

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 7.30

(From: Bt7.50)

Upside : 15.9%

14 OCTOBER 2024

Small Cap Research

3BB Internet Infra. Fund (3BBIF TB)

อัตราผลตอบแทนน่าสนใจ

เรากำหนด "ซื้อ" 3BBIF บนคาดการณ์อัตราผลตอบแทน IRR สูงที่ 8.7% ด้วยกระแสเงินสดที่มั่นคงจากสัญญาเช่าที่มีรายได้คงที่ และความเสี่ยงคู่สัญญาต่ำ เรามองอัตราดอกเบี้ยที่เริ่มพลิกกลับเป็นขาลงเป็นปัจจัยบวกให้ราคาหน่วยปรับเพิ่มขึ้น

ให้ IRR สูง และความเสี่ยงต่ำ

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโทรคมนาคม "เติบโตต่อและมีปัจจัย re-rate" วันที่ 14 ตุลาคม 2024 ทั้งนี้ 3BBIF เป็นตัวย่อยใหม่ของ JASIF ตั้งแต่เดือนกุมภาพันธ์ 2024 เรากำหนด "ซื้อ" 3BBIF จาก 1) เรามองอัตราผลตอบแทน IRR จากการถือครองจนครบอายุสัญญาปัจจุบันที่ 8.7% นั้นน่าสนใจ ซึ่งมาจากรายได้ของ 3BBIF จากสัญญาเช่าระบบเคเบิลใยแก้วนำแสงที่ครอบคลุมทั่วประเทศ ซึ่งเหลืออายุสัญญาอีก 14 ปี (ถึงปี 2038) 2) เรามองว่ากระแสเงินสดจากสัญญาเช่าเหล่านี้มีความเสี่ยงต่ำเนื่องจากสัญญามีราคาและปริมาณเช่าคงที่ ในขณะที่คู่สัญญามีความน่าเชื่อถือสูง 3) เราเชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยที่พลิกสู่แนวโน้มขาลงจะทำให้อัตราผลตอบแทนของ 3BBIF ดูน่าสนใจมากขึ้น และเป็นปัจจัยผลักดันราคาหน่วย ราคาเป้าหมายของเราลดลงเล็กน้อยมาเหลือ 7.3 บาทต่อหน่วยหลังปรับมาใช้ฐานเป็นปี 2025F

สัญญาเช่ามีความเสี่ยงต่ำ

กระแสเงินสดของ 3BBIF นั้นมาจากจากสัญญาเช่าโครงข่ายเคเบิลใยแก้วนำแสงทั่วประเทศที่มีเงื่อนไขราคาเช่าทรงตัว (ปรับตามอัตราเงินเฟ้อรายปี) และปริมาณเช่าคงที่จนถึงปี 2038 โดยเรามองว่ามีความเสี่ยงของคู่สัญญาต่ำ เนื่องจากลูกค้ารายเดียวของ 3BBIF คือ บมจ. แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (ADVANC, "ซื้อ") ซึ่งเป็นผู้ให้บริการโทรคมนาคมชั้นนำและมีสถานะทางการเงินแข็งแกร่ง เราคาดว่า EBITDA ของ ADVANC อยู่ที่ 1.1 แสนลบ. ในปี 2024F และยังไม่มีความเสี่ยงการลงทุนครั้งใหญ่เพิ่มเติม เทียบกับการจ่ายค่าเช่าให้กับ 3BBIF ที่ 7.5 พันลบ. ต่อปี นอกจากนี้เนื่องจากมีการแก้ไขสัญญาเช่าใน 3Q23 เพื่อสะท้อนสภาพตลาดปัจจุบันไปแล้ว เราคาดว่าจะไม่ต้องการเจรจาสัญญาใหม่เพิ่มเติมอีก

ได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง

3BBIF มีหนี้สินคงค้าง 1.15 หมื่นลบ. ณ 2Q24 ซึ่งมีหนี้อัตราดอกเบี้ยลอยตัว เราจึงคาดว่า 3BBIF จะได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่เริ่มพลิกสู่แนวโน้มขาลง โดยเราประเมินว่าอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงทุก 1% จะทำให้ความสามารถการจ่ายเงินปันผลของ 3BBIF เพิ่มขึ้น 0.014 บาทต่อหน่วยต่อปี หรือเทียบเป็นอัตราผลตอบแทนปันผลที่สูงขึ้น 0.2% ซึ่งทางกองทุนยังอยู่ระหว่างเจรจากับธนาคารในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อสะท้อนความเสี่ยงคู่สัญญาที่ลดลงหลัง ADVANC กลายมาเป็นผู้เช่าหลัก

