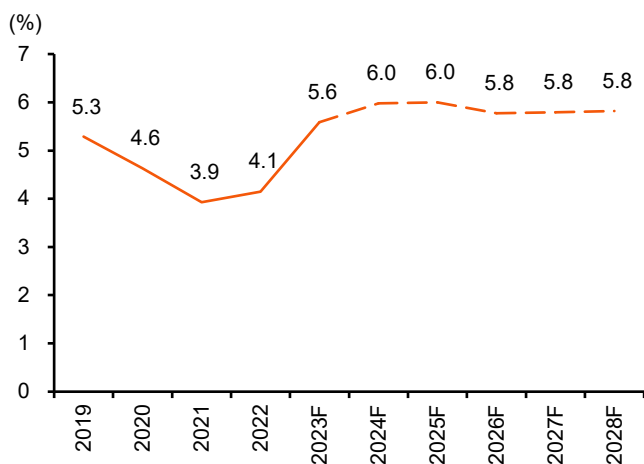
Source: Thanachart estimates

Ex 4: TRUE's FBB Business Remains Healthy



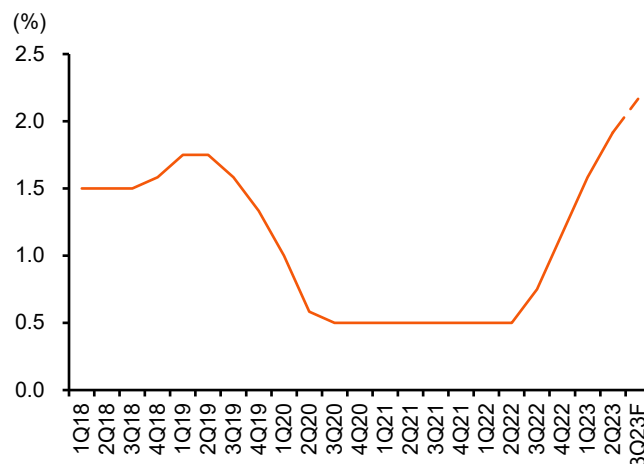
Sources: TRUE, Bloomberg, National Broadcasting and Telecommunication Commission (NBTC)

Ex 5: DIF's Average Cost Of Debt



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Thai Policy Rate Has Surged Over Past 12 Months



Source: Bank of Thailand, Thanachart estimates

Ex 7: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034-43F
Dividend of common stock	10,237	10,274	10,458	10,557	10,614	10,877	10,996	11,075	11,134	11,212	90,016
Dividend from capital reduction	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Dividend payment	10,237	10,274	10,458	10,557	10,614	10,877	10,996	11,075	11,134	11,212	90,016
Cost of equity (%)	7.0										
Terminal growth (%)	0.0										
PV of dividend	9,626	9,084	8,573	8,099	7,620	7,308	6,914	6,518	5,879	5,515	34,567
Equity value (m)	109,627										
No. of units (m)	10,632										
Equity value / unit (Bt)	10.3										
+ asset value after contracts expire in 2043	0.7										
Grand total	11.0										

