

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 10.00

(From: Bt 10.50)

1 APRIL 2025

Upside : 26.6%

Digital Telecom. Infra. Fund (DIF TB)

จุดน่าสนใจเข้าซื้อ

การปรับตัวลงหนักของ SET ในปีนี้ดึงให้ราคาหน่วยของ DIF ลดลง 7% YTD ในขณะที่กระแสเงินสดยังแข็งแกร่ง ทำให้อัตราผลตอบแทนเงินปันผลปี 2025F เพิ่มขึ้นถึง 11% ในขณะที่อัตราผลตอบแทน IRR จากการถือครองจนครบอายุสัญญาอยู่ที่ 7% เรายังคาดการณ์ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติมในปีนี้จะเป็ปัจจัยหนุนราคาหน่วย จึงคงคำแนะนำ "ซื้อ"



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

ราคาหน่วยลดลงทำให้อัตราผลตอบแทนน่าสนใจ "ซื้อ"

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" DIF ด้วยราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ที่ 10 บาท/หน่วย (จากเดิม 10.5 บาท) 1) ราคาหน่วยที่ปรับลงมา 7% YTD ทำให้อัตราผลตอบแทนเงินปันผลสูงขึ้นสู่ระดับน่าสนใจมากที่ 11% ในปี 2025F ในขณะที่อัตราผลตอบแทน IRR จากการถือครองจนครบอายุสัญญา (ถึงปี 2043F) ก็เพิ่มขึ้น 7% 2) ราคาหน่วยนั้นปรับลดลงแต่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานยังแข็งแกร่ง ด้วยรายได้ที่มั่นคงจากสัญญาเช่าระยะยาว 3) รายได้ค่าเช่าของ DIF มาจากอุตสาหกรรมโทรคมนาคมที่มีความมั่นคงสูงและยังมีการเติบโตจากการใช้งานดาต้าที่เพิ่มขึ้น และราคาให้บริการฟื้นตัวปัจจุบันลูกค้าเพียงรายเดียวของ DIF คือ บมจ.ทรู คอร์ปอเรชั่น (TRUE) ซึ่งแข็งแกร่งขึ้นมาก โดยมีทั้งกระแสเงินสดอิสระและกำไรเติบโต 4) เราคาดการณ์ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกในปีนี้จะเป็ปัจจัยหนุนราคาหน่วย

กระแสเงินสดสม่ำเสมอ

เราคาดการณ์รายได้ค่าเช่าของ DIF จะทรงตัวได้ที่ 1.4 หมื่นลบ. ต่อปีเนื่องจากหนี้ด้วยสัญญาเช่าระยะยาวของเสาโทรคมนาคม และเครือข่ายใยแก้วนำแสงทั่วประเทศ โดยในปัจจุบัน TRUE เป็นผู้เช่าเพียงรายเดียวของ DIF ภายใต้สัญญาเช่าที่มีปริมาณเช่าคงที่ ส่วนราคาเช่าจะปรับขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อรายปี โดยแม้สัญญาหลักจะหมดอายุในปี 2033 แต่มีเงื่อนไขการต่ออายุไปอีก 10 ปีสำหรับสัญญาเช่า 6 ฉบับจากทั้งหมด 9 ฉบับ หากในปี 2033 1) รายได้บรรดแบนด์วิดธ์เน็ตเวิร์กของ TRUE เกิน 1.65 หมื่นลบ. (จาก 2.51 หมื่นลบ. ในปี 2024) หรือ 2) ส่วนแบ่งตลาดของ TRUE ในตลาดบรรดแบนด์วิดธ์เกิน 33% (36% ในปี 2024) เรายังคงมุมมองว่า DIF จะได้อัตราสัญญาดังกล่าวไปจนถึงปี 2043