อัตราผลตอบแทนปันผลอยู่บนระดับสูงเมื่อเทียบกับอดีต

เราประเมินอัตราผลตอบแทน IRR จากการถือครองจนครบอายุสัญญาของ 3BBIF อยู่ที่ 8.7% ส่วนผลตอบแทนระยะสั้น เราคาดผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ที่ 12% ในช่วงปี 2025-26F ทั้งนี้เรามองว่า 3BBIF ต้องส่งต่อรายได้ค่าเช่าให้ผู้ถือหน่วยผ่านการลงทุนในช่วงปี 2024-26F เนื่องจากมีกำไรสะสมติดลบ จากการบันทึกผลขาดทุนด้อยค่าหลังการเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขสัญญาเช่าใน 3Q23 ทั้งนี้อัตราปันผลดังกล่าวสูงกว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปีอยู่ถึง และสูงกว่าค่าเฉลี่ยของการซื้อขายในอดีตที่ (ช่วงปี 2017 ถึงปัจจุบัน) ที่ 7.5% อยู่ 1STD เราจึงมองว่า 3BBIF น่าสนใจบนอัตราผลตอบแทนเงินปันผลสูงซึ่งมาจากรายได้ที่แน่นอนและความเสี่ยงคู่สัญญาต่ำ



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

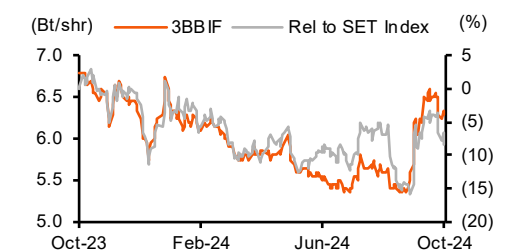
COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	9,437	7,508	7,621	7,735
Net profit	(11,139)	3,876	6,798	5,883
Consensus NP	—	4,414	4,923	na
Diff frm cons (%)	—	(12.2)	38.1	na
Norm profit	7,961	6,076	6,273	6,412
Prev. Norm profit	—	6,224	6,461	6,592
Chg frm prev (%)	—	(2.4)	(2.9)	(2.7)
Norm EPS (Bt)	1.0	0.8	0.8	0.8
Norm EPS grw (%)	(10.0)	(23.7)	3.2	2.2
Norm PE (x)	6.3	8.3	8.0	7.9
EV/EBITDA (x)	6.6	8.0	8.1	7.9
P/NAV (x)	0.7	0.7	0.8	0.8
Cash div yield (%)*	12.4	12.1	12.1	12.1
Effective yield (%)**	7.3	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	10.5	9.0	9.3	9.6
Net D/E (%)	11.9	6.6	8.7	8.2

Note: * Dividend from operations and capital reduction

** Dividend from operations

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Oct-24 (Bt)	6.30
Market Cap (US\$ m)	1,500.9
Listed Shares (m shares)	8,000.0
Free Float (%)	79.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.4
12M Price H/L (Bt)	6.80/5.35
Sector	Telecom
Major Shareholder	JAS 19%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 1: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036-38F
Dividend of common stock	6,093	6,080	6,043	6,067	6,055	6,074	6,081	5,587	5,420	5,428	5,445	44,714
Dividend payment	6,093	6,080	6,043	6,067	6,055	6,074	6,081	5,587	5,420	5,428	5,445	44,714
Cost of equity (%)	7.0											
Terminal growth (%)	0.0											
PV of dividend	5,707	5,334	4,965	4,668	4,363	4,099	3,756	3,221	2,917	2,727	2,553	14,172
Equity value (m)	58,482											
No. of units (m)	8,000											
Equity value / unit (Bt)	7.3											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Our DDM calculation continues into 2048F, when we assume 3BBIF's asset life expires and thus there is no more income generation.

