

# Thailand Telecom Sector

## เติบโตต่อและมีปัจจัย re-rate

Sector Valuation			Current	Target	Norm EPS grw		Norm PE		P/BV		Div yield	
	BBG		price	price	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
Company	Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
3BB Internet Infra. Fund	3BBIF TB	BUY	6.30	7.30	(23.7)	3.2	8.3	8.0	0.7	0.8	12.1	12.1
Advanced Info Service	ADVANC TB	BUY	272.00	300.00	18.0	12.1	24.1	21.5	8.4	7.9	3.7	4.2
Digital Telecom Int.	DIF TB	BUY	9.30	10.50	(1.9)	0.8	8.5	8.4	0.6	0.6	9.6	9.7
True Corp	TRUE TB	BUY	11.50	13.50	na	109.7	47.3	22.5	4.7	4.1	0.0	0.5

Source: Thanachart estimates, Based on 10 October 2024 closing prices

เรายังคงให้น้ำหนักลงทุน "OVERWEIGHT" ในกลุ่มโทรคมนาคมไทย โดยคาดว่าราคาหุ้นจะได้แรงหนุนจากทั้งกำไรที่เติบโต และการปรับเพิ่มมูลค่า (re-rating) เรามองปัจจัยบวกจากทั้งธุรกิจที่กลับสู่ภาวะปกติ และปัจจัยบวกพิเศษที่หน้าจะอยู่ถึงปี 2027F เรายังแนะนำ "ซื้อ" ทั้งผู้ให้บริการ และกอง REIT

### กำไรที่เติบโต และคาดการณ์ปรับเพิ่มมูลค่า (re-rating)

เรายังคงให้น้ำหนักลงทุน "OVERWEIGHT" กลุ่มโทรคมนาคมไทย โดยคาดว่าราคาหุ้นจะได้แรงหนุนจากทั้งการเติบโตของกำไร และโอกาสการ re-rate ของมูลค่าพื้นฐาน เนื่องจาก 1) เรามองกลุ่มโทรคมนาคมยังได้ประโยชน์จากปัจจัยหนุนปกติของธุรกิจในช่วงเศรษฐกิจฟื้นตัว และยังมีปัจจัยเสริมด้านการฟื้นตัวรายได้และการลดต้นทุนหลังการควบรวมในอุตสาหกรรม และต้นทุนคลื่อนความถี่ที่อาจลดลงจากการประมูลที่จะมาถึง 2) จากปัจจัยดังกล่าวทำให้เราคาด ROE ของกลุ่มฯ จะเพิ่มเป็น 29% ในปี 2027F จาก 11% ในปี 2023 ซึ่งน่าจะทำให้เกิดการ re-rate มูลค่าของกลุ่มฯ และ 3) เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะเข้าสู่ช่วงต่ำตั้งแต่เดือนธ.ค. ไปจนถึงปีหน้าซึ่งจะช่วยลดดอกเบี้ยจ่าย และทำให้กอง REIT น่าสนใจขึ้น ในหุ้นทั้งหมดที่แนะนำ "ซื้อ" เราชอบ TRUE สำหรับผู้ให้บริการ และ 3BBIF สำหรับกอง REIT

### เติบโตจากทั้งแรงหนุนปกติและมีปัจจัยพิเศษ

เราคาดว่ากลุ่มโทรคมนาคมจะเติบโตทั้งจากปัจจัยปกติของธุรกิจและยังมีปัจจัยพิเศษอย่างน้อยไปถึงปี 2027F ปัจจัยหนุนปกติคือเศรษฐกิจและการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว ส่วนปัจจัยพิเศษมาจากประโยชน์จากการควบรวมกิจการในอุตสาหกรรม ซึ่งทำให้ 1) ARPU ฟื้นตัวจากภาวะการแข่งขันที่รุนแรงในอดีต 2) ค่าใช้จ่ายด้านการตลาดลดลงเช่นกันหลังการแข่งขันผ่อนคลายลง และ 3) ประโยชน์จากการลดต้นทุนหลังควบรวม และเราคาดว่ายังมีปัจจัยพิเศษอีกประการหนึ่งจากการประมูลคลื่อนความถี่ในปีหน้า ซึ่งเราคาดว่าจะช่วยลดต้นทุนคลื่อนความถี่ของผู้ให้บริการ เราคาด EBITDA ของ TRUE เพิ่มขึ้นจาก 8.9 หมื่นลบ. ในปี 2023 เป็น 1.10 แสนลบ. ในปี 2027F ส่วน ADVANC เติบโตจาก 9.4 หมื่นลบ. เป็น 1.22 แสนลบ. ในช่วงเวลาเดียวกัน

### ฐาน ROE ที่สูงขึ้นเป็นเหตุผลให้มีการ re-rating

ด้วยปัจจัยดังกล่าวที่เพิ่มรายได้และลดต้นทุน ทำให้เราคาด ROE ของ ADVANC และ TRUE จะถูกยกสู่ฐานที่สูงขึ้น โดย ADVANC เพิ่มขึ้นเป็น 41% ในปี 2027F จาก 32% ในปี 2023 ส่วน TRUE ที่เพิ่งมีกำไรในปี ROE จะมี ROE เพิ่มขึ้นเป็น 21% ในปี 2027F จาก 10% ในปีนี้ เราเชื่อว่า ADVANC มีโอกาสถูก re-rate จาก EV/EBITDA ปัจจุบันในปี 2025F ที่ 8 เท่า จาก ROE ที่เพิ่มขึ้นนี้ แม้จะอยู่ที่กรอบบนของช่วงการซื้อขายหลังโควิด (2021-23) แล้วก็ตาม โดย TRUE ผ่านช่วงการ re-rate มาบ้างแล้วจากช่วงที่ยังคงขาดทุนอยู่ แต่เรามองว่ามีโอกาส re-rate ได้ต่อเนื่องจากเรามองส่วนต่าง EV/EBITDA จาก ADVANC ที่ 1.6 เท่านี้สูงเกินไป

### ยังไม่รวม upside จากการประมูลคลื่อนความถี่ในปี 2027

เรารวมการประหยัดต้นทุนจากการประมูลคลื่อนความถี่ 2100MHz และ 2300MHz ใน 1H25F ในประมาณการแล้ว โดยคาดว่าค่าใช้จ่ายตัดจำหน่ายจะต่ำกว่าค่าเช่าคลื่อนความถี่ที่ผู้ให้บริการชำระอยู่ในปัจจุบันมาก แต่ยังไม่ได้รวมผลของการประมูลคลื่อน 2100MHz อีกชุดหนึ่งในปี 2027 ซึ่งมีโอกาสที่ราคาจะต่ำกว่าในอดีต

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้และพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

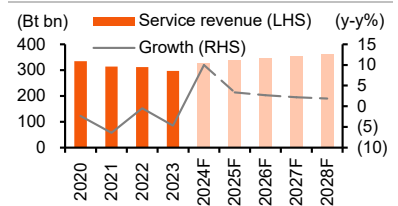


NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

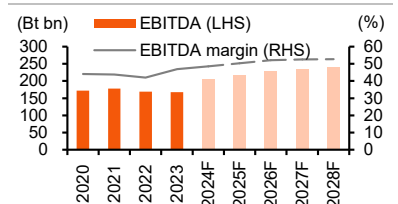
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

### Service Revenue Recovery



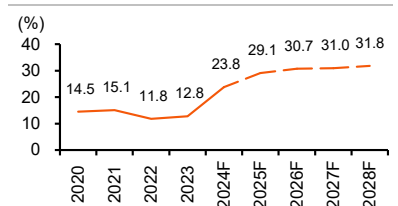
Sources: Company data; Thanachart estimates

### EBITDA Grows With Higher Margin



Sources: Company data; Thanachart estimates

### ROE Rise A Likely Re-Rating Factor

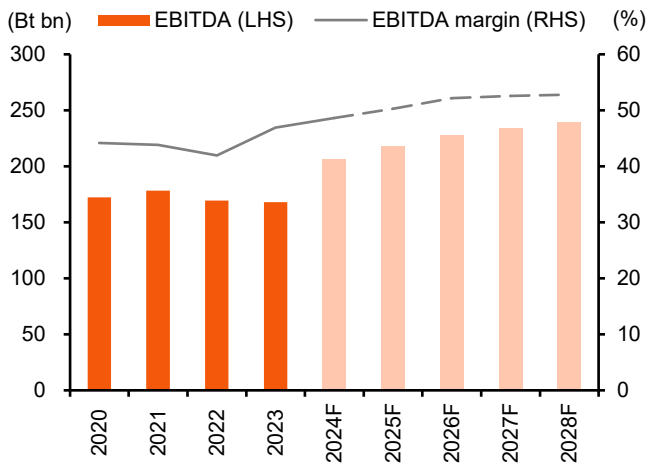


Sources: Company data; Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

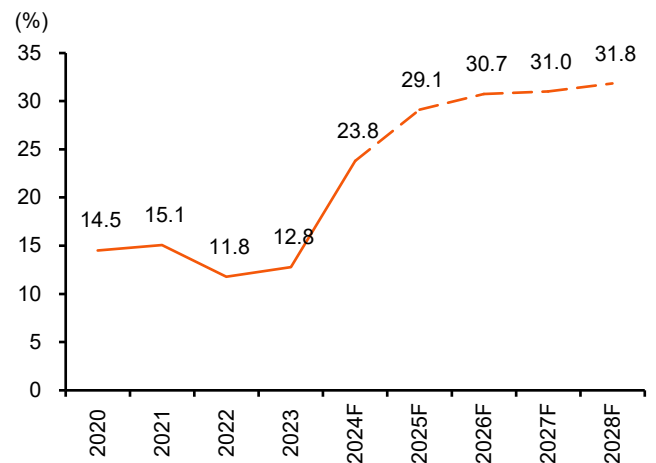


**Ex 1: Sector's Growing EBITDA With Improving Margin**



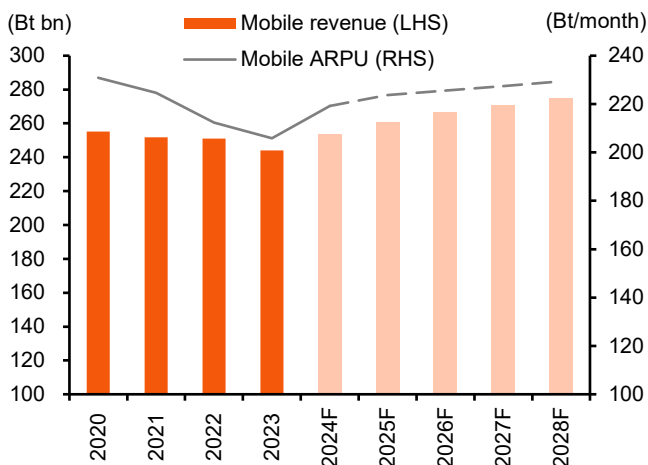
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: We See Rising ROE As A Sector's Re-Rating Factor**



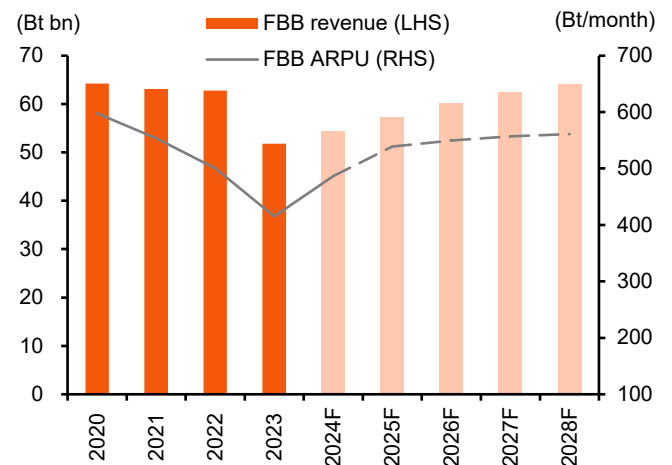
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Recovering ARPU A Key Driver For Mobile Segment**



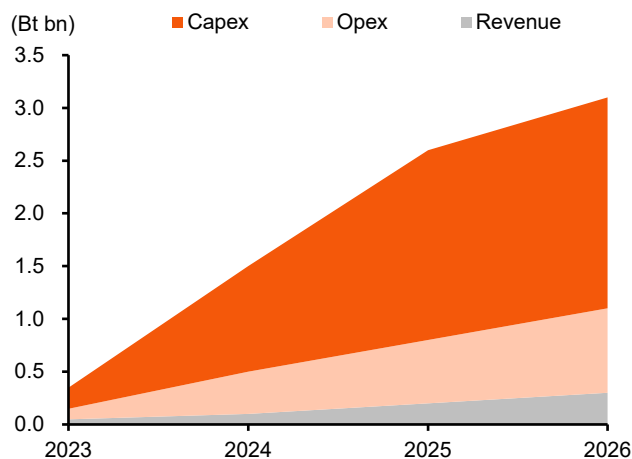
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: FBB Grows From Both Pricing And Volume**



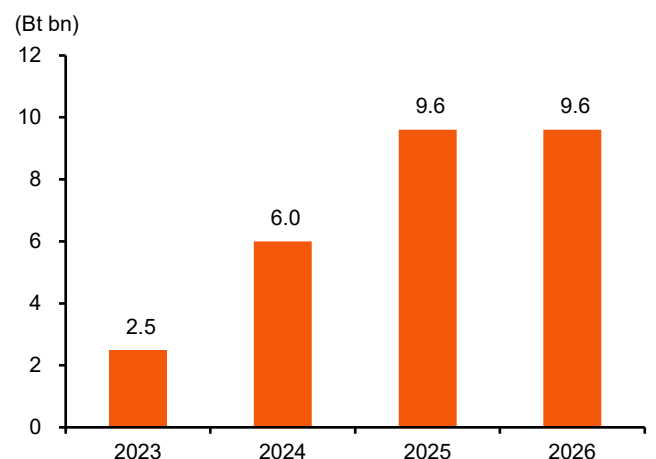
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: ADVANC's Targeted Synergy Recognition**