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 8: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPU growth		PE		P/NAV		EV/EBITDA		Div yield	
			23F (%)	24F (%)	23F (x)	24F (x)	23F (x)	24F (x)	23F (x)	24F (x)	23F (%)	24F (%)
Link REIT/The	823 HK	Hong Kong	(60.1)	(8.1)	13.2	14.4	0.5	0.5	16.8	15.0	7.4	7.1
Yuexiu Real Estate	405 HK	Hong Kong	53.9	6.4	12.3	11.6	0.3	0.3	14.8	14.2	8.7	9.1
Fortune Real Estate	778 HK	Hong Kong	(208.3)	(26.2)	10.5	14.3	0.4	0.4	19.6	19.3	7.8	7.4
CapitaLand Mall Trust	CT SP	Singapore	na	(0.9)	na	na	na	na	na	na	na	na
Frasers Centrepoint Trust	FCT SP	Singapore	(6.4)	0.9	19.6	19.4	0.9	0.9	24.4	24.2	5.4	5.4
Mapletree Commercial	MCT SP	Singapore	na	(8.2)	na	na	na	na	na	na	na	na
Suntec Real Estate	SUN SP	Singapore	(44.9)	8.3	20.3	18.8	0.6	0.6	29.1	28.0	5.9	5.9
Starhill Global REIT	SGREIT SP	Singapore	(1.4)	0.0	12.4	12.4	0.6	0.7	15.7	15.9	8.2	8.0
CapitaLand Commercial	CCT SP	Singapore	(12.6)	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Keppel REIT	KREIT SP	Singapore	(59.6)	2.3	20.1	19.7	0.7	0.7	37.7	35.0	6.7	6.7
CapitaLand Retail China	CRCT SP	Singapore	na	7.8	na	na	na	na	14.3	13.5	na	na
Ascendas Real Estate	AREIT SP	Singapore	na	(0.7)	na	na	na	na	na	na	na	na
Mapletree Industrial Trust	MINT SP	Singapore	29.4	(0.7)	17.1	17.2	1.2	1.2	20.6	19.1	6.0	5.8
Mapletree Logistics Trust	MLT SP	Singapore	(29.6)	(1.3)	21.4	21.6	1.1	1.1	25.7	24.7	5.3	5.1
Ascott Residence Trust	ART SP	Singapore	na	14.6	na	na	na	na	na	na	na	na
CDL Hospitality Trusts	CDREIT SP	Singapore	(70.2)	5.8	20.4	19.3	0.7	0.7	20.2	17.5	6.0	6.7
Axis Real Estate	AXRB MK	Malaysia	(23.4)	13.5	20.3	17.9	1.2	1.2	20.7	18.9	4.8	5.5
Sunway Real Estate	SREIT MK	Malaysia	11.7	9.1	14.8	13.6	1.1	1.1	17.6	16.5	6.5	7.1
KLCCP Stapled Group	KLCCSS MK	Malaysia	167.6	2.4	16.4	16.0	0.9	1.1	22.2	21.9	5.6	5.8
IGB Real Estate	IGBREIT MK	Malaysia	(9.5)	4.0	16.6	16.0	1.5	1.5	17.3	16.7	6.1	6.4
Pavilion Real Estate	PREIT MK	Malaysia	(37.8)	6.2	14.9	14.1	0.9	0.9	18.1	15.9	6.5	6.9
BTS Rail Mass Transit **	BTSGIF TB	Thailand	33.1	16.6	4.4	3.8	0.5	0.6	4.4	3.8	22.7	26.5
CPN Retail Growth *	CPNREIT TB	Thailand	10.7	(9.0)	7.6	8.3	0.9	1.0	11.9	13.2	10.4	9.5
Digital Telecom. Infra. Fund *	DIF TB	Thailand	(2.4)	(0.0)	8.3	8.3	0.6	0.6	8.6	8.5	10.3	10.2
Average			(13.7)	1.9	15.0	14.8	0.8	0.8	18.9	18.0	7.8	8.1

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS,

** Fiscal year ends in March, and we use one-year forward numbers for 24-25F.

Based on 18 Sep 2023 closing prices

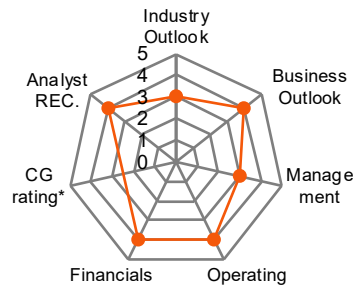
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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	: เส้าโทรคมนาคม และสายเคเบิลใยแก้วนำแสง
ระยะเวลาโครงการ	: ไม่มีกำหนดอายุ
สปอนเซอร์	: บมจ. บริษัท โทร 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

- เป็นกองทุนโครงสร้างพื้นฐานเกี่ยวกับธุรกิจโทรคมนาคมขนาดใหญ่ของประเทศ
- สถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งขึ้นของผู้สนับสนุนหลัก TRUE ภายหลังการควบบริษัท

O — Opportunity

- การเร่งขยายเครือข่าย 5G ช่วยเพิ่มความต้องการอุปกรณ์โทรคมนาคมและโครงสร้างพื้นฐาน
- DIF สามารถซื้อทรัพย์สินเพิ่มเติมจาก TRUE (หรือผู้ให้บริการโทรคมนาคมรายอื่น) เพื่อเพิ่มรายได้หรือขยายอายุสัญญา