ความเสี่ยงจากคู่สัญญาลดลงอย่างมาก

เรามองว่าความเสี่ยงด้านคู่สัญญาของ DIF ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ หลังการควบรวมกิจการของ TRUE เมื่อต้นปี 2023 ซึ่งทำให้กระแสเงินสดอิสระของ TRUE กลับมาเป็นบวกและอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อ EBITDA ลดลงเหลือ 3.1 เท่า ในปี 2024 จากก่อนรวมกิจการที่ 4.7 เท่า อีกทั้งยังได้ปรับเครดิตเรตติ้งขึ้นจากหน่วยงานในประเทศเป็น A+ (จาก BBB+) เราเชื่อว่าความเสี่ยงคู่สัญญาที่ลดลงนี้ยังไม่ถูกสะท้อนเต็มที่ในราคาหน่วยของ DIF เห็นได้จากหุ้นกู้อายุ 10 ปีชุดล่าสุดของ TRUE ที่อัตราดอกเบี้ย 4.0% ซึ่งสูงกว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย 10 ปีที่ 2.1% อยู่ 1.9% ได้รับความสนใจอย่างมากจากนักลงทุน ในขณะที่เดียวกันอัตราผลตอบแทน IRR ของ DIF หากถือจนครบอายุที่สัญญา (จนถึงปี 2043) ที่เราประเมินได้ที่ 7.4% นั้นมีส่วนต่างที่สูงกว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุเทียบเคียง (19 ปี) ที่ 2.5% อยู่มากถึง 4.9%

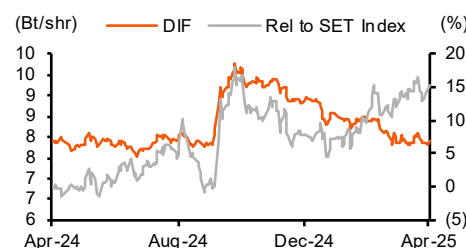
ได้ประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ย

DIF ได้ประโยชน์จากการลดลงของอัตราดอกเบี้ยใน 2 มุม 1) ดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง เนื่องจากหนี้สินที่ค้างของ DIF ที่ 2.5 หมื่นลบ. มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว 2) อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงทำให้อัตราผลตอบแทนเงินปันผลของ DIF ดูน่าสนใจยิ่งขึ้น เราปรับกำไรของ DIF ขึ้น 1-2% ในปี 2025-27F เพื่อสะท้อนสมมติฐานของโบรกเราที่คาดการณ์ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงให้อัตราที่เร็วขึ้นเหลือ 1.50% ณ สิ้นปี 2025F จาก 2.25% ณ สิ้นปี 2024

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	14,102	14,054	14,056	14,059
Net profit	656	11,806	12,039	12,174
Consensus NP	—	10,810	10,948	10,476
Diff frm cons (%)	—	9.2	10.0	16.2
Norm profit	11,663	11,806	12,039	12,174
Prev. Norm profit	—	11,716	11,821	11,959
Chg frm prev (%)	—	0.8	1.8	1.8
Norm EPS (Bt)	1.1	1.1	1.1	1.1
Norm EPS grw (%)	(1.6)	1.2	2.0	1.1
Norm PE (x)	7.2	7.1	7.0	6.9
EV/EBITDA (x)	7.6	7.6	7.4	7.3
P/NAV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
Cash div yield (%)*	11.3	11.3	11.3	11.4
Effective yield (%)**	11.3	11.3	11.3	11.4
ROE (%)	7.0	7.3	7.3	7.3
Net D/E (%)	13.3	12.2	10.8	9.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

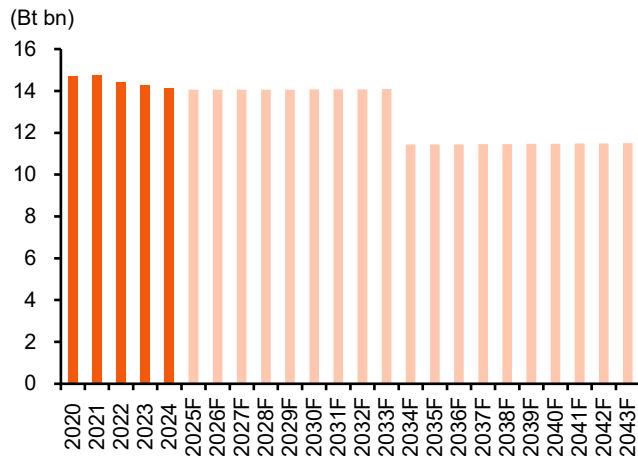
Price as of 1-Apr-25 (Bt)	7.90
Market Cap (US\$ m)	2,462.8
Listed Shares (m shares)	10,631.7
Free Float (%)	79.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.3
12M Price H/L (Bt)	9.80/7.55
Sector	Telecom
Major Shareholder	TRUE Corporation 20.56%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