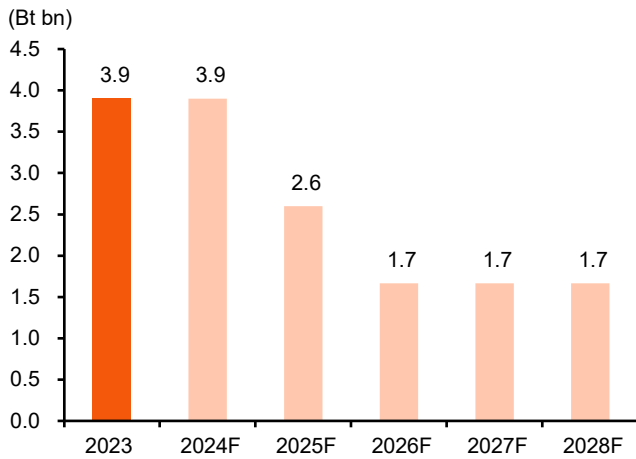
Source: Company data

**Ex 6: TRUE's Expected EBITDA Synergy Benefits**



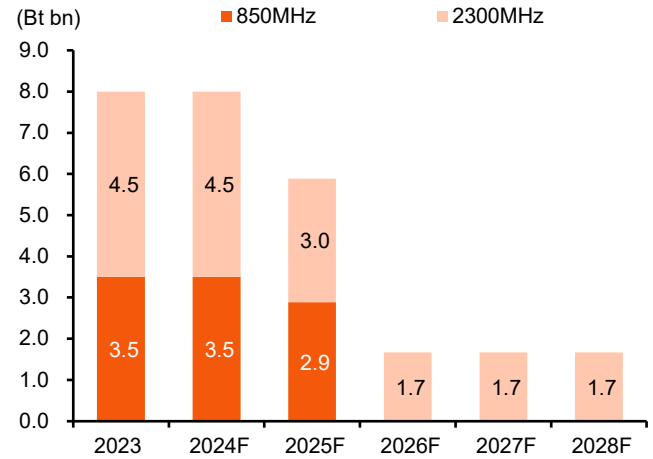
Source: Company data

**Ex 7: Lower 2100MHz Cost For ADVANC After 2025 Bid**



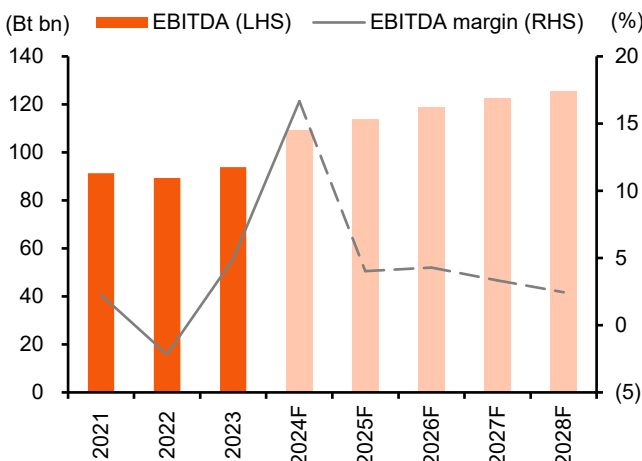
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 8: TRUE Will Likely Forgo The 850MHz Bandwidth**



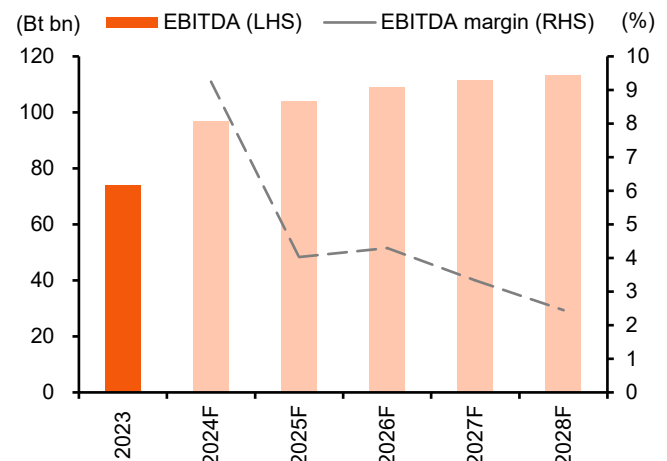
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 9: Our Forecasts For ADVANC's EBITDA**



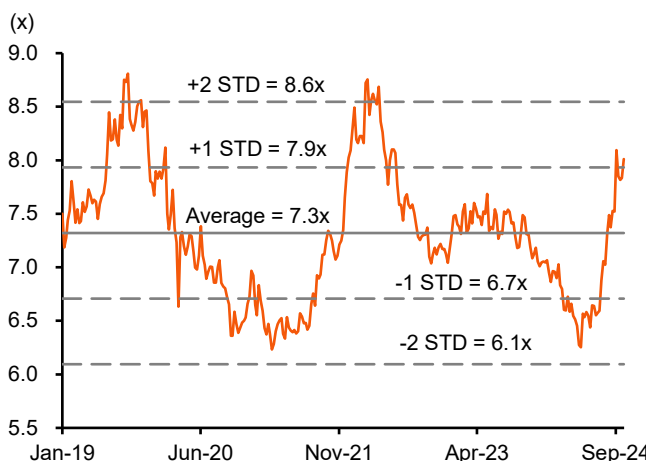
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 10: Our Forecasts For TRUE's EBITDA**



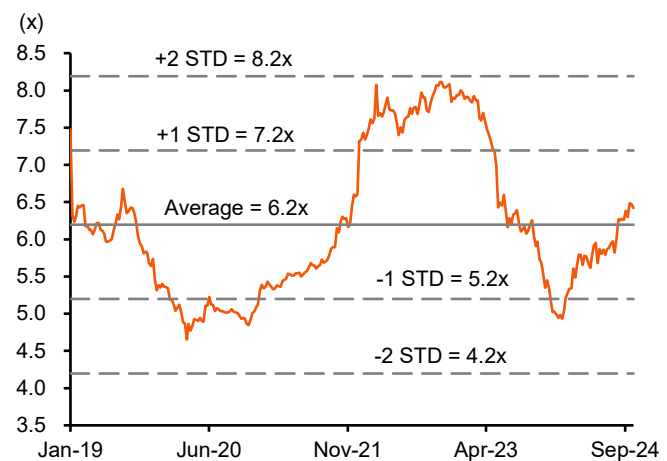
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 11: ADVANC's EV/EBITDA**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 12: TRUE's EV/EBITDA**



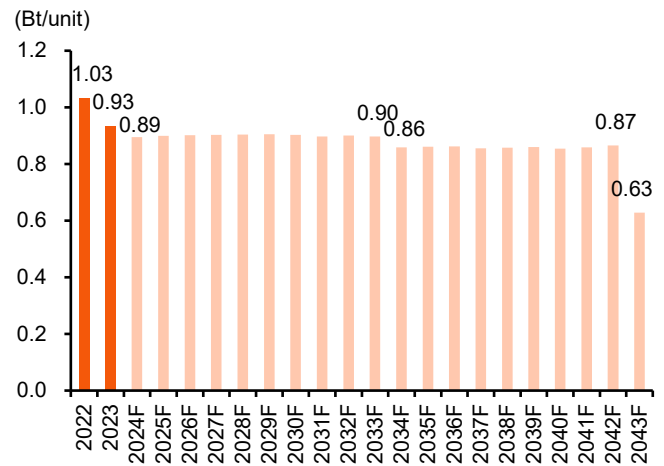
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 13: Our Projections For 3BBIF's Dividend Payments**



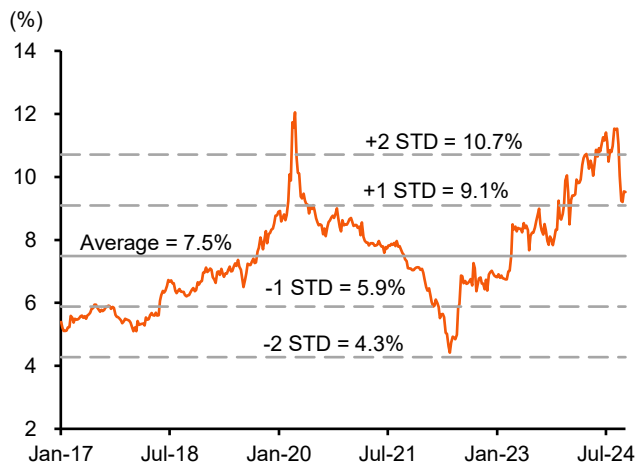
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 14: Our Projections For DIF's Dividend Payments**



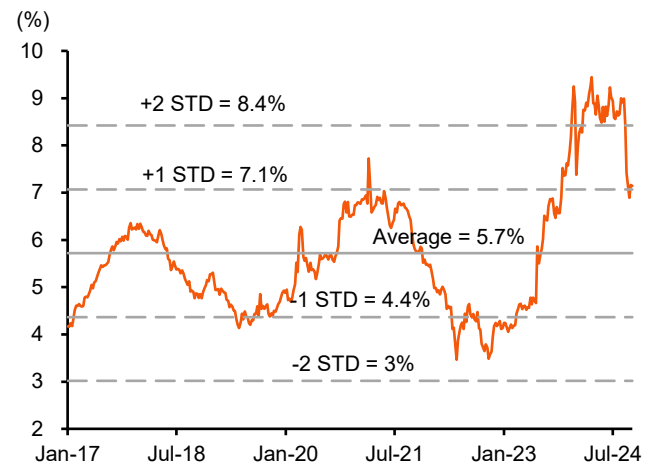
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 15: 3BBIF's Dividend Yield Gap Vs. TH 10Yr Gov Bond**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 16: DIF's Dividend Yield Gap Vs. TH 10Yr Gov Bond**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Ex 17: Our Key Assumptions

		ADVANC	TRUE	Telecom operators		3BBIF	DIF	Telecom infra funds	
<b>Rating</b>		<b>BUY</b>	<b>BUY</b>	<b>Overweight</b>	<b>Rating</b>	<b>BUY</b>	<b>BUY</b>	<b>Overweight</b>	
Share price	(Bt)	272.00	11.50		Share price	6.30	9.30		
<b>Target price</b>	<b>(Bt)</b>	<b>300.00</b>	<b>13.50</b>		<b>Target price</b>	<b>7.30</b>	<b>10.50</b>		
Upside	(%)	10.29	17.39		Upside	15.87	12.90		
<b>Consensus TP</b>	<b>(Bt)</b>	<b>283.61</b>	<b>12.27</b>		<b>Consensus TP</b>	<b>6.63</b>	<b>10.62</b>		
Differ from consensus	(%)	5.78	10.02		Differ from consensus	10.11	(1.13)		
<b>Mobile subscribers (m)</b>	2023	44.6	51.9	<b>96.5</b>	<b>Total rental income (Bt bn)</b>	2023	9.4	14.3	<b>23.7</b>
	2024F	46.3	50.3	<b>96.6</b>		2024F	7.5	14.1	<b>21.6</b>
	2025F	47.2	50.7	<b>97.9</b>		2025F	7.6	14.1	<b>21.7</b>
	2026F	47.9	51.0	<b>98.9</b>		2026F	7.7	14.1	<b>21.8</b>
<b>FBB subscribers (m)</b>	2023	2.4	3.8	<b>6.2</b>	<b>Net investment income (Bt bn)</b>	2023	8.0	11.9	<b>19.8</b>
	2024F	5.0	3.7	<b>8.7</b>		2024F	6.1	11.6	<b>17.7</b>
	2025F	5.2	3.8	<b>9.0</b>		2025F	6.3	11.7	<b>18.0</b>
	2026F	5.4	3.8	<b>9.3</b>		2026F	6.4	11.8	<b>18.2</b>
<b>EBITDA (Bt bn)</b>	2023	93.8	74.0	<b>167.8</b>	<b>Net investment margin (%)</b>	2023	84.4	83.2	<b>83.6</b>
	2024F	109.5	97.0	<b>206.4</b>		2024F	80.9	82.7	<b>82.1</b>
	2025F	113.9	104.0	<b>217.9</b>		2025F	82.3	83.4	<b>83.0</b>
	2026F	118.8	108.9	<b>227.7</b>		2026F	82.9	84.1	<b>83.7</b>
<b>Total capex (Bt bn)</b>	2023	64.3	32.6	<b>96.9</b>	<b>Cash dividend yield (%)</b>	2023	12.4	10.1	<b>10.8</b>
	2024F	38.0	46.1	<b>84.1</b>		2024F	12.1	9.6	<b>10.5</b>
	2025F	41.1	51.5	<b>92.6</b>		2025F	12.1	9.7	<b>10.5</b>
	2026F	35.6	43.2	<b>78.8</b>		2026F	12.1	9.7	<b>10.5</b>
<b>Normalized profits (Bt bn)</b>	2023	28.5	(7.2)	<b>21.2</b>	<b>Effective dividend yield (%)</b>	2023	7.3	10.1	<b>9.1</b>
	2024F	33.6	8.4	<b>42.0</b>		2024F	0.0	9.6	<b>6.4</b>
	2025F	37.7	17.6	<b>55.3</b>		2025F	0.0	9.7	<b>6.4</b>
	2026F	42.3	22.8	<b>65.1</b>		2026F	0.0	9.7	<b>6.4</b>
<b>EBITDA margin (%)</b>	2023	49.7	43.7	<b>46.9</b>	<b>Holding-to-maturity IRR (%)</b>	<b>8.7</b>	<b>7.6</b>		
	2024F	51.6	45.6	<b>48.6</b>	<b>Contract life (years)</b>	<b>14.0</b>	<b>19.0</b>		
	2025F	52.8	47.8	<b>50.3</b>					
	2026F	55.2	49.1	<b>52.1</b>					
<b>Net margin (%)</b>	2023	14.9	(5.6)	<b>5.9</b>					
	2024F	15.2	2.7	<b>9.9</b>					
	2025F	16.8	6.9	<b>12.8</b>					
	2026F	19.0	9.1	<b>14.9</b>					
<b>ROE (%)</b>	2023	32.3	na	<b>11.8</b>					
	2024F	36.0	9.9	<b>23.6</b>					
	2025F	38.0	19.6	<b>29.3</b>					
	2026F	40.3	21.7	<b>31.0</b>					

Sources: Company data, Thanachart estimates

Based on 10 October 2024 closing prices

## STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET Index	2.8	11.0	2.4	3.7	—	—	—	—
Telecom	7.3	23.5	27.3	34.0	4.5	12.6	24.9	30.3
3BBIF	1.6	16.7	(5.3)	0.8	(1.2)	5.7	(7.6)	(2.9)
ADVANC	5.0	23.1	22.5	25.3	2.2	12.1	20.1	21.6
DIF	1.1	18.5	2.8	20.0	(1.7)	7.5	0.4	16.3
TRUE	11.7	26.4	67.9	127.7	8.8	15.4	65.5	124.0

Source: Bloomberg

## SECTOR - SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- ตลาดผู้ถือหุ้นสองราย ซึ่งสองรายใหญ่มีส่วนแบ่งตลาดใกล้เคียงกัน
- การเข้าสู่ตลาดของผู้ถือหุ้นรายใหม่ทำได้ยาก เนื่องจากมีคลื่นความถี่จำกัด และผู้ถือหุ้นได้ประโยชน์จากการประหยัดจากขนาดอยู่ในระดับที่สูงมาก