W — Weakness

- รายได้จากสัญญาเช่าได้รับการประกันในช่วงระยะเวลาหนึ่งเท่านั้น (จนถึงปี 2033 และบางส่วนสามารถขยายไปจนถึงปี 2043) ขณะที่เราเชื่อว่าเป็นเรื่องยากสำหรับ DIF ที่จะหาผู้เช่ารายใหม่

T — Threat

- การเปลี่ยนแปลงด้านกฎหมายและหลักเกณฑ์ต่างๆ
- การจัดเก็บภาษีใดๆ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	14.03	11.00	-22%
Net profit 23F (Bt m)	11,290	12,039	7%
Net profit 24F (Bt m)	11,314	12,036	6%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023-24F ของเราสูงกว่าของตลาด 7/6% ซึ่งอาจเป็นเพราะเราให้สมมติฐานค่าเช่าเฉลี่ยสูงกว่าของตลาด
- แต่ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า 22% น่าจะเนื่องจากเราใช้สมมติฐานว่า จะไม่มีการขยายสัญญาเช่าของ DIF ออกไปอีกหลังปี 2043F

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเพิ่มขึ้นที่มากกว่าคาด และระยะเวลาที่อัตราดอกเบี้ยทั่วโลกอยู่ในระดับสูงนานกว่าคาด เป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อความสามารถในการจ่ายปันผลของ DIF และต่อการประเมินมูลค่าตามวิธี DDM ของเรา
- หาก TRUE ไม่สามารถชำระค่าเช่า หรือมีการยกเลิกสัญญาเช่าไม่ว่าด้วยเหตุผลใดก็ตาม จะเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อ DIF และส่งผลต่อความสามารถในการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นรายลงทุน

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Revenue stream looks
highly secured into 2033F

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Revenue	14,726	14,404	14,426	14,427	14,429
Selling & administration expenses	309	306	303	305	307
Operating profit	14,417	14,098	14,123	14,122	14,122
% operating margin	97.9%	97.9%	97.9%	97.9%	97.9%
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
EBITDA	14,417	14,098	14,123	14,122	14,122
% EBITDA margin	97.9%	97.9%	97.9%	97.9%	97.9%
Non-operating income	16	21	21	20	20
Non-operating expenses	(43)	(47)	(52)	(52)	(53)
Interest expense	(1,719)	(1,734)	(2,051)	(2,051)	(1,957)
Pre-tax profit	12,671	12,338	12,042	12,039	12,133
Income tax	1	3	3	3	3
After-tax profit	12,669	12,335	12,039	12,036	12,130
% net margin	86.0%	85.6%	83.5%	83.4%	84.1%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	219	(4,873)	0	0	0
NET INVESTMENT INCOME	12,888	7,462	12,039	12,036	12,130
Normalized Net Invest. Income	12,669	12,335	12,039	12,036	12,130
EPS (Bt)	1.2	0.7	1.1	1.1	1.1
Normalized EPS (Bt)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1

BALANCE SHEET

Asset rental contracts
make up the majority of
DIF's value

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	7,959	8,265	7,597	7,598	7,598
Cash & cash equivalent	4,397	4,409	4,000	4,000	4,000
Account receivables	3,499	3,815	3,557	3,557	3,558
Inventories	0	0	0	0	0
Others	63	40	40	40	40
Investments & loans	215,927	209,238	209,238	209,238	209,238
Net fixed assets	0	0	0	0	0
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	223,886	217,502	216,835	216,836	216,836
LIABILITIES:					
Current liabilities:	8,245	6,466	6,331	6,352	6,372
Account payables	663	663	621	621	621
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	7,583	5,803	5,711	5,731	5,751
Total LT debt	27,267	27,004	25,573	24,454	23,278
Others LT liabilities	0	0	0	0	0
Total liabilities	47,670	44,891	42,626	40,827	38,972
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	106,317	106,317	106,317	106,317	106,317
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	49,100	45,495	47,093	48,892	50,748
Net Assets	176,216	172,611	174,209	176,009	177,864