Valuation Comparison

Ex 2: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPU growth		PE		P/NAV		EV/EBITDA		Div yield	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Link REIT/The	823 HK	Hong Kong	na	1.4	15.0	14.8	0.5	0.6	15.6	15.3	6.7	6.8
Yuexiu Real Estate	405 HK	Hong Kong	na	0.0	14.3	14.3	0.3	0.3	16.1	16.2	8.3	8.3
Fortune Real Estate	778 HK	Hong Kong	na	0.0	13.3	13.3	0.3	0.3	19.6	19.5	7.7	7.9
CapitaLand Mall Trust	CT SP	Singapore	na	5.4	na	na	na	na	na	na	na	na
Fraser's Centrepoint Trust	FCT SP	Singapore	(13.8)	5.6	21.2	20.1	1.0	1.0	26.1	25.3	5.3	5.3
Mapletree Commercial	MCT SP	Singapore	na	(5.9)	na	na	na	na	na	na	na	na
Suntec Real Estate	SUN SP	Singapore	(5.5)	10.7	22.9	20.6	0.6	0.6	31.4	30.5	4.8	5.3
Starhill Global REIT	SGREIT SP	Singapore	58.8	(15.9)	11.9	14.2	0.7	0.7	16.6	16.5	7.4	7.2
CapitaLand Commercial	CCT SP	Singapore	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Keppel REIT	KREIT SP	Singapore	2.7	2.2	20.8	20.3	0.7	0.7	37.0	34.2	6.2	6.3
CapitaLand Retail China	CRCT SP	Singapore	na	6.3	na	na	na	na	15.5	15.2	na	na
Ascendas Real Estate	AREIT SP	Singapore	na	5.6	na	na	na	na	na	na	na	na
Mapletree Industrial Trust	MINT SP	Singapore	232.5	2.3	18.9	18.4	1.3	1.4	21.4	21.2	5.3	5.4
Mapletree Logistics Trust	MLT SP	Singapore	17.8	(11.1)	19.7	22.2	1.0	1.0	23.2	23.8	6.3	5.7
Ascott Residence Trust	ART SP	Singapore	na	4.1	na	na	na	na	na	na	na	na
CDL Hospitality Trusts	CDREIT SP	Singapore	(60.6)	7.7	25.4	23.6	0.7	0.7	19.7	18.5	5.8	6.2
Axis Real Estate	AXRB MK	Malaysia	(23.2)	11.5	19.1	17.1	1.1	1.2	20.6	17.8	5.0	5.4
Sunway Real Estate	SREIT MK	Malaysia	10.8	5.8	17.0	16.1	1.1	1.1	20.3	19.3	5.5	5.7
KLCCP Stapled Group	KLCCSS MK	Malaysia	101.6	10.4	17.9	16.3	1.2	1.2	22.6	21.6	5.2	5.6
IGB Real Estate	IGBREIT MK	Malaysia	(26.4)	4.7	20.8	19.9	2.0	2.0	21.0	20.0	4.9	5.2
Pavilion Real Estate	PREIT MK	Malaysia	(30.6)	1.1	17.2	17.0	1.1	1.1	17.6	16.9	6.1	6.4
3BB Internet Infra. Fund *	3BBIF TB	Thailand	(23.7)	3.2	8.3	8.0	0.7	0.8	8.0	8.1	12.1	12.1
BTS Rail Mass Transit **	BTSGIF TB	Thailand	(9.8)	5.5	4.4	4.2	0.8	1.2	4.4	4.2	22.5	23.7
CPN Retail Growth *	CPNREIT TB	Thailand	(11.9)	(18.2)	9.3	11.4	1.0	1.1	13.6	17.4	8.1	8.4
Digital Telecom. Infra. Fund *	DIF TB	Thailand	(1.9)	0.8	8.5	8.4	0.6	0.6	8.7	8.6	9.6	9.7
Average			13.5	1.8	16.1	15.8	0.9	0.9	18.9	18.5	7.5	7.7

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS,

 ** Fiscal year ends in March, and we use one-year forward numbers for 25-26F.

Based on 10 October 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

FUND DETAILS

ชื่อบริษัท

: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานบรอดแบนด์ อินเทอร์เน็ต สามบีบี

ชื่อย่อหลักทรัพย์

: 3BBIF TB

วันที่เข้าซื้อขายวันแรก

: 16 ก.พ. 2015

ทุนจดทะเบียน

: 55 พันลป. (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

Rating Scale

Excellent

5

Good

4

Fair

3

Weak

2

Very Weak

1

None

0

Industry Outlook

Analyst REC.