## O — Opportunity

- การสร้างรายได้บริการข้อมูล
- มีโอกาสเติบโตในตลาดบรอดแบนด์ในไทย

## W — Weakness

- ผู้ประกอบการเอกชนดำเนินธุรกิจภายใต้สภาวะแวดล้อมที่มีกฎระเบียบเคร่งครัด
- ต้องมีการลงทุนอย่างต่อเนื่องเพื่อรองรับการใช้ดาต้าที่เพิ่มขึ้นและความต้องการแอปพลิเคชันเทคโนโลยีล่าสุด

## T — Threat

- ยังมีการฟ้องร้องดำเนินคดีระหว่างผู้ประกอบการเอกชน 3 ราย และผู้ประกอบการกับหน่วยงานกำกับดูแล ซึ่งส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับ การแก้ไขสัมปทานในอดีต

## REGIONAL COMPARISON

Name	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Hong Kong	7.7	6.9	11.6	10.9	0.9	0.9	3.0	2.9	5.8	6.5
India	37.7	46.1	65.0	43.9	19.4	14.9	16.0	14.0	0.4	0.5
Indonesia	10.4	15.4	13.5	11.7	2.2	2.1	4.8	4.5	4.6	5.3
Malaysia	40.9	21.1	25.5	20.8	3.0	2.8	7.4	7.2	4.4	4.5
Singapore	94.2	17.1	18.4	15.5	1.0	1.1	11.2	10.9	5.0	5.9
S. Korea	12.3	na	na	9.6	na	1.0	3.8	3.8	6.4	6.6
Taiwan	(3.5)	9.0	27.0	24.8	4.0	4.0	12.2	11.7	3.8	4.0
Thailand	14.0	18.4	38.8	50.0	3.8	3.5	10.0	10.4	3.5	3.7
<b>Average</b>	<b>23.5</b>	<b>18.0</b>	<b>27.7</b>	<b>25.5</b>	<b>4.4</b>	<b>3.6</b>	<b>8.8</b>	<b>8.5</b>	<b>4.4</b>	<b>4.7</b>
3BBIF	(23.7)	3.2	8.3	8.0	0.7	0.8	8.0	8.1	12.1	12.1
ADVANC	18.0	12.1	24.1	21.5	8.4	7.9	8.5	8.1	3.7	4.2
DIF	(1.9)	0.8	8.5	8.4	0.6	0.6	8.7	8.6	9.6	9.7
TRUE	na	109.7	47.3	22.5	4.7	4.1	7.3	6.5	0.0	0.5
<b>Average * Thailand</b>	<b>14.0</b>	<b>18.4</b>	<b>38.8</b>	<b>50.0</b>	<b>3.8</b>	<b>3.5</b>	<b>10.0</b>	<b>10.4</b>	<b>3.5</b>	<b>3.7</b>

Source: Bloomberg Consensus

Note: \* Thanachart estimates – using normalized EPS

Based on 10 October 2024 closing prices

BUY (Unchanged)

TP: Bt 7.30

(From: Bt7.50)

Change in Numbers

Upside : 15.9%

14 OCTOBER 2024

## 3BB Internet Infra. Fund (3BBIF TB)

### อัตราผลตอบแทนน่าสนใจ

เราคาดว่าแนะนำ "ซื้อ" 3BBIF บนคาดการณ์อัตราผลตอบแทน IRR สูงที่ 8.7% ด้วยกระแสเงินสดที่มีมั่นคงจากสัญญาเช่าที่มีรายได้คงที่ และความเสถียรของสัญญาเช่า เรามองอัตราดอกเบี้ยที่เริ่มพลิกกลับเป็นขาลงเป็นปัจจัยบวกให้ราคาหน่วยปรับเพิ่มขึ้น

#### ให้ IRR สูง และความเสถียรต่ำ

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

#### สัญญาเช่ามีความเสี่ยงต่ำ

กระแสเงินสดของ 3BBIF นั้นมาจากจากสัญญาเช่าโครงข่ายเคเบิลใยแก้วนำแสงทั่วประเทศที่มีเงื่อนไขราคาเช่าทรงตัว (ปรับตามอัตราเงินเฟ้อรายปี) และปริมาณเช่าคงที่จนถึงปี 2038 โดยเรามองว่ามีความเสี่ยงของสัญญาเช่า 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 เราคาดว่าไม่ต้องมีการเจรจาสัญญาใหม่เพิ่มเติมอีก

#### ได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง

3BBIF มีหนี้สินคงค้าง 1.15 หมื่นลบ. ณ 2Q24 ซึ่งมีบ่นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว เราจึงคาดว่า 3BBIF จะได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่เริ่มพลิกสู่แนวโน้มขาลง โดยเราประเมินว่าอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงทุก 1% จะทำให้ความสามารถการจ่ายเงินปันผลของ 3BBIF เพิ่มขึ้น 0.014 บาทต่อหน่วยต่อปี หรือเทียบเป็นอัตราผลตอบแทนปันผลที่เพิ่มขึ้น 0.2% ซึ่งทางกองทุนยังอยู่ระหว่างเจรจากับธนาคารในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อสะท้อนความเสี่ยงสัญญาที่ลดลงหลัง ADVANC กลายมาเป็นผู้เช่าหลัก

#### อัตราผลตอบแทนปันผลอยู่ระดับสูงเมื่อเทียบอดีต

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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือซื้อขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

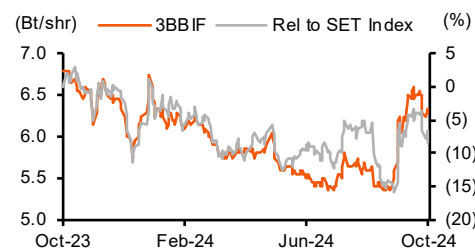
#### COMPANY VALUATION

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											
<b>PV of dividend</b>	<b>5,707</b>	<b>5,334</b>	<b>4,965</b>	<b>4,668</b>	<b>4,363</b>	<b>4,099</b>	<b>3,756</b>	<b>3,221</b>	<b>2,917</b>	<b>2,727</b>	<b>2,553</b>	<b>14,172</b>
<b>Equity value (m)</b>	<b>58,482</b>											
No. of units (m)	8,000											
<b>Equity value / unit (Bt)</b>	<b>7.3</b>											

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 (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)
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
Frasers 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
<b>Average</b>			<b>13.5</b>	<b>1.8</b>	<b>16.1</b>	<b>15.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>18.9</b>	<b>18.5</b>	<b>7.5</b>	<b>7.7</b>

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

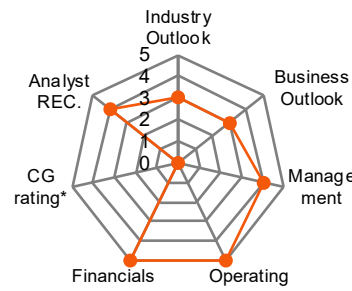
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## FUND DETAILS

ชื่อบริษัท	: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานบรอดแบนด์ อินเทอร์เน็ต สามบีบี
ชื่อย่อหลักทรัพย์	: 3BBIF TB
วันที่เข้าซื้อขายวันแรก	: 16 ก.พ. 2015
ทุนจดทะเบียน	: 55 พันลบ. (55,000 หน่วย @พาร์ 9.8516 บาท)
ประเภท	: กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน
สินทรัพย์ที่ลงทุน	: เส้นใยแก้วนำแสง
ระยะเวลาโครงการ	: สิ้นสุด 22 ก.พ.2026 และมีช่วงขยายเวลา
สปอนเซอร์	: จัสมีน 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
- มีกระแสเงินสดที่แข็งแกร่งจากสัญญาเช่าระยะยาว
- เครือข่ายเส้นใยแก้วนำแสงที่ครอบคลุมทั่วประเทศ

## O — Opportunity

- สัดส่วนการใช้อินเทอร์เน็ตต่อประชากรในไทยที่ยังต่ำอยู่
- รายได้ที่เพิ่มขึ้น และการเปลี่ยนแปลงของไลฟ์สไตล์ของคนไทย โดยเฉพาะในต่างจังหวัด
- ความต้องการที่มากขึ้นของอินเทอร์เน็ตความเร็วสูง ที่มาจากเนื้อหาของสื่อและแอปพลิเคชันที่ต้องใช้ bandwidth มากขึ้น

## W — Weakness

- ให้เช่าสินทรัพย์พื้นฐานเพียงประเภทเดียว (เครือข่ายใยแก้วนำแสง สำหรับบริการอินเทอร์เน็ตบรอดแบนด์) 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?

- ประเมินการกำไรปี 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

**INCOME STATEMENT**

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

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Revenue	10,269	9,437	7,508	7,621	7,735
Selling & administration expenses	651	649	684	689	694
<b>Operating profit</b>	<b>9,618</b>	<b>8,787</b>	<b>6,824</b>	<b>6,932</b>	<b>7,041</b>
% operating margin	93.7%	93.1%	90.9%	91.0%	91.0%
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>9,618</b>	<b>8,787</b>	<b>6,824</b>	<b>6,932</b>	<b>7,041</b>
% 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)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>8,851</b>	<b>7,961</b>	<b>6,076</b>	<b>6,273</b>	<b>6,412</b>
Income tax	0	0	0	0	0
<b>After-tax profit</b>	<b>8,851</b>	<b>7,961</b>	<b>6,076</b>	<b>6,273</b>	<b>6,412</b>
% 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)
<b>NET INVESTMENT INCOME</b>	<b>3,650</b>	<b>(11,139)</b>	<b>3,876</b>	<b>6,798</b>	<b>5,883</b>
<b>Normalized Net Invest. Income</b>	<b>8,851</b>	<b>7,961</b>	<b>6,076</b>	<b>6,273</b>	<b>6,412</b>
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**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>ASSETS:</b>					
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
<b>Total assets</b>	<b>99,493</b>	<b>80,408</b>	<b>80,016</b>	<b>78,040</b>	<b>77,512</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
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
<b>Total LT debt</b>	<b>13,282</b>	<b>12,148</b>	<b>11,014</b>	<b>9,826</b>	<b>9,466</b>
Others LT liabilities	0	34	27	27	27
<b>Total liabilities</b>	<b>14,346</b>	<b>13,200</b>	<b>12,043</b>	<b>10,883</b>	<b>10,551</b>
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
<b>Retained earnings</b>	<b>8,463</b>	<b>(8,196)</b>	<b>(5,240)</b>	<b>1,557</b>	<b>7,441</b>
Net Assets	85,147	67,208	67,973	67,158	66,961

*Temporary negative retained earnings due to impairment loss in 2023*

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
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
<b>Cash flow from operations</b>	<b>8,856</b>	<b>7,396</b>	<b>6,572</b>	<b>6,301</b>	<b>6,440</b>
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)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(0)</b>	<b>35</b>	<b>(7)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
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
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(8,555)</b>	<b>(7,934)</b>	<b>(4,244)</b>	<b>(8,801)</b>	<b>(6,441)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>8,856</b>	<b>7,396</b>	<b>6,572</b>	<b>6,301</b>	<b>6,440</b>

*Resilient cash flow streams with low counterparty risk*

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
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
<b>(Bt)</b>					
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**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>Growth Rate</b>					
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
<b>Operating performance</b>					
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
<b>DuPont</b>					
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

BUY (Unchanged)

TP: Bt 300.00

(From: Bt 276.00)

14 OCTOBER 2024

Change in Numbers

Upside: 10.3%

## Advanced Info Service (ADVANC TB)

### การเติบโตต่อเนื่องออกไป

นอกจากการฟื้นตัวตามวัฏจักรธุรกิจ และประโยชน์จากการควบรวมในอุตสาหกรรมจะหนุนกำไรโตสูงกว่าเฉลี่ยได้อีกหลายปี ADVANC ยังได้ประโยชน์จากการเริ่มต้นอุตสาหกรรมดาต้าเซ็นเตอร์ในประเทศ เราคาด EPS เติบโตเฉลี่ย 12% ต่อปีในช่วงปี 2024-28F และคงคำแนะนำ "ซื้อ"



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

#### ฟื้นตัว คงคำแนะนำ "ซื้อ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโทรคมนาคม "เติบโตต่อและมีปัจจัย re-rate" วันที่ 14 ตุลาคม 2024 เราคงแนะนำ "ซื้อ" ADVANC ประการแรก เราเชื่อว่า ADVANC ยังอยู่ในรอบการเติบโตที่ระดับสูงกว่าปกติโดยคาด EPS เติบโตเฉลี่ย 12% ในช่วงปี 2024-28F หนุนโดย 1) การฟื้นตัวของเศรษฐกิจและการท่องเที่ยว 2) การลดต้นทุนหลังการควบรวม และ 3) รายได้ใหม่จากการเริ่มต้นของอุตสาหกรรมดาต้าเซ็นเตอร์ ประการที่ 2 เราคาดอัตราผลตอบแทนปันผลยังอยู่ในระดับน่าสนใจที่ 4% ในปี 2025F ประการที่ 3 เราเชื่อว่า ADVANC สามารถขึ้นไปซื้อขายที่มูลค่าพื้นฐานสูงกว่าช่วงก่อน (re-rate) เนื่องจาก ROE กำลังเพิ่มขึ้นจากระดับต่ำสุดที่ 35% ในปี 2021 ซึ่งเป็นช่วงที่มีการแข่งขันแย่งชิงส่วนแบ่งตลาดอย่างเข้มข้นระหว่างผู้ให้บริการสามราย ขึ้นเป็น 38% ในปี 2025F และ 43% ในปี 2028F หลังมีการควบรวมครั้งใหญ่ในอุตสาหกรรม ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2025F) สูงขึ้นเป็น 300 บาทต่อหุ้น (จาก 276 บาท) หลังรวมศักยภาพการเติบโตจากอุตสาหกรรมดาต้าเซ็นเตอร์เข้าในประมาณการ ราคาเป้าหมายเทียบเป็น EV/EBITDA ปี 2025F ที่ 9 เท่า

#### ปัจจัยหนุนหลัก

การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและการควบรวมในอุตสาหกรรม ทำให้เกิดปัจจัยบวก 3 ประการต่อธุรกิจหลักของ ADVANC 1) การแข่งขันที่ลดลง 2) การเปลี่ยนกลยุทธ์ที่เน้นเพิ่มบริการเสริมให้การให้บริการโทรศัพท์มือถือ และบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต (FBB) ในขณะที่กำลังซื้อเริ่มฟื้นตัว ปัจจัยบวกทั้งสองนี้ส่งผลให้เราคาดว่า ARPU ของการให้บริการโทรศัพท์มือถือจะฟื้นตัวจากระดับต่ำสุดที่ 216 บาท/เดือน ในปี 2022 เป็น 222/223/225 บาท ในช่วงปี 2024-26F และ FBB จากระดับต่ำสุด 407 บาท/เดือน ในปี 2022 เป็น 488/513/528 บาท ในช่วงปี 2024-26F 3) การลดต้นทุนหลังการควบรวมกิจการ และ 4) เราคาดต้นทุนคลื่อนความถี่ของ ADVANC จะลดลงหลังการประมูลคลื่นที่มีขึ้นในปี 2025 และ 2027 เราจึงประเมินว่าอัตรากำไร EBITDA จะเพิ่มขึ้นจากจุดต่ำสุดที่ 48% ในปี 2022 เป็น 55% ในปี 2026F