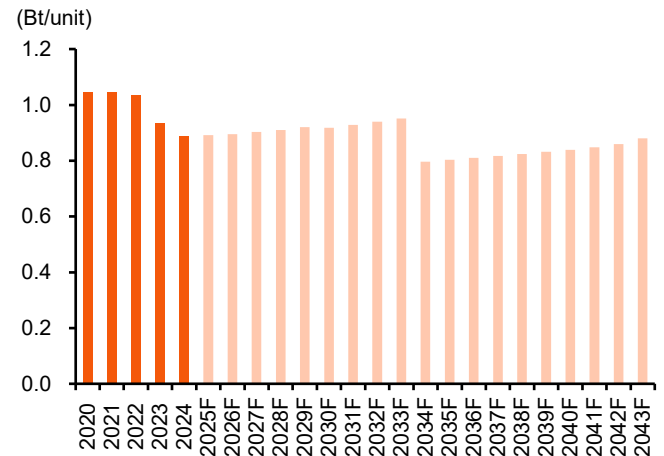
กรุณารออ่านรายงานฉบับสมบูรณ์

ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

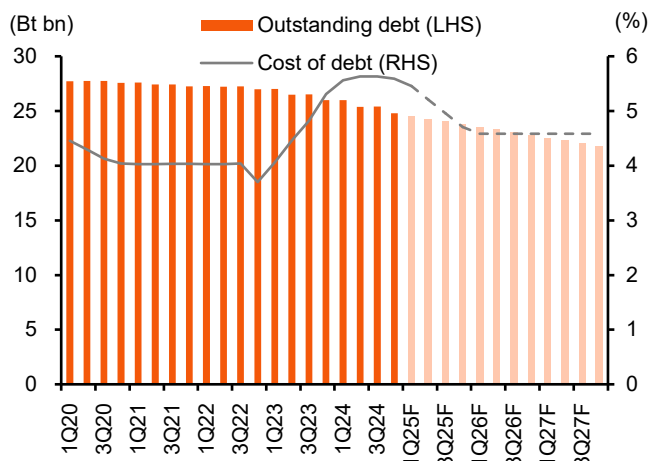
Ex 1: Resilient Rental Revenue Intact

Sources: Company data, Thanachart estimates

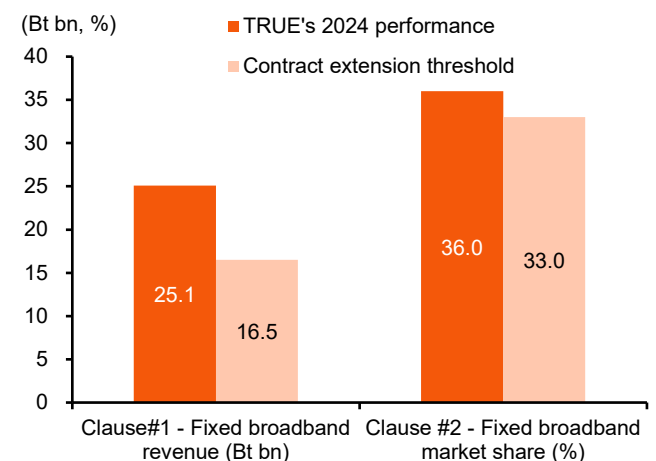
Ex 2: Growing Dividends With Falling Interest Costs

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: We assume six out of nine DIF's current rental contracts to be extended with the same rental terms by another 10 years to 2043, from a specified clause, while other three contracts also be extended but at 50% lower rental rates.

