

# Digital Telecommunications (DIF TB)

## ปันผลเด่น พร้อมสัญญาเช่าระยะยาว

### คงคำแนะนำ ซื้อ ลดราคาเป้าหมายเหลือ 10.00 บาท

เรายังคงคำแนะนำ ซื้อ DIF เนื่องจากอัตราผลตอบแทนเงินปันผลปี 67 อยู่ที่ 11.0% และ IRR อยู่ที่ 7.5% แม้ว่ากำไรจากการลงทุนสุทธิ 4Q66 จะอ่อนแอ (-5% YoY, -1% QoQ) แต่เราคาดว่ากำไรจะทรงตัว QoQ ในไตรมาส 1Q67 เนื่องจากรายได้ค่าเช่าและดอกเบี้ยจ่ายทรงตัว เราลดราคาเป้าหมายอิงวิธี DCF ลงเหลือ 10.00 บาท (WACC 7.7%, มูลค่าสุดท้าย 0 บาท ณ สิ้นปี 2586) จาก 12.5 บาท เนื่องจากขณะนี้เราใช้กรณีที่เลวร้ายที่สุด (ไม่มีการต่ออายุสัญญาเช่า) ในประมาณการของเรา

### กำไรจากการลงทุนสุทธิ 4Q66 ตามคาด

กำไรจากการลงทุนสุทธิไตรมาส 4/66 อยู่ที่ 2.9 พันล้านบาท (-5% YoY, -1% QoQ) สอดคล้องกับประมาณการของเราและประมาณการของตลาด ผลกำไรได้รับผลกระทบจากรายได้ที่อ่อนแอ (-2% YoY, -0.1% QoQ) และดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้น (+15% YoY, +4% QoQ) อย่างไรก็ตาม เราประเมินกำไรจากการลงทุนสุทธิจะทรงตัว QoQ ในไตรมาส 1/67 เนื่องจากรายได้ทรงตัว (สัญญาเช่าส่วนใหญ่ของ DTAC กับ DIF ถูกยกเลิกภายใน 4Q66) และดอกเบี้ยจ่ายทรงตัว อัตราดอกเบี้ยของ DIF อิงตาม THOR ซึ่งคงที่มาตั้งแต่ช่วงปลายเดือน ก.ย. 66

### อัตราเงินปันผลตอบแทน 10-11% ในปี 67-75

DIF ให้ผลตอบแทน 10-11% ในปี 67-75 โดยกระแสเงินปันผลได้รับแรงหนุนจากสัญญาเช่าเสา (จะสิ้นสุดในเดือน ก.ย.76) และสัญญาเช่าไฟเบอร์ (จะสิ้นสุดในเดือน ก.ย.86) กับ TRUE จากสัญญาเช่าที่จะหมดลงในเดือน ก.ย.76 เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนเงินปันผลจะลดลงเหลือ 8.4%-8.8% ในปี 76-85 ซึ่งปี 86 น่าจะเป็นปีสุดท้ายของการเช่าโดยมีอัตราเงินปันผลตอบแทน 6.4%

### ลด TP เนื่องจากเราใช้กรณีเลวร้ายที่สุดในประมาณการของเรา

เราลดราคาเป้าหมายอิงวิธี DCF ลงเหลือ 10.00 บาทจากเดิม 12.50 บาท เนื่องจากเราเปลี่ยนมาใช้สมมติฐานว่าไม่มีการต่ออายุสัญญาเช่าหลังจากสัญญาปัจจุบันหมดอายุลง แม้จะใช้กรณีที่เลวร้ายที่สุดในประมาณการของเรา แต่อัตราผลตอบแทนปี 67 ที่ 11.0% และ IRR ที่ 7.5% ยังส่งผลให้ DIF เป็นหุ้นปันผลเด่นที่เราชอบที่สุดในกลุ่มกองทุนโครงสร้างพื้นฐานและ REIT ที่เราวิเคราะห์ ขณะที่ข้อพิพาทต่อประมาณการของเราคือ 1) การต่อสัญญาเช่าเสาหลังเดือน ก.ย.76 และ 2) การปรับลดอัตราดอกเบี้ยโดยธนาคารแห่งประเทศไทย (หนี้ของ DIF มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว)

FYE Dec (THB m)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenue	14,406	14,258	14,094	14,300	14,454
EBITDA	14,053	13,895	13,735	13,845	13,834
Core net profit	12,335	11,850	11,782	11,918	11,941
Core EPS (THB)	1.16	1.11	1.11	1.12	1.12
Core EPS growth (%)	(2.6)	(3.9)	(0.6)	1.2	0.2
Net DPS (THB)	1.03	0.93	0.87	0.87	0.87
Core P/E (x)	11.4	7.0	7.2	7.1	7.1
P/BV (x)	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
Net dividend yield (%)	7.8	12.1	11.0	11.0	10.9
ROAE (%)	4.3	4.6	6.5	6.5	6.4
ROAA (%)	5.6	5.4	5.3	5.3	5.3
EV/EBITDA (x)	11.6	6.9	6.8	6.6	6.4
Net gearing (%) (incl perps)	13.1	8.2	5.2	3.8	2.6
Consensus net profit	-	-	11,610	11,711	na
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(4.7)	(4.3)	na

Wasu Mattanapotchanart  
wasu.m@maybank.com  
(66) 2658 5000 ext 1392

# BUY

Share Price	THB 7.95
12m Price Target	THB 10.00 (+37%)
Previous Price Target	THB 12.50

### Company Description

DIF owns a core fibre optic network and telecom towers mostly being used by TRUE, which operates a fixed broadband and mobile businesses.