#### ได้ประโยชน์จากการลงทุนในดาต้าเซ็นเตอร์ในไทย

เรามองว่า ADVANC จะได้ประโยชน์จากการเริ่มต้นของอุตสาหกรรมดาต้าเซ็นเตอร์ในไทย โดยจะมาจาก 1) การถือหุ้น 25% ในบริษัทร่วมทุนกับบริษัทแม่ทั้งสอง คือ บมจ. กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ (GULF, "ซื้อ") และ Singtel ซึ่งถือหุ้นในบริษัทร่วมทุน 40% และ 35% ตามลำดับ เพื่อลงทุนในดาต้าเซ็นเตอร์ขนาด 25MW 2) รายได้เพิ่มเติมจากการให้บริการเชื่อมต่อแก่ผู้ให้บริการดาต้าเซ็นเตอร์รายอื่น 3) รายได้การให้บริการระบบ ICT solutions ลูกค้ายักษ์น่าจะมีการเติบโตเร็วตัวหลังผู้ให้บริการระดับโลกหลายรายประกาศลงทุนใหญ่ในไทย จากปัจจัยดังกล่าวที่ชัดเจนขึ้นเราจึงเริ่มรวมศักยภาพการเติบโตนี้ของ ADVANC เข้าในตัวเลขของเรา

#### อัตรการจ่ายปันผลที่ยั่งยืน

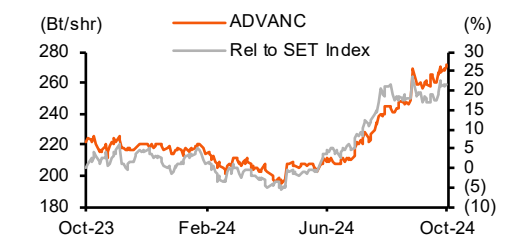
เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนปันผลของ ADVANC อยู่ที่ 4-5% ในปี 2025-26F หนุนโดย FCF yield ที่ 7% และฐานะการเงินของบริษัทที่แข็งแกร่ง โดยมี EBITDA 1.1 แสนลบ. เทียบกับดอกเบี้ยจ่ายที่ 9.4 พันลบ. และค่าใช้จ่ายการลงทุนรวม 4.1 หมื่นลบ. ในปี 2025F เราไม่ได้มองว่าการประมูลคลื่นจะเป็นปัจจัยลบ เนื่องจากค่าธรรมเนียมคลื่อนความถี่ที่เราคาดว่าจะอยู่ที่ราว 2.5 หมื่นลบ. น่าจะมีการชำระเป็นงวดในระยะเวลา 10 ปี

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ไปซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

#### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	188,873	212,267	215,871	215,194
Net profit	29,086	33,617	37,693	42,343
Consensus NP	—	34,143	37,385	40,278
Diff frm cons (%)	—	(1.5)	0.8	5.1
Norm profit	28,483	33,617	37,693	42,343
Prev. Norm profit	—	33,308	37,318	41,821
Chg frm prev (%)	—	0.9	1.0	1.2
Norm EPS (Bt)	9.6	11.3	12.7	14.2
Norm EPS grw (%)	10.4	18.0	12.1	12.3
Norm PE (x)	28.4	24.1	21.5	19.1
EV/EBITDA (x)	9.8	8.5	8.1	7.6
P/BV (x)	8.9	8.4	7.9	7.5
Div yield (%)	3.2	3.7	4.2	4.7
ROE (%)	32.3	36.0	38.0	40.3
Net D/E (%)	124.0	122.3	109.0	91.5

#### PRICE PERFORMANCE



#### COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Oct-24 (Bt)	272.00
Market Cap (US\$ m)	24,091.3
Listed Shares (m shares)	2,974.2
Free Float (%)	36.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	39.9
12M Price H/L (Bt)	270.00/195.00
Sector	Telecom
Major Shareholder	INTUCH 40.44%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P18

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



**Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F**

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA (excl. depre from right of use)	97,262	103,898	109,197	113,205	116,487	119,441	122,495	125,493	128,468	131,461	134,488	—
Free cash flow	45,260	55,474	61,130	62,553	65,068	67,398	77,095	79,408	82,263	83,483	86,070	1,326,886
PV of free cash flow	41,911	47,557	48,517	45,953	44,254	42,437	43,228	40,983	39,089	36,522	34,666	534,427
Risk-free rate (%)	3.0											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	8.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	999,544											
Net debt (2024F)	117,829											
Minority interest	—											
Equity value	881,715											
# of shares	2,974											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>296.45</b>											
<b>Plus associates</b>	<b>Value per share</b>											
- JASIF	3.8											
<b>Grand total</b>	<b>300.0</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 2: Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div Yield	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)
China Mobile	941 HK	HK	5.0	4.9	11.5	11.0	1.2	1.1	3.7	3.6	6.0	6.7
China Unicom Hon	762 HK	HK	8.5	7.7	10.5	9.7	0.6	0.6	1.6	1.5	5.7	6.7
China Telecom Corp Ltd	728 HK	HK	9.7	8.0	12.8	11.9	0.9	0.9	3.8	3.6	5.6	6.2
Bharti Airtel	BHARTI IN	India	58.3	60.5	81.0	50.5	11.1	9.5	15.4	13.8	0.3	0.7
Idea Cellular	IDEA IN	India	na	na	na	na	na	na	17.3	14.8	0.0	0.0
Tata Communication	TCOM IN	India	17.1	31.6	49.1	37.3	27.7	20.3	15.2	13.5	0.9	0.9
Indosat	ISAT IJ	Indonesia	19.8	23.0	15.2	12.4	2.4	2.2	5.0	4.6	3.0	3.9
Telekomunikasi Indonesia	TLKM IJ	Indonesia	0.9	7.8	11.8	10.9	2.0	1.9	4.6	4.4	6.2	6.6
Axiata Group Bhd	AXIATA MK	Malaysia	na	35.4	30.4	22.4	1.0	1.0	5.7	5.5	4.2	4.4
Maxis Bhd	MAXIS MK	Malaysia	40.9	6.7	20.6	19.3	5.0	4.7	9.1	9.0	4.5	4.7
Singapore Telecom	ST SP	Singapore	173.9	20.5	23.9	19.9	2.0	2.1	16.0	15.6	3.9	5.1
StarHub	STH SP	Singapore	14.6	13.8	12.8	11.2	0.0	0.0	6.5	6.2	6.2	6.8
SK Telecom	017670 KS	S. Korea	12.3	na	na	9.6	na	1.0	3.8	3.8	6.4	6.6
Taiwan Mobile	3045 TT	Taiwan	(3.5)	9.0	27.0	24.8	4.0	4.0	12.2	11.7	3.8	4.0
Advanced Info Service *	ADVANC TB	Thailand	18.0	12.1	24.1	21.5	8.4	7.9	8.5	8.1	3.7	4.2
Thaicom *	THCOM TB	Thailand	26.0	(48.8)	75.5	147.5	1.6	1.5	15.4	18.4	0.7	0.3
True Corporation *	TRUE TB	Thailand	na	109.7	47.3	22.5	4.7	4.1	7.3	6.5	0.0	0.5
<b>Average</b>			<b>28.7</b>	<b>20.1</b>	<b>30.2</b>	<b>27.6</b>	<b>4.8</b>	<b>3.9</b>	<b>8.9</b>	<b>8.5</b>	<b>3.6</b>	<b>4.0</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 10 October 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (ADVANC) เป็นผู้ให้บริการโทรคมนาคมที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยมีผู้ใช้บริการมือถือ 46 ล้านราย และผู้ใช้บริการบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต 4.8 ล้านราย ณ 2Q24 โดยบริษัทให้บริการผ่านใบอนุญาตที่ถือครองโดยบริษัทย่อย Advanced Wireless Network (AWN) เป้าหมายของ ADVANC คือการใช้ประโยชน์จากบริการโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลเพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มขึ้นสำหรับ digital services solutions จากภาคธุรกิจ ท่ามกลางแนวโน้มการใช้ดิจิทัลทั่วโลก เช่น คลาวด์, ดาต้าเซ็นเตอร์, การวิเคราะห์ข้อมูล และระบบความปลอดภัยไซเบอร์

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- เป็นผู้ผู้นำในตลาดที่มีผู้เล่นสองราย
- มีการประหยัดจากขนาด
- ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

## O — Opportunity

- ความต้องการบริการที่เกี่ยวข้องกับดิจิทัลที่เพิ่มขึ้นทั้งสำหรับการใช้งานส่วนบุคคลและภาคธุรกิจ ท่ามกลางแนวโน้มการนำเทคโนโลยีดิจิทัลมาใช้
- การเกิดขึ้นของอุตสาหกรรมดาต้าเซ็นเตอร์ในประเทศไทยและอาเซียน

## CONSENSUS COMPARISON

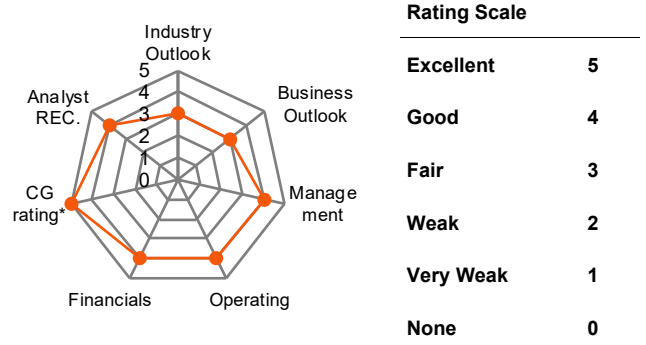
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	283.61	300.00	6%
Net profit 24F (Bt m)	34,143	33,617	-2%
Net profit 25F (Bt m)	37,385	37,693	1%
Consensus REC	BUY: 22	HOLD: 3	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2024-25F ของเราใกล้เคียงกับของตลาด
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า 6% ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นผลมาจากการที่เรารวมการเติบโตจากอุตสาหกรรมดาต้าเซ็นเตอร์ที่เกิดขึ้นใหม่ในการประเมินมูลค่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## W — Weakness

- ใช้เงินลงทุนสูง
- มีอำนาจต่อรองด้านราคาต่ำท่ามกลางสภาพแวดล้อมการแข่งขันที่รุนแรง และการให้บริการโทรคมนาคมที่เป็นสินค้าโภคภัณฑ์

## T — Threat

- การเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยีอย่างฉับพลัน
- การจัดเก็บภาษี และมาตรการการควบคุมจากภาครัฐ

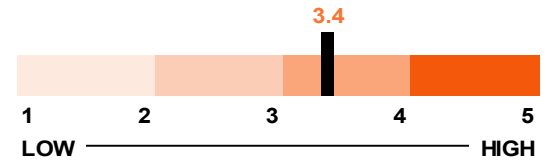
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- รายได้การให้บริการโทรศัพท์มือถือที่ฟื้นตัวที่ช้ากว่าที่คาด ไม่ว่าจะจากการบริโภคที่อ่อนแอกว่าคาด หรือการกลับมาของการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นอย่างฉับพลัน เป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อคำแนะนำและการคาดการณ์กำไรของเรา
- ประโยชน์จากการควบรวมกิจการที่ต่ำกว่าคาด จากการเข้าซื้อธุรกิจบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ตจาก TTTBB เป็นอีกความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- การพัฒนาอุตสาหกรรมดาต้าเซ็นเตอร์ในประเทศไทยที่ช้ากว่าที่คาด หรือมีขนาดเล็กกว่าที่คาดเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์ในระยะยาวของเรา

Source: Thanachart

ADVANC เป็นหนึ่งในผู้ให้บริการโทรคมนาคมรายใหญ่ 2 รายของประเทศไทย โดยมีส่วนแบ่งการตลาดบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ 49% และส่วนแบ่งการตลาดบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ตที่ 22% ธุรกิจของ ADVANC ใช้ไฟฟ้าจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม เราให้คะแนน ESG ค่อนข้างสูงที่ 3.4 ซึ่งสะท้อนถึงความมุ่งมั่นและความรับผิดชอบต่อประเด็น ESG โดยรวม

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
ADVANC	YES	YES	YES	AA	59.80	75.22	78.00	42.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- ADVANC ได้ติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์ที่สถานีฐาน 8,835 แห่งในปี 2023 (จาก 8,739 แห่งในปี 2022) เพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั้งหมด โดยในปี 2023 ADVANC บรรลุเป้าหมายในการลดความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 90% จากระดับพื้นฐาน (ปี 2015) แต่ไม่สามารถบรรลุเป้าหมายในการใช้พลังงานหมุนเวียน 5% ของปริมาณการใช้ไฟฟ้าทั้งหมด
- ADVANC มีการลงทุนในเทคโนโลยีเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพ และลดการใช้พลังงานของเครือข่ายการให้บริการแบบอัตโนมัติ ซึ่งนอกจากจะช่วยลดต้นทุนการดำเนินงานให้บริษัทแล้ว ยังช่วยประหยัดการใช้พลังงานให้แก่สังคมโดยรวมอีกด้วย
- ADVANC ให้ก่อตั้งและผลักดันโครงการ 'E-Waste' เป็นอย่างมากเพื่อช่วยให้คนไทยมีความรู้และความเข้าใจในการจัดการขยะอิเล็กทรอนิกส์ได้อย่างถูกต้อง รวมถึงร่วมมือกับเครือข่ายพันธมิตรอิเล็กทรอนิกส์ด้วย ADVANC ตั้งเป้าจะรีไซเคิลขยะอิเล็กทรอนิกส์ 360,000 ชิ้น ผ่านแคมเปญนี้ในปี 2023F
- บริษัทฯ ขอเชิญชวนลูกค้าสมัครใช้ระบบ E-Bill และ E-Receipt เพื่อลดการใช้กระดาษในธุรกิจ