CG rating*

Financials

Operating

Business Outlook

Management

Source: Thanachart; * No CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นหนึ่งในสองกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคมที่ใหญ่ที่สุด
- มีกระแสเงินสดที่แข็งแกร่งจากสัญญาเช่าระยะยาว
- เครือข่ายเส้นใยแก้วนำแสงที่ครอบคลุมทั่วประเทศ

O — Opportunity

- สัดส่วนการใช้อินเทอร์เน็ตต่อประชากรในไทยที่ยังต่ำอยู่
- รายได้ที่เพิ่มขึ้น และการเปลี่ยนแปลงของไลฟ์สไตล์ของคนไทย โดยเฉพาะในต่างจังหวัด
- ความต้องการที่มากขึ้นของอินเทอร์เน็ตความเร็วสูง ที่มาจากเนื้อหาของสื่อและแอปพลิเคชันที่ต้องใช้ bandwidth มากขึ้น

W — Weakness

- ให้เช่าสินทรัพย์พื้นฐานเพียงประเภทเดียว (เครือข่ายใยแก้วนำแสงสำหรับบริการอินเทอร์เน็ตบรอดแบนด์) ให้กับผู้เช่าเพียงรายเดียว

T — Threat

- ความสามารถในการต่ออายุสัญญาเช่าตั้งแต่ 2038F
- กองทุนโครงสร้างพื้นฐานใหม่ๆ ที่อาจได้รับการจดทะเบียนในอนาคต

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	6.63	7.30	10%
Norm profit 24F (Bt m)	5,942	6,076	2%
Norm profit 25F (Bt m)	5,683	6,273	10%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2024-25F ของเราสูงกว่า Bloomberg Consensus 2% และ 10% ตามลำดับ ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเราคาดประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ยที่มากกว่าตลาดมอง
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดอยู่ 10% เชื่อว่าเป็นเพราะเราใช้อัตราคิดลดที่ต่ำลงเพื่อสะท้อนความเสี่ยงคู่สัญญาที่ลดลงของ 3BBIF

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การปรับขึ้นค่าเช่ารายปีที่ต่ำกว่าที่คาดไว้ในอนาคตถือเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อตัวเลขของเรา
- การลดลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ต่ำกว่าที่คาดไว้ถือเป็นความเสี่ยงด้านลบอีกประการหนึ่งต่อตัวเลขของเรา
- การเปลี่ยนแปลงด้านเทคโนโลยีในอุตสาหกรรมโทรคมนาคมที่นำไปสู่การใช้เครือข่ายใยแก้วนำแสงลดลง เป็นความเสี่ยงทางลบต่อการประเมินมูลค่าของเรา
- การเพิ่มสินทรัพย์เข้ากองทุนมากขึ้น ไม่ว่าจะจากผู้สนับสนุนหลักในปัจจุบันหรือจากผู้สนับสนุนหลักรายใหม่เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

THANACHART RESEARCH

10

INCOME STATEMENT

Stable income from fixed-price, fixed-volume rental contracts

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Revenue	10,269	9,437	7,508	7,621	7,735
Selling & administration expenses	651	649	684	689	694
Operating profit	9,618	8,787	6,824	6,932	7,041
% operating margin	93.7%	93.1%	90.9%	91.0%	91.0%
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
EBITDA	9,618	8,787	6,824	6,932	7,041
% EBITDA margin	93.7%	93.1%	90.9%	91.0%	91.0%
Non-operating income	25	78	133	105	60
Non-operating expenses	(26)	(17)	(13)	(13)	(14)
Interest expense	(765)	(888)	(869)	(750)	(675)
Pre-tax profit	8,851	7,961	6,076	6,273	6,412
Income tax	0	0	0	0	0
After-tax profit	8,851	7,961	6,076	6,273	6,412
% net margin	86.2%	84.4%	80.9%	82.3%	82.9%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(5,200)	(19,101)	(2,200)	524	(529)
NET INVESTMENT INCOME	3,650	(11,139)	3,876	6,798	5,883
Normalized Net Invest. Income	8,851	7,961	6,076	6,273	6,412
EPS (Bt)	0.5	(1.4)	0.5	0.8	0.7
Normalized EPS (Bt)	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8

BALANCE SHEET

Temporary negative retained earnings due to impairment loss in 2023

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	4,693	4,708	6,516	4,016	4,016
Cash & cash equivalent	4,681	4,179	6,500	4,000	4,000
Account receivables	0	515	2	2	2
Inventories	0	0	0	0	0
Others	12	14	14	14	14
Investments & loans	94,800	75,700	73,500	74,024	73,495
Net fixed assets	0	0	0	0	0
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	99,493	80,408	80,016	78,040	77,512
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,064	1,019	1,002	1,029	1,058
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	1,019	1,002	1,029	1,058
Total LT debt	13,282	12,148	11,014	9,826	9,466
Others LT liabilities	0	34	27	27	27
Total liabilities	14,346	13,200	12,043	10,883	10,551
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	76,684	75,404	73,213	65,600	59,520
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	8,463	(8,196)	(5,240)	1,557	7,441
Net Assets	85,147	67,208	67,973	67,158	66,961