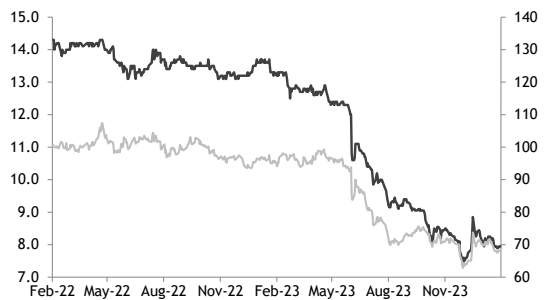
### Statistics

52w high/low (THB)	13.30/7.40
3m avg turnover (USDm)	2.8
Free float (%)	67.9
Issued shares (m)	10,632
Market capitalisation	THB84.5B
	USD2.3B

### Major shareholders:

True Corporation	20.6%
Social Security Office	3.0%
South East Asia UK (Type C) Nominees	2.2%

### Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(2)	(6)	(40)
Relative to index (%)	(3)	(4)	(29)

Source: FactSet

### Terms defined

THOR - Thai Overnight Repurchase Rate

### Other stocks mentioned

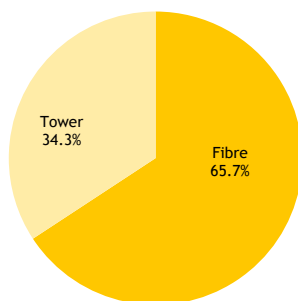
TRUE - True Corporation (TRUE TB, CP THB6.65, BUY, TP THB7.5)  
DTAC - Total Access Communication (DTAC TB, de-listed)  
CPNREIT - CPN Retail Growth Leasehold REIT (CPNREIT TB, CP THB11.3, BUY, TP THB11.8)  
JASIF - Jasmine Broadband Internet Infrastructure Fund (JASIF TB, CP THB6.20, HOLD, TP THB6.5)

ESG@MAYBANK IBG  
Tear Sheet Insert

## Value Proposition

- DIF owns a fibre network and telecom towers and leases its assets out to telecom operators in Thailand.
- The infrastructure fund was founded in 2013 by True Corporation (TRUE TB), which sold telecom assets to the fund and agreed to lease them back. Originally, TRUE owned 33.3% of DIF shares, but the stake had been reduced to 20.6% by the end of Jun 2022.
- Since the IPO, TRUE has tried to position DIF as an independent tower company, but revenue from TRUE still accounts for over >95% of DIF’s revenue each year.
- DIF’s fund manager is SCB Asset Management (SCBAM). SCBAM is not actively looking for more asset injection by TRUE or any company at the moment. Currently, TRUE’s priority is to finish its amalgamation with DTAC.

### DIF’s revenue breakdown in 2022

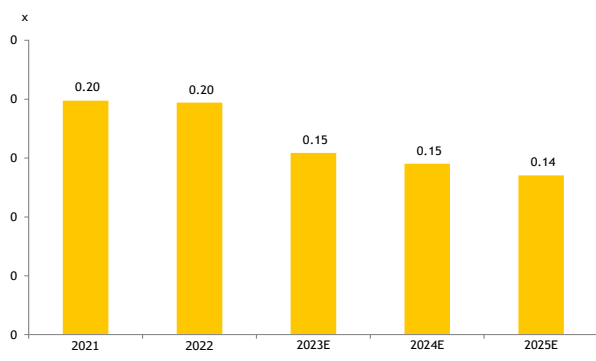


Source: Company

## Financial Metrics

- At the end of 2022, DIF had THB44.9b liabilities, comprising THB27.0b interest-bearing debt and THB11.4b lease liabilities.
- FY22 net-debt-to-equity ratio was 0.2x (or only 0.13x excluding lease liabilities).

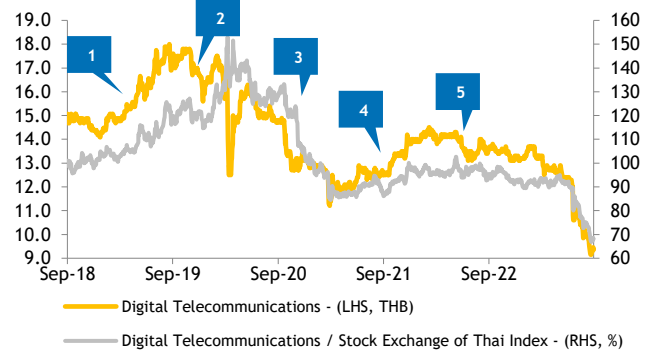
### Net D/E ratio (interest-bearing debt and lease liabilities)



Source: Company

## Price Drivers

### Historical share price trend



Source: Company, MST

1. In May 2019, TRUE said its plan to inject more assets into DIF. The transaction was completed in Aug 2019.
2. DIF’s share price had a small correction after the asset injection was completed in Aug 2019 as the asset acquisition did not lead to significant increases in DPS.
3. TRUE sold DIF shares in Dec 2019. The telecom operator continued to sell DIF shares two more times in Jun and Sep 2020. The poor sentiment from the share sales and Covid-19 outbreak led to poor price performance during 2020.
4. A relief rally was supported by the low-interest-rate environment and the lack of DIF share sales.
5. DIF’s share price dropped as TRUE sold 300m of DIF shares at c. THB13.20/sh.

## Swing Factors

### Upside

- More asset injections by TRUE or merged company of TRUE and DTAC.
- Increases in occupancy rates of telecom towers and fibre by TRUE or merged company of TRUE and DTAC.

### Downside

- The revenue-weighted-average lease duration is c.16 years remaining. The contracts are lease agreements by TRUE, so the worst-case scenario is TRUE failing to pay rent to DIF.

# ESG@MAYBANK IBG

wasu.m@maybank.com

Risk Rating & Score <sup>1</sup>	N/A
Score Momentum <sup>2</sup>	N/A
Last Updated	N/A
Controversy Score <sup>3</sup>	N/A

## Business Model & Industry Issues

- DIF is a telecom infrastructure fund, set up and managed by SCB Asset Management (SCBAM, wholly-owned subsidiary of Siam Commercial Bank). DIF is a product of sale-and-lease back agreement by True Corporation (TRUE TB).
- DIF also hires Telecom Asset Management, TRUE’s wholly-owned subsidiary, to provide maintenance service for the infrastructure fund. Telecom Asset Management also provides admin and marketing services for the fund.
- There is no budget or reporting related to social responsibility at DIF’s level, but SCBAM has conducted its own ESG activities that are not related to DIF.

### Material E issues

- There is no separate set of ESG reporting for DIF. We only see corporate governance principles and practices (law-abiding policies) and some social activities at SCBAM’s level.

### Key G metrics and issues

- There is heavy reliance on TRUE to honour contractual obligations. TRUE contributed c.96% of DIF’s revenue in FY21, so the fund relies heavily on the outlook for TRUE’s fixed-broadband and mobile businesses.
- DIF was a brainchild of TRUE back in 2013 when the infrastructure fund was created and listed on the Stock Exchange of Thailand as all assets were injected into the fund by TRUE. JAS has remained the biggest shareholder of DIF since the fund’s inception (current stake of 20.6%).
- It is worth noting that Telecom Asset Management, a wholly-owned subsidiary of TRUE, is the asset manager (key responsibilities are maintenance and marketing services) of the fund. Having TRUE’s subsidiary as an asset manager may make TRUE’s competitors hesitant to lease assets from DIF due to concerns related to data privacy and network quality.