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- เราประทับใจกับโครงการด้านทรัพยากรบุคคลที่มีให้พนักงาน 12,909 คนของบริษัทฯ (61% เป็นเพศหญิงและ 30% อายุต่ำกว่า 30 ปี) เช่น การจัดสถานที่ทำงานที่เหมาะสม การทำให้พนักงานอยากอยู่ทำงานกับองค์กร แพลตฟอร์มการเรียนรู้ด้วยตนเอง (LearnDi) และแพ็คเกจประกันสุขภาพและการคุ้มครองต่าง ๆ
- ADVANC แสดงความรับผิดชอบต่ออย่างมากในฐานะผู้ให้บริการโทรคมนาคมและดิจิทัลรายใหญ่ โดยการให้ความรู้ด้านความปลอดภัยทางอินเทอร์เน็ตแก่ประชาชน เพื่อปกป้องประชาชนจากการหลอกลวงด้านข้อมูลและอาชญากรรมทางอินเทอร์เน็ตอื่นๆ
- ADVANC ให้บริการนวัตกรรมดิจิทัล ระบบอัตโนมัติ และแอปพลิเคชันออนไลน์ พร้อมด้วยโครงสร้างพื้นฐานเครือข่ายการเชื่อมสำหรับการใช้งานสาธารณะ เช่น การขึ้นทะเบียนวัคซีนโควิด การจัดการการขนส่งในพื้นที่และระบบโรงพยาบาล

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- กรรมการบริษัท 11 คนของ ADVANC มีขนาดค่อนข้างเล็กเมื่อเทียบกับขนาดธุรกิจและมุมมองของเรา แต่สัดส่วนกรรมการอิสระที่ 4 ท่าน และมีกรรมการหญิงเพียง 2 ท่านนั้นดูต่ำเกินไป
- ADVANC มีนโยบายปกป้องข้อมูลส่วนบุคคลของลูกค้ากลุ่มใหญ่ที่ล้ำหน้านโยบายระดับชาติ แม้กระทั่งก่อนที่พระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล (PDPA) จะกลายเป็นกฎหมาย มีรายงานเหตุการณ์การรั่วไหลของข้อมูลที่อาจเกิดขึ้นน้อยกว่าห้าครั้งในช่วงสิบปีที่ผ่านมา
- ADVANC ใช้งบประมาณ 400-500 ลบ. ต่อปี (0.5% ของรายได้) เพื่อลงทุนและสนับสนุนการพัฒนานวัตกรรมดิจิทัลผ่านบริษัทขนาดเล็กและสตาร์ทอัพ นอกจากนี้ยังช่วยสามารถจับกระแสเทคโนโลยีใหม่และแอปพลิเคชันดิจิทัลเพื่อความยั่งยืนของบริษัทฯ ในระยะยาว

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	185,485	188,873	212,267	215,871	215,194
Cost of sales	126,172	125,387	136,437	134,857	128,458
<b>Gross profit</b>	<b>59,313</b>	<b>63,486</b>	<b>75,830</b>	<b>81,014</b>	<b>86,737</b>
% gross margin	32.0%	33.6%	35.7%	37.5%	40.3%
Selling & administration expenses	22,786	22,528	26,621	27,186	27,728
<b>Operating profit</b>	<b>36,527</b>	<b>40,958</b>	<b>49,208</b>	<b>53,828</b>	<b>59,008</b>
% operating margin	19.7%	21.7%	23.2%	24.9%	27.4%
Depreciation & amortization	52,902	52,880	60,268	60,062	59,775
<b>EBITDA</b>	<b>89,429</b>	<b>93,838</b>	<b>109,477</b>	<b>113,890</b>	<b>118,783</b>
% EBITDA margin	48.2%	49.7%	51.6%	52.8%	55.2%
Non-operating income	532	254	425	432	430
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(5,230)	(6,145)	(9,430)	(9,136)	(8,550)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>31,828</b>	<b>35,066</b>	<b>40,203</b>	<b>45,124</b>	<b>50,889</b>
Income tax	6,108	6,909	7,840	8,799	9,923
<b>After-tax profit</b>	<b>25,720</b>	<b>28,157</b>	<b>32,363</b>	<b>36,325</b>	<b>40,965</b>
% net margin	13.9%	14.9%	15.2%	16.8%	19.0%
Shares in affiliates' Earnings	90	328	1,259	1,373	1,382
Minority interests	(3)	(3)	(5)	(5)	(5)
Extraordinary items	203	604	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>26,011</b>	<b>29,086</b>	<b>33,617</b>	<b>37,693</b>	<b>42,343</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>25,808</b>	<b>28,483</b>	<b>33,617</b>	<b>37,693</b>	<b>42,343</b>
EPS (Bt)	8.7	9.8	11.3	12.7	14.2
Normalized EPS (Bt)	8.7	9.6	11.3	12.7	14.2

*Continuous cost savings drive near-term revenue growth*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	34,338	41,838	42,745	53,056	62,722
Cash & cash equivalent	9,061	14,760	15,000	25,000	35,000
Account receivables	17,902	21,343	20,354	20,700	20,635
Inventories	3,839	4,147	5,607	5,542	5,279
Others	3,535	1,587	1,783	1,814	1,808
Investments & loans	994	12,450	12,450	12,450	12,450
Net fixed assets	113,252	139,224	137,753	135,919	133,519
Other assets	188,461	260,928	288,249	284,125	261,231
<b>Total assets</b>	<b>337,044</b>	<b>454,440</b>	<b>481,197</b>	<b>485,551</b>	<b>469,923</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	96,341	133,647	142,615	135,764	116,596
Account payables	42,457	37,674	44,856	44,336	42,233
Bank overdraft & ST loans	5,000	41,976	33,207	20,418	6,706
Current LT debt	15,496	15,428	19,924	23,141	25,482
Others current liabilities	33,388	38,568	44,627	47,869	42,175
<b>Total LT debt</b>	<b>63,914</b>	<b>69,840</b>	<b>79,697</b>	<b>92,562</b>	<b>101,929</b>
Others LT liabilities	90,972	160,275	162,516	155,253	143,094
<b>Total liabilities</b>	<b>251,228</b>	<b>363,762</b>	<b>384,829</b>	<b>383,579</b>	<b>361,619</b>
Minority interest	128	101	106	106	111
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,974	2,974	2,974	2,974	2,974
Share premium	22,552	22,552	22,552	22,552	22,552
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(513)	(464)	(464)	(464)	(464)
<b>Retained earnings</b>	<b>60,675</b>	<b>65,515</b>	<b>71,200</b>	<b>76,804</b>	<b>83,130</b>
Shareholders' equity	85,689	90,577	96,263	101,866	108,193
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>337,044</b>	<b>454,440</b>	<b>481,197</b>	<b>485,551</b>	<b>469,923</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

*Strong operating cash flow with declining capex trend*

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Earnings before tax	31,828	35,066	40,203	45,124	50,889
Tax paid	(5,694)	(6,140)	(7,816)	(8,534)	(10,038)
Depreciation & amortization	39,871	39,499	60,268	60,062	59,775
Chg In working capital	(5,683)	(8,533)	6,711	(800)	(1,776)
Chg In other CA & CL / minorities	790	6,684	7,098	4,314	(4,191)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>61,112</b>	<b>66,576</b>	<b>106,465</b>	<b>100,166</b>	<b>94,659</b>
Capex	(20,799)	(50,165)	(25,000)	(25,000)	(25,000)
Right of use	7,713	(58,364)	(45,640)	(7,000)	(7,500)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(11)	(11,457)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(26,123)	40,145	(13,237)	(29,368)	(14,139)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(39,220)</b>	<b>(79,841)</b>	<b>(83,877)</b>	<b>(61,368)</b>	<b>(46,639)</b>
Debt financing	(3,762)	43,161	5,585	3,292	(2,004)
Capital increase	46	0	0	0	0
Dividends paid	(22,871)	(24,507)	(27,932)	(32,090)	(36,016)
Warrants & other surplus	804	310	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(25,783)</b>	<b>18,964</b>	<b>(22,347)</b>	<b>(28,798)</b>	<b>(38,019)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>19,513</b>	<b>(33,753)</b>	<b>56,465</b>	<b>50,166</b>	<b>44,659</b>

**VALUATION**

*We expect a re-rating from its improving profitability outlook*

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Normalized PE (x)	31.3	28.4	24.1	21.5	19.1
Normalized PE - at target price (x)	34.6	31.3	26.5	23.7	21.1
PE (x)	31.1	27.8	24.1	21.5	19.1
PE - at target price (x)	34.3	30.7	26.5	23.7	21.1
EV/EBITDA (x)	9.9	9.8	8.5	8.1	7.6
EV/EBITDA - at target price (x)	10.8	10.7	9.2	8.8	8.3
P/BV (x)	9.4	8.9	8.4	7.9	7.5
P/BV - at target price (x)	10.4	9.9	9.3	8.8	8.2
P/CFO (x)	13.2	12.2	7.6	8.1	8.5
Price/sales (x)	4.4	4.3	3.8	3.7	3.8
Dividend yield (%)	2.8	3.2	3.7	4.2	4.7
FCF Yield (%)	2.4	(4.2)	7.0	6.2	5.5
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	8.7	9.6	11.3	12.7	14.2
EPS	8.7	9.8	11.3	12.7	14.2
DPS	7.7	8.6	10.2	11.4	12.8
BV/share	28.8	30.5	32.4	34.2	36.4
CFO/share	20.5	22.4	35.8	33.7	31.8
FCF/share	6.6	(11.3)	19.0	16.9	15.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	2.3	1.8	12.4	1.7	(0.3)
Net profit (%)	(3.4)	11.8	15.6	12.1	12.3
EPS (%)	(3.4)	11.8	15.6	12.1	12.3
Normalized profit (%)	(5.0)	10.4	18.0	12.1	12.3
Normalized EPS (%)	(5.0)	10.4	18.0	12.1	12.3
Dividend payout ratio (%)	87.9	88.0	90.0	90.0	90.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	32.0	33.6	35.7	37.5	40.3
Operating margin (%)	19.7	21.7	23.2	24.9	27.4
EBITDA margin (%)	48.2	49.7	51.6	52.8	55.2
Net margin (%)	13.9	14.9	15.2	16.8	19.0
D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.4	1.4	1.3	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.2	1.2	1.1	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	7.0	6.7	5.2	5.9	6.9
Interest coverage - EBITDA (x)	17.1	15.3	11.6	12.5	13.9
ROA - using norm profit (%)	7.4	7.2	7.2	7.8	8.9
ROE - using norm profit (%)	30.8	32.3	36.0	38.0	40.3
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	30.7	31.9	34.6	36.7	39.0
- asset turnover (x)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5
- operating margin (%)	20.0	21.8	23.4	25.1	27.6
- leverage (x)	4.1	4.5	5.0	4.9	4.5
- interest burden (%)	85.9	85.1	81.0	83.2	85.6
- tax burden (%)	80.8	80.3	80.5	80.5	80.5
WACC (%)	7.9	7.9	7.9	8.0	8.0
ROIC (%)	18.9	20.4	19.5	20.2	22.3
NOPAT (Bt m)	29,517	32,888	39,613	43,332	47,502
invested capital (Bt m)	161,037	203,061	214,092	212,986	207,310

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 10.50

(From: Bt 9.00)

14 OCTOBER 2024

Upside : 12.9%

## Digital Telecom. Infra. Fund (DIF TB)

### ความกังวลคลี่คลาย

เราปรับราคาเป้าหมายของ DIF ขึ้นเป็น 10.5 บาทต่อหน่วย เพื่อสะท้อนความกังวลของเราที่ลดลงต่อความเสี่ยงด้านคู่สัญญาและการขยายสัญญาเช่า เนื่องจากลูกค้าหลักมีสถานะทางการเงินและแนวโน้มธุรกิจแข็งแกร่งขึ้นมาก เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" DIF บนอัตราผลตอบแทน IRR จากการถือครองจนครบอายุสัญญาที่ 7.6%



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

#### คงคำแนะนำ "ซื้อ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโทรคมนาคม "เติบโตต่อและมีปัจจัย re-rate" วันที่ 14 ตุลาคม 2024 เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" DIF ด้วยราคาเป้าหมายที่สูงขึ้นหลังปรับเป็นปีฐาน 2025F เป็น 10.5 บาทต่อหน่วย (เดิม 9.0 บาท) เนื่องจาก 1) เรามั่นใจความกังวลน้อยลงต่อความเสี่ยงด้านคู่สัญญาหลังสถานะทางการเงินของผู้เช่ารายใหญ่ (บมจ. ทู คอร์ปอเรชั่น TRUE "ซื้อ") ดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญหลังการควบรวมกิจการกับบริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น (DTAC) ในปี 2023 2) รายได้การให้บริการบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ตของ TRUE เริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ปี 2023 ทำให้มีความเป็นไปได้มากขึ้นที่เงื่อนไขข้อผูกพันของ TRUE ในการขยายสัญญาเช่าออกไปอีก 10 ปี (ตั้งแต่ปี 2034 ถึง 2043) จะเกิดขึ้น

#### ความเสี่ยงคู่สัญญาลดลง

TRUE เป็นลูกค้าหลักของ DIF ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนกว่า 90% ของรายได้ของ โดยหลังการควบรวมกิจการระหว่าง TRUE และ DTAC ในปี 2023 TRUE พลิกมามีกำไรตั้งแต่ 1Q24 และมีสถานะทางการเงินดีขึ้นมาก เราคาดการณ์เงินสดอิสระของ TRUE เพิ่มขึ้นเป็น 2.3 หมื่นลบ. ในปี 2024F และ 3.3 หมื่นลบ. ในปี 2027F จากติดลบ 3.3 หมื่นลบ. ก่อนการควบรวมกิจการในปี 2022 หนุนโดยรายการให้บริการที่ดีขึ้น ค่าใช้จ่ายการตลาดที่ลดลง และการค่าใช้จ่ายการลงทุนทั้งด้านเครือข่ายและใบอนุญาตคลื่นความถี่ที่ลดลงเช่นกัน เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ TRUE จะลดลงเหลือ 3.7 เท่า ในปี 2024F และ 2.2 เท่า ในปี 2026F จาก 4.0 เท่า ในปี 2022 ซึ่งเราคาดว่าจะช่วยลดความเสี่ยงที่ TRUE จะเจรจาต่อรองขอลดอัตราค่าเช่ากับ DIF

#### คาดการณ์ต่ออายุสัญญาตามเงื่อนไข

เราคาดว่าสัญญาเช่าของ DIF 6 สัญญา (จากทั้งหมด 8 สัญญา) จะได้รับการต่ออายุไปอีก 10 ปี (จนถึงปี 2043F) เนื่องจากสัญญาดังกล่าวมีเงื่อนไขที่กำหนดให้ TRUE ต้องต่ออายุสัญญาด้วยเงื่อนไขเดิมหากในปี 2032 นั้น 1) รายได้จากการให้บริการบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต (FBB) ของ TRUE สูงกว่า 1.65 หมื่นลบ. หรือ 2) ส่วนแบ่งตลาดของ TRUE ในตลาด FBB สูงกว่า 33% โดยเราคาดว่ารายได้จากการให้บริการ FBB ของ TRUE จะอยู่ที่ 2.51 หมื่นลบ. ในปี 2024F และยังมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง ส่วนสัญญาเช่าสินทรัพย์เสาโทรคมนาคมอีก 2 สัญญา เราคาดว่าจะถูกต่ออายุถึงปี 2043F เช่นกัน แต่ด้วยค่าเช่าเพียงครึ่งหนึ่งของอัตราปัจจุบัน