Ex 3: Beneficiary From Falling Interest Rates

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Contract Extension Clause Likely To Be Exercised

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037-43F
Dividend of common stock	9,474	9,513	9,586	9,661	9,755	9,762	9,842	9,960	10,082	8,883	8,523	8,593	64,195
Dividend from capital reduction	—	—	—	—	—	—	—	—	—			—	—
Dividend payment	9,474	9,513	9,586	9,661	9,755	9,762	9,842	9,960	10,082	8,883	8,523	8,593	64,195
Cost of equity (%)	6.9												
Terminal growth (%)	0.0												
PV of dividend	9,500	8,385	7,932	7,504	7,113	6,571	6,202	5,875	5,567	4,592	3,958	3,721	29,882
Equity value (m)	106,802												
No. of units (m)	10,632												
Equity value / unit (Bt)	10.0												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 6: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPU growth		PE		P/NAV		EV/EBITDA		Div yield	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Link REIT/The	823 HK	Hong Kong	na	0.2	14.0	13.9	0.5	0.5	15.0	15.0	7.2	7.3
Yuexiu Real Estate	405 HK	Hong Kong	na	0.0	14.4	14.4	0.3	0.3	16.3	16.1	8.4	8.6
Fortune Real Estate	778 HK	Hong Kong	na	(1.7)	13.7	13.9	0.2	0.2	20.1	21.2	8.4	8.4
CapitaLand Mall Trust	CT SP	Singapore	na	6.3	na	na	na	na	na	na	na	na
Fraser's Centrepoint Trust	FCT SP	Singapore	0.7	(1.8)	19.6	19.9	0.9	1.0	24.7	22.8	5.5	5.8
Mapletree Commercial	MCT SP	Singapore	na	2.5	na	na	na	na	na	na	na	na
Suntec Real Estate	SUN SP	Singapore	42.2	9.1	21.5	19.7	0.6	0.6	31.9	30.8	5.3	5.8
Starhill Global REIT	SGREIT SP	Singapore	37.2	0.0	13.2	13.2	0.7	0.7	16.1	15.6	7.4	7.6
CapitaLand Commercial	CCT SP	Singapore	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Keppel REIT	KREIT SP	Singapore	73.7	2.2	19.4	19.0	0.7	0.7	31.8	31.0	6.4	6.5
CapitaLand Retail China	CRCT SP	Singapore	na	9.3	na	na	na	na	16.5	16.0	na	na
Ascendas Real Estate	AREIT SP	Singapore	na	5.2	na	na	na	na	na	na	na	na
Mapletree Industrial Trust	MINT SP	Singapore	na	0.0	15.6	15.6	1.2	1.1	19.2	18.7	6.6	6.5
Mapletree Logistics Trust	MLT SP	Singapore	4.7	0.0	20.6	20.6	1.0	1.0	23.8	23.2	6.1	6.1
Ascott Residence Trust	ART SP	Singapore	na	2.0	na	na	na	na	na	na	na	na
CDL Hospitality Trusts	CDREIT SP	Singapore	na	4.7	19.2	18.3	0.6	0.6	18.3	17.7	6.8	7.2
Axis Real Estate	AXRB MK	Malaysia	(19.5)	5.3	18.9	18.0	1.1	1.1	20.5	19.4	5.2	5.4
Sunway Real Estate	SREIT MK	Malaysia	(23.4)	4.3	15.8	15.2	1.1	1.1	17.9	17.1	6.0	6.3
KLCCP Stapled Group	KLCCSS MK	Malaysia	75.4	2.7	17.5	17.1	1.1	1.3	22.9	22.4	5.5	5.6
IGB Real Estate	IGBREIT MK	Malaysia	(30.3)	3.6	20.1	19.4	1.9	2.0	20.4	19.6	5.2	5.4
Pavilion Real Estate	PREIT MK	Malaysia	(17.0)	8.6	15.7	14.5	1.1	1.1	16.0	15.2	6.5	6.8
3BB Internet Infra. Fund *	3BBIF TB	Thailand	8.4	1.4	7.1	7.0	0.7	0.7	8.0	7.9	11.2	11.3
BTS Rail Mass Transit **	BTSGIF TB	Thailand	(9.8)	5.5	3.9	3.7	0.7	1.0	3.9	3.7	25.7	27.1
CPN Retail Growth *	CPNREIT TB	Thailand	(16.7)	13.0	10.8	9.5	1.0	1.0	16.9	14.0	9.8	9.8
Digital Telecom. Infra. Fund *	DIF TB	Thailand	1.2	2.0	7.1	7.0	0.5	0.5	7.6	7.4	11.3	11.3
Average			9.1	3.5	15.2	14.7	0.8	0.9	18.4	17.7	8.1	8.4