### Material S issues

- There is no separate set of ESG reporting for DIF. We only see corporate governance principles and practices (law-abiding policies) and some social activities at SCBAM’s level.

<sup>1</sup>**Risk Rating & Score** - derived by Sustainalytics and assesses the company’s exposure to unmanaged ESG risks. Scores range between 0 - 50 in order of increasing severity with low/high scores & ratings representing negligible/significant risk to the company’s enterprise value, respectively, from ESG-driven financial impacts. <sup>2</sup>**Score Momentum** - indicates changes to the company’s score since the last update - a **negative** integer indicates a company’s improving risk score; a **positive** integer indicates a deterioration. <sup>3</sup>**Controversy Score** - reported periodically by Sustainalytics in the event of material ESG-related incident(s), with the impact severity scores of these events ranging from Category 0-5 (0 - no reports; 1 - negligible risks; ...; 5 - poses serious risks & indicative of potential structural deficiencies at the company).

# 1. In-line 4Q23 net investment income

4Q23 net investment income was THB2.9b (-5% YoY, -1% QoQ), in line with our forecast and the consensus. The bottomline was hurt by weak revenue (-2% YoY, -0.1% QoQ) and increases in interest expenses (+15% YoY, +4% QoQ). DIF also announced 4Q23 DPU of THB0.2264 (ex-dividend on 8 Feb and payable on 4 Mar).

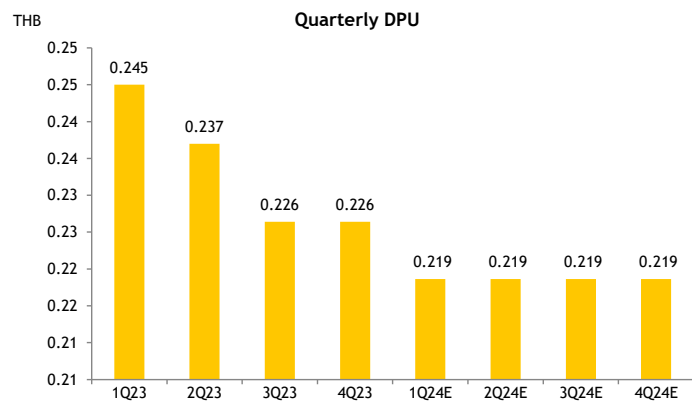
Nevertheless, we forecast net investment income to stabilise QoQ in 1Q24 due to flat revenue (most of DTAC’s rental contract with DIF has already been cancelled in 4Q23) and flat interest expenses. DIF’s interest rate is based on THOR, which has been flat since 27 Sep 2023. Stable net investment income to lead to relatively stable quarterly DPU in FY24E. We forecast FY24 DPU of THB0.87 (THB0.22/quarter), implying 11% yield

**Fig 1: DIF reported in-line weak 4Q23 net investment income of THB2.9b (-5% YoY, -1% QoQ)**

FYE Dec 31 (THB m)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	YoY	QoQ	FY23	YoY
<b>Revenue:</b>									
Income from investment	774	774	774	774	774	0.0%	0.0%	3,096	0.0%
Rental income	2,827	2,840	2,818	2,750	2,749	-2.8%	0.0%	11,155	-1.4%
Others	9	9	9	9	9	0.0%	0.0%	6	0.0%
<b>Total revenue</b>	<b>3,602</b>	<b>3,614</b>	<b>3,593</b>	<b>3,528</b>	<b>3,523</b>	<b>-2.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>14,258</b>	<b>-1.0%</b>
Interest income	7	7	9	12	15	115.8%	19.1%	43	122.0%
<b>Expenses:</b>									
Fund admin expenses	-46	-40	-41	-41	-40	-13.0%	-1.2%	-162	-5.6%
Property expenses	-46	-46	-49	-44	-62	34.7%	40.1%	-200	10.4%
Interest expenses	-476	-496	-509	-530	-549	15.4%	3.6%	-2,084	20.2%
<b>Total expenses</b>	<b>-570</b>	<b>-583</b>	<b>-600</b>	<b>-615</b>	<b>-652</b>	<b>14.4%</b>	<b>5.9%</b>	<b>-2,450</b>	<b>17.2%</b>
<b>Net investment income</b>	<b>3,039</b>	<b>3,038</b>	<b>3,002</b>	<b>2,925</b>	<b>2,886</b>	<b>-5.0%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>11,850</b>	<b>-3.9%</b>
<b>Core EPS</b>	<b>0.29</b>	<b>0.29</b>	<b>0.28</b>	<b>0.28</b>	<b>0.27</b>	<b>-5.0%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>1.11</b>	<b>-3.9%</b>
Net realised gain (loss)	0	0	0	0	0	na	na	0	#DIV/0!
Unrealised gain from investments (loss)	-4,233	-229	-229	-230	-3,229	na	na	-3,918	na
<b>Increase in net assets from operations</b>	<b>-1,174</b>	<b>2,808</b>	<b>2,773</b>	<b>2,695</b>	<b>-343</b>	<b>-70.8%</b>	<b>-112.7%</b>	<b>7,932</b>	<b>6.3%</b>
No. of units (m) - Average	10,632	10,632	10,632	10,632	10,632	0.0%	0.0%	10,632	0.0%
DPU (Bt)	0.254	0.245	0.237	0.226	0.226	-10.7%	0.0%	0.935	-9.6%

Source: Company, MST

**Fig 2: Quarterly DPU**



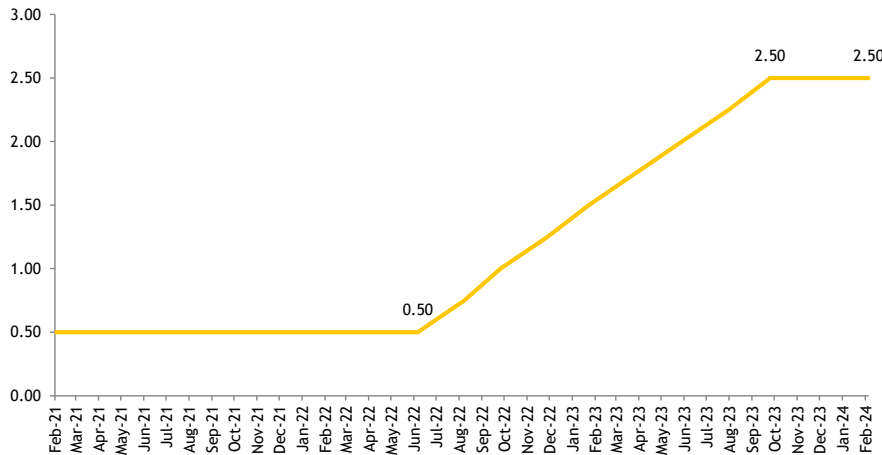
Source: Company, MST

**Fig 3: DIF’s floated interest rates**

Floated interest rate	
2023	THOR + 3.25%
2024	THOR + 3.25%
2025	THOR + 3.50%
2026	THOR + 3.75%
2027	THOR + 3.75%

Source: Company, MST

**Fig 4: The stable Thai Overnight Repurchase Rate since 27 Sep 2023 should help stabilise 1Q24E net investment income**



Source: Bloomberg, MST

## 2. Valuation and recommendation

### 2.1 DIF is our favourite yield play

We reiterate BUY on DIF (THB10.0 TP) due to 11.0% FY24E dividend yield and 7.5% IRR (based on existing lease contracts without any extensions).