#### อัตราดอกเบี้ยขาลงเป็นปัจจัยหนุน

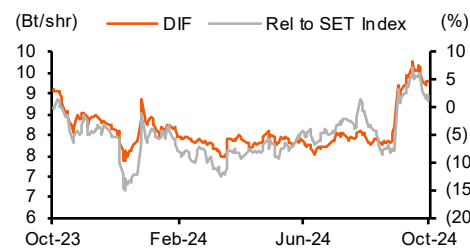
เราคาดว่าอัตราผลตอบแทน IRR ของ DIF สำหรับการถือครองจนครบอายุสัญญาที่เหลืออีก 19 ปี (ถึงปี 2043) อยู่ที่ 7.6% สำหรับผลตอบแทนในระยะสั้น เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนเงินปันผลอยู่ที่ 9.6% สำหรับปี 2025-26F เรายังมองว่าแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงจะเป็นปัจจัยหนุนให้ราคาหน่วยปรับตัวขึ้นได้ ทั้งนี้อัตราผลตอบแทนเงินปันผลของ DIF ปัจจุบันนั้นสูงกว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปีอยู่ที่ 7.1% ซึ่งสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงการซื้อขายระหว่างปี 2017 ถึงปัจจุบันที่ 5.7% อยู่ 1STD เรายังมองว่า DIF น่าสนใจสำหรับนักลงทุนที่มองหาผลตอบแทนปันผลที่สูงและมั่นคง

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

#### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	14,252	14,053	14,054	14,056
Net profit	7,932	11,626	11,716	11,821
Consensus NP	—	11,529	11,823	12,174
Diff frm cons (%)	—	0.8	(0.9)	(2.9)
Norm profit	11,850	11,626	11,716	11,821
Prev. Norm profit	—	11,623	11,706	11,804
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.1	0.1
Norm EPS (Bt)	1.1	1.1	1.1	1.1
Norm EPS grw (%)	(3.9)	(1.9)	0.8	0.9
Norm PE (x)	8.3	8.5	8.4	8.4
EV/EBITDA (x)	8.7	8.7	8.6	8.5
P/NAV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
Cash div yield (%)*	10.1	9.6	9.7	9.7
Effective yield (%)**	10.1	9.6	9.7	9.7
ROE (%)	6.9	6.8	6.8	6.7
Net D/E (%)	13.4	12.4	11.3	10.2

#### PRICE PERFORMANCE



#### COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Oct-24 (Bt)	9.30
Market Cap (US\$ m)	2,944.4
Listed Shares (m shares)	10,631.7
Free Float (%)	79.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.2
12M Price H/L (Bt)	9.80/7.40
Sector	Telecom
Major Shareholder	TRUE Corporation 20.56%

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	2036-43F
Dividend of common stock	9,551	9,580	9,592	9,609	9,620	9,601	9,549	9,567	9,552	9,236	9,146	70,615
Dividend from capital reduction	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Dividend payment	9,551	9,580	9,592	9,609	9,620	9,601	9,549	9,567	9,552	9,236	9,146	70,615
Cost of equity (%)	7.4											
Terminal growth (%)	0.0											
<b>PV of dividend</b>	<b>8,918</b>	<b>8,349</b>	<b>7,804</b>	<b>7,296</b>	<b>6,818</b>	<b>6,353</b>	<b>5,782</b>	<b>5,391</b>	<b>5,011</b>	<b>4,510</b>	<b>4,157</b>	<b>41,053</b>
<b>Equity value (m)</b>	<b>111,443</b>											
<b>No. of units (m)</b>	<b>10,632</b>											
<b>Equity value / unit (Bt)</b>	<b>10.5</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## 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 (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)
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
Frasers 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
<b>Average</b>			<b>13.5</b>	<b>1.8</b>	<b>16.1</b>	<b>15.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>18.9</b>	<b>18.5</b>	<b>7.5</b>	<b>7.7</b>

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

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 โทร คอร์ปอเรชั่น (TRUE TB)
ผู้จัดการกองทุน	: บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยพาณิชย์ จำกัด
นโยบายเงินปันผล	: ไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของกำไรสุทธิที่ปรับปรุง
วันที่จ่ายเงินปันผล	: รายไตรมาส
ข้อจำกัดหุ้นต่างตัว	: ไม่เกิน 49% ของหน่วยลงทุนทั้งหมด

Source: SET

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- เป็นกองทุนโครงสร้างพื้นฐานเกี่ยวกับธุรกิจโทรคมนาคมขนาดใหญ่ของประเทศ
- สถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งของผู้สนับสนุนหลัก TRUE ภายหลังการควบบริษัท

## O — Opportunity

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

## CONSENSUS COMPARISON

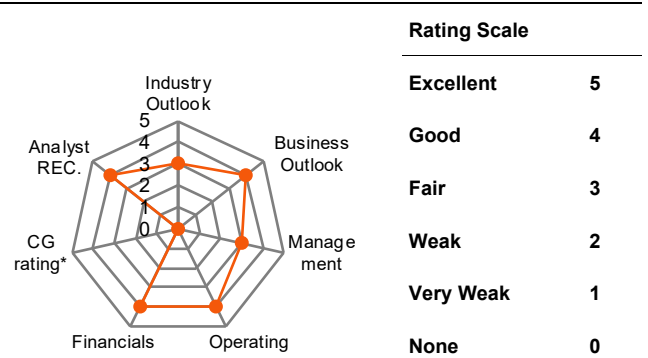
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	10.62	10.50	-1%
Net profit 24F (Bt m)	11,529	11,626	1%
Net profit 25F (Bt m)	11,823	11,716	-1%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 0	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร และราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับ Bloomberg consensus

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* No CG Rating

## W — Weakness

- รายได้จากสัญญาเช่าได้รับการประกันในช่วงระยะเวลาหนึ่งเท่านั้น (จนถึงปี 2033 และบางส่วนสามารถขยายไปจนถึงปี 2043) ขณะที่เราเชื่อว่าเป็นเรื่องยากสำหรับ DIF ที่จะหาผู้เช่ารายใหม่

## T — Threat

- การเปลี่ยนแปลงด้านกฎหมายและหลักเกณฑ์ต่างๆ
- การจัดเก็บภาษีใดๆ

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยทั่วโลกที่แข็งแกร่งกว่าที่คาดและยาวนานกว่าที่คาดถือเป็นความเสี่ยงด้านลบหลักสองประการต่อความสามารถของ DIF ในการจ่ายเงินปันผล และส่งผลต่อการประเมินมูลค่าของเรา
- หาก TRUE ไม่สามารถชำระค่าเช่า หรือมีการยกเลิกสัญญาเช่าไม่ว่าด้วยเหตุผลใดก็ตาม จะเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อ DIF และส่งผลต่อความสามารถในการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นรายลงทุน

Source: Thanachart

**INCOME STATEMENT**

*Stable rental income  
backed by fixed-price and  
fixed-volume contracts*

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Revenue	14,404	14,252	14,053	14,054	14,056
Selling & administration expenses	306	296	301	301	301
<b>Operating profit</b>	<b>14,098</b>	<b>13,956</b>	<b>13,751</b>	<b>13,753</b>	<b>13,755</b>
% operating margin	97.9%	97.9%	97.9%	97.9%	97.9%
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>14,098</b>	<b>13,956</b>	<b>13,751</b>	<b>13,753</b>	<b>13,755</b>
% EBITDA margin	97.9%	97.9%	97.9%	97.9%	97.9%
Non-operating income	21	49	34	28	33
Non-operating expenses	(47)	(67)	(45)	(46)	(47)
Interest expense	(1,734)	(2,084)	(2,111)	(2,016)	(1,917)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>12,338</b>	<b>11,854</b>	<b>11,630</b>	<b>11,719</b>	<b>11,825</b>
Income tax	3	4	4	4	4
<b>After-tax profit</b>	<b>12,335</b>	<b>11,850</b>	<b>11,626</b>	<b>11,716</b>	<b>11,821</b>
% net margin	85.6%	83.2%	82.7%	83.4%	84.1%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(4,873)	(3,918)	0	0	0
<b>NET INVESTMENT INCOME</b>	<b>7,462</b>	<b>7,932</b>	<b>11,626</b>	<b>11,716</b>	<b>11,821</b>
<b>Normalized Net Invest. Income</b>	<b>12,335</b>	<b>11,850</b>	<b>11,626</b>	<b>11,716</b>	<b>11,821</b>
EPS (Bt)	0.7	0.7	1.1	1.1	1.1
Normalized EPS (Bt)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1

**BALANCE SHEET**

*Gradually paying down  
debts with some benefits  
from falling interest rates*

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	8,265	7,185	7,614	8,614	9,615
Cash & cash equivalent	4,409	3,131	4,131	5,131	6,131
Account receivables	3,815	4,036	3,465	3,465	3,466
Inventories	0	0	0	0	0
Others	40	18	18	18	18
Investments & loans	209,238	206,731	206,731	206,731	206,731
Net fixed assets	0	0	0	0	0
Other assets	0	0	0	0	0
<b>Total assets</b>	<b>217,502</b>	<b>213,916</b>	<b>214,344</b>	<b>215,345</b>	<b>216,345</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	6,466	6,986	6,496	6,522	6,548
Account payables	663	662	300	300	300
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	5,803	6,324	6,196	6,222	6,248
<b>Total LT debt</b>	<b>27,004</b>	<b>25,987</b>	<b>25,496</b>	<b>24,907</b>	<b>24,240</b>
Others LT liabilities	0	0	0	0	0
<b>Total liabilities</b>	<b>44,891</b>	<b>43,596</b>	<b>42,015</b>	<b>40,852</b>	<b>39,611</b>
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
<b>Retained earnings</b>	<b>45,495</b>	<b>43,204</b>	<b>45,213</b>	<b>47,377</b>	<b>49,618</b>
<b>Net Assets</b>	<b>172,611</b>	<b>170,320</b>	<b>172,329</b>	<b>174,493</b>	<b>176,734</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	12,338	11,854	11,630	11,719	11,825
Tax paid	44	32	(69)	(3)	(3)
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
Chg In working capital	(316)	(223)	210	(0)	(0)
Chg In other CA & CL / minorities	(1,795)	876	(62)	25	25
<b>Cash flow from operations</b>	<b>10,272</b>	<b>12,540</b>	<b>11,708</b>	<b>11,741</b>	<b>11,847</b>
Capex	0	0	0	0	0
ST loans & investments	23	23	0	0	0
LT loans & investments	6,689	2,507	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(5,640)	(5,108)	(600)	(600)	(600)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>1,072</b>	<b>(2,578)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>
Debt financing	(263)	(1,017)	(491)	(589)	(667)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(11,067)	(10,223)	(9,617)	(9,551)	(9,580)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(11,331)</b>	<b>(11,241)</b>	<b>(10,108)</b>	<b>(10,141)</b>	<b>(10,247)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>10,272</b>	<b>12,540</b>	<b>11,708</b>	<b>11,741</b>	<b>11,847</b>

Rental income is fully passed on to unitholders

## VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	8.0	8.3	8.5	8.4	8.4
Normalized PE - at target price (x)	9.1	9.4	9.6	9.5	9.4
PE (x)	13.3	12.5	8.5	8.4	8.4
PE - at target price (x)	15.0	14.1	9.6	9.5	9.4
EV/EBITDA (x)	8.6	8.7	8.7	8.6	8.5
EV/EBITDA - at target price (x)	9.5	9.6	9.7	9.6	9.4
P/NAV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
P/NAV - at target price (x)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
P/CFO (x)	9.6	7.9	8.4	8.4	8.3
Price/sales (x)	6.9	6.9	7.0	7.0	7.0
Effective dividend yield (%)	11.1	10.1	9.6	9.7	9.7
Capital reduction yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash dividend yield (%)	11.1	10.1	9.6	9.7	9.7
FCF Yield (%)	10.4	12.7	11.8	11.9	12.0
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
EPS	0.7	0.7	1.1	1.1	1.1
Effective dividend *	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
Capital reduction dividend	-	-	-	-	-
Cash dividend **	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
NAV/unit	16.2	16.0	16.2	16.4	16.6
CFO/unit	1.0	1.2	1.1	1.1	1.1
FCF/unit	1.0	1.2	1.1	1.1	1.1

Trading yield implies sizable gap above 10-year government bond yield

Sources: Company data, Thanachart estimates

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(2.2)	(1.1)	(1.4)	0.0	0.0
Net profit (%)	(42.1)	6.3	46.6	0.8	0.9
EPS (%)	(42.1)	6.3	46.6	0.8	0.9
Normalized profit (%)	(2.6)	(3.9)	(1.9)	0.8	0.9
Normalized EPS (%)	(2.6)	(3.9)	(1.9)	0.8	0.9
Dividend payout ratio (%)***	147.2	125.3	81.8	81.6	81.1
<b>Operating performance</b>					
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 (%)	85.6	83.2	82.7	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)	8.1	6.7	6.5	6.8	7.2
Interest coverage - EBITDA (x)	8.1	6.7	6.5	6.8	7.2
ROA - using norm profit (%)	5.6	5.5	5.4	5.5	5.5
ROE - using norm profit (%)	7.1	6.9	6.8	6.8	6.7
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	7.1	6.9	6.8	6.8	6.7
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	97.7	97.8	97.8	97.7	97.8
- leverage (x)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
- interest burden (%)	87.7	85.0	84.6	85.3	86.1
- tax burden (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Cost of equity (%)	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
ROIC (%)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
NOPAT (Bt m)	14,094	13,951	13,747	13,749	13,751

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 13.50

(From: Bt 12.50)

14 OCTOBER 2024

Change in Numbers

Upside : 17.4%

# True Corporation Pcl (TRUE TB)

## เก็บเกี่ยวประโยชน์จากการควบรวม



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

เราปรับกำไร TRUE ขึ้น 3-11% ในปี 2024-26F จากการลดต้นทุนหลังการควบรวมและการฟื้นตัวของ ARPU ที่เร็วกว่าที่คาด เราคาดว่า การลดต้นทุนการดำเนินงานและการเร่งด้อยค่าสินทรัพย์หลังการควบรวมจะทำให้กำไรเพิ่มขึ้นสามเท่าใน 3 ปี ข้างหน้า ยังแนะนำ "ซื้อ" เป็น Top Pick