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 1 Apr 2025 closing prices

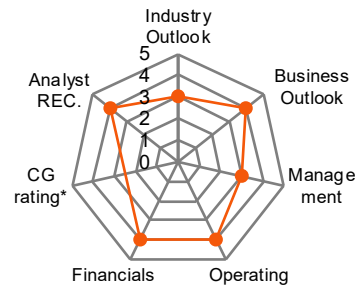
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * No CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นกองทุนโครงสร้างพื้นฐานเกี่ยวกับธุรกิจโทรคมนาคมขนาดใหญ่ของประเทศ
- สถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งของผู้สนับสนุนหลัก TRUE ภายหลังการควบบริษัท

O — Opportunity

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

W — Weakness

- รายได้จากสัญญาเช่าได้รับการประกันในช่วงระยะเวลาหนึ่งเท่านั้น (จนถึงปี 2033 และบางส่วนสามารถขยายไปจนถึงปี 2043) ขณะที่เราเชื่อว่าเป็นเรื่องยากสำหรับ DIF ที่จะหาผู้เช่ารายใหม่

T — Threat

- การเปลี่ยนแปลงด้านกฎหมายและหลักเกณฑ์ต่างๆ
- การจัดเก็บภาษีใดๆ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	10.08	10.00	-1%
Net profit 25F (Bt m)	10,810	11,806	9%
Net profit 26F (Bt m)	10,948	12,039	10%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราในปี 2025-26F สูงกว่าของ Bloomberg consensus 9/10% ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเราไม่นำการขาดทุนประจำปีจากการปรับมูลค่ายุติธรรมมาคำนวณในกำไรหลัก
- ดังนั้น ราคาเป้าหมายของเราจึงสอดคล้องกับราคาเป้าหมายของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การลดอัตราดอกเบี้ยของไทยที่ช้ากว่าที่คาดหมายเป็นความเสี่ยงสำคัญที่อาจกระทบกับการประมาณการของเราเกี่ยวกับความสามารถของ DIF ในการจ่ายเงินปันผล และด้วยเหตุนี้ จึงส่งผลต่อการประเมินมูลค่า DDM ของเรา
- หาก TRUE ไม่สามารถชำระค่าเช่า หรือมีการยกเลิกสัญญาเช่าไม่ว่าด้วยเหตุผลใดก็ตาม จะเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อ DIF และส่งผลต่อความสามารถในการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นรายละ

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Stable rental income from
long-term contracts with
TRUE

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Revenue	14,252	14,102	14,054	14,056	14,059
Selling & administration expenses	296	290	292	292	294
Operating profit	13,956	13,812	13,762	13,764	13,765
% operating margin	97.9%	97.9%	97.9%	97.9%	97.9%
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
EBITDA	13,956	13,812	13,762	13,764	13,765
% EBITDA margin	97.9%	97.9%	97.9%	97.9%	97.9%
Non-operating income	49	71	52	58	73
Non-operating expenses	(67)	(46)	(45)	(46)	(47)
Interest expense	(2,084)	(2,169)	(1,960)	(1,733)	(1,614)
Pre-tax profit	11,854	11,667	11,810	12,043	12,178
Income tax	4	4	4	4	4
After-tax profit	11,850	11,663	11,806	12,039	12,174
% net margin	83.2%	82.7%	84.0%	85.6%	86.6%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(3,918)	(11,007)	0	0	0
NET INVESTMENT INCOME	7,932	656	11,806	12,039	12,174
Normalized Net Invest. Income	11,850	11,663	11,806	12,039	12,174
EPS (Bt)	0.7	0.1	1.1	1.1	1.1
Normalized EPS (Bt)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

BALANCE SHEET

DIF holds nationwide
telecom towers and fiber-
optic system for rent

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	7,185	7,441	7,052	8,053	9,053
Cash & cash equivalent	3,131	3,258	3,000	4,000	5,000
Account receivables	4,036	4,173	4,043	4,044	4,044
Inventories	0	0	0	0	0
Others	18	9	9	9	9
Investments & loans	206,731	196,741	196,741	196,741	196,741
Net fixed assets	0	0	0	0	0
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	213,916	204,182	203,793	204,794	205,795
LIABILITIES:					
Current liabilities:	6,986	8,138	7,830	7,867	7,904
Account payables	662	662	450	450	450
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	6,324	7,476	7,380	7,416	7,454
Total LT debt	25,987	24,803	22,990	22,027	21,002
Others LT liabilities	0	0	0	0	0
Total liabilities	43,596	42,698	39,977	38,452	36,864
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	106,317	106,317	106,317	106,317	106,317
Share premium	20,800	20,800	20,800	20,800	20,800
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	43,204	34,367	36,700	39,226	41,814
Net Assets	170,320	161,484	163,816	166,342	168,931

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	11,854	11,667	11,810	12,043	12,178
Tax paid	32	12	(20)	(3)	(3)
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
Chg In working capital	(223)	(137)	(82)	(1)	(1)
Chg In other CA & CL / minorities	908	1,683	(80)	36	37
Cash flow from operations	12,572	13,225	11,628	12,076	12,211
Capex	0	0	0	0	0
ST loans & investments	23	9	0	0	0
LT loans & investments	2,507	9,989	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(5,139)	(12,419)	(600)	(600)	(600)
Cash flow from investments	(2,609)	(2,421)	(600)	(600)	(600)
Debt financing	(1,017)	(1,184)	(1,813)	(963)	(1,025)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(10,223)	(9,493)	(9,474)	(9,513)	(9,586)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	(11,241)	(10,677)	(11,287)	(10,476)	(10,611)
Free cash flow	12,572	13,225	11,628	12,076	12,211

Resilient cash flow from rental contracts with low counterparty risk

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	7.1	7.2	7.1	7.0	6.9
Normalized PE - at target price (x)	9.0	9.1	9.0	8.8	8.7
PE (x)	10.6	128.0	7.1	7.0	6.9
PE - at target price (x)	13.4	162.0	9.0	8.8	8.7
EV/EBITDA (x)	7.7	7.6	7.6	7.4	7.3
EV/EBITDA - at target price (x)	9.3	9.3	9.2	9.0	8.9
P/NAV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
P/NAV - at target price (x)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
P/CFO (x)	6.7	6.4	7.2	7.0	6.9
Price/sales (x)	5.9	6.0	6.0	6.0	6.0
Effective dividend yield (%)	11.8	11.3	11.3	11.3	11.4
Capital reduction yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash dividend yield (%)	11.8	11.3	11.3	11.3	11.4
FCF Yield (%)	15.0	15.7	13.8	14.4	14.5
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
EPS	0.7	0.1	1.1	1.1	1.1
Effective dividend *	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Capital reduction dividend	-	-	-	-	-
Cash dividend **	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
NAV/unit	16.0	15.2	15.4	15.6	15.9
CFO/unit	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
FCF/unit	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1

Dividend yield now looks highly attractive, in our view

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(1.1)	(1.0)	(0.3)	0.0	0.0
Net profit (%)	6.3	(91.7)	1,698.9	2.0	1.1
EPS (%)	6.3	(91.7)	1,698.9	2.0	1.1
Normalized profit (%)	(3.9)	(1.6)	1.2	2.0	1.1
Normalized EPS (%)	(3.9)	(1.6)	1.2	2.0	1.1
Dividend payout ratio (%)***	125.3	1,439.8	80.3	79.1	78.9
Operating performance					
Gross margin (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating margin (%)	97.9	97.9	97.9	97.9	97.9
EBITDA margin (%)	97.9	97.9	97.9	97.9	97.9
Net margin (%)	83.2	82.7	84.0	85.6	86.6
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)	6.7	6.4	7.0	7.9	8.5
Interest coverage - EBITDA (x)	6.7	6.4	7.0	7.9	8.5
ROA - using norm profit (%)	5.5	5.6	5.8	5.9	5.9
ROE - using norm profit (%)	6.9	7.0	7.3	7.3	7.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	6.9	7.0	7.3	7.3	7.3
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	97.8	98.1	98.0	98.0	98.1
- leverage (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
- interest burden (%)	85.0	84.3	85.8	87.4	88.3
- tax burden (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Cost of equity (%)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
ROIC (%)	7.1	7.1	7.5	7.5	7.5
NOPAT (Bt m)	13,951	13,808	13,758	13,760	13,761

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

หมายเหตุ: บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุ่ศิริเลิศ 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 จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GULF) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ 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 siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

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

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th