Although DIF/CPNREIT/JASIF offer similar IRR of 7.5%/7.4%/7.3%, DIF's FY24E dividend yield of 11.0% is higher than CPNREIT's yield of 9.9% and JASIF's yield of 10.3%. As a result, DIF is our favourite yield play.

**Fig 5: We have a DCF-based target price of THB10.0 for DIF (7.4% WACC)**

Unit: THB m	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Perpetuity
<b>Free Cashflow to Firm</b>							
+ Operating CF	16,476	13,624	13,365	13,584	13,711	13,917	
- CAPEX	-	10	-	-	-	-	
+ interest expense	1,990	1,974	1,943	1,833	1,697	1,536	
- lease payment	- 1,411	- 1,453	- 1,497	- 1,542	- 1,588	- 1,636	
<b>FCF</b>	<b>17,054</b>	<b>14,135</b>	<b>13,811</b>	<b>13,875</b>	<b>13,820</b>	<b>13,817</b>	
Terminal Value	-	-	-	-	-	-	-
<b>Discount period (years)</b>	-	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	-
WACC	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	0.0%
<b>Discounted value @ WACC</b>	<b>17,054</b>	<b>13,126</b>	<b>11,908</b>	<b>11,104</b>	<b>10,263</b>	<b>9,517</b>	-
Value of total assets	115,380						
- net debts	- 8,901						
Value of equity	106,479						
Number of shares	10,632						
<b>End-FY24E TP</b>	<b>10.00</b>						
Upside/(Downside)	25.8%						
Terminal growth rate	0.0%						
Market price	7.95						
<b>WACC Calculation</b>	<b>7.7%</b>						
Beta	0.66						
Rf	3.0%						
Rm	10.4%						
Cost of Equity	7.9%						
Equity weight	86.5%						
Cost of Debt	6.2%						
Debt weight	13.5%						

Source: Company, MST

Fig 6: Changes in earnings forecasts

Unit: THB m	Actual	New			Previous			% change		
	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Revenue	14,406	14,258	14,094	14,300	14,239	14,094	14,300	0.1%	0.0%	0.0%
Interest income	19	43	36	48	42	36	38	1.8%	-0.4%	24.3%
Operating expenses	-353	-362	-359	-455	-353	-359	-452	2.5%	0.0%	0.7%
Interest expenses	-1,734	-2,084	-1,990	-1,974	-2,093	-1,990	-1,974	-0.4%	0.0%	0.0%
Net investment income	12,335	11,850	11,782	11,918	11,831	11,782	11,912	0.2%	0.0%	0.1%
Net profit	7,462	7,932	11,070	11,206	11,119	11,070	11,200	-28.7%	0.0%	0.1%
Core EPS	1.16	1.11	1.11	1.12	1.11	1.11	1.12	0.2%	0.0%	0.1%
EPS	0.70	0.75	1.04	1.05	1.05	1.04	1.05	-28.7%	0.0%	0.1%
DPS	1.03	0.93	0.87	0.87	0.93	0.87	0.87	0.9%	0.3%	0.1%

Source: Company, MST

## 2.2 The market price is below the worst-case fair value

DIF's existing lease contracts with TRUE imply a fair value of THB10.0/sh, 26% higher than the current market price of THB7.95/sh. The leases have revenue-weighted-average lease duration of 16.4 years, comprising 19.6 years for fibre (33% of annual revenue) and 9.6 years for towers (67% of annual revenue).

## 2.3 Two conditions for the fibre leases to last until 2043

We expect TRUE's current lease agreement for DIF's fibre to last until Sep 2043 because the 10-year extension clause (after Sep 2033) will likely be enforced. TRUE has agreed to lease fibre from DIF until Sep 2033. Moreover, DIF can force TRUE to lease the fibre for another 10-year period if one of the two following conditions is met in 2032:

- i) TRUE's fixed-broadband revenue is above THB16.5b, and
- ii) TRUE's fixed-broadband subscriber market share is above 33%.

Both conditions have already been met, implying that the 10-year extension clause will likely be enforced. In 2022, TRUE's FBB revenue was THB22.2b. We forecast FY23E FBB revenue of THB24.0b (+8% YoY) on the back of easing price competition. Also, TRUE's FBB subscriber market share among the four players was 37% in 2Q23.

Fig 7: TRUE's lease contracts with DIF implies 16.4 years of lease guarantee (revenue-weighted average as of 19 Feb 2024)

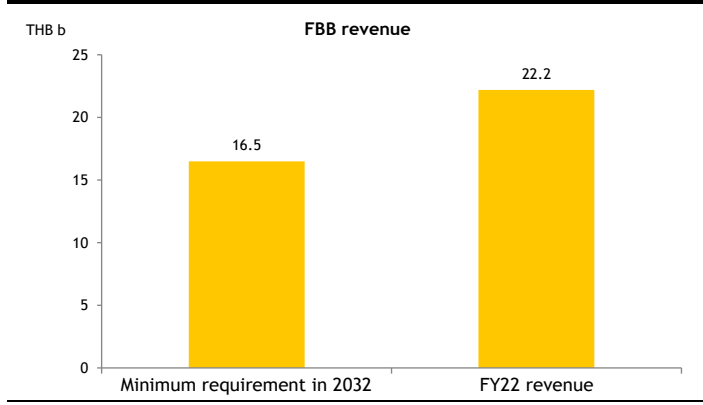
	Lease-back agreement by TRUE	FY24E revenue breakdown
Tower leases by TRUE	Lease until Sep 2033	33%
Fibre leases by TRUE	Lease until Sep 2033 + 10 years*	67%
<b>Total</b>	<b>16.4 years of remaining guarantee (revenue-weighted average)</b>	<b>100%</b>

