

25 August 2023

Company Note

Rating

BUY

(Unchanged)

Company

Thailand Future Fund

Bloomberg

SET

Exchange

Sector

TFFIF TB

TFFIF

SET

Transportation & Logistics

การเลื่อนขึ้นค่าผ่านทางผลกระทบจำกัด

12mth price target (THB)	9.50
	from 9.70
Current price (25/08/2023)	7.45
Upside/Downside	28%
CG rating	na.
ESG rating	n.a.
Thai CAC	n.a.

Share summary

Issue shares :	(m shrs)	4,570
Market capitalization:	(THB bn)	34.3
	(USDbn)	1.0
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	16
	(USDm)	0
Foreign Limit/Actual	(%)	49/3
Free Float:	(%)	90
NVDR:	(%)	na.

Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
TFFIF	na.	-3.2	-6.2
SET	2.2	1.4	-4.5

Major Shareholders

Shareholder	%
Ministry of Finance	10.00
Muang Thai Life Assurance	3.62
Mahidol University	2.55

Source: SET

Sirilak Konwai

ID: 051012

(66) 2633 6422

sirilakk@tisco.co.th

คงคำแนะนำ “ซื้อ” รถใช้ทางด่วนฟื้นตัว การเลื่อนขึ้นค่าผ่านทางผลกระทบเล็กน้อย

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” สำหรับ TFFIF จาก 1) ราคาต่อผลประกอบการเติบโตเฉลี่ย 7% ต่อปี ระหว่างปี 2022/23-25F จากการฟื้นตัวของรถใช้ทางด่วนที่ยังมีช่องว่างในการเติบโตปัจจุบัน อยู่ที่สัดส่วน 85-90% ของก่อนโควิด-19 2) ผลกระทบจากการชะลอขึ้นค่าผ่านทางเพียงเล็กน้อยในปี 2023/24F และจะเป็นปัจจัยบวกในการเติบโตในปี 2024/25F 3) หุ้นปันผลต่อหน่วยด้วย payout ratio 100% ด้วยอัตราผลตอบแทนเงินปันผล 3%

ชะลอการปรับขึ้นค่าผ่านทางออกไป 6 เดือน

กระทรวงคมนาคมมีคำสั่งให้ กทพ. ชะลอการปรับอัตราค่าผ่านทางสำหรับทางพิเศษฉลองรัช (รามอินทรา-อาจณรงค์) และบูรพาวิถี (บางนา-ชลบุรี) ที่จะต้องปรับขึ้นในวันที่ 1 ก.ย. นี้ ออกไปอีก 6 เดือนสิ้นสุดวันที่ 31 มีนาคม 2024 ซึ่งหลังจากนั้นจะมีการปรับขึ้นค่าผ่านทางฉลองรัชขึ้นมาเป็น 45-90 บาท ตามประเภทรถ และทางบูรพาวิถีปรับขึ้นอัตราค่าผ่านทางรถ 4 ล้อ เริ่มต้น 20-55 บาท และตามประเภทรถและระยะทาง ซึ่งจากการประเมินจะมีผลกระทบต่อเพียงเล็กน้อยเท่านั้น เนื่องจากเป็นเพียงการชะลอการปรับขึ้น ซึ่งเราประเมินว่าจะส่งผลกระทบต่อลดลงไปราว 133 ล้านบาท หรือ -6% ของประมาณการของเราเท่านั้น

ปรับลดประมาณการลงเล็กน้อย

เราปรับลดประมาณการผลประกอบการรวมลงเล็กน้อย 3-6% มาที่ 1,865 ล้านบาท และ 2,043 ล้านบาท เพื่อสะท้อน 1) การปรับสมมติฐานจำนวนรถใช้ทางด่วนฉลองรัชในปัจจุบันที่ยังต่ำกว่าที่เราคาดไว้ โดยเรามีสมมติฐานรถใช้ทางด่วนปี 2022/23-24F อยู่ที่ 2.12-2.19 แสนคันต่อวัน สำหรับทางด่วนบูรพาวิถีเราคงสมมติฐานเดิมที่ 1.39-1.43 แสนคันต่อวัน 2) ปรับลดอัตราค่าผ่านทางเฉลี่ยลงตามการชะลอการปรับขึ้นค่าผ่านทางไป 6 เดือน

คงคำแนะนำ “ซื้อ”

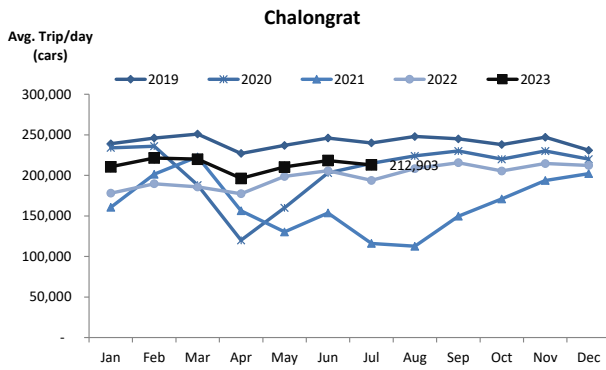
จากการปรับประมาณการผลประกอบการ มูลค่าที่เหมาะสมปี 2023/24F ลดลงเล็กน้อยมาที่ 9.50 บาท (จากเดิม 9.70 บาท) อิงจาก DCF (ด้วยสมมติฐาน WACC 4.48%, Rf 3.2% RPM 6.4%, Beta 0.3) ทั้งนี้ ระยะเวลาลงทุน TFFIF ยังมีระยะเวลาคงเหลือ 25 ปีซึ่งจะสิ้นสุดในกันยายน 2048 อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันยังไม่มีแนวโน้มที่จะได้รับสิทธิประโยชน์เนื่องจากยังคงรอนโยบายจากภาครัฐ ปัจจุบันยังไม่มีแนวโน้มที่จะได้รับสิทธิประโยชน์เนื่องจากยังคงรอ

Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E	2024/25E
Sales (THBm)	1,550	1,797	1,963	2,149	2,331
EBITDA (THBm)	1,156	1,679	1,865	2,043	2,204
Net profit (THBm)	1,126	1,851	1,865	2,043	2,204
Net Profit (% chg from prev)	nm.	nm.	-6.6	-2.8	0.6
EPS (THB)	0.19	0.32	0.32	0.35	0.38
EPS (% YoY)	-11.1	64.5	0.8	9.5	7.9
EPS vs Cons (%)	nm	nm	nm	nm	nm
PER (X)	na.	24.1	21.7	20.7	19.8
Yield (%)	4.2	4.9	5.8	6.1	6.4
P/BV (X)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (X)	na.	26.5	21.7	20.6	19.8
ROE (%)	2.5	4.1	4.4	4.6	4.8

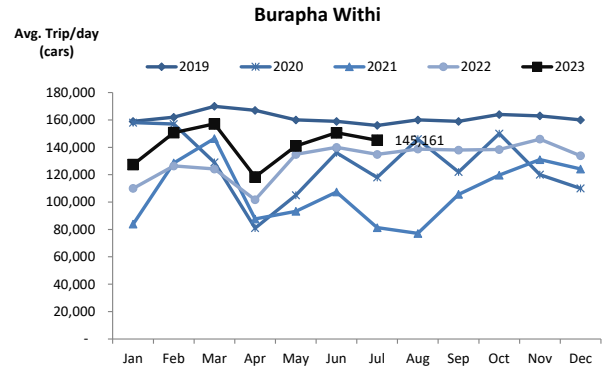
Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. จำนวนรถใช้ทางด่วนฉลองรัช



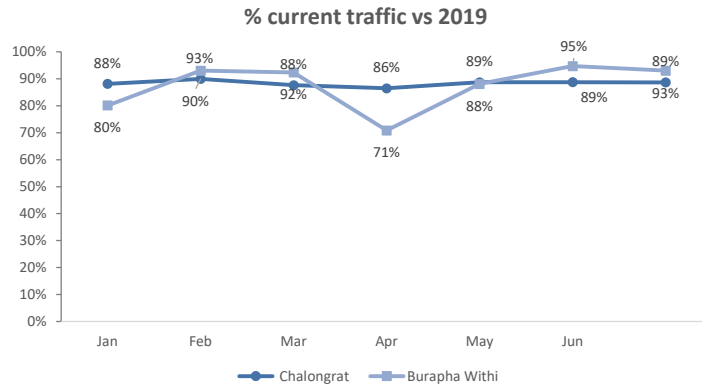
Source: TFFIF, TISCO Research

Figure 2. จำนวนรถใช้ทางด่วนบูรพาวิถี



Source: TFFIF, TISCO Research

Figure 3. สัดส่วนยังอยู่ต่ำกว่าปี 2019



Source: TFFIF, TISCO Research

Figure 4. ปรับประมาณการผลประกอบการ สะท้อนจำนวนรถใช้ทางด่วนฉลองรัชที่ต่ำกว่าคาด และการชะลอการปรับขึ้นค่าผ่านทาง

Bt,m	2021/22		2022/23F		2023/24F			2024/25F		
	Current	Current	Previous	% Chg	Current	Previous	% Chg	Current	Previous	% Chg
Income from NRTA	1,797	1,963	2,111	-7.0	2,149	2,408	-10.8	2,331	2,507	-7.0
Net investing income	1,679	1,865	1,998	-6.6	2,043	2,110	-3.2	2,204	2,191	0.6
Net Profit	1,851	1,865	1,998	-6.6	2,043	2,110	-3.2	2,204	2,191	0.6
EPS (Bt)	0.41	0.41	0.44	-6.6	0.45	0.46	-3.2	0.48	0.48	0.6
DPU (Bt)	0.37	0.41	0.44	-6.6	0.45	0.46	-3.2	0.48	0.48	0.6
Change in key assumptions										
Traffic (Avg/days)										
- Chalongrat	193,268	212,647	222,312	-4.3	219,026	228,982	-4.3	225,597	235,851	-4.3
- Burapha Withi	126,917	139,609	139,609	0.0	143,797	143,797	0.0	148,111	148,111	0.0
Avg. toll rate (Bt/car)										
- Chalongrat	33	38	38	0.0	40	42	-4.6	42	42	0.1
- Burapha Withi	36	36	36	0.0	37	38	-2.7	40	40	0.0

Source: TFFIF, TISCO Research Estimate