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	12,671	12,338	12,042	12,039	12,133
Tax paid	61	44	3	(3)	(3)
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
Chg In working capital	(407)	(316)	216	(0)	(0)
Chg In other CA & CL / minorities	43	(1,827)	(99)	20	20
Cash flow from operations	12,368	10,239	12,162	12,056	12,150
Capex	0	0	0	0	0
ST loans & investments	44	23	0	0	0
LT loans & investments	(176)	6,689	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(456)	(5,608)	(700)	(700)	(700)
Cash flow from investments	(588)	1,104	(700)	(700)	(700)
Debt financing	(319)	(263)	(1,431)	(1,119)	(1,176)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(11,099)	(11,067)	(10,441)	(10,237)	(10,274)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	(11,418)	(11,331)	(11,872)	(11,356)	(11,450)
Free cash flow	12,368	10,239	12,162	12,056	12,150

Dividend payments still
look generous after our
cuts

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	7.9	8.1	8.3	8.3	8.2
Normalized PE - at target price (x)	9.2	9.5	9.7	9.7	9.6
PE (x)	7.8	13.4	8.3	8.3	8.2
PE - at target price (x)	9.1	15.7	9.7	9.7	9.6
EV/EBITDA (x)	8.5	8.7	8.6	8.5	8.4
EV/EBITDA - at target price (x)	9.7	9.9	9.8	9.7	9.6
P/NAV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
P/NAV - at target price (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
P/CFO (x)	8.1	9.8	8.2	8.3	8.2
Price/sales (x)	6.8	6.9	6.9	6.9	6.9
Effective dividend yield (%)	11.1	11.0	10.3	10.2	10.3
Capital reduction yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash dividend yield (%)	11.1	11.0	10.3	10.2	10.3
FCF Yield (%)	12.4	10.2	12.2	12.1	12.2
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
EPS	1.2	0.7	1.1	1.1	1.1
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	16.6	16.2	16.4	16.6	16.7
CFO/unit	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
FCF/unit	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1

We see DIF's dividend
yields as highly attractive

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	0.3	(2.2)	0.1	0.0	0.0
Net profit (%)	(4.0)	(42.1)	61.3	(0.0)	0.8
EPS (%)	(4.0)	(42.1)	61.3	(0.0)	0.8
Normalized profit (%)	2.1	(2.6)	(2.4)	(0.0)	0.8
Normalized EPS (%)	2.1	(2.6)	(2.4)	(0.0)	0.8
Dividend payout ratio (%)***	86.1	147.2	85.2	85.0	84.8
Operating performance					
Gross margin (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating margin (%)	97.9	97.9	97.9	97.9	97.9
EBITDA margin (%)	97.9	97.9	97.9	97.9	97.9
Net margin (%)	86.0	85.6	83.5	83.4	84.1
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)	8.4	8.1	6.9	6.9	7.2
Interest coverage - EBITDA (x)	8.4	8.1	6.9	6.9	7.2
ROA - using norm profit (%)	5.7	5.6	5.5	5.6	5.6
ROE - using norm profit (%)	7.2	7.1	6.9	6.9	6.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.2	7.1	6.9	6.9	6.9
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	97.7	97.7	97.7	97.7	97.6
- leverage (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
- interest burden (%)	88.1	87.7	85.4	85.4	86.1
- tax burden (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Cost of equity (%)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
ROIC (%)	7.3	7.1	7.2	7.2	7.2
NOPAT (Bt m)	14,416	14,094	14,119	14,119	14,118

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 25 หลักทรัพย์ ได้แก่ CBG16C2312A, CPALL16C2310A, DELTA16C2309A, EA16C2311A, EA16C2309A, GULF16C2311A, GULF16C2309A, HANA16C2312A, HANA16C2309A, JMT16C2311A, JMART16C2310A, KBANK16C2312A, KBANK16C2310A, KCE16C2401A, KCE16C2309A, PTTEP16C2311A, SAWAD16C2312A, SAWAD16C2309A, SCB16C2311A, SET5016C2312A, SET5016P2312A, SET5016C2309B, SET5016C2309A, SET5016P2309A, TIDLOR16C2311A (underlying securities are CPALL, DELTA, EA, GULF, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, PTTEP, SAWAD, SCB, SET50, TIDLOR). 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 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: *** "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2566 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2568 2569 2571 และ 2576" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ 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, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา 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	พลังงาน, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ 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 ลิมาวงษ์ปรางค์ 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