\*The 10-year extension for fibre if one of the following conditions is met in 2032

- 1) TRUE's fixed-broadband revenue is above THB16.5bn 2022: THB22.2bn
- 2) TRUE's fixed-broadband market share is above 33% 2Q23: 37%

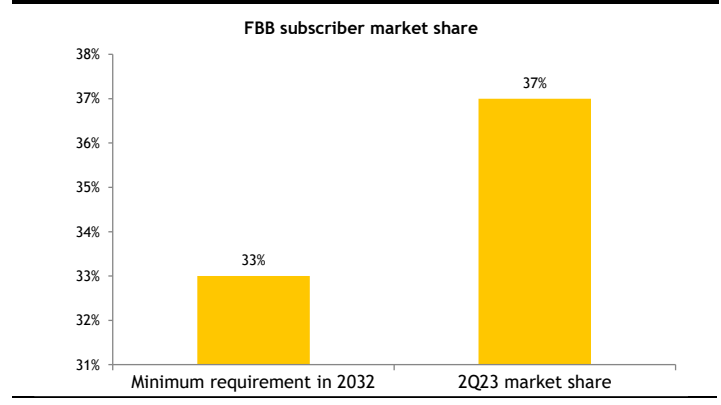
Source: Company, MST

**Fig 8: TRUE generated FY22 FBB revenue of THB22.2b, already above the minimum requirement\* of THB16.5b revenue in FY32**



Source: Company, MST

**Fig 9: TRUE’s 2Q23 FBB subscriber market share was 37%, already above the minimum requirement\* of 33% market share in FY32**



Source: Company, MST

## 2.4 Applying the worst-case scenario to our forecast

We cut our DCF-based TP to THB10.0 (7.4% WACC) from THB12.5 as we now assume no lease renewals after the current agreements expire in Sep 2033 for towers and Sep 2043 for fibre.

Previously, we assumed that TRUE would partially extend the lease. Fibre leases will expire in Sep 2043, and we assume a three-year lease extension, which should give TRUE enough time to roll out its fibre network to replace DIF’s. The tower leases will expire in Sep 2033, and we assume that the monthly revenue from towers will drop by 50% MoM in Oct 2033 as TRUE would likely migrate some of its network equipment to DTAC’s towers.

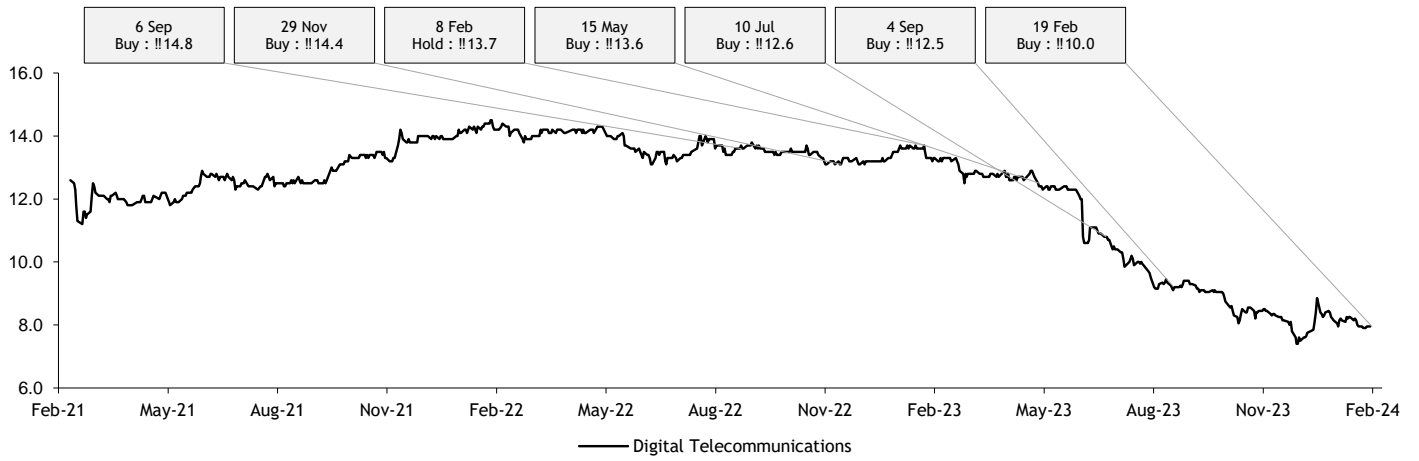
FYE 31 Dec	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Key Metrics</b>					
P/E (reported) (x)	19.6	14.7	7.6	7.5	7.5
Core P/E (x)	11.4	7.0	7.2	7.1	7.1
P/BV (x)	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
P/NTA (x)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
Net dividend yield (%)	7.8	12.1	11.0	11.0	10.9
FCF yield (%)	8.5	24.4	18.9	15.6	15.3
EV/EBITDA (x)	11.6	6.9	6.8	6.6	6.4
EV/EBIT (x)	11.6	6.9	6.8	6.6	6.4
<b>INCOME STATEMENT (THB m)</b>					
Revenue	14,405.7	14,257.6	14,094.4	14,299.6	14,454.4
EBITDA	14,052.6	13,895.3	13,735.2	13,844.7	13,833.6
Depreciation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	14,052.6	13,895.3	13,735.2	13,844.7	13,833.6
Net interest income /(exp)	(1,714.6)	(2,041.2)	(1,953.5)	(1,926.4)	(1,892.1)
Associates & JV	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Exceptionals	(4,872.6)	(3,917.7)	(712.0)	(712.0)	(712.0)
Other pretax income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	7,465.4	7,936.3	11,069.7	11,206.3	11,229.5
Income tax	(3.3)	(3.9)	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	7,462.1	7,932.4	11,069.7	11,206.3	11,229.5
Core net profit	12,334.6	11,850.2	11,781.7	11,918.3	11,941.5
<b>BALANCE SHEET (THB m)</b>					
Cash & Short Term Investments	4,409.4	12,010.0	15,905.8	16,855.3	17,364.2
Accounts receivable	3,814.8	308.7	307.7	0.0	0.0
Inventory	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intangible assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment in Associates & JVs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other assets	209,278.3	208,119.8	207,959.3	207,994.3	205,865.2
<b>Total assets</b>	<b>217,502.5</b>	<b>220,438.4</b>	<b>224,172.7</b>	<b>224,849.6</b>	<b>223,229.4</b>
ST interest bearing debt	1,091.0	1,253.0	1,394.1	1,544.3	1,944.3
Accounts payable	2,843.0	6,461.5	6,496.6	6,507.0	4,317.0
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	25,913.0	24,733.2	23,412.4	21,941.4	20,070.4
Other liabilities	15,044.0	14,391.0	14,461.0	14,521.0	14,570.0
<b>Total Liabilities</b>	<b>44,891.4</b>	<b>46,839.0</b>	<b>45,764.1</b>	<b>44,513.3</b>	<b>40,901.3</b>
Shareholders Equity	172,611.1	170,393.7	172,005.5	173,933.1	175,925.0
Minority Interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Total shareholder equity</b>	<b>172,611.1</b>	<b>170,393.7</b>	<b>172,005.5</b>	<b>173,933.1</b>	<b>175,925.0</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>217,502.5</b>	<b>217,232.7</b>	<b>217,769.6</b>	<b>218,446.4</b>	<b>216,826.3</b>
<b>CASH FLOW (THB m)</b>					
Pretax profit	7,465.4	7,936.3	11,069.7	11,206.3	11,229.5
Depreciation & amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Adj net interest (income)/exp	(1,714.6)	(2,041.2)	(1,953.5)	(1,926.4)	(1,892.1)
Change in working capital	(268.5)	3,651.5	150.5	461.3	158.0
Cash taxes paid	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other operating cash flow	4,872.6	3,917.7	712.0	712.0	712.0
Cash flow from operations	11,899.4	20,116.3	15,980.6	13,154.8	12,893.5
Capex	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free cash flow	11,899.4	20,116.3	15,980.6	13,154.8	12,893.5
Dividends paid	(11,067.1)	(10,570.9)	(9,916.1)	(9,827.5)	(9,815.3)
Equity raised / (purchased)	(100.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	(155.0)	(1,091.0)	(1,253.0)	(1,394.1)	(1,544.3)
Other invest/financing cash flow	(2,256.3)	(2,848.3)	(2,833.2)	(2,862.4)	(2,866.4)
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	(1,679.2)	5,606.1	1,978.3	(929.2)	(1,332.5)