### ปรับประมาณการกำไรขึ้น

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโทรคมนาคม "เติบโตต่อและมีปัจจัย re-rate" วันที่ 14 ตุลาคม 2024 เราปรับกำไรปี 2024-26F ของ TRUE ขึ้น 3/8/11% ด้วยเหตุผล 3 ประการ 1) การลดต้นทุนหลังการควบรวมของ TRUE ทำให้เร็วกว่าที่คาดไว้ โดยหลักมาจากการเร่งด้อยค่าสินทรัพย์ 2) เราปรับสมมติฐาน ARPU การให้บริการโทรศัพท์มือถือและบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ตขึ้น 2-3% เพื่อสะท้อนการแข่งขันที่ผ่อนคลายลงหลังการควบรวมในอุตสาหกรรม และผู้เล่นในตลาดเปลี่ยนกลยุทธ์ไปเน้นการเพิ่มราคาแพ็คเกจ 3) TRUE ได้ประโยชน์จากการจัดอันดับเครดิตที่ดีขึ้นและการรีไฟแนนซ์หนี้สกุลเงินต่างประเทศ ทำให้ต้นทุนทางการเงินลดลง เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย (ปี 2025F) สูงขึ้นเป็น 13.5 บาท (จาก 12.5 บาท) และ TRUE ยังเป็น top pick ของเรา

### ประโยชน์จากการควบรวมยังรับรู้ไปน้อยกว่าครึ่ง

นอกจากการแข่งขันที่ผ่อนคลายลงและอำนาจการกำหนดราคาที่ดีขึ้นหลังการควบรวมในอุตสาหกรรมแล้ว การลดต้นทุนหลังการควบรวมก็การยังเป็นอีกปัจจัยผลักดันกำไรหลักของ TRUE ซึ่งตั้งเป้าจะรับรู้ผลประโยชน์ในระดับ EBITDA รวมที่ราว 2.8 หมื่นลบ. ในช่วงปี 2023-26F ซึ่งเราคาดการณ์รับรู้จะแบ่งเป็นสัดส่วน 1.0 หมื่นลบ. ในปี 2023-24F และอีก 1.8 หมื่นลบ. ในปี 2025-26F ซึ่งจะทำให้ EBITDA รวมเติบโต 13/7/5% ในขณะที่อัตรากำไร EBITDA เพิ่มขึ้นเป็น 46/48/49% ในปี 2024-26F (จาก 44% ในปี 2023) ส่วนกำไรสุทธิจะมีการเติบโตที่ดีกว่า เนื่องจากการด้อยค่าสินทรัพย์ช่วยลดค่าเสื่อมราคา และดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง เราคาดว่ากำไรจากการดำเนินงานปกติเพิ่มขึ้นเป็น 2.3 หมื่นลบ. ในปี 2026F จากที่มีผลขาดทุน 7.2 พันลบ. ในปี 2023 สำหรับกำไรสุทธิ TRUE คาดการด้อยค่าโครงการจะเสร็จสิ้นภายใน 1H25F ทำให้อาจมีการรับรู้ผลขาดทุนจากการด้อยค่าเกิดขึ้นต่อเนื่องไปไปอีก 3-4 ไตรมาสข้างหน้า

### สภาพแวดล้อมในอุตสาหกรรมยังเอื้อการเติบโต

ความเข้มข้นของการแข่งขันในอุตสาหกรรมผ่อนคลายลงนับตั้งแต่การควบรวมกิจการของ TRUE และ DTAC ใน 1Q23 และ ADVANC ซึ่งกิจการ TTTBB ใน 4Q23 ทำให้ TRUE มีแนวโน้ม ARPU เพิ่มขึ้นในขณะที่ค่าใช้จ่ายการตลาดลดลง เราคาดการณ์การให้บริการปี 2024-26F ของ TRUE เติบโต 5/3/2% จากทั้งบริการโทรศัพท์มือถือและบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต เนื่องจากปัจจุบันส่วนแบ่งการตลาดในตลาดของผู้ให้บริการทั้งสองรายอยู่ใกล้เคียงกัน จึงเปลี่ยนมาเน้นการปรับขึ้นราคาแพ็คเกจเพื่อเพิ่มผลกำไร ผ่านการพ่วงบริการเสริมและสิทธิพิเศษ แทนการลดราคาเชิงรุกเพื่อเพิ่มรายได้ผ่านการเพิ่มส่วนแบ่งตลาดดังที่เห็นในปี 2021-22 การแข่งขันที่อ่อนตัวลงนี้ยังช่วยลดต้นทุนโฆษณาและส่งเสริมการขายอีกด้วย

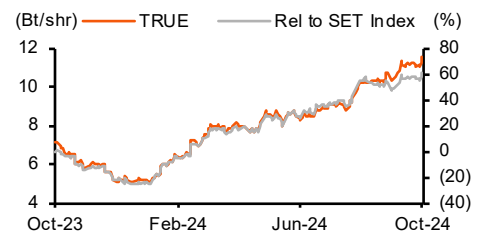
### มีโอกาสดของการ re-rate

TRUE ซื้อขายที่ EV/EBITDA 6.5 เท่าในปี 2025F เทียบกับ ADVANC ที่ 8.1 เท่า แม้ ADVANC จะมีสถานะการเงินและความสามารถในการทำกำไรดีกว่า แต่เราเชื่อว่า TRUE โดดเด่นด้านแนวโน้มการเติบโตกำไรที่สูงกว่ามาก และได้ประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ยมากกว่าเนื่องจากมีหนี้สินสูง ราคาเป้าหมายของเราที่ 13.5 เทียบได้เป็น 7 เท่า EV/EBITDA ในปี 2025-26F ส่วนราคาเป้าหมาย ADVANC ที่ 300 บาท คิดเป็น 9/8 เท่า

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	169,074	212,557	217,777	221,689
Net profit	(12,681)	(1,594)	12,628	22,778
Consensus NP	—	1,174	10,015	14,991
Diff frm cons (%)	—	na	26.1	51.9
Norm profit	(7,242)	8,406	17,628	22,778
Prev. Norm profit	—	8,174	16,362	20,623
Chg frm prev (%)	—	2.8	7.7	10.5
Norm EPS (Bt)	(0.2)	0.2	0.5	0.7
Norm EPS grw (%)	na	na	109.7	29.2
Norm PE (x)	na	47.3	22.5	17.4
EV/EBITDA (x)	9.9	7.3	6.5	5.9
P/BV (x)	4.6	4.7	4.1	3.5
Div yield (%)	0.0	0.0	0.5	1.7
ROE (%)	na	9.9	19.6	21.7
Net D/E (%)	385.0	365.1	284.4	215.9

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Oct-24 (Bt)	11.50
Market Cap (US\$ m)	11,832.9
Listed Shares (m shares)	34,552.1
Free Float (%)	31.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	23.0
12M Price H/L (Bt)	11.30/5.05
Sector	Telecom
Major Shareholder	CP Group 30.3%, Telenor Asia 30.3%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P33

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



**Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F**

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	88,025	93,381	96,376	98,715	101,064	103,423	105,794	108,177	110,572	112,981	115,403	—
Free cash flow	31,386	43,320	43,710	48,306	51,665	57,016	54,363	61,068	63,699	61,991	67,514	1,043,414
PV of free cash flow	29,032	37,057	34,579	35,334	34,949	35,668	30,514	31,556	30,309	27,160	27,238	420,953
Risk-free rate (%)	3.0											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	8.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	774,348											
Net debt (2024F)	308,820											
Minority interest	395											
Equity value	465,133											
# of shares	34,552											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>13.50</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 2: Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div Yield	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)
China Mobile	941 HK	HK	5.0	4.9	11.5	11.0	1.2	1.1	3.7	3.6	6.0	6.7
China Unicom Hon	762 HK	HK	8.5	7.7	10.5	9.7	0.6	0.6	1.6	1.5	5.7	6.7
China Telecom Corp Ltd	728 HK	HK	9.7	8.0	12.8	11.9	0.9	0.9	3.8	3.6	5.6	6.2
Bharti Airtel	BHARTI IN	India	58.3	60.5	81.0	50.5	11.1	9.5	15.4	13.8	0.3	0.7
Idea Cellular	IDEA IN	India	na	na	na	na	na	na	17.3	14.8	0.0	0.0
Tata Communication	TCOM IN	India	17.1	31.6	49.1	37.3	27.7	20.3	15.2	13.5	0.9	0.9
Indosat	ISAT IJ	Indonesia	19.8	23.0	15.2	12.4	2.4	2.2	5.0	4.6	3.0	3.9
Telekomunikasi Indonesia	TLKM IJ	Indonesia	0.9	7.8	11.8	10.9	2.0	1.9	4.6	4.4	6.2	6.6
Axiata Group Bhd	AXIATA MK	Malaysia	na	35.4	30.4	22.4	1.0	1.0	5.7	5.5	4.2	4.4
Maxis Bhd	MAXIS MK	Malaysia	40.9	6.7	20.6	19.3	5.0	4.7	9.1	9.0	4.5	4.7
Singapore Telecom	ST SP	Singapore	173.9	20.5	23.9	19.9	2.0	2.1	16.0	15.6	3.9	5.1
StarHub	STH SP	Singapore	14.6	13.8	12.8	11.2	0.0	0.0	6.5	6.2	6.2	6.8
SK Telecom	017670 KS	S. Korea	12.3	na	na	9.6	na	1.0	3.8	3.8	6.4	6.6
Taiwan Mobile	3045 TT	Taiwan	(3.5)	9.0	27.0	24.8	4.0	4.0	12.2	11.7	3.8	4.0
Advanced Info Service *	ADVANC TB	Thailand	18.0	12.1	24.1	21.5	8.4	7.9	8.5	8.1	3.7	4.2
Thaicom *	THCOM TB	Thailand	26.0	(48.8)	75.5	147.5	1.6	1.5	15.4	18.4	0.7	0.3
True Corporation *	TRUE TB	Thailand	na	109.7	47.3	22.5	4.7	4.1	7.3	6.5	0.0	0.5
<b>Average</b>			<b>28.7</b>	<b>20.1</b>	<b>30.2</b>	<b>27.6</b>	<b>4.8</b>	<b>3.9</b>	<b>8.9</b>	<b>8.5</b>	<b>3.6</b>	<b>4.0</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 10 October 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บมจ. ทรู คอร์ปอเรชั่น (TRUE) เป็นบริษัทโฮลดิ้งที่ควบรวมผู้ให้บริการโทรคมนาคมชั้นนำ 2 รายในไทย (คือ TRUE และ DTAC) โดยมีผู้ถือหุ้นดั้งเดิมของทั้งสองบริษัทคือ CP Group และ Telenor Asia คงเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ TRUE มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุดในการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ (54%) และอันดับสองในตลาดบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต (37%) TRUE ให้บริการโทรคมนาคมครบวงจร ทั้งการโทรและดาต้าบนโทรศัพท์มือถือ บริการอินเทอร์เน็ตบรอดแบนด์ และให้บริการทีวีและวิดีโอผ่านระบบ streaming และแบบสมัครสมาชิก TRUE กำลังพยายามรุกเข้าสู่การให้บริการระบบ digital และบริการที่เกี่ยวข้องเป็นตลาดใหม่สำหรับการเติบโต

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- ผู้ให้บริการโทรคมนาคมครบวงจร โดยมีส่วนแบ่งการตลาดใหญ่ที่สุดในตลาดบริการโทรศัพท์มือถือ และเป็นอันดับสองในตลาดบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต
- เป็นบริษัทย่อยของกลุ่ม CP ซึ่งเป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในประเทศไทยและมีฐานธุรกิจที่แข็งแกร่งในระดับภูมิภาค
- มี China Mobile และ Telenor Group ซึ่งเป็นผู้ให้บริการโทรคมนาคมรายใหญ่ระดับโลก เป็นพันธมิตรทางธุรกิจ

## O — Opportunity

- ปริมาณการใช้ดาต้าสูงขึ้น จากจำนวนอุปกรณ์ต้องเชื่อมต่ออินเทอร์เน็ตที่มากขึ้น ทั้งในการใช้งานของกลุ่มผู้บริโภค ธุรกิจ และอุตสาหกรรม
- ความต้องการการวิเคราะห์ข้อมูลที่เพิ่มมากขึ้น ในขณะที่ TRUE มีข้อมูลด้านพฤติกรรมที่สำคัญของประชากรส่วนใหญ่ในประเทศ
- การลงทุนในดาต้าเซ็นเตอร์ในประเทศไทย

## CONSENSUS COMPARISON

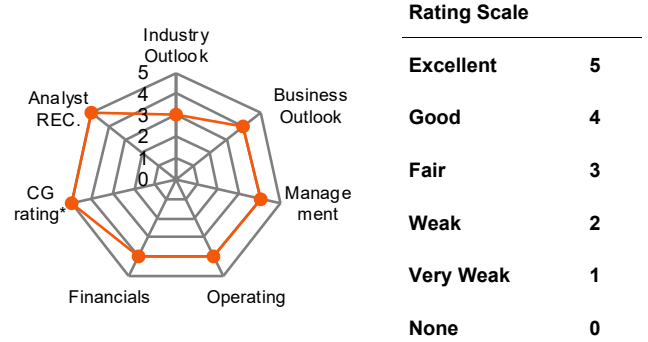
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	12.27	13.50	10%
Norm profit 24F (Bt m)	6,834	8,406	23%
Norm profit 25F (Bt m)	11,261	17,628	57%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 4	SELL: 2

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเชื่อว่าคาดการณ์กำไรปี 2024-25F สูงกว่าที่ Bloomberg consensus คาดไว้ 23/57% เนื่องจากเรามีความมั่นใจมากขึ้นในศักยภาพการลดต้นทุนหลังการควบรวมของ TRUE
- ดังนั้น ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าตลาด 10%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## W — Weakness

- บริษัทฯ ดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูง และยังคงสร้างกระแสเงินสดอิสระได้น้อย จึงมีความเสี่ยงสูงต่อวิกฤติเศรษฐกิจหรือการเงิน
- คู่แข่งหลักมีความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่งกว่า และมีสถานะทางการเงินที่ดีกว่ามาก

## T — Threat

- บริการโทรคมนาคมกำลังกลายเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ ในขณะที่การสร้างมูลค่าจากความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีใหม่ จะตกไปอยู่กับเจ้าของ content และผู้ให้บริการแพลตฟอร์ม มากกว่าผู้ให้บริการเครือข่าย
- โทรคมนาคมยังเป็นอุตสาหกรรมที่มีการควบคุมอย่างเข้มงวดในไทย