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	8,851	7,961	6,076	6,273	6,412
Tax paid	0	0	0	0	0
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
Chg In working capital	(0)	(515)	513	(0)	(0)
Chg In other CA & CL / minorities	6	(50)	(17)	27	28
Cash flow from operations	8,856	7,396	6,572	6,301	6,440
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	5,200	19,100	2,200	(524)	529
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(5,200)	(19,065)	(2,207)	525	(528)
Cash flow from investments	(0)	35	(7)	0	0
Debt financing	(1,035)	(1,134)	(1,134)	(1,188)	(360)
Capital increase	0	(1,280)	(2,191)	(7,613)	(6,080)
Dividends paid	(7,520)	(5,520)	(920)	0	0
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	(8,555)	(7,934)	(4,244)	(8,801)	(6,441)
Free cash flow	8,856	7,396	6,572	6,301	6,440

*Resilient cash flow
streams with low
counterparty risk*

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	5.7	6.3	8.3	8.0	7.9
Normalized PE - at target price (x)	6.6	7.3	9.6	9.3	9.1
PE (x)	13.8	na	13.0	7.4	8.6
PE - at target price (x)	16.0	na	15.1	8.6	9.9
EV/EBITDA (x)	6.1	6.6	8.0	8.1	7.9
EV/EBITDA - at target price (x)	7.0	7.6	9.2	9.3	9.1
P/NAV (x)	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
P/NAV - at target price (x)	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
P/CFO (x)	5.7	6.8	7.7	8.0	7.8
Price/sales (x)	4.9	5.3	6.7	6.6	6.5
Effective dividend yield (%)	14.6	7.3	0.0	0.0	0.0
Capital reduction yield (%)	0.0	5.1	12.1	12.1	12.1
Cash dividend yield (%)	14.6	12.4	12.1	12.1	12.1
FCF Yield (%)	17.6	14.7	13.0	12.5	12.8

(Bt)

Normalized EPS	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8
EPS	0.5	(1.4)	0.5	0.8	0.7
Effective dividend *	0.9	0.5	0.0	0.0	0.0
Capital reduction dividend	0.0	0.3	0.8	0.8	0.8
Cash dividend **	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
NAV/unit	10.6	8.4	8.5	8.4	8.4
CFO/unit	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
FCF/unit	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Yield looks highly
attractive against falling
interest rate trend*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	1.2	(8.1)	(20.4)	1.5	1.5
Net profit (%)	(54.5)	na	na	75.4	(13.4)
EPS (%)	(54.5)	na	na	75.4	(13.4)
Normalized profit (%)	1.4	(10.0)	(23.7)	3.2	2.2
Normalized EPS (%)	1.4	(10.0)	(23.7)	3.2	2.2
Dividend payout ratio (%)***	201.6	(33.0)	0.0	0.0	0.0
Operating performance					
Gross margin (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating margin (%)	93.7	93.1	90.9	91.0	91.0
EBITDA margin (%)	93.7	93.1	90.9	91.0	91.0
Net margin (%)	86.2	84.4	80.9	82.3	82.9
Interest bearing debt to NAV (%)	15.6	18.1	16.2	14.6	14.1
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	12.6	9.9	7.9	9.2	10.4
Interest coverage - EBITDA (x)	12.6	9.9	7.9	9.2	10.4
Interest bearing debt to total asset (	13.3	15.1	13.8	12.6	12.2
ROA - using norm profit (%)	8.7	8.9	7.6	7.9	8.2
ROE - using norm profit (%)	10.2	10.5	9.0	9.3	9.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	10.2	10.5	9.0	9.3	9.6
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	93.6	93.8	92.5	92.2	91.6
- leverage (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
- interest burden (%)	92.0	90.0	87.5	89.3	90.5
- tax burden (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Cost of equity (%)	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
ROIC (%)	9.7	9.4	9.1	9.6	9.6
NOPAT (Bt m)	9,618	8,787	6,824	6,932	7,041

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 และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: 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 มีการรวมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุติริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรัชดา ศรทรง sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร 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