FYE 31 Dec	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Key Ratios</b>					
<b>Growth ratios (%)</b>					
Revenue growth	(2.2)	(1.0)	(1.1)	1.5	1.1
EBITDA growth	(2.2)	(1.1)	(1.2)	0.8	(0.1)
EBIT growth	(2.2)	(1.1)	(1.2)	0.8	(0.1)
Pretax growth	(42.1)	6.3	39.5	1.2	0.2
Reported net profit growth	(42.1)	6.3	39.5	1.2	0.2
Core net profit growth	(2.6)	(3.9)	(0.6)	1.2	0.2
<b>Profitability ratios (%)</b>					
EBITDA margin	97.5	97.5	97.5	96.8	95.7
EBIT margin	97.5	97.5	97.5	96.8	95.7
Pretax profit margin	51.8	55.7	78.5	78.4	77.7
Payout ratio	147.2	125.3	84.0	82.7	82.2
<b>DuPont analysis</b>					
Net profit margin (%)	51.8	55.6	78.5	78.4	77.7
Revenue/Assets (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Assets/Equity (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
ROAE (%)	4.3	4.6	6.5	6.5	6.4
ROAA (%)	5.6	5.4	5.3	5.3	5.3
<b>Liquidity &amp; Efficiency</b>					
Cash conversion cycle	nm	nm	nm	nm	nm
Days receivable outstanding	91.4	52.1	7.9	3.9	nm
Days inventory outstanding	nm	nm	nm	nm	nm
Days payables outstanding	nm	nm	nm	nm	nm
Dividend cover (x)	0.7	0.8	1.2	1.2	1.2
Current ratio (x)	1.1	1.1	1.4	1.4	1.7
<b>Leverage &amp; Expense Analysis</b>					
Asset/Liability (x)	4.8	4.7	4.9	5.1	5.5
Net gearing (%) (incl perps)	13.1	8.2	5.2	3.8	2.6
Net gearing (%) (excl. perps)	13.1	8.2	5.2	3.8	2.6
Net interest cover (x)	8.2	6.8	7.0	7.2	7.3
Debt/EBITDA (x)	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
Capex/revenue (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net debt/ (net cash)	22,594.5	13,976.3	8,900.7	6,630.4	4,650.4

Source: Company; Maybank IBG Research

### Historical recommendations and target price: Digital Telecommunications (DIF TB)



## APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ในฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับยอมรับว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของคุณภาพแม่นยำ หรือเรียบเรียงสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่เกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นั้น นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้รับการรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกระดับ นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

### มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

### สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

### ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (MST Retail Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (MST Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย MST Retail Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ MST Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น ทั้งนี้ MST Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MST ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MST Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Retail Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อน อาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นผู้เปิดเผย โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

### สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ที่ MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

**อังกฤษ**

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด (“MSUK”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

**DISCLOSURES**

**Legal Entities Disclosures**

**มาเลเซีย:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ออกใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities (“PTMSI”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด (“MIBSI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861 **อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

**Disclosure of Interest**

**มาเลเซีย:** Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชยกรรม, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

**สิงคโปร์:** ณ วันที่ 20 กุมภาพันธ์ 2567, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

**ไทย:** MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้อง หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

**ฮ่องกง:** ณ วันที่ 20 กุมภาพันธ์ 2567, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือ ให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

**OTHERS**

**Analyst Certification of Independence**

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับคำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

**คำเตือน**

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

**Definition of Ratings**

Maybank IBG Research uses the following rating system

- BUY** Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
- HOLD** Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
- SELL** Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