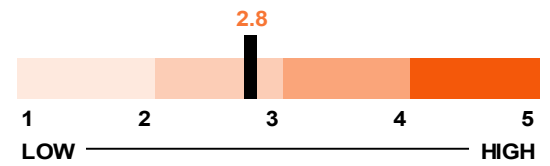
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การกลับมาสงครามราคาและการแข่งขันที่รุนแรงกว่าคาด ทั้งในตลาดการให้บริการมือถือและอินเทอร์เน็ตบรอดแบนด์ เป็นความเสี่ยงทางลบที่สำคัญต่อคำแนะนำการลงทุนของเรา
- ภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอหรือการหยุดชะงักในตลาดการเงิน ซึ่งอาจส่งผลให้ TRUE ไม่สามารถรีไฟแนนซ์หนี้สินได้อย่างราบรื่น เป็นอีกความเสี่ยงด้านลบต่อแนวคิดการลงทุนของเรา
- การรับรู้ประโยชน์จากการควบรวมกิจการที่ช้ากว่าหรือน้อยกว่าคาด เป็นอีกความเสี่ยงด้านลบต่อคาดการณ์กำไรและมูลค่าพื้นฐานของเรา

Source: Thanachart

บมจ. ทรู คอร์ปอเรชั่น (TRUE) ก่อตั้งขึ้นในปี 2023 จากการควบรวมกิจการระหว่างผู้ให้บริการโทรคมนาคมชั้นนำ 2 รายในไทย ได้แก่ True และ DTAC ปัจจุบัน TRUE ให้บริการทั้งโทรศัพท์เคลื่อนที่และบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต โดยมีความพยายามที่จะขยายธุรกิจให้ครอบคลุมบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยี เราให้คะแนน ESG สำหรับ TRUE ที่ 2.8 เนื่องจากมองว่ายังมีทิศทางและนโยบายยังไม่ชัดเจนนักในช่วงปีแรกหลังการควบรวม เราเลือกจะรอดูผลของการควบรวมกิจการที่มีต่อผู้ถือหุ้น ก่อนทำการประเมินผลกระทบโดยรวมอีกครั้ง

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
TRUE	-	-	YES	BB	-	-	95.00	42.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- TRUE มุ่งมั่นที่จะปฏิบัติตามเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมของประเทศไทยในเรื่องความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2030 และการปล่อยก๊าซคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 นอกจากนี้ TRUE ยังตั้งเป้าหมายในการลดขยะไฟฟ้าจากการดำเนินงานที่ส่งไปยังสถานที่ฝังกลบให้เป็นศูนย์ภายในปี 2030
- เนื่องจากธุรกิจต่างๆ ของบริษัทใช้ไฟฟ้าในปริมาณมาก TRUE จึงได้นำระบบควบคุมเครือข่ายอัตโนมัติมาใช้เพื่อลดการใช้ไฟฟ้า และติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์ที่สถานีฐานเพื่อเพิ่มแหล่งพลังงานสีเขียว
- ปริมาณการใช้ไฟฟ้าจำนวนมากยังส่งผลให้เกิดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก scope-2 ในระดับสูงอีกด้วย TRUE จึงได้เริ่มจัดซื้อ Renewable Energy Credits (RECs) เพื่อชดเชยการปล่อยก๊าซคาร์บอน

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- โทรคมนาคมถือเป็นธุรกิจที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อสังคม เนื่องจากทำให้ผู้คนเข้าถึงโอกาสในการทำงาน การดูแลสุขภาพ และความต้องการพื้นฐานอื่นๆ มากขึ้นเพื่อปรับปรุงคุณภาพชีวิตของพวกเขา TRUE เองมีพันธกิจในการสร้างระบบนิเวศด้านเทคโนโลยีที่แข็งแกร่ง และสามารถดำเนินดิจิทัลเพื่อรองรับการเติบโตที่ยั่งยืนของสังคม
- TRUE มุ่งมั่นที่จะปฏิบัติตามหลักการชี้แนะของสหประชาชาติว่าด้วยสิทธิมนุษยชน และใช้เป็นแนวทางสำหรับพันธมิตรและซัพพลายเออร์ ไม่มีการจ้างงานผู้ที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะหรือการเกณฑ์แรงงาน TRUE ยังส่งเสริมเสรีภาพในการพูดภายในองค์กร
- TRUE ถือว่าลูกค้าเป็นหุ้นส่วนที่สำคัญที่สุดสำหรับธุรกิจ และใช้เครื่องมือที่หลากหลายเพื่อตอบสนองความต้องการ และสิทธิของลูกค้า บริษัทฯ ได้ปรับปรุงแนวทางการดำเนินงานธุรกิจเพื่อให้สอดคล้องกับพระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคลฉบับใหม่ในประเทศไทย (พ.ศ. 2562)

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการของ TRUE มีตัวแทนจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่จำนวนมาก จึงมีกรรมการอิสระเพียง 4 คนในคณะกรรมการ 11 คน (36%) โดยมีคณะกรรมการที่เป็นผู้หญิง 3 คน (27%)
- TRUE มีนโยบายให้ซัพพลายเออร์ระดับ Tier 1 ทุกรายได้รับการตรวจสอบผลด้าน ESG นอกจากนี้ network integration vendors จะต้องปฏิบัติตามมาตรฐานสากลสิทธิเป็นศูนย์
- เราเชื่อว่า TRUE ดำเนินกลยุทธ์ด้วยใช้ส่วนของหนี้ที่สูง ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงอย่างมากหากเกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำหรือการหยุดชะงักในตลาดตราสารหนี้
- TRUE มีนโยบายที่แข็งแกร่งในการตามความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี โดยมีเป้าหมายที่จะเปลี่ยนจากผู้ให้บริการโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคมไปสู่ผู้ให้บริการเทคโนโลยีโทรคมนาคมชั้นนำของภูมิภาค

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	215,070	169,074	212,557	217,777	221,689
Cost of sales	154,079	123,829	151,570	150,504	149,879
<b>Gross profit</b>	<b>60,991</b>	<b>45,245</b>	<b>60,987</b>	<b>67,273</b>	<b>71,810</b>
% gross margin	28.4%	26.8%	28.7%	30.9%	32.4%
Selling & administration expenses	42,587	32,908	33,050	31,863	31,380
<b>Operating profit</b>	<b>18,404</b>	<b>12,337</b>	<b>27,937</b>	<b>35,411</b>	<b>40,429</b>
% operating margin	8.6%	7.3%	13.1%	16.3%	18.2%
Depreciation & amortization	0	61,617	69,021	68,619	68,476
<b>EBITDA</b>	<b>18,404</b>	<b>73,954</b>	<b>96,958</b>	<b>104,030</b>	<b>108,905</b>
% EBITDA margin	8.6%	43.7%	45.6%	47.8%	49.1%
Non-operating income	3,136	1,480	957	980	998
Non-operating expenses	(5,587)	(1,211)	0	0	0
Interest expense	(23,002)	(20,526)	(22,895)	(19,692)	(17,676)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(7,049)</b>	<b>(7,920)</b>	<b>5,999</b>	<b>16,699</b>	<b>23,751</b>
Income tax	1,399	1,556	300	1,670	3,563
<b>After-tax profit</b>	<b>(8,448)</b>	<b>(9,476)</b>	<b>5,699</b>	<b>15,029</b>	<b>20,188</b>
% net margin	-3.9%	-5.6%	2.7%	6.9%	9.1%
Shares in affiliates' Earnings	2,426	2,179	2,740	2,687	2,708
Minority interests	109	56	(33)	(88)	(118)
Extraordinary items	0	(5,439)	(10,000)	(5,000)	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>(5,914)</b>	<b>(12,681)</b>	<b>(1,594)</b>	<b>12,628</b>	<b>22,778</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(5,914)</b>	<b>(7,242)</b>	<b>8,406</b>	<b>17,628</b>	<b>22,778</b>
EPS (Bt)	(0.2)	(0.4)	(0.0)	0.4	0.7
Normalized EPS (Bt)	(0.2)	(0.2)	0.2	0.5	0.7

*Strong earnings surge from large room for post-merger cost cuts*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	119,070	108,963	113,893	120,807	127,300
Cash & cash equivalent	32,672	33,580	20,000	25,000	30,000
Account receivables	59,422	51,794	69,882	71,598	72,884
Inventories	2,324	2,281	2,492	2,474	2,464
Others	24,653	21,309	21,520	21,735	21,952
Investments & loans	23,542	22,899	22,899	22,899	22,899
Net fixed assets	235,444	222,628	219,328	216,768	214,705
Other assets	415,636	390,231	353,068	319,199	285,979
<b>Total assets</b>	<b>793,692</b>	<b>744,722</b>	<b>709,188</b>	<b>679,673</b>	<b>650,882</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	234,419	203,131	214,174	206,336	201,530
Account payables	116,582	101,387	124,578	123,702	123,188
Bank overdraft & ST loans	22,174	14,589	6,576	2,990	2,780
Current LT debt	70,831	65,132	64,449	62,158	60,546
Others current liabilities	24,832	22,023	18,571	17,486	15,016
<b>Total LT debt</b>	<b>261,913</b>	<b>285,501</b>	<b>257,795</b>	<b>233,833</b>	<b>214,662</b>
Others LT liabilities	198,418	169,949	152,640	143,155	119,809
<b>Total liabilities</b>	<b>694,750</b>	<b>658,581</b>	<b>624,608</b>	<b>583,325</b>	<b>536,001</b>
Minority interest	425	361	395	483	601
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	138,208	138,208	138,208	138,208	138,208
Share premium	145,127	145,076	145,076	145,076	145,076
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(2,194)	(2,390)	(2,390)	(2,390)	(2,390)
<b>Retained earnings</b>	<b>(182,624)</b>	<b>(195,115)</b>	<b>(196,709)</b>	<b>(185,029)</b>	<b>(166,614)</b>
Shareholders' equity	98,517	85,779	84,185	95,865	114,280
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>793,692</b>	<b>744,722</b>	<b>709,188</b>	<b>679,673</b>	<b>650,882</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Earnings before tax	(7,049)	(7,920)	5,999	16,699	23,751
Tax paid	(165)	(3,705)	(296)	(1,666)	(3,559)
Depreciation & amortization	0	61,617	69,021	68,619	68,476
Chg In working capital	(4,918)	(7,524)	4,892	(2,574)	(1,789)
Chg In other CA & CL / minorities	(17,371)	4,856	(929)	1,383	16
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(29,503)</b>	<b>47,325</b>	<b>78,687</b>	<b>82,460</b>	<b>86,895</b>
Capex	(235,444)	(15,666)	(30,000)	(30,000)	(30,000)
Right of use	(114,549)	100	(1,000)	(2,000)	(3,000)
ST loans & investments	0	0	2	0	0
LT loans & investments	2,320	643	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	31,908	(43,887)	(24,867)	(14,675)	(23,538)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(315,764)</b>	<b>(58,810)</b>	<b>(55,865)</b>	<b>(46,675)</b>	<b>(56,538)</b>
Debt financing	38,266	12,451	(36,402)	(29,839)	(20,993)
Capital increase	51	(51)	0	0	0
Dividends paid	0	0	0	(947)	(4,364)
Warrants & other surplus	(6,608)	(6)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>31,708</b>	<b>12,393</b>	<b>(36,402)</b>	<b>(30,786)</b>	<b>(25,357)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(264,947)</b>	<b>31,659</b>	<b>48,687</b>	<b>52,460</b>	<b>56,895</b>

*FCF strongly improves from both higher EBITDA and lower capex trends*

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Normalized PE (x)	na	na	47.3	22.5	17.4
Normalized PE - at target price (x)	na	na	55.5	26.5	20.5
PE (x)	na	na	na	31.5	17.4
PE - at target price (x)	na	na	na	36.9	20.5
EV/EBITDA (x)	39.1	9.9	7.3	6.5	5.9
EV/EBITDA - at target price (x)	42.9	10.8	8.0	7.1	6.6
P/BV (x)	4.0	4.6	4.7	4.1	3.5
P/BV - at target price (x)	4.7	5.4	5.5	4.9	4.1
P/CFO (x)	(13.5)	8.4	5.0	4.8	4.6
Price/sales (x)	1.8	2.4	1.9	1.8	1.8
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.5	1.7
FCF Yield (%)	(66.7)	8.0	12.3	13.2	14.3
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	(0.2)	(0.2)	0.2	0.5	0.7
EPS	(0.2)	(0.4)	(0.0)	0.4	0.7
DPS	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
BV/share	2.9	2.5	2.4	2.8	3.3
CFO/share	(0.9)	1.4	2.3	2.4	2.5
FCF/share	(7.7)	0.9	1.4	1.5	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We see the potential for its valuation gap with peers to narrow*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(4.0)	(21.4)	25.7	2.5	1.8
Net profit (%)	na	na	na	na	80.4
EPS (%)	na	na	na	na	80.4
Normalized profit (%)	na	na	na	109.7	29.2
Normalized EPS (%)	na	na	na	109.7	29.2
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	15.0	30.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	28.4	26.8	28.7	30.9	32.4
Operating margin (%)	8.6	7.3	13.1	16.3	18.2
EBITDA margin (%)	8.6	43.7	45.6	47.8	49.1
Net margin (%)	(3.9)	(5.6)	2.7	6.9	9.1
D/E (incl. minor) (x)	3.6	4.2	3.9	3.1	2.4
Net D/E (incl. minor) (x)	3.3	3.9	3.7	2.8	2.2
Interest coverage - EBIT (x)	0.8	0.6	1.2	1.8	2.3
Interest coverage - EBITDA (x)	0.8	3.6	4.2	5.3	6.2
ROA - using norm profit (%)	na	na	1.2	2.5	3.4
ROE - using norm profit (%)	na	na	9.9	19.6	21.7
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	6.7	16.7	19.2
- asset turnover (x)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	na	na	13.6	16.7	18.7
- leverage (x)	6.1	8.3	8.6	7.7	6.3
- interest burden (%)	(44.2)	(62.8)	20.8	45.9	57.3
- tax burden (%)	na	na	95.0	90.0	85.0
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	8.1	8.1
ROIC (%)	4.6	2.9	6.4	8.1	9.3
NOPAT (Bt m)	18,404	12,337	26,541	31,870	34,365
invested capital (Bt m)	420,764	417,421	393,005	369,847	362,268

Sources: Company data, Thanachart estimates

## ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

**SETTRADE:** You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

### SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ( "SET" ) (collectively called "SET Index Series" ) are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

### SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

### ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

### MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

### S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

### Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moody's.com](http://www.moody's.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

#### Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

**CG Report** : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants 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 ราชธานีลิสซิ่ง 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 ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล 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 หมศิริเลิศ 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

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์, CFA  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุนนาค  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, หินคมข, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ  
rata.lim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย  
siripom.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  
naripom.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

### มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

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