**Applicability of Ratings**

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

**THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2023**

						Score Range	Number of Logo	Description
7UP	BBL	CPW	HTC	MFC	PRNC	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
AAI	BC	CRC	ICC	MFEQ	PRM	80-89	▲▲▲▲	Very Good
AAV	BCH	CRD	ICHI	MILL	PRTR	70-79	▲▲▲	Good
ABM	BCP	CSC	ICN	MINT	PSH	60-69	▲▲	Satisfactory
ACE	BCPG	CSS	III	MONO	PSL	50-59	▲	Pass
ACG	BDM5	CV	ILINK	MOONG	PT	Lower than 50	No logo given	N/A
ADB	BEC	DCC	ILM	MSC	PTC			
ADD	BEM	DDD	IMH	MST	PTT			
ADVANC	BEYOND	DELTA	IND	MTC	PTTEP			
AEONTS	BGC	DEMCO	INET	MTI	PTTGC			
AF	BGRIM	DMT	INTUCH	NC	Q-CON			
AGE	BH	DOHOME	IP	NCH	QH			
AH	BIZ	DRT	IRC	NCL	QTC			
AHC	BJC	DUSIT	IRPC	NDR	RATCH			
AIRA	BJCHI	EA	ITC	NER	RBF			
AIT	BKI	EASTW	ITEL	NKI	RPH			
AJ	BLA	ECL	IVL	NOBLE	RS			
AKP	BOL	ECL	JAS	NRF	RT			
AKR	BPP	EE	JTS	NTV	S			
ALLA	BRI	EGCO	KBANK	NVD	S&J			
ALT	BROOK	EPG	KCC	NWR	SA			
AMA	BRR	ERW	KCE	NYT	SABINA			
AMARIN	BTS	ETC	KEX	OCC	SAK			
AMATA	BTW	ETE	KKP	ONEE	SAMART			
AMATAV	BWG	FE	KSL	OR	SAMTEL			
ANAN	BYD	FLOYD	KTB	ORI	SAPPE			
AOT	CBG	FN	KTC	OSP	SAT			
AP	CENDEL	FPI	KTMS	OTO	SBNEXT			
APCO	CFRESH	FPT	KUMWEL	PAP	SC			
APCS	CHASE	FSX	KUN	PATO	SCB			
ARIP	CHEWA	FVC	LALIN	PB	SCC			
ARROW	CHG	GBX	LANNA	PCSGH	SCCC			
ASEFA	CHOW	GC	LH	PDG	SCG			
ASK	CIMBT	GCAP	LHFG	PDJ	SCGP			
ASP	CIVIL	GENCO	LIT	PG	SCM			
ASW	CK	GFPT	LOXLEY	PHOL	SDC			
ATP30	CKP	GGC	LPN	PIMO	SEAFCO			
AUCT	CM	GLAND	LRH	PJW	SEAOL			
AWC	CNT	GLOBAL	LST	PLANB	SECURE			
AYUD	COLOR	GPSC	M	PLAT	SELIC			
B	COM7	GRAMMY	MAJOR	PLUS	SENA			
BA	COTTO	GULF	MALEE	PM	SENX			
BAFS	CPALL	GUNKUL	MATCH	POLY	SFT			
BAM	CPAXT	HANA	MBK	PORT	SGC			
BANPU	CPF	HARN	MC	PPP	SGF			
BAY	CPI	HENG	M-CHAI	PPS	SGP			
BBGI	CPL	HMPRO	MCOT	PR9	SHR			
BBIK	CPN	HPT	MEGA	PRG	SICT			
					TEGH			
					TST			
2S	BSBM	EFORL	IT	KWC	PIN	SCI	SUPER	VRANDA
A5	BTG	EKH	J	KWM	PQS	SCN	SVOA	WAVE
AIE	CEN	ESSO	JCKH	LDC	PREB	SE	SWC	WFX
ALUCON	CGH	ESTAR	JDF	LEO	PRI	SE-ED	TCC	WIK
AMR	CH	EVER	JKN	LHK	PRIME	SFLEX	TEKA	WIN
APURE	CHIC	FORTH	JMART	MACO	PROEN	SINGER	TFM	WP
ARIN	CI	FSMART	JUBILE	METCO	PROS	SKN	TMILL	XO
AS	CIG	FTI	K	MICRO	PROUD	SONIC	TNP	
ASIA	CMC	GEL	KCAR	MK	PSTC	SORKON	TPLAS	
ASIAN	COMAN	GPI	KGI	MVP	PTECH	SPVI	TPOLY	
ASIMAR	CSP	HEALTH	KIAT	NCAP	PYLON	SSP	TRC	
ASN	DOD	HUMAN	KISS	NOVA	RCL	SST	TRU	
AURA	DPAINT	IFS	KK	NTSC	SALEE	STANLY	TRUBB	
BR	DV8	INSET	KTIS	PACO	SANKO	STP	TSE	
24CS	CHARAN	GTB	JSP	MUD	PMTA	SAMCO	TC	UTP
AMANAH	CHAYO	GTV	KBS	NATION	PPM	SAWAD	TEAM	VARO
AMARC	CHOTI	GYT	KGEN	NNCL	PRAKIT	SCAP	TFI	VPO
AMC	CITY	HL	KJL	NPK	PRAPAT	SCP	TIGER	W
APP	CMAN	HTECH	L&E	NSL	PRECHA	SIAM	TITLE	WARRIX
ASAP	CMR	HYDRO	LEE	NV	PRIN	SKE	TKC	WORK
BCT	CRANE	IIG	MASTER	OGC	PSG	SKY	TMI	WPH
BE8	CWT	INGRS	MBAX	PAF	RABBIT	SMART	TNH	YONG
BIG	DHOUSE	INSURE	MEB	PCC	READY	SMD	TPA	ZIGA
BIOTEC	DTCENT	IRCP	MENA	PEACE	RJH	SMIT	TPAC	
BLESS	EASON	ITD	META	PICO	RSP	SOLAR	TRITN	
BSM	FNS	ITNS	MGT	PK	RWI	SPA	UBA	
BVG	FTE	JCK	MITSIB	PL	S11	STECH	UMI	
CAZ	GIFT	JMT	MJD	PLANET	SAAM	STPI	UMS	
CCET	GJS	JR	MOSHI	PLE	SAF	SVR	UOBKH	

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2566 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

## Anti-Corruption Progress Indicator 2023

### Companies that have declared their intention to join CAC

ACE	BTG	DMT	ICN	LH	NER	PRI	SCB	SVT	TQM
ADB	BYD	EKH	IHL	MEGA	NEX	PROEN	SENX	TBN	TRUE
ALT	CAZ	FC	ITC	MENA	OSP	PRTR	SFLEX	TEGH	VIBHA
AMC	CBG	FSX	J	MITSIB	OTO	RBF	SIS	TIPH	W
ASW	CI	GLOBAL	JMART	MME	PLUS	RT	SKE	TKN	WPH
BLAND	CV	GREEN	JMT	MODERN	POLY	SA	SMM	TPAC	XPG
BRI	DEXON	HL	LEO	MOVE	PQS	SANKO	SVOA	TPLAS	

### Companies certified by CAC

2S	BEC	DCC	HARN	LANNA	ORI	PYLON	SMK	THRE	UEC
7UP	BEYOND	DELTA	HENG	LH	PAP	Q-CON	SMPC	THREL	UKEM
AAI	BGC	DEMCO	HMPRO	LHFG	PATO	QH	SNC	TIDLOR	UOBKH
ADVANC	BGRIM	DOHOME	HTC	LHK	PB	QLT	SNP	TIPCO	UV
AF	BKI	DRT	ICC	LPN	PCSGH	QTC	SORKON	TISCO	VCOM
AH	BLA	DUSIT	ICHI	LRH	PDG	RABBIT	SPACK	TKS	VGI
AI	BPP	EA	IFS	M	PDJ	RATCH	SPALI	TKT	VIH
AIE	BROOK	EASTW	III	MAJOR	PG	RML	SPC	TMD	WACOAL
AIRA	BRR	ECF	ILINK	MALEE	PHOL	RS	SPI	TMILL	WHA
AJ	BSBM	EGCO	ILM	MATCH	PIMO	RWI	SPRC	TMT	WHAUP
AKP	BTS	EP	INET	MBAX	PK	S&J	SRICHA	TNITY	WICE
AMA	BWG	EPG	INOX	MBK	PL	SAAM	SSF	TNL	WIK
AMANAHA	CEN	ERW	INSURE	MC	PLANB	SABINA	SSP	TNP	XO
AMATA	CENDEL	ESTAR	INTUCH	MCOT	PLANET	SAK	SSSC	TNR	YUASA
AMATAV	CFRESH	ETC	IRPC	META	PLAT	SAPPE	SST	TOG	ZIGA
AP	CGH	ETE	ITEL	MFC	PM	SAT	STA	TOP	
APCS	CHEWA	FNS	IVL	MFEC	PPP	SC	STGT	TOPP	
AS	CHOTI	FPI	JAS	MILL	PPPM	SCB	STOWER	TPA	
ASIAN	CHOW	FPT	JKN	MINT	PPS	SCC	SUSCO	TPCS	
ASK	CIMBT	FSMART	JR	MONO	PR9	SCCC	SVI	TRT	
ASP	CM	FTE	JTS	MOONG	PREB	SCG	SYMC	TRU	
AWC	CMC	GBX	KASET	MSC	PRG	SCGP	SYNTEC	TRUE	
AYUD	CMCF	GC	KBANK	MST	PRINC	SCM	TAE	TSC	
B	COM7	GCAP	KBS	MTC	PRM	SCN	TAKUNI	TSI	
BAFS	COTTO	GEL	KCAR	MTI	PROS	SEA OIL	TASCO	TSTE	
BAM	CPALL	GFPT	KCC	NATION	PSH	SE-ED	TCAP	TSTH	
BANPU	CPAXT	GGC	KCE	NCAP	PSL	SELIC	TFG	TTB	
BAY	CPF	GJS	KGEN	NEP	PSTC	SENA	TFI	TTCL	
BBGI	CPI	GPI	KGI	NKI	PT	SGC	TFMAMA	TU	
BBL	CPL	GPSC	KKP	NOBLE	PTECH	SGP	TGE	TVDH	
BCH	CPN	GSTEEL	KSL	NRF	PTG	SIRI	TGH	TVO	
BCP	CPW	GULF	KTB	OCC	PTT	SITHAI	THANI	TWPC	
BCPG	CRC	GUNKUL	KTC	OGC	PTTEP	SKR	THCOM	U	
BE8	CSC	HANA	L&E	OR	PTTGC	SMIT	THIP	UBIS	

### N/A

3K-BAT	BDMS	CPNCG	GL	KTIS	MPIC	PRIN	SHR	TCCC	TTT
A	BEAUTY	CPNREIT	GLAND	KWC	M-STOR	PRO	SHREIT	TCJ	TTW
AAV	BEM	CPT	GLOCON	KYE	NC	PROSPECT	SIAM	TCOAT	TU-PF
ACC	BH	CPTGF	GRAMMY	LALIN	NCH	PTL	SIRIP	TEAM	TWP
ACG	BIG	CRANE	GRAND	LEE	NEW	QHHR	SISB	TEAMG	TWZ
AEONTS	BIOTEC	CSP	GROREIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AFC	BIZ	CSR	GVREIT	LHPF	NNLV	QHPF	SKY	TFIF	UAC
AGE	BJC	CSS	GYT	LHSC	NOVA	RAM	SLP	TFM	UMI
AHC	BJCHI	CTARAF	HFT	LOXLEY	NSL	RCL	SM	TGPRO	UNIQ
AIMCG	BKD	CTW	HPF	LPF	NTV	RICHY	SMT	TH	UP
AIMIRT	BKKCP	CWT	HTECH	LPH	NUSA	RJH	SNNP	THAI	UPOIC
AIT	BLISS	DCON	HUMAN	LST	NV	ROCK	SO	THE	URBNPF
AJA	BOFFICE	DDD	HYDROGEN	LUXF	NVD	ROH	SOLAR	THG	UTP
AKR	BR	DIF	IFEC	MACO	NYT	ROJNA	SPCG	THL	UVAN
ALLA	BROCK	DREIT	IMPACT	MANRIN	OHTL	RPC	SPG	TIF1	VARO
ALLY	BRRGIF	DTCENT	INREIT	MATI	OISHI	RPH	SPRIME	TK	VNG
ALUCON	BTNC	DTCI	INGRS	MAX	ONEE	RSP	SQ	TKC	VPO
AMARIN	BTSGIF	EASON	INSET	M-CHAI	PACE	S	SRIPANWA	TLHPF	VRANDA
AMATAR	BUI	EE	IT	MCS	PAF	S11	SSC	TLI	WAVE
AMR	B-WORK	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WFX
ANAN	CCET	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTRT	TNPF	WGE
AOT	CCP	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHABT
APCO	CGD	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STEC	TPBI	WHAIR
APEX	CH	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TPIPL	WHART
APURE	CHARAN	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TPIPP	WIN
AQ	CHAYO	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	WORK
ASAP	CHG	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	WORLD
ASEFA	CITY	FN	KC	MJLF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	WP
ASIA	CIVIL	FORTH	KDH	MK	POPF	SCAP	SUN	TRC	
ASIMAR	CK	FTI	KEX	ML	PORT	SCI	SUPER	TRITN	
AURA	CKP	FTREIT	KIAT	MNIT	POST	SCP	SUPEREIF	TRUBB	
B52	CMAN	FUTUREPF	KISS	MNIT2	PPF	SDC	SUTHA	TSE	
BA	CMR	GAHREIT	KKC	MNRF	PRAKIT	SEAFKO	SYNEX	TSR	
BAREIT	CNT	GENCO	KPNPF	MOSHI	PRECHA	SFP	TC	TTI	
BCT	CPH	GIFT	KTBSTMR	M-PAT	PRIME	SHANG	TCC	TTLPF	

Source : Thai Institute of Directors

**คำชี้แจง** ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2566 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC