

DMT (DMT TB)

บมจ. ทางยกระดับดอนเมือง

Current	Previous	IPO Price	2021 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2020
--	--	16.0	20.0	+ 25.0%	N/A	N/R

IPO details

ผู้ออกหลักทรัพย์	DMT
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	140 ล้านหุ้น
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	5.20
ระยะเวลาจองซื้อ	26-28 เม.ย. 2021
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	7 พ.ค. 2021
ที่ปรึกษาทางการเงิน	Avantgarde Capital
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย	Finansa
Sector	Transportation & Logistics

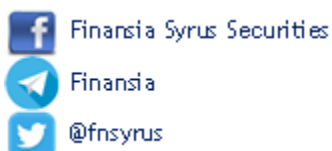
Consolidated earnings

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	2,816	2,047	2,089	2,811
Normalized profit	1,159	791	894	1,364
Net profit	1,159	791	894	1,364
EPS (Bt)-Norm	1.11	0.76	0.76	1.15
EPS (Bt)	1.11	0.76	0.76	1.15
% EPS growth	-99.2	-99.3	-99.0	-98.5
Dividend (Bt)	0.30	0.50	0.68	1.04
BV/share (Bt)	6.71	7.31	8.35	8.62
EV/EBITDA (x)	9.1	12.7	11.6	7.7
PER (x) - Norm	14.4	21.1	21.1	13.9
PER (x)	14.4	21.1	21.1	13.9
PBV(x)	2.4	2.2	1.9	1.9
Dividend yield (%)	1.9	3.1	4.3	6.5
ROE (%)	16.6	10.4	9.1	13.4
No. of shares- full dilution	1,041	1,041	1,181	1,181
Par (Bt)	5.20	5.20	5.20	5.20

Source: Company data, Finansa estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดทำและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท ทางยกระดับดอนเมือง จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO)

Analyst: Thanyatorn Songwutti
 Register No.: 101203
 Tel.: +662 646 9805
 email: Thanyatorn.s@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



ทางด่วนของคนรักบ้านผล

DMT เป็นผู้รับสัมปทานโครงการสัมปทานทางยกระดับช่วงดินแดงถึงอนุสรณ์สถานฯ หรือทางยกระดับดอนเมือง ระยะทาง 21 กิโลเมตร รับผิดชอบในการบริหารทั้งการเก็บค่าผ่านทางและบำรุงรักษา ซึ่งเหลืออายุสัมปทาน 13 ปี 6 เดือน การเติบโตแปรผันตรงตามแนวโน้มอุปสงค์การใช้ทางด่วนที่ยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากโครงสร้างระบบขนส่งสาธารณะที่ยังไม่ทั่วถึง และการจราจรติดขัด นอกจากนี้ แผนการสร้างทางด่วนในอนาคตของภาครัฐ จะกระตุ้นการใช้จราจรบนทางยกระดับ และเป็นโอกาสให้บริษัทลงทุนโครงการทางด่วนเพิ่มเติม ซึ่งบริษัทมีแต้มต่อจากประสบการณ์ในแวดวงมากกว่า 31 ปี เราประเมินกำไรสุทธิในช่วง 3 ปีข้างหน้ามีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 26% CAGR หนุนจากการฟื้นตัวของปริมาณจราจรหลัง COVID คลี่คลาย และเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติ รวมถึงอัตราค่าไถ่คืนต้นทุนที่ดินที่ดีขึ้น และต้นทุนการเงินที่ลดลงหลังนำ IPO ไปชำระคืนหนี้ เราประเมินมูลค่าหุ้น DMT ด้วยวิธี DCF อิง WACC 8.1% ได้ราคาเหมาะสมปี 2021 ที่ 20 บาท

หนึ่งในผู้บริหารสัมปทานทางด่วนเส้นหลักในประเทศ

DMT เป็นผู้รับสัมปทานโครงการสัมปทานทางยกระดับช่วงดินแดงถึงอนุสรณ์สถานฯ หรือทางยกระดับดอนเมือง ระยะทาง 21 กิโลเมตร แบ่งเป็น 2 ส่วนคือ ทางหลวงสัมปทานเดิม ช่วงดินแดง-ดอนเมือง และส่วนต่อขยายด้านทิศเหนือ ช่วงดอนเมือง-อนุสรณ์สถานฯ โดย DMT ดำเนินการบริหารทั้งการเก็บค่าผ่านทาง, การอำนวยความสะดวกในการจราจร การกักขังและการซ่อมบำรุงรักษาทางยกระดับ ซึ่งได้รับการขยายอายุสัมปทานถึงวันที่ 11 กันยายน 2034

สร้างรายได้มั่นคงด้วยทางด่วนที่เป็นทางเลือกสำคัญในการเดินทาง

ธุรกิจของ DMT มีลักษณะ Cash Cow จากทางด่วนเป็นแหล่งสร้างรายได้ค่าผ่านทางและกระแสเงินสดอย่างมีเสถียรภาพ ขณะที่โครงข่ายระบบขนส่งสาธารณะในประเทศที่ยังไม่ครอบคลุมและไม่เชื่อมกันอย่างเป็นระบบ รวมถึงอัตราการเติบโตของถนนน้อยกว่าอัตราการเพิ่มขึ้นของการใช้ถนนจึงประสบปัญหาการจราจรติดขัด ผลักดันอุปสงค์ของการใช้ทางด่วนเพื่ออำนวยความสะดวก และประหยัดระยะเวลาเดินทาง นอกจากนี้ ภาครัฐยังมีแผนการสร้างทางด่วนในอนาคตอีกมาก เป็นส่วนกระตุ้นการใช้ทางยกระดับและช่วย Feed in เข้าทางยกระดับของบริษัท นอกจากนี้ ยังเปิดโอกาสให้บริษัทลงทุนโครงการทางพิเศษเพิ่มเติม จากความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในแวดวงมากกว่า 31 ปี ซึ่งมีโครงการที่สนใจ 5 โครงการ มูลค่ารวม 2.5 แสนล้านบาท คาดเปิดประมูลปี 2021-2022

คาดการณ์กำไรขยายตัว 26% CAGR ใน 3 ปีข้างหน้า

คาดการณ์กำไรสุทธิช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2023) จะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 26% CAGR หนุนจาก 1) ปริมาณจราจรมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง หลัง COVID-19 คลี่คลาย และการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติของภาครัฐ 2) อัตราค่าไถ่คืนต้นทุนที่ดินปรับขึ้นตามทิศทางของรายได้ คาดที่ 65-70% สูงขึ้นจากค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 2 ปี (ปี 2019 - 2020) ที่เฉลี่ย 63% 3) ต้นทุนทางการเงินสุทธิลดลงจากการปรับโครงสร้างเงินทุนการ IPO ทำให้ภาระหนี้สิน และต้นทุนทางการเงินลดลง โดย ณ สิ้นปี 2021 คาดไม่มีหนี้เงินกู้ และมีสถานะเป็น Net Cash Company

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2021 เท่ากับ 20 บาท

เราประเมินมูลค่าหุ้นของ DMT ด้วยวิธี DCF บนสมมติฐานสัมปทานสิ้นสุด 11 กันยายน 2034 อ้างอิง WACC ที่ 8.1% ได้ราคาเหมาะสมปี 2021 ที่ 20 บาท ซึ่ง Implied PE2021 ที่ 26.4 เท่า เทียบกับคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิของ DMT ในปี 2021-2023 เฉลี่ย 26.3% CAGR จะคิดเป็น PEG ที่ 1.0 เท่า จุดเด่นของ DMT คือ ฐานะการเงินแข็งแกร่ง ภายหลัง IPO จะนำไปชำระหนี้ทั้งหมด ทำให้สถานะเป็น Net Cash พร้อมมีนโยบายจ่ายปันผลสูง 90% ของกำไรสุทธิ หากใช้ราคาเหมาะสมเทียบกับการจ่ายเงินปันผลจะคิดเป็น Yield ปี 2021-2022 ที่ 3.4% และ 5.2% ตามลำดับ สูงกว่ากลุ่มขนส่งฯ ที่เฉลี่ย 1.5-3.0% ต่อปี

Company Overview

DMT ประกอบธุรกิจบริหารโครงการสัมปทานทางยกระดับดอนเมืองช่วงดินแดงจนถึงอนุสรณ์สถานฯ หรือทางยกระดับดอนเมือง ระยะทาง 21 กิโลเมตร ภายใต้สัญญาสัมปทานทางหลวงในทางหลวงแผ่นดินหมายเลข 31 ถนนวิภาวดี-รังสิตฯ และได้รับการขยายอายุสัมปทานในการให้บริการประชาชนถึงวันที่ 11 กันยายน 2034

โครงการทางยกระดับดอนเมือง แบ่งเป็น 2 ส่วนคือ

- 1) ทางหลวงสัมปทานเดิม (Original Tollway) ตอนดินแดง-ดอนเมือง ระยะทาง 15.4 กิโลเมตร
- 2) ทางหลวงสัมปทานตอนต่อขยายด้านทิศเหนือ (Northern Extension) ช่วงดอนเมือง-อนุสรณ์สถานแห่งชาติ ระยะทาง 5.6 กิโลเมตร

ทางยกระดับดอนเมืองเป็นทางหลวงสัมปทานที่มีการเก็บค่าผ่านทาง ประกอบด้วยด่านเก็บค่าผ่านทาง 11 ด่าน, มีทางขึ้น 15 แห่ง และทางลง 16 แห่ง

ธุรกิจของ DMT มีลักษณะ Cash Cow ซึ่งทางด่วนเป็นแหล่งสร้างรายได้ค่าผ่านทางและกระแสเงินสดอย่างมีเสถียรภาพ ขณะที่ธุรกิจทางด่วนเป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนเยอะ และต้องได้รับสัมปทานจากทางภาครัฐ ทำให้ High Barrier to Entry

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2021 ของ DMT เท่ากับ 20.0 บาท ใช้วิธี DCF กำหนดให้ระยะเวลาสัมปทานสิ้นสุดปี 2034 และอ้างอิงส่วนลด WACC ที่ 8.1% ซึ่งเทียบเท่า Implied PE2021 ที่ 26.4 เท่า ซึ่งเทียบกับคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิของ DMT ในปี 2021-2023 เฉลี่ย 26.3% CAGR จะคิดเป็น PEG ที่ 1.0 เท่า อย่างไรก็ตาม Target PE ต่ำกว่า BEM ที่ 43.9 เท่า เนื่องจาก BEM มีทั้งธุรกิจทางด่วนและรถไฟฟ้า รวมถึง BEM มีได้รับสัมปทานทางด่วนทั้งหมด 3 เส้นทาง เทียบกับ DMT ที่มี 1 เส้นทาง เราจึงมองว่าสมเหตุสมผล

จุดแข็งคือ ฐานะการเงินแข็งแกร่ง ภายหลัง IPO มีสถานะเป็น Net Cash Company และมีนโยบายจ่ายปันผลสูง 90% ของกำไรสุทธิ ขณะที่หากเทียบใช้ราคาเหมาะสมเทียบกับการจ่ายเงินปันผลจะคิดเป็น Dividend Yield ปี 2021-2022 ที่ 3.4% และ 5.2% ตามลำดับ ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับกลุ่มขนส่งฯ ที่เฉลี่ย 1.5-3% ต่อปี

ESG

Environment

- ให้ความสำคัญในการป้องกันและควบคุมมลพิษ โดยได้มีการตรวจวัดปริมาณมลพิษที่บริเวณด่านเก็บค่าผ่านทางเป็นประจำ และได้รับการและบำรุงรักษาทางยกระดับดอนเมืองให้เป็นไปตามมาตรฐานสากล และคำนึงถึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมของผู้ใช้บริการทางยกระดับดอนเมือง พนักงาน และชุมชน
- สร้างจิตสำนึกแก่พนักงาน และส่งเสริมการใช้ทรัพยากรธรรมชาติ และพลังงานอย่างรู้คุณค่า และมีประสิทธิภาพสูงสุด อาทิ การใช้กระดาษสองหน้า การนำระบบเทคโนโลยีต่าง ๆ เข้ามาใช้ในการใช้ในการทำงาน

Social

- ดำเนินกิจกรรมเพื่อประโยชน์ต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม (CSR After Process) ให้แก่ชุมชนและสังคมอย่างต่อเนื่อง อาทิ การยกระดับการศึกษา (Tollway Smart Way), การยกระดับชุมชนปลอดภัย (Tollway Happy Way), การยกระดับความปลอดภัยบนท้องถนน (Tollway Safety Way) และการยกระดับคุณภาพชีวิตสังคม (Tollway Better Way) และการยกระดับสิ่งแวดล้อม (Tollway Green Way)

Governance

- มีระบบการควบคุมภายในที่เหมาะสมและเพียงพอในการดูแลการดำเนินงานให้เป็นไปตามเป้าหมาย วัตถุประสงค์ กฎหมาย และข้อกำหนดที่เกี่ยวข้องได้อย่างมีประสิทธิภาพ สามารถป้องกันทรัพย์สินจากการทุจริต เสียหาย รวมทั้งมีการจัดทำบัญชีและรายงานทางการเงินที่ถูกต้อง น่าเชื่อถือ และมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างครบถ้วน เพียงพอ และในระยะเวลาที่เหมาะสม
- การดำเนินธุรกิจอย่างมีคุณธรรม โดยยึดมั่นต่อการปฏิบัติตามพันธะสัญญาต่างๆ ที่มีไว้กับผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วนอย่างเคร่งครัด ได้แก่ การดำเนินการอย่างเคร่งครัดและเป็นธรรมต่อคู่สัญญาสัมปทาน การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นที่มีสัญชาติไทยและผู้ถือหุ้นต่างชาติที่มีข้อผูกพันตามสัญญาอย่างเป็นธรรม และการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นผู้ถือหุ้นตามที่กำหนดไว้ในสัญญาหุ้นกู้อย่างเคร่งครัด
- กำหนดนโยบายต่อต้านคอร์รัปชันขึ้นเป็นลายลักษณ์อักษร โดยได้ทำการเผยแพร่และสร้างความรู้ความเข้าใจแก่ผู้บริหารและพนักงาน, มีการจัดฝึกอบรมให้ความรู้กับพนักงาน และการปฐมนิเทศน์ให้กับพนักงานใหม่อย่างต่อเนื่อง

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท ทางยกระดับดอนเมือง จำกัด (มหาชน) หรือ DMT เป็นดำเนินการก่อสร้างและบริหารโครงการสัมปทานทางยกระดับช่วงดินแดงถึงอนุสรณ์สถาน หรือทางยกระดับดอนเมือง ภายใต้สัญญาสัมปทานทางหลวงในทางหลวงแผ่นดินหมายเลข 31 ถนนวิภาวดี-รังสิตฯ มีระยะทางสัมปทานรวม 21 กิโลเมตร และได้รับการขยายอายุสัมปทานในการให้บริการประชาชนถึงวันที่ 11 กันยายน 2034 ซึ่งมีอายุสัมปทานเหลืออยู่ 13 ปี 6 เดือน

Figure 1: Don Muang Tollway



Source: Company Data

ประวัติความเป็นมา

DMT ลงนามสัญญาสัมปทานโครงการก่อสร้างทางยกระดับจากกรมทางหลวง กระทรวงคมนาคม วันที่ 12 สิงหาคม 1989 และบันทึกข้อตกลงแก้ไขเปลี่ยนแปลงสัญญาสัมปทานทางหลวง 3 ฉบับ จากกรมทางหลวง กระทรวงคมนาคม การเปลี่ยนแปลงแก้ไขสัญญาสัมปทานทางหลวง 3 ฉบับ มีรายละเอียดดังนี้

ครั้งที่ 1 ปี 1995 (MOA 1/1993) บริษัทได้รับการส่งเสริมการลงทุนในกิจการสัมปทานทางหลวงจากคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI) โดยได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากส่งเสริมการลงทุน ภายใต้เงื่อนไขที่บริษัทจะต้องเสนอผลประโยชน์เพิ่มเติมจากเดิมที่กำหนดไว้ในสัญญาสัมปทานให้แก่กรมทางหลวง

ครั้งที่ 2 ปี 1996 (MOA 2/1996) กรมทางหลวงให้บริษัทลงทุนก่อสร้างทางหลวงสัมปทานด้านทิศเหนือจากบริเวณท่าอากาศยานดอนเมืองถึงอนุสรณ์สถานแห่งชาติบริเวณหน้ากองทัพอากาศ ระยะทางรวม 6.5 กม. หรือทางหลวงสัมปทานตอนต่อขยายด้านทิศเหนือ และพร้อมทั้งมีการยกระดับต่อเชื่อมเข้ากับอาคารผู้โดยสารของท่าอากาศยานดอนเมือง และเชื่อมต่อเข้ากับระบบทางด่วนของการทางพิเศษแห่งประเทศไทยที่ดินแดง ทำให้บริษัทได้รับสิทธิในการดำเนินการบริหารจัดการทางหลวงสัมปทานรวม 21 กิโลเมตร โดยมีการขยายอายุสัมปทานเดิมให้จบพร้อมกับส่วนต่อขยายวันที่ 28 พ.ย. 2021 และปรับขึ้นอัตราค่าผ่านทาง เพื่อปัญหาการจราจรคับคั่งบริเวณหน้าท่าอากาศยานดอนเมือง และสภาพถนนวิภาวดี-รังสิตมีปริมาณจราจรเพิ่มขึ้น

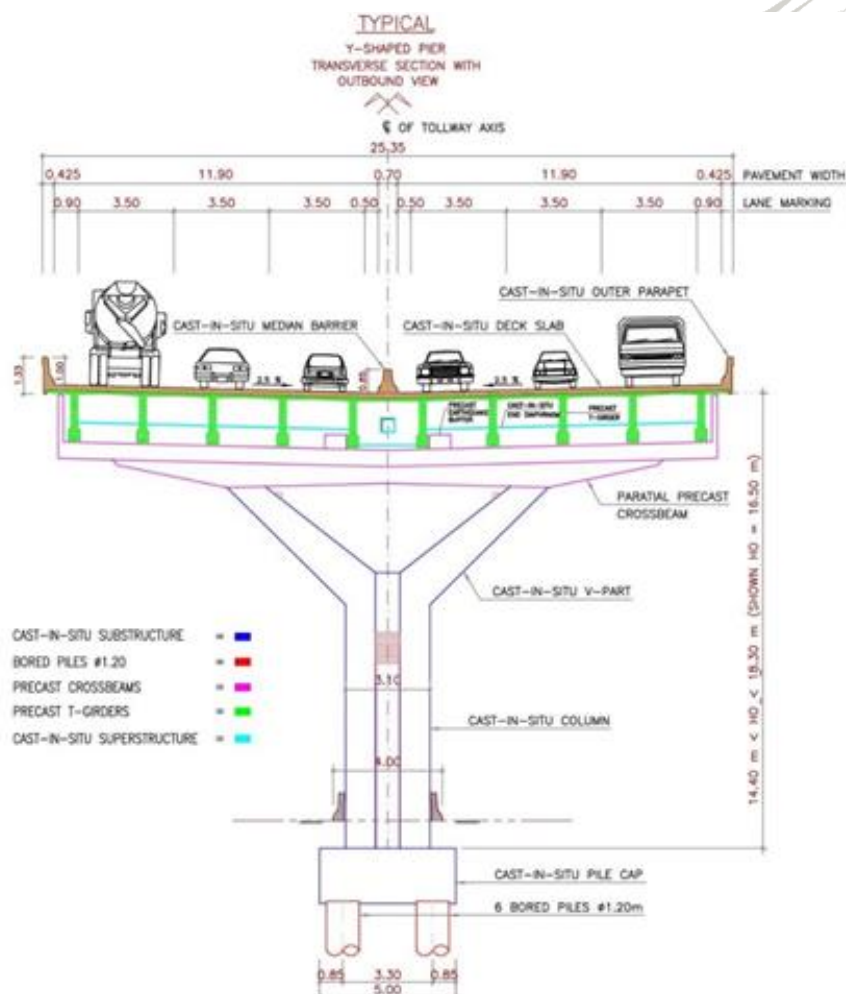
ครั้งที่ 3 ปี 2007 (MOA 3/2007) เนื่องจากบริษัทประสบปัญหาทางการเงินและได้เจรจากับภาครัฐเพื่อขอให้เยียวยาตามสัญญาสัมปทานเดิม กรมจะมีมติเห็นชอบร่างที่กระทรวงคมนาคมเสนอคือ ขยายอายุสัมปทาน 27 ปีเป็นสิ้นสุดวันที่ 11 ก.ย. 2034 และปรับเปลี่ยนตารางอัตราค่าผ่านทางตามที่กำหนดโดยไม่ต้องให้กรมทางหลวงอนุมัติ โดยจะต้องแจ้งให้รับทราบล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 30 วัน รวมถึงยกเลิกส่วนแบ่งผลประโยชน์ให้กับกรมทางหลวง

DMT ได้รับสิทธิในการบริหารจัดการทางยกระดับตามข้อกำหนดในสัญญาสัมปทานทางยกระดับดอนเมือง และอำนวยความสะดวกอย่างครบวงจร ได้แก่ การจัดเก็บค่าผ่านทาง การอำนวยความสะดวกในการจราจร การกู้ภัยและการซ่อมบำรุงรักษาทางยกระดับ แบ่งทางยกระดับเป็น 2 ส่วน ดังนี้

1. ทางหลวงสัมปทานส่วนเดิม (Original Tollway) จากดินแดงถึงดอนเมือง ระยะทาง 15.4 กิโลเมตร
2. ทางหลวงสัมปทานตอนต่อขยายด้านทิศเหนือ (Northern Extension) จากดอนเมืองถึงอนุสรณ์สถานแห่งชาติ ระยะทาง 5.6 กิโลเมตร

ทางยกระดับอุตราภิมุข หรือ ทางยกระดับดอนเมือง หรือ ดอนเมืองโทลล์เวย์ (Tollway) เป็นทางหลวงสัมปทานที่มีการเก็บค่าผ่านทาง ประกอบด้วยด่านเก็บค่าผ่านทาง 11 ด่าน, มีทางขึ้น 15 แห่ง และทางลง 16 แห่ง เพื่อให้บริการด้านคมนาคมขนส่งยานพาหนะที่เดินทางเข้า-ออกระหว่างกรุงเทพฯ และเขตปริมณฑลในบริเวณทิศเหนือ

Figure 2: Main Line



Source: Company Data

องค์ประกอบหลักของทางยกระดับดอนเมือง

1. ระบบจัดเก็บค่าธรรมเนียม

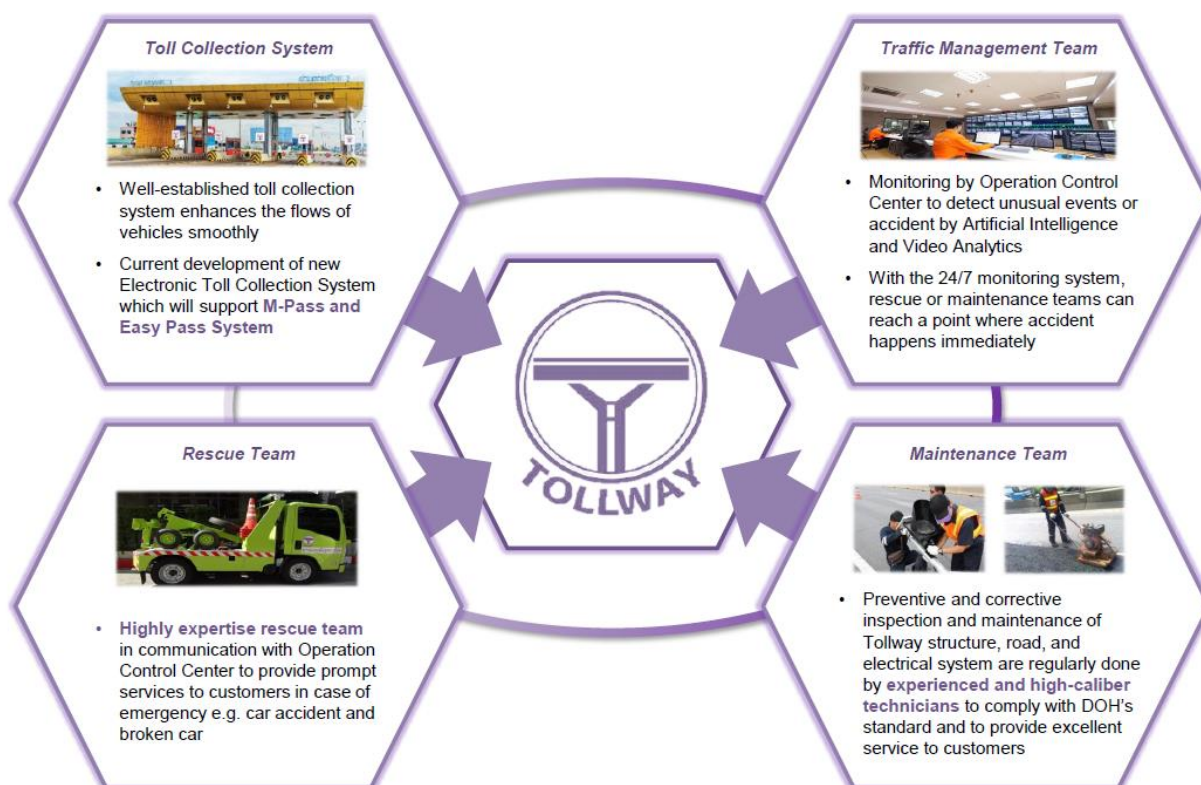
เป็นระบบจัดเก็บค่าผ่านทางแบบเปิด (Open System) คือเก็บค่าผ่านทางแบบเหมาจ่าย และจ่ายค่าผ่านทางตอนขาเข้า โดยจะเก็บผ่านทางพนักงาน (MTC) และอยู่ระหว่างพัฒนาการเก็บแบบอัตโนมัติ (ETC)

2. ระบบไฟฟ้าและเครื่องกล

ประกอบด้วยงานระบบไฟฟ้าแสงสว่างบนทางยกระดับ และงานระบบไฟฟ้าเครื่องกลประกอบอาคาร

3. อาคารปฏิบัติการ

Figure 3: Don Muang Tollway Services



Source: Company Data

Figure 4: Toll Plaza

ขาออก (มุ่งหน้าไปเหนือ)	ขาเข้า (มุ่งหน้าไปใต้)
1. ด้านดินแดง	1. ด้านดอนเมือง
- ด้านดินแดง 1	- ด้านดอนเมือง 1
- ด้านดินแดง 2	- ด้านดอนเมือง 2
2. ด้านสุทธิสาร	2. ด้านหลักสี่ขาเข้า
	3. ด้านแจ้งวัฒนะ
3. ด้านลาดพร้าวขาออก	- ด้านแจ้งวัฒนะ 1
	- ด้านแจ้งวัฒนะ 2
4. ด้านรัชดาภิเษก	4. ด้านลาดพร้าวขาเข้า
- ด้านรัชดาภิเษก 1	
- ด้านรัชดาภิเษก 2	
5. ด้านบางเขน	
6. ด้านหลักสี่ขาออก	
7. ด้านอนุสรณ์สถาน	

Source: Company Data

Figure 5: Outbound, Inbound Toll Plaza

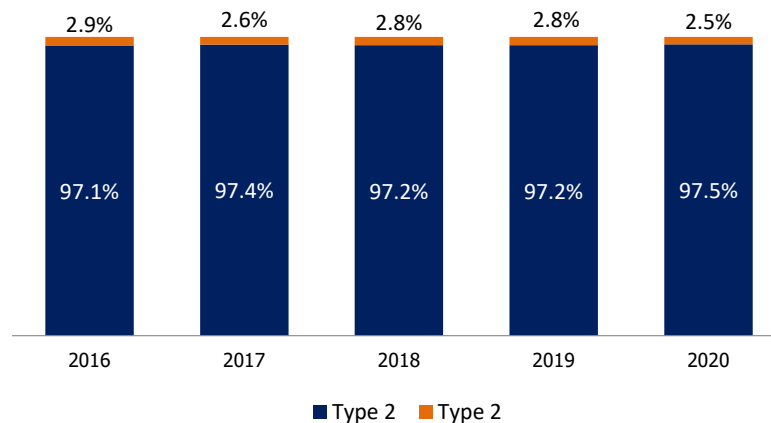
ทางขึ้นฝั่งขาออก (ทิศใต้ไปทิศเหนือ)	บริเวณ
1. ทางขึ้นด่านดินแดง 1	ต่อจากทางด่วนชั้นที่ 1 หรือแยกดินแดง
2. ทางขึ้นด่านดินแดง 2	ติดทางคู่ขนานที่มาจากแยกดินแดง หน้า กองพันทหารราบที่ 1 กรมทหารราบที่ 1
3. ทางขึ้นด่านสุทธิสาร	เลยแยกสุทธิสารไปทางแยกลาดพร้าว หน้าอาคารวังเด็ก
4. ทางขึ้นด่านลาดพร้าว (ขาออก)	หน้าอาคารสำนักงานใหญ่ บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) (ปตท.)
5. ทางขึ้นด่านรัชดาภิเษก 1	รับรถที่มาจากถนนกำแพงเพชร
6. ทางขึ้นด่านรัชดาภิเษก 2	ใต้ทางด่วนต่างระดับรัชวิภา รับรถที่มาจากถนนรัชดาภิเษกแยกรัชโยธิน
7. ทางขึ้นด่านบางเขน	เลยทางแยกบางเขนหน้าอาคารเบญจจินดา
8. ทางขึ้นด่านหลักสี่ (ขาออก)	เลยทางแยกหลักสี่หน้าอาคาร IT Square
9. ทางขึ้นด่านอนุสรณ์สถาน (กรมทางหลวง)	หน้าอนุสรณ์สถานแห่งชาติ
ทางขึ้นฝั่งขาเข้า (ทิศเหนือไปทิศใต้)	บริเวณ
10. ทางขึ้นรังสิต (กรมทางหลวง)	หน้าโรงพยาบาล รังสิต
11. ทางขึ้นอนุสรณ์สถาน	หน้าอนุสรณ์สถานแห่งชาติ
12. ทางขึ้น U-TURN ไปรังสิต	หน้าอาคารคลังสินค้า CARGO
13. ทางขึ้นหลักสี่ (ขาเข้า)	หน้าสำนักงานใหญ่ บริษัท ทางยกระดับดอนเมือง จำกัด (มหาชน)
14. ทางขึ้นแจ้งวัฒนะ	เลยแยกหลักสี่ไปประมาณ 100 เมตร
15. ทางขึ้นลาดพร้าว (ขาเข้า)	ข้างศูนย์การค้าเซ็นทรัลลาดพร้าว
ทางลงฝั่งขาออก (ทิศใต้ไปทิศเหนือ)	บริเวณ
1. ทางลงลาดพร้าว	หน้าอาคารสำนักงานใหญ่ บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) (ปตท.)
2. ทางลงงามวงศ์วาน	ใช้ช่องทางเลี้ยวซ้ายลงถนนงามวงศ์วานได้โดยตรง
3. ทางลงแจ้งวัฒนะ-หลักสี่	หน้าสถาบันวิจัยจุฬาภรณ์ ก่อนถึงแยกหลักสี่
4. ทางลงแจ้งวัฒนะ-ปากเกร็ด	ใช้ทางลงเลี้ยวซ้ายลงถนนแจ้งวัฒนะได้โดยตรง
5. ทางลงดอนเมือง	เลยแยกหลักสี่หน้าอาคาร IT Square
6. ทางลงท่าอากาศยานดอนเมือง	ใช้ทางลง U-TURN ลดใต้ทางยกระดับฯ เข้าอาคารผู้โดยสารระหว่างประเทศได้โดยตรง
7. ทางลงอนุสรณ์สถานแห่งชาติ	ก่อนถึงสะพานลอยกลับรถไปลำลูกกา
8. ทางลงรังสิต (กรมทางหลวง)	หน้าโรงพยาบาลรังสิต
ทางลงฝั่งขาเข้า (ทิศเหนือไปทิศใต้)	บริเวณ
9. ทางลงดอนเมือง (กรมทางหลวง)	หน้าอนุสรณ์สถานแห่งชาติ
10. ทางลงบางเขน	หน้ามหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ฝั่งวิภาวดีก่อนถึง แยกบางเขน
11. ทางลงรัชดาภิเษก	หน้าสถานีตำรวจวิภาวดี ก่อนถึงแยกต่างระดับรัชวิภา
12. ทางลงลาดพร้าว	หน้าอาคารสำนักงานหนังสือพิมพ์ ฐานเศรษฐกิจก่อนถึงศูนย์การค้าเซ็นทรัล ลาดพร้าว
13. ทางลงสุทธิสาร	ปากซอยโชคชัยร่วมมิตร ก่อนถึงแยกสุทธิสาร
14. ทางลงดินแดง	ใช้ช่องทางซ้ายสุดบนทางยกระดับฯ เพื่อลงพื้นราบก่อนถึงถนนมิตรไมตรี
15. ทางเชื่อมทางด่วนชั้นที่ 1	ใช้ช่องทางขวาสุดบนทางยกระดับฯ เพื่อไปท่าเรือ-บางนา-ดาวคะนอง
16. ทางเชื่อมทางด่วนชั้นที่ 2	ใช้ช่องทางกลางบนทางยกระดับฯ เพื่อไปพระราม 9-แจ้งวัฒนะ

Source: Company Data

กลุ่มลูกค้าเป้าหมาย

กลุ่มลูกค้าเป้าหมายของผู้ใช้ทางยกระดับดอนเมืองคือ ผู้ใช้ทางที่ประสงค์จะประหยัดเวลาในการเดินทางไปถึงจุดหมาย หรือต้องการหลีกเลี่ยงการจราจรที่ติดขัดของแนวถนนวิภาวดี-รังสิต โดยสามารถจำแนกผู้ใช้ทางตามประเภทของรถที่ใช้งาน ได้แก่ ผู้ใช้ทางรถประเภทที่ 1 คือ รถยนต์ 4 ล้อ และผู้ใช้ทางรถประเภทที่ 2 คือ รถยนต์มากกว่า 4 ล้อ โดยพิจารณาปี 2016-2020 ผู้ใช้งานรถยนต์ 4 ล้อคิดเป็นสัดส่วนหลัก 97.3% ของผู้ใช้งานทั้งหมด ส่วนที่เหลือ 2.8% เป็นรถยนต์มากกว่า 4 ล้อ

Figure 6: Vehicle by type



Source: Company Data

อัตราค่าผ่านทาง

อัตราค่าผ่านทางถูกกำหนดล่วงหน้าภายใต้บันทึกข้อตกลงแก้ไขเปลี่ยนแปลงสัญญาสัมปทานฉบับที่ 3/2007 ลงวันที่ 12 กันยายน 2007 โดยเปลี่ยนแปลงอัตราค่าผ่านทางทุก ๆ 5 ปี นับจากปี 2009 และแบ่งตามประเภทของรถที่ใช้งาน

Figure 7: Toll Rate (22 Dec 2019-21 Dec 2024)

Toll Rate	Toll Plaza	4-Wheel Vehicle	More than 4-Wheel Vehicle
Outbound Toll Plaza (Go to the North)			
Original Tollway Din Daeng - Don Muang	Din Daeng Toll Plaza	80	110
	Suthisan Toll Plaza	80	110
	Ladprao (outbound) Toll Plaza	80	110
	Ratchadaphisek Toll Plaza	80	110
	Bang Khen Toll Plaza	80	110
Northern Extension Don Muang - National Memorial	Laksi (outbound) Toll Plaza	35	45
	Anusorn Satharn Toll Plaza	35	45
Inbound Toll Plaza (Go to the South)			
Northern Extension National Memorial - Don Muang*	Don Muang Toll Plaza	115	155
Original Tollway Don Muang - Din Daeng	Laksi (inbound) Toll Plaza	80	110
	Chaeng Wattana Toll Plaza	80	110
	Ladprao (inbound) Toll Plaza	80	110

Source: Company Data

Figure 8: Toll Rate Table

อัตราค่าผ่านทางสำหรับรถประเภทที่ 1 (รถยนต์ 4 ล้อ) (บาทต่อคัน)				
ระยะเวลา	จำนวน (ปี)	อัตราค่าผ่านทาง ทางหลวงสัมปทานเดิม	อัตราค่าผ่านทาง ตอนต่อขยายด้านทิศ เหนือ	อัตราค่าผ่านทาง รวม
22 ธ.ค. 2009 - 21 ธ.ค. 2009	2	35	20	55
22 ธ.ค. 2014 - 21 ธ.ค. 2014	5	60	25	85
22 ธ.ค. 2019 - 21 ธ.ค. 2019	5	70	30	100
22 ธ.ค. 2024 - 21 ธ.ค. 2024	5	80	35	115
22 ธ.ค. 2029 - 21 ธ.ค. 2029	5	90	40	130
22 ธ.ค. 2034 - 11 ก.ย. 2034	4.8	100	45	145

อัตราค่าผ่านทางสำหรับรถประเภทที่ 2 (รถยนต์มากกว่า 4 ล้อ) (บาทต่อคัน)				
ระยะเวลา	จำนวน (ปี)	อัตราค่าผ่านทาง ทางหลวงสัมปทานเดิม	อัตราค่าผ่านทาง ตอนต่อขยายด้านทิศ เหนือ	อัตราค่าผ่านทาง รวม
22 ธ.ค. 2009 - 21 ธ.ค. 2009	2	65	30	95
22 ธ.ค. 2014 - 21 ธ.ค. 2014	5	90	35	125
22 ธ.ค. 2019 - 21 ธ.ค. 2019	5	100	40	140
22 ธ.ค. 2024 - 21 ธ.ค. 2024	5	110	45	155
22 ธ.ค. 2029 - 21 ธ.ค. 2029	5	120	50	170
22 ธ.ค. 2034 - 11 ก.ย. 2034	4.8	130	55	185

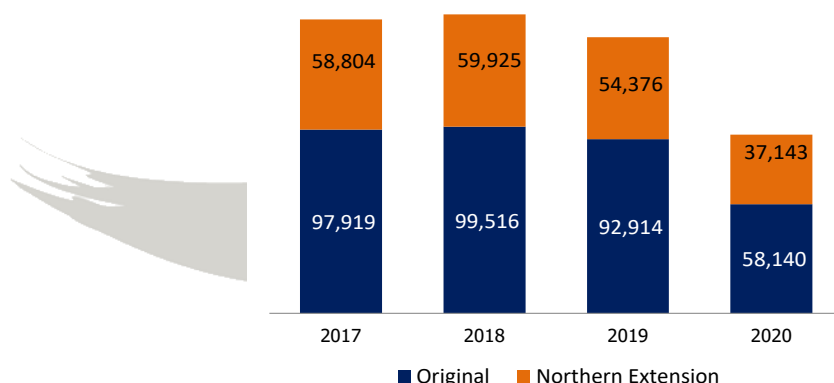
Source: Company Data

โครงสร้างรายได้และต้นทุน

รายได้จากการดำเนินงานทั้งหมดของ DMT มาจากค่าผ่านทางของส่วนเดิมและต่อขยายด้านทิศเหนือ สำหรับรายได้อื่นๆ มาจากรายได้จากการลงทุน อาทิ หน่วยงานลงทุนในกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน (IFF) และทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) และรายได้อื่น สำหรับผลประกอบการปี 2017 - 2019 บริษัทมีรายได้อยู่ที่ 2.8-3.0 พันล้านบาท ส่วนรายได้อื่นอยู่ที่ 40-55 ล้านบาท หากพิจารณาตามปริมาณจราจรในปี 2017-2019 จะเฉลี่ยอยู่ที่ 1.47-1.59 แสนคนต่อวัน แบ่งตามทางยกระดับของแต่ละส่วนพบว่าทางยกระดับส่วนเดิมเฉลี่ยอยู่ที่ 9.2-9.9 หมื่นคันต่อวัน หรือคิดเป็นสัดส่วน 62-63% ของปริมาณจราจรทั้งหมด และส่วนที่เหลือเป็นทางยกระดับต่อขยายด้านทิศเหนือเฉลี่ยอยู่ที่ 5.4-6.0 หมื่นคันต่อวัน อย่างไรก็ตาม ปี 2020 รายได้ค่าผ่านทางลดลงเป็นระดับ 2 พันล้านบาท จากผลกระทบการแพร่ระบาดของ COVID-19 ตามปริมาณจราจรทางยกระดับส่วนเดิมเหลือ 5.8 หมื่นคันต่อวัน และทางยกระดับต่อขยายทิศเหนือ 3.7 หมื่นคันต่อวัน

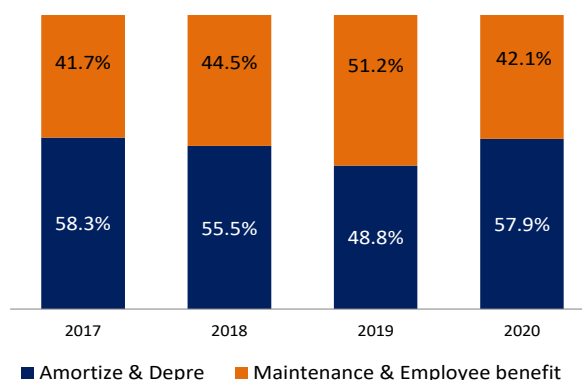
ต้นทุนการดำเนินงานเป็นต้นทุนการให้บริการทางยกระดับ หลักๆ เป็นต้นทุนสัมปทานในการใช้ทางยกระดับระหว่างปี 2017-2020 คิดเป็น 49-58% ของต้นทุนทั้งหมด ซึ่งมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตามปริมาณการจราจร โดยบริษัทมีการเปลี่ยนนโยบายการบัญชีตัดจำหน่ายต้นทุนสัมปทานจากวิธีฐานรายได้ (Revenue-Base Method) เป็นวิธีจำนวนผลผลิต (Unit-of-Production Method) หรือตามปริมาณการจราจรตั้งแต่ 1 ม.ค. 2017 ตามมาตรฐานการบัญชีฉบับ 38 (ปรับปรุง 39) ขณะที่ต้นทุนส่วนที่เหลือสัดส่วน 42-51% ของต้นทุนทั้งหมด แบ่งเป็นค่าบำรุงรักษา อาทิ การปรับปรุงระบบควบคุมการจราจรและระบบไฟจราจร, อาคารด่าน, ระบบจัดเก็บเงิน เป็นต้น และต้นทุนผลประโยชน์พนักงาน

Figure 9: Average Daily Traffic (million car)



Source: Company Data, Finansia Research

Figure 10: Cost of Services



Source: Finansia Research

ผลการดำเนินงานในอดีต

ผลประกอบการย้อนหลัง 3 ปี (ปี 2018-2020) บริษัทมีกำไรสุทธิ 1.45 พันล้านบาท (+4% Y-Y), 1.16 พันล้านบาท (-20% Y-Y) และ 791 ล้านบาท (-32% Y-Y) ตามลำดับ สรุปสาระสำคัญดังนี้

สำหรับปี 2018 รายได้ค่าผ่านทางเร่งขึ้นเล็กน้อย 1.6% Y-Y เนื่องจากได้อานิสงส์ 1) มีการปิดถนนเพื่อก่อสร้างสถานีรถไฟฟ้าหลายสาย อาทิ รถไฟฟ้าสายสีแดง และสายสีเขียว 2) อุปสงค์ของสายการบินต่ำที่สนามบินดอนเมืองมากขึ้น และ 3) การปิดปรับปรุงสะพานเข้าอาคารผู้โดยสารสนามบินดอนเมือง ส่งผลให้ประชาชนหันมาใช้ทางยกระดับที่การเดินทางสะดวกและรวดเร็วมากกว่า ด้านอัตรากำไรขั้นต้นทรงตัว 71% เทียบกับปี 2017 ที่ 72% ขณะที่ต้นทุนทางการเงินลดลง 28% Y-Y หลังชำระคืนหุ้นกู้ที่ครบกำหนดชำระ ส่งผลให้บริษัทมีกำไรสุทธิ 6,826 ล้านบาท (+4% Y-Y) และอัตรากำไรสุทธิ 48.2% (+124bps Y-Y)

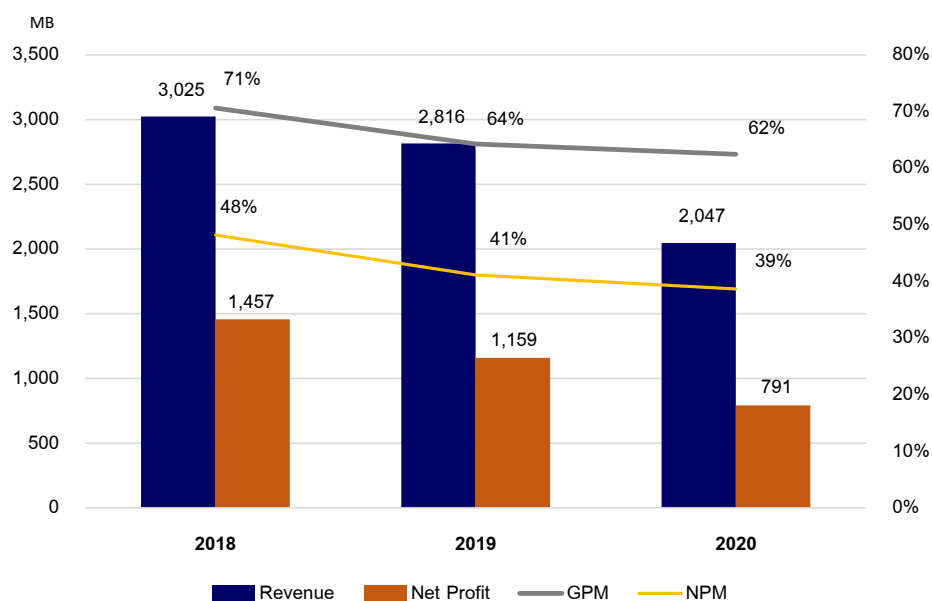
สำหรับปี 2019 รายได้ค่าผ่านทางชะลอตัว 7% Y-Y สาเหตุมาจากการเปิดสะพานเข้าอาคารผู้โดยสารสนามบินดอนเมือง การเปิดอุโมงค์ทางแยกซ้ายโยธิน และการเพิ่มพื้นที่ผิวจราจรบริเวณถนนใต้รถไฟฟ้าสายสีแดง ส่งผลให้ปริมาณจราจรบนถนนวิภาวดีรังสิตลดลงตัวขึ้น ด้านอัตรากำไรขั้นต้นปรับลงเป็น 64% จากปี 2018 ที่ 71% หลักๆจากการเพิ่มขึ้นของค่าบำรุงรักษา ที่มีการซ่อมแซมและปรับปรุงระบบเกี่ยวกับควบคุมการจราจร 3) ต้นทุนผลประโยชน์พนักงานตามพรบ.แรงงานฉบับใหม่ ส่งผลให้บริษัทมีกำไรสุทธิ 1.16 พันล้านบาท (-20% Y-Y) และอัตรากำไรสุทธิ 41.1% (-704bps Y-Y)

สำหรับปี 2020 รายได้ค่าผ่านทางลดลง 27% Y-Y สาเหตุจากผลกระทบของการแพร่ระบาด COVID-19 กดดันด้วย 1) จำนวนนักท่องเที่ยวหดตัวแรง 2) รัฐบาลประกาศพ.ร.ก.การบริหารราชการในสถานการณ์ฉุกเฉินในเดือนมี.ค. 2020 เพื่อควบคุมสถานการณ์การระบาด 3) ขอความร่วมมือประชาชนให้อยู่บ้าน และทำงานที่บ้าน (Work from home) ทำให้ปริมาณจราจรปี 2020 ของทางยกระดับเฉลี่ยต่อวันทั้งส่วนเดิม และทางยกระดับต่อขยายทิศเหนือลดลง 37% Y-Y และ 32% Y-Y เหลือ 5.8 หมื่นคัน และ 3.7 หมื่นคันต่อวัน ตามลำดับ ด้านอัตรากำไรขั้นต้นปรับลงเป็น 62% เทียบกับปี 2019 ที่ 64% จากต้นทุนคงที่ ส่งผลให้บริษัทมีกำไรสุทธิ 791 ล้านบาท (-32% Y-Y) และอัตรากำไรสุทธิ 38.7% (-248bps Y-Y)

อัตราส่วนทางการเงิน

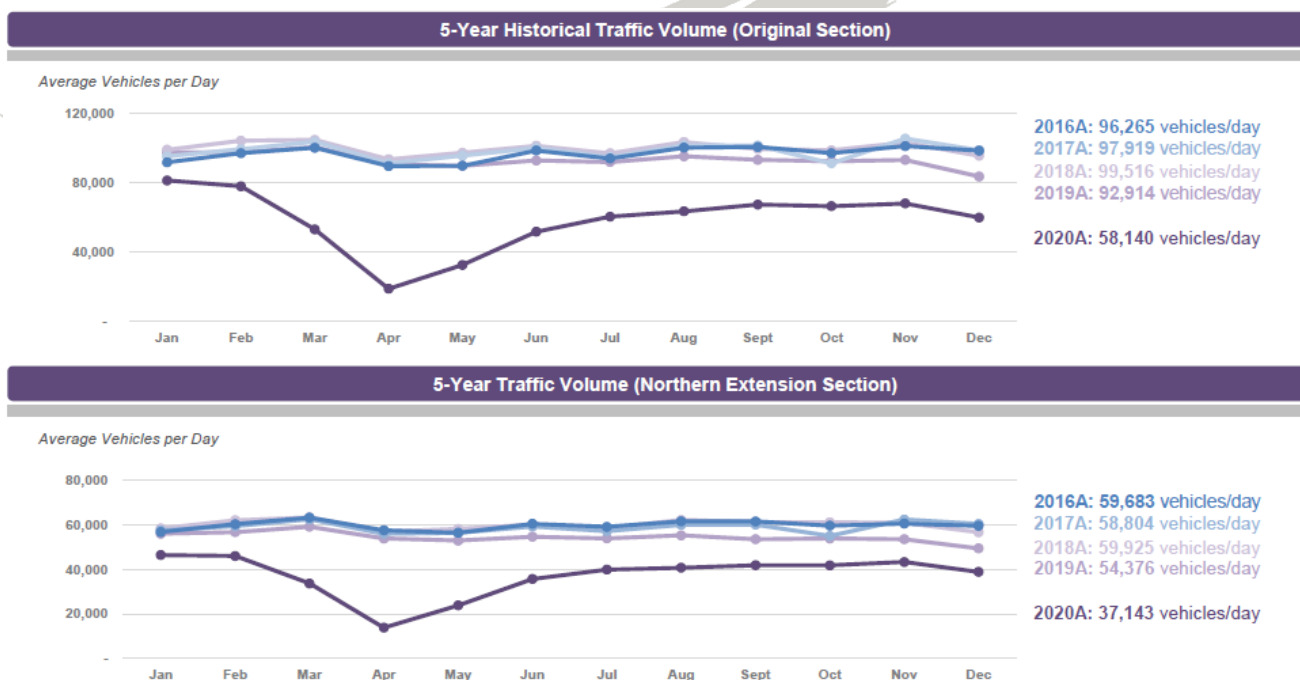
สำหรับด้านอัตราส่วนทางการเงินปี 2018-2020 บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E ratio) เท่ากับ 0.9 เท่า 0.6 เท่า และ 0.4 เท่า ตามลำดับ ลดลงต่อเนื่องจากการชำระคืนหุ้นกู้ที่ครบกำหนดชำระ และ Refinance เป็นเงินกู้ระยะยาว ด้านผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ปี 2018 – 2020 เท่ากับ 12.5%, 10.4% และ 7.4% ตามลำดับ ส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เท่ากับ 23.3%, 16.6% และ 10.4% ตามลำดับ สอดคล้องทิศทางของกำไรสุทธิที่ชะลอลง

Figure 11: Revenue, Net Profit, GPM, NPM



Source: Finansia Research

Figure 12: 5-Year Historical Traffic Volume



Source: Company Data

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลกระทบ

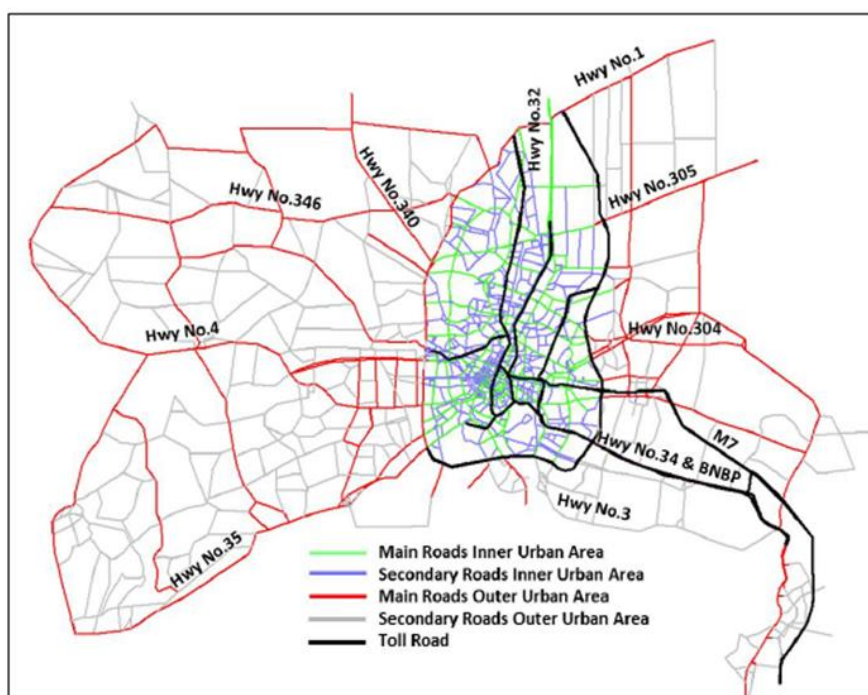
ทางด่วนยังเป็นทางเลือกในการเดินทางที่สำคัญ

ปัจจุบันโครงข่ายระบบขนส่งสาธารณะในเขตเมือง และระหว่างเมืองของประเทศไทยยังไม่ครอบคลุมทั่วถึงและยังไม่เชื่อมต่อกันอย่างเป็นระบบ และไม่สามารถตอบสนองความต้องการของผู้ใช้บริการได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ นอกจากนี้ การขนส่งสินค้าและขนส่งคนในประเทศยังคงใช้ทางถนนเป็นหลัก โดยสัดส่วนการขนส่งสินค้ากว่า 90% ถูกขนส่งโดยรถบรรทุกและรถหัวลากที่ใช้ทางร่วมกับการเดินทางของคนส่วนใหญ่ยังคงใช้รถยนต์ส่วนบุคคล ทำให้ปริมาณการคมนาคมขนส่งทางถนนมีมากกว่าความจุของถนนที่สามารถรองรับได้ ส่งผลให้เกิดปัญหาการจราจรติดขัดต่อเนื่องมาอย่างยาวนาน

อัตราการเติบโตของถนนน้อยกว่าอัตราการเพิ่มขึ้นของการใช้ถนน อ้างอิงข้อมูลจากอัตราส่วนของพื้นที่ทางด่วนเทียบกับพื้นที่ถนนในกรุงเทพฯ คิดเป็นเพียง 7% ของพื้นที่ดินในกรุงเทพฯ ทั้งหมด และมีดัชนีการจราจรติดขัดถึง 44% ซึ่งเป็นอันดับ 10 ของโลก โดยเฉพาะชั่วโมงเร่งด่วน 6.00-9.00 น. และ 16.00-19.00 น. ของทุกวันทำงาน นอกจากนี้ ผลการสำรวจด้านการจราจรในกรุงเทพฯ พบว่าความเร็วในการเดินทางช่วงชั่วโมงเร่งด่วนเฉลี่ยจะน้อยกว่า 10 กิโลเมตรต่อชั่วโมง เทียบกับความเร็วในการเดินทางโดยเฉลี่ยของสิงคโปร์และฮ่องกงที่ 20-28 กิโลเมตรต่อชั่วโมง มีสาเหตุจากปริมาณความต้องการใช้ถนนที่เพิ่มขึ้นมากกว่าปริมาณการเพิ่มขึ้นของถนนนั้นส่งผลให้เกิดผลกระทบต่อความเร็วเฉลี่ยที่ใช้ในการเดินทางโดยรถยนต์ที่ลดลง

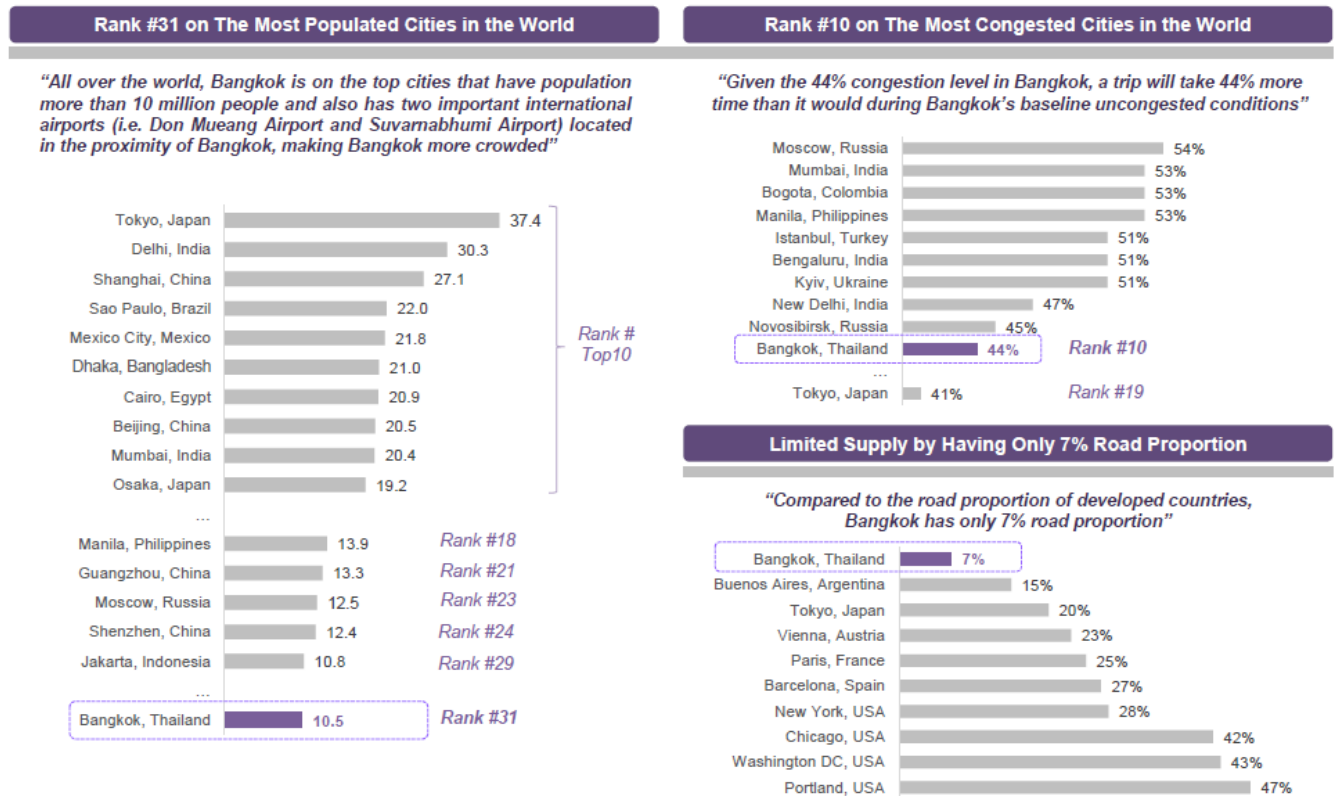
ทางด่วน และถนนที่เชื่อมกับทางด่วน ซึ่งมีลักษณะเป็นระบบโครงข่ายจึงเข้ามามีบทบาทที่สำคัญมากต่อการอำนวยความสะดวก และประหยัดระยะเวลาในการเดินทางสำหรับผู้ใช้งานที่ประสบปัญหาติดขัดของจราจร ขณะที่ปริมาณการซื้อรถยนต์ส่วนบุคคลที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง รวมถึงการพัฒนาพื้นที่เพื่อที่อยู่อาศัย และเชิงพาณิชย์ของภาคเอกชนที่ขยายจากจุดศูนย์กลางในบริเวณใจกลางเมือง สร้างความหนาแน่นพื้นที่ของถนน และมีแนวโน้มหันมาใช้บริการทางด่วน หรือทางพิเศษที่เพิ่มขึ้นเช่นกัน

Figure 13: โครงข่ายเส้นทางของถนนในปัจจุบัน



Source: Company Data

Figure 14: Limited Transportation in Bangkok

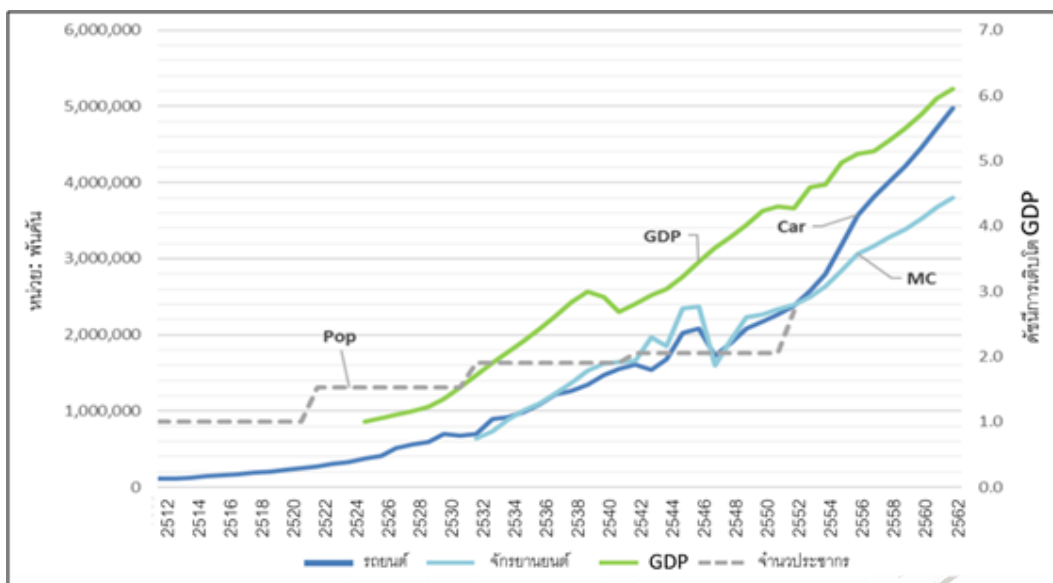


Source: Company Data

ระยะทางรวมของโครงข่ายทางด่วนหรือทางพิเศษเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปี 1990 เพื่อรองรับอุปสงค์ของการเดินทางจากการลงทุนในโครงการในระบบทางด่วน/ทางพิเศษเพื่อพัฒนาพื้นที่กรุงเทพฯ และปริมณฑล ซึ่งส่งผลให้ปริมาณจราจรมีการเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างมากในระบบทางด่วนหรือทางพิเศษ อย่างไรก็ตาม ภายหลังจากปี 2000 อัตราการก่อสร้างใหม่เพิ่มขึ้นในอัตราลดลง จากปัญหาการคืนเวนคืนที่ดิน และภาครัฐหันไปให้ความสำคัญกับระบบขนส่งทางในเขตเมืองมากขึ้น ขณะที่การเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ และปัจจัยต่างๆ ที่เอื้อต่อการครอบครองรถยนต์ อาทิ ระบบสินเชื่อรถยนต์ที่มีทางเลือกเพิ่มมากขึ้น ประเภท และราคาของรถยนต์ที่หลากหลายมากขึ้น เป็นต้น ส่งผลให้จำนวนยานพาหนะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทำให้ยังเผชิญปัญหาการจราจรที่ติดขัดหากพื้นที่ถนนมีอยู่จำกัด

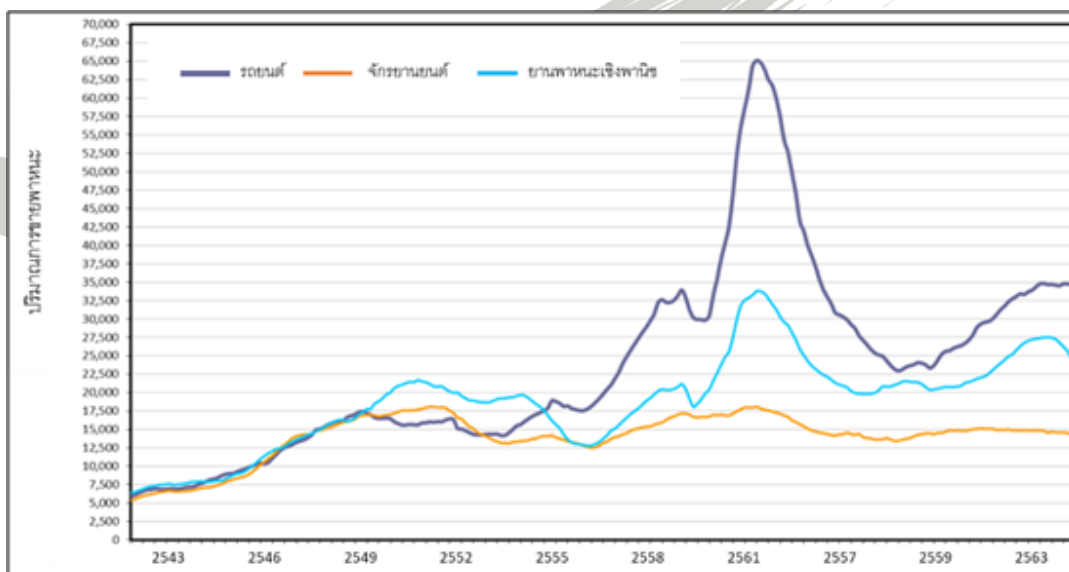
แม้ในอนาคตอาจจะมีปัจจัยกดดันจากการเปิดดำเนินการของโครงการรถไฟฟ้าสายสีแดงและสายสีเขียวที่มีพื้นที่ให้บริการใกล้เคียงกับทางยกระดับดอนเมือง อาจดึงดูดให้ผู้ใช้ไปใช้บริการขนส่งดังกล่าว รวมถึงรถไฟฟ้าความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน อาจทำให้ผู้ใช้บริการสนามบินดอนเมืองลดลง อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าในอนาคตทางด่วนยังเป็นที่ต้องการของผู้ใช้บริการและแปรผันตามเศรษฐกิจ เนื่องจากการขนส่งรูปแบบอื่นมีข้อจำกัดในหลายด้าน อาทิ ความสะดวกสบาย, ช่วงเวลาการให้บริการ รวมถึงการเข้าถึงและไม่ครอบคลุมพื้นที่

Figure 15: จำนวนรถยนต์ส่วนบุคคล และรถจักรยานยนต์สะสมในกรุงเทพฯ และ GDP



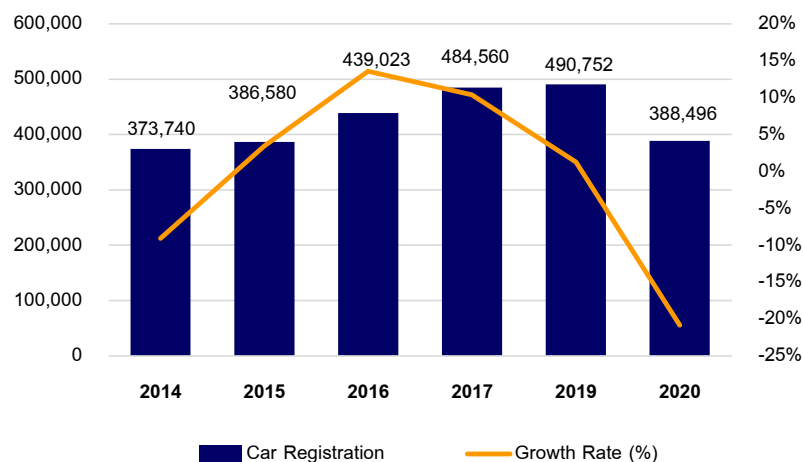
Source: การขนส่งทางบกและสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

Figure 16: ปริมาณการขายรถยนต์ใหม่



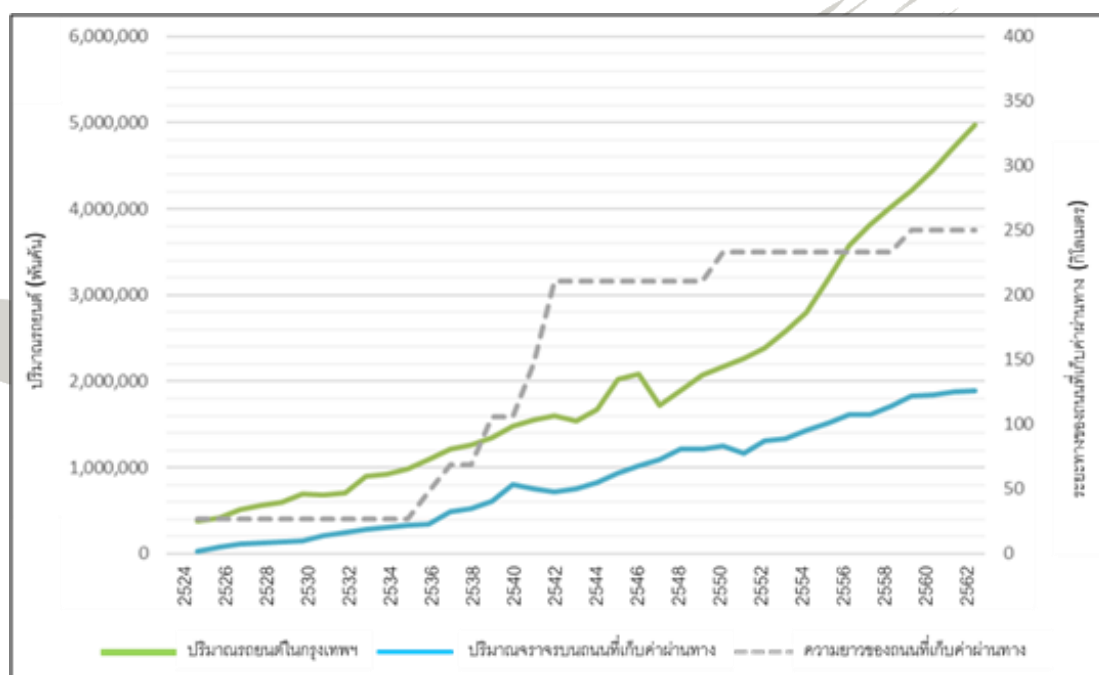
Source: การขนส่งทางบกและสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

Figure 17: จำนวนรถจดทะเบียนใหม่ในกรุงเทพฯ



Source: การขนส่งทางบก, Finansia Research

Figure 18: แนวโน้มจราจรของระบบทางด่วน/ทางพิเศษ



Source: Systra MVA (MVA)

แนวเส้นทางมีศักยภาพดึงดูดผู้ใช้บริการ

ปริมาณจราจรบนทางยกระดับดอนเมืองแปรผันตามการขยายตัวของเมือง, ที่อยู่อาศัย และการเพิ่มของประชากรในพื้นที่ด้านทิศเหนือของกรุงเทพมหานคร รวมถึงยังได้อานิสงส์จากปริมาณจราจรบนถนนวิภาวดี-รังสิตและ Local Road รวมถึงถนนพหลโยธินในช่วงที่อยู่ใต้ทางยกระดับอุดรภิมุข มีจำนวนเฉลี่ย 3.3 แสนคันต่อวัน ซึ่งเป็นปริมาณที่สูง และมากกว่า 2 เท่าเมื่อเทียบกับปริมาณรถบนทางยกระดับทั้งส่วนเดิมและต่อขยายทิศเหนือที่รวม 1.5 แสนคันต่อวันในปี 2019 ที่เป็นสถานการณ์ปกติ นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยสนับสนุนต่ออุปสงค์ของการใช้บริการทางยกระดับดอนเมือง ดังนี้

1. เส้นทางที่ให้บริการแก่ประชาชนที่เดินทางจากบริเวณทิศเหนือของกรุงเทพฯ อาทิ ดินแดง, ห้วยขวาง, บางเขน, งามวงศ์วาน, แจ้งวัฒนะ, ดอนเมือง และรังสิต ซึ่งมีประชากรอาศัยอยู่หนาแน่น รวมถึงจังหวัดปทุมธานีที่อยู่ในบริเวณใกล้เคียง และอุปสงค์ของการสร้างที่อยู่อาศัยใหม่สูง จากข้อมูล REIC ที่เป็นอันดับ 4 ของจังหวัดที่มีการออกใบอนุญาตก่อสร้างเพื่อที่อยู่อาศัยมากที่สุด โดยการให้บริการทางยกระดับดอนเมืองจะทำให้ประชาชนสามารถเดินทางเข้า-ออกย่าน CBD ของกรุงเทพฯ ได้อย่างสะดวกสบาย และช่วงประหยัดเวลาไปมาก โดยใช้ระยะเวลาบนทางยกระดับดอนเมืองเดินทางเข้าใจกลางเมืองเพียง 20 นาที เทียบกับการใช้ถนนด้านล่างที่ 40 นาที ตั้งอยู่บนแนวถนนวิภาวดี-รังสิตที่มักมีการจราจรติดขัดและหนาแน่นเต็มพื้นที่ รวมถึงออกแบบให้มีทางขึ้นลงเชื่อมต่อกับถนนสายหลักสำคัญ เช่น ถนนแจ้งวัฒนะ และถนนงามวงศ์วาน
2. เส้นทางตั้งอยู่ด้านบนของแนวถนนที่มีสถานที่สำคัญตลอดแนว ได้แก่ ตึกอาคารสำนักงาน, สถานที่ราชการ, โรงพยาบาล, สถานศึกษา และห้างสรรพสินค้า
3. เส้นทางที่มุ่งหน้าสู่สนามบินดอนเมือง ซึ่งเป็นจุดศูนย์กลางทางการบินในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ปัจจุบันรองรับผู้โดยสารถึง 30 ล้านคนต่อปี ซึ่งในปี 2019 มีจำนวนผู้โดยสารเกินความจุที่ 40 ล้านคน
4. เชื่อมต่อกับทางหลวงอื่นอย่างทางหลวงต่อขยายรังสิตบริเวณอนุสรณ์สถาน และทางหลวงต่อขยายเชื่อมกับกับทางพิเศษศรีรัช (ทางด่วนชั้นที่ 2) ของกทพ. ช่วย feed-in เพิ่มปริมาณจราจรในทางยกระดับดอนเมือง

Figure 19: แนวเส้นทางยกระดับดอนเมือง

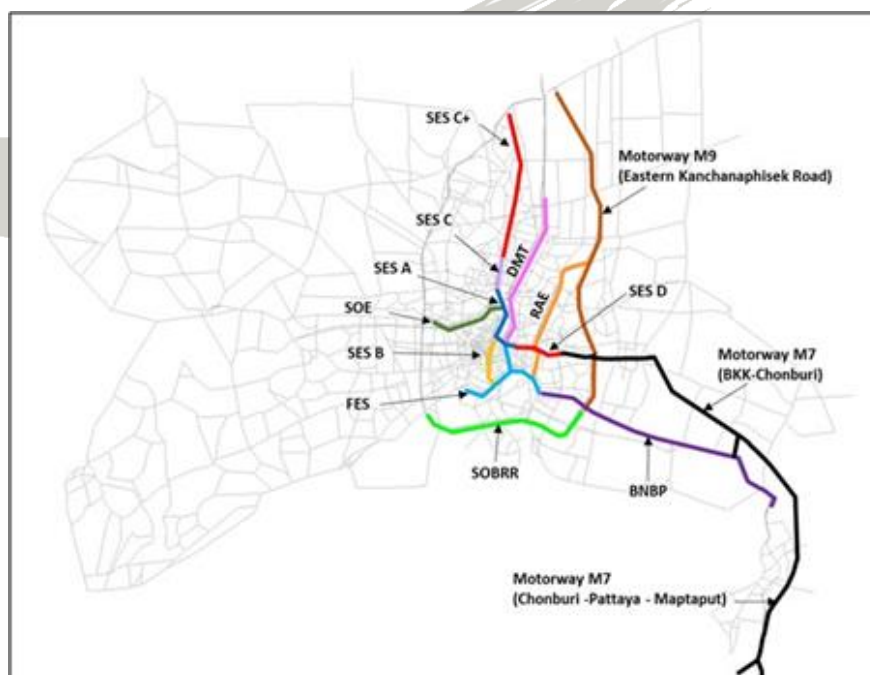


Source: Company Data

Figure 20: จังหวัดที่มีการออกใบอนุญาตก่อสร้างเพื่อที่อยู่อาศัยมากที่สุดในปี 2020

ลำดับ	จังหวัด	ภาค	แนวราบ	อาคารชุด	รวม	YoY			สัดส่วนร้อยละ
						แนวราบ	อาคารชุด	รวม	
1	กรุงเทพมหานคร	กรุงเทพฯ-ปริมณฑล	14,551	87,407	101,958	↓ -12.7%	↓ -12.1%	↓ -12.2%	30.1%
2	ชลบุรี	ภาคตะวันออก	13,127	3,548	16,675	↓ -30.0%	↓ -64.1%	↓ -41.7%	4.9%
3	นครราชสีมา	ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	14,228	773	15,001	↑ 6.1%	↓ -39.1%	↑ 2.2%	4.4%
4	ปทุมธานี	กรุงเทพฯ-ปริมณฑล	11,032	2,243	13,275	↓ -23.1%	↓ -65.9%	↓ -36.5%	3.9%
5	สมุทรปราการ	กรุงเทพฯ-ปริมณฑล	11,200	1,205	12,405	↑ 10.1%	↑ 140.1%	↑ 16.3%	3.7%
6	เชียงใหม่	ภาคเหนือ	9,638	579	10,217	↓ -22.3%	↓ -67.3%	↓ -27.9%	3.0%
7	นนทบุรี	กรุงเทพฯ-ปริมณฑล	8,705	223	8,927	↓ -38.0%	↓ -97.8%	↓ -62.8%	2.6%
8	ระยอง	ภาคตะวันออก	7,801	528	8,329	↑ 4.3%	↓ -81.8%	↓ -19.7%	2.5%
9	สงขลา	ภาคใต้	7,931	160	8,090	↑ 6.6%	↓ -46.1%	↑ 4.6%	2.4%
10	ขอนแก่น	ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	7,181	400	7,582	↑ 11.9%	↑ 100.0%	↑ 18.1%	2.2%
จังหวัดอื่น ๆ			128,882	6,847	135,729	↑ 14.8%	↑ 21.8%	↑ 15.1%	40.1%
รวมทั่วประเทศ			234,278	103,911	338,189	0.4%	-24.8%	-9.0%	100.0%

Source: REIC

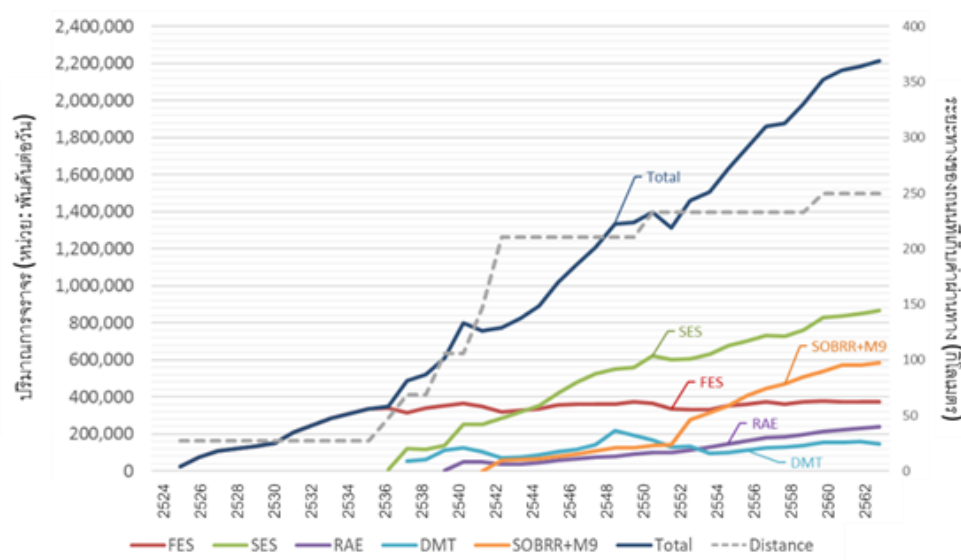
Figure 21: ระบบทางด่วน/ทางพิเศษในปัจจุบัน


Source: การขนส่งทางบก

Figure 22: ถนนเก็บค่าผ่านทางในกรุงเทพฯ

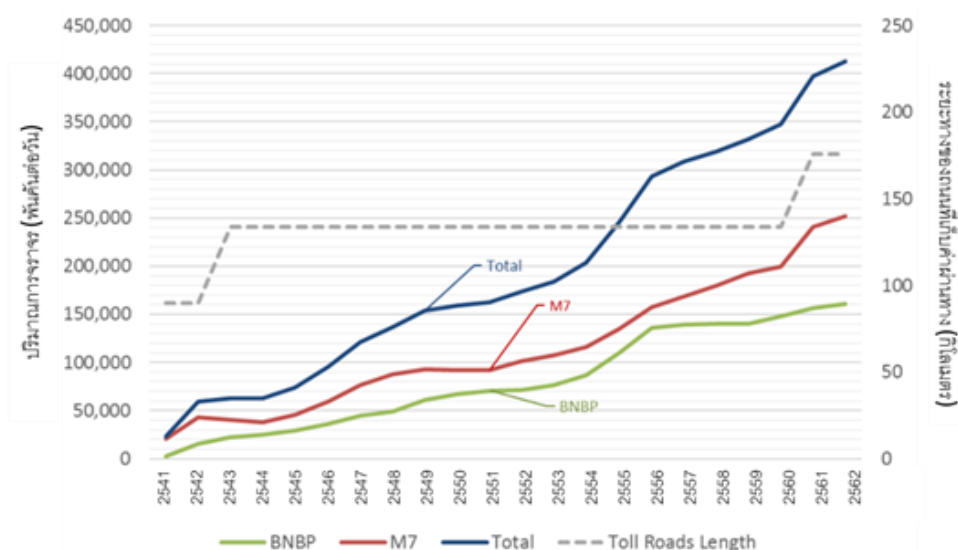
ถนนเก็บค่าผ่านทาง	พื้นที่การให้บริการ	เจ้าของโครงการ/ผู้บริหารจัดการ	ระบบจัดเก็บค่าผ่านทาง	อัตราค่าผ่านทาง	จำนวนช่องทางจราจร	ระยะทาง (กิโลเมตร)	จำนวนด่านเก็บค่าผ่านทาง
ทางพิเศษเฉลิมมหานคร-FES	ในเขตเมือง	EXAT/EXAT	ระบบเปิด	50	6	27.1	20
ทางพิเศษศรีรัช ส่วน A-SES Sector A	ในเขตเมือง	EXAT/BBM	ระบบเปิด	50	6	12.4	33
ทางพิเศษศรีรัช ส่วน B-SES Sector B	ในเขตเมือง		ระบบเปิด	50	6	9.4	33
ทางพิเศษศรีรัช ส่วน C-SES Sector C	นอกเขตเมือง		ระบบเปิด	10 หรือ 15	6	8.0	33
ทางพิเศษศรีรัช ส่วน D-SES Sector D	นอกเขตเมือง		ระบบเปิด	25	6	8.6	33
ทางพิเศษอุดรรัถยา ส่วน-SES Sector C+	นอกเขตเมือง	EXAT/BBM	ระบบเปิด	35 ถึง 55	4	32.0	10
ทางพิเศษศรีรัช-วงแหวนรอบนอก-SOE	นอกเขตเมือง	EXAT/BBM	ระบบเปิด	50	6	16.7	9
ทางพิเศษฉลองรัช-RAE	ในเขตเมือง/นอกเขตเมือง	EXAT/EXAT	ระบบเปิด	20 ถึง 40	6	28.2	16
ถนนวงแหวนรอบนอกด้านใต้-SOBR	ถนนวงแหวน		ระบบเปิด	20 ถึง 40	6	22.5	30
ทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง หมายเลข 9 (วงแหวนรอบนอก)-M9	ถนนวงแหวน	DOH/DOH	ระบบเปิด	30 ถึง 60	8	64.0	4
โถงลอดเวย์	ในเขตเมือง/นอกเขตเมือง	DOH/DMT	ระบบเปิด	80 ถึง 115	6	21.0	12
ทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง หมายเลข 7 (กทม.-ชลบุรี-พญา)-M7	ระหว่างเมือง	DOH/DOH	ระบบเปิด	10 ถึง 105	8	153.0	15
ทางพิเศษบูรพาวิถี (บางนา-บางพลี-บางปะกง)-BNBP	ระหว่างเมือง	EXAT/EXAT	ระบบเปิด	20 ถึง 110	6	55.0	20
รวมทั้งหมด						458.0	169

Source: การทางพิเศษแห่งประเทศไทย

Figure 23: ปริมาณจราจรในทางพิเศษในเขตเมืองและนอกเขตเมือง


Source: Systra MVA (MVA)

Figure 24: ปริมาณจราจรในทางพิเศษระหว่างเมือง



Source: Systra MVA (MVA)

ทางด่วนเส้นใหม่ช่วย Feed in ปริมาณจราจรเพิ่มขึ้น

แผนการสร้างทางด่วนหรือทางพิเศษในกรุงเทพฯ และปริมณฑลในอนาคตของภาครัฐ เป็นส่วนกระตุ้นการใช้การจราจรบนระบบทางด่วน และช่วย Feed in เข้าทางยกระดับตอนเมืองให้เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะ 2 เส้นทางที่มีส่วนเชื่อมทางยกระดับตอนเมืองอย่างทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง หมายเลข 6 (บางปะอิน-นครราชสีมา M6) และหมายเลข 5 (รังสิต-บางปะอิน) โดย M6 มีเส้นทางเริ่มต้นจากอำเภอบางปะอิน จ.พระนครศรีอยุธยา สิ้นสุดที่โคราช และผ่านพื้นที่ที่สำคัญของจังหวัดอยุธยา, สระบุรี และโคราช โดยล่าสุดได้ผู้ชนะประมูลติดตั้งและบริหารระบบเก็บเงิน (O&M) แล้ว และคาดว่าจะเปิดให้บริการปี 2022 ส่วน M5 เป็นเส้นทางเฟสแรก เริ่มต้นจากรังสิตสิ้นสุดที่บางปะอิน ปัจจุบันอยู่ระหว่างศึกษา คาดเปิดประมูลในปี 2021 เริ่มก่อสร้างในปี 2023 และเปิดให้บริการในปี 2027 หากทั้ง 2 เส้นทางเปิดบริการจะเป็นประตูเปิดรับผู้ใช้บริการจากทางภาคกลางตอนบน, ภาคเหนือ และภาคอีสานเข้าสู่กรุงเทพฯ ผ่านทางยกระดับตอนเมือง หนุนปริมาณจราจรในระบบเพิ่มขึ้นในระยะยาว

ขณะที่ยังมีทางด่วนขั้นที่ 3 (N1-2-EW), ทางพิเศษศรีรัช-ดาวคะนอง-ถนนกาญจนาภิเษกตะวันตก, ทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง หมายเลข 81 (บางใหญ่-กาญจนบุรี M81), ทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง หมายเลข 8 (นครปฐม-ชะอำ M8), ทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง หมายเลข 82 (ธนบุรี-ปากท่อ M82), ทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง หมายเลข 5 (บางปะอิน-นครสวรรค์ M5) และทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง หมายเลข 9 (ถนนกาญจนาภิเษกทิศตะวันตก M9) ที่คาดว่าจะเปิดให้บริการภายใน 4 ปีข้างหน้า จะทำให้ระบบโครงข่ายสมบูรณ์ขึ้นจากความยาวเพิ่มขึ้นทั้งหมด 820 กม.

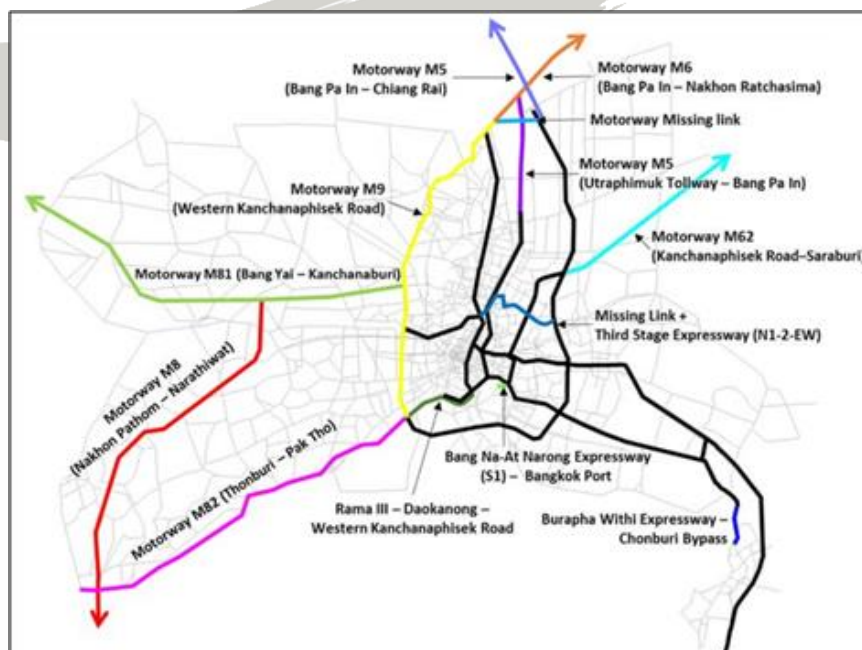
นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยบวกจากแผนการลงทุนโครงการพัฒนาท่าอากาศยานดอนเมืองระยะที่ 3 เพื่อเพิ่มความสามารถในการรับผู้โดยสารได้มากขึ้นเป็น 40 ล้านคนต่อปี ซึ่งปริมาณผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ปริมาณจราจรในพื้นที่เขตตอนเมือง และผู้ใช้บริการทางยกระดับตอนเมืองมากขึ้น

Figure 25: M5 1st phase Rangsit-Bang Pa In, M6 1st phase Bang Pa In-Korat



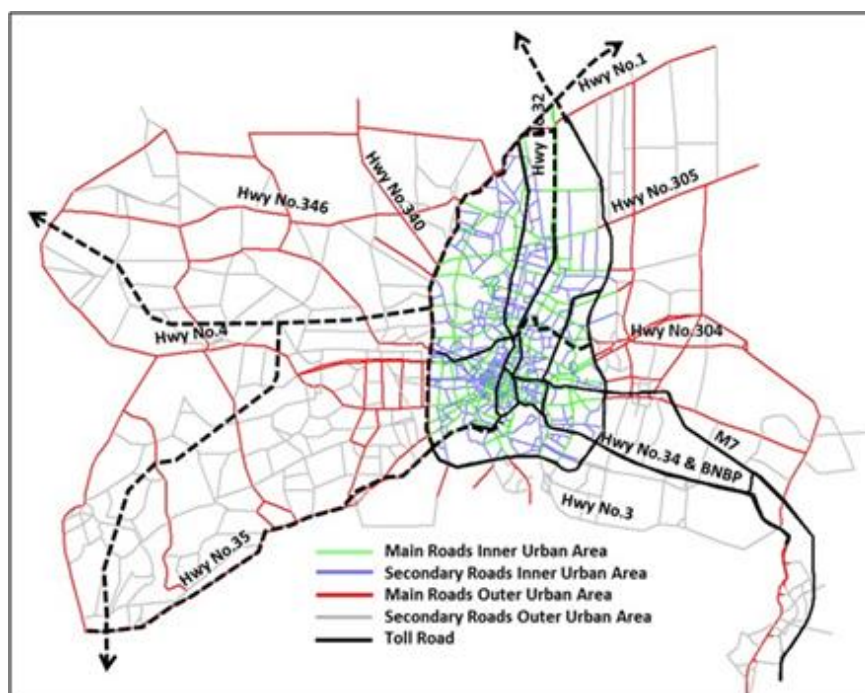
Source: DMT, DOH, ECAT

Figure 26: แผนการการร้่างทางด่วน/ทางพิเศษในกรุงเทพฯ และปริมณฑลในอนาคต



Source: Systra MVA (MVA)

Figure 27: 12 ระบบโครงข่ายถนนเก็บค่าผ่านทางในปี 2031



Source: Systra MVA (MVA)

ติดตามโอกาสขยายสัมปทาน ซึ่งเป็น Upside ต่อประมาณการ

โครงการทางยกระดับดอนเมืองที่ DMT ได้รับสัมปทานมีอายุให้บริการประชาชนถึงวันที่ 11 กันยายน 2034 อย่างไรก็ตามหากพิจารณาตามมาตรา 49 แห่งพระราชบัญญัติการร่วมลงทุนระหว่างรัฐและเอกชน ปี 2019 “กำหนดให้หน่วยงานเจ้าของโครงการจัดทำแนวทางการดำเนินโครงการต่อเนื่องจากโครงการที่สัญญาร่วมลงทุนสิ้นสุด โดยเปรียบเทียบกรณีที่หน่วยงานของรัฐดำเนินการเอง และกรณีที่ให้ออกชนร่วมลงทุนเสนอรัฐมนตรีกระทรวงคมนาคมอย่างน้อย 5 ปี ก่อนที่สัญญาจะสิ้นสุดลง โดยให้คำนึงถึงประโยชน์ของรัฐ ความต่อเนื่องในการให้บริการสาธารณะ และผลกระทบต่อประชาชน”

ประเมินว่าภายหลังสัมปทานสิ้นสุดลง มีแนวโน้มสูงที่ภาครัฐจะดำเนินโครงการต่อในรูปแบบการให้ออกชนร่วมลงทุนจากนโยบายของกรมทางหลวง โดยจะเป็นการประมูลคัดเลือกเอกชนเข้ารับสัมปทานโครงการใหม่ ซึ่ง DMT เป็นตัวเต็งในการประมูล เนื่องจากมีแต้มต่อคู่แข่งในฐานะผู้รับสัมปทานรายเดิมที่มีประสบการณ์ดำเนินงานโครงการมายาวนานกว่า 31 ปี, มีความเชี่ยวชาญในโครงสร้างและแนวทางการจัดการเป็นอย่างดี รวมถึงบริหารต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้สามารถได้เปรียบในด้านการเสนอเงื่อนไขทางการเงินได้อย่างเหมาะสม นอกจากนี้ ยังสร้างความต่อเนื่องในการให้บริการสาธารณะและไม่มีผลกระทบต่อประชาชน อย่างไรก็ตาม ประเมินการของเรายูบ่นสมมติฐานอนุรักษ์นิยม ซึ่งยังไม่รวมการต่อขยายอายุของสัมปทานทางยกระดับดอนเมือง

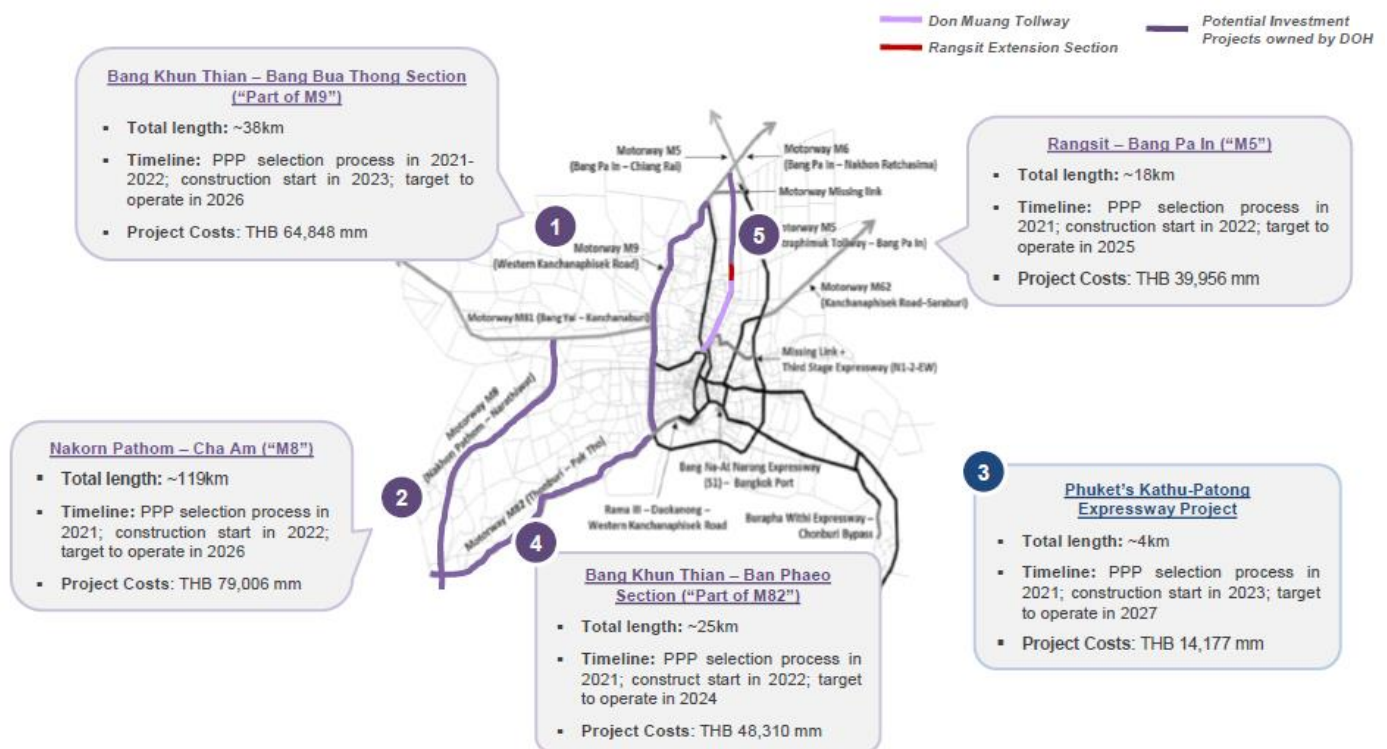
มีศักยภาพในการประมูลโครงการใหม่อีกมาก

บริษัทมีนโยบายการศึกษาความเหมาะสม และความคุ้มค่าของโครงการใหม่อย่างต่อเนื่องตามแผนธุรกิจประจำปี โดยเลือกดำเนินการโครงการที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจรับสัมปทานดำเนินการและบำรุงรักษา ซึ่งบริษัทมีแผนในการลงทุนโครงการหลักที่บริษัทสนใจและมีศักยภาพในการดำเนินการ ซึ่งจะเป็นโอกาสในการต่อยอดการเติบโตในอนาคต ดังนี้

1. **โครงการทางหลวงพิเศษระหว่างเมืองสายบางขุนเทียน-บางบัวทอง (ส่วนหนึ่งของ M9)**
ระยะทาง 38 กิโลเมตร มูลค่าโครงการ 6.5 หมื่นล้านบาท คาดเปิดประมูลในปี 2021-2022 เริ่มก่อสร้างในปี 2023 และเปิดให้บริการในปี 2026
2. **ทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง หมายเลข 8 (นครปฐม-ชะอำ M8)**
ระยะทาง 119 กิโลเมตร มูลค่าโครงการ 7.9 หมื่นล้านบาท ลักษณะถนนมี 4 ช่องทางจราจร และมีด่านเก็บค่าผ่านทางทั้งหมด 9 ด่าน และทางแยกต่างระดับ 8 แห่ง ซึ่งเริ่มต้นจากจังหวัดนครปฐม สิ้นสุดเส้นทางที่จังหวัดเพชรบุรี คาดเปิดประมูลในปี 2021 เริ่มก่อสร้างในปี 2022 และเปิดให้บริการในปี 2024
3. **โครงการทางพิเศษสายกะทู้-ป่าตอง**
ระยะทาง 4 กิโลเมตร มูลค่าโครงการ 1.4 หมื่นล้านบาท เป็นโครงการทางพิเศษขนาด 4 ช่องจราจรต่อทิศทาง โดยบริษัทให้ความสนใจการลงทุนโครงการ เนื่องจากมีระยะทางสั้น และง่ายต่อการบริหารจัดการ
4. **โครงการทางหลวงพิเศษระหว่างเมืองสายบางขุนเทียน-ปากท่อ (M82) ช่วงบางขุนเทียน-บ้านแพ้ว ของกรมทางหลวง**
ระยะทาง 25 กิโลเมตร มูลค่าโครงการ 4.8 หมื่นล้านบาท โดยบริษัทมีความสนใจในการลงทุนเนื่องจากเป็นโครงการมีลักษณะใกล้เคียงกับทางยกระดับดอนเมืองคือเป็นโครงสร้างทางยกระดับ และมีการจราจรในลักษณะเข้าและออกเมือง คาดเปิดประมูลในปี 2021 เริ่มก่อสร้างในปี 2022 และเปิดให้บริการในปี 2024
5. **โครงการทางหลวงพิเศษรังสิต-บางปะอิน (M5)**
ระยะทาง 18 กิโลเมตร มูลค่าโครงการ 4 หมื่นล้านบาท คาดเปิดประมูลในปี 2021 เริ่มก่อสร้างในปี 2023 และเปิดให้บริการในปี 2027

นอกจากนี้ ยังมีโครงการที่เป็นเส้นทางเชื่อมระหว่างทางยกระดับดอนเมืองที่บริษัทมีความสนใจในการลงทุนอย่างโครงการทางเชื่อมระหว่างทางยกระดับดอนเมืองกับท่าอากาศยานดอนเมืองเพื่อแก้ไขปัญหาจราจรบริเวณโดยรอบสนามบินดอนเมือง รวมถึงโครงการทางเชื่อมต่อระหว่างทางยกระดับดอนเมืองกับทางพิเศษศรีรัช-วงแหวนรอบนอกกรุงเทพมหานคร (Missing Link) รวมถึงโครงการที่ให้เอกชนร่วมลงทุนและบริหารจัดการที่พักริมทางโครงการทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง (Rest Area)

Figure 28: Future Toll Projects



Source: Company Data

Figure 29: Master Plan of Intercity Motorway



Source: DOH

คาดการณ์กำไร 3 ปีข้างหน้า ขยายตัวเฉลี่ย 26% CAGR

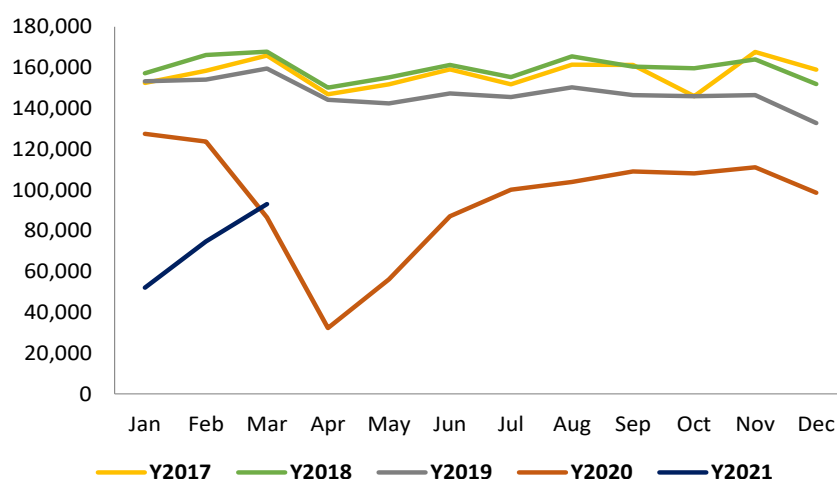
เราคาดการณ์ประกอบการช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2023) จะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) 26% ต่อปี โดยมีปัจจัยสนับสนุนหลักมาจาก

- 1) ปริมาณจราจรบนทางยกระดับดอนเมืองมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง จากสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่คลี่คลาย ทำให้ผู้ใช้บริการมีความเชื่อมั่นในการเดินทางมากขึ้น รวมถึงการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติของภาครัฐโดยเริ่มจากสนามบินภูเก็ตในเดือนเม.ย. และเกาะสมุยเดือนก.ค. 2021 โดยระยะถัดไปคาดมีการผ่อนคลายต่อเนื่อง หนุนอุปสงค์การเดินทางไปสนามบินดอนเมืองสูงขึ้น โดยคาดการณ์ปี 2021-2023 จำนวนรถบนทางยกระดับดอนเมืองทั้งส่วนเดิมและต่อขยายด้านทิศเหนือรวมเฉลี่ย 35.4, 47.6 และ 52.3 ล้านคันต่อวัน ตามลำดับ สูงขึ้นจากปี 2020 ที่ 34.9 ล้านคันต่อวันซึ่งได้รับผลกระทบ COVID-19
- 2) รายได้ที่ฟื้นตัว ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้นตามทิศทางเดียวกันจากต้นทุนส่วนหนึ่งที่เป็นต้นทุนคงที่ คาดปี 2021-2023 ที่ 65%, 68% และ 70% ตามลำดับ สูงขึ้นจากค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 2 ปี (ปี 2019 – 2020) ที่เฉลี่ย 63%
- 3) ต้นทุนทางการเงินสุทธิลดลงจากการปรับโครงสร้างเงินทุนการ IPO ทำให้ภาระหนี้สิน และต้นทุนทางการเงินลดลง โดย ณ สิ้นปี 2021 คาดไม่มีหนี้เงินกู้ และมีสถานะเป็น Net Cash

สำหรับปี 2021 ท่ามกลางความท้าทายจาก COVID-19 รอบใหม่ที่เป็นปัจจัยกดดัน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2021 จะสามารถฟื้นตัวได้ 13% Y-Y อยู่ที่ 894 ล้านบาท หนุนด้วย 1) สถานการณ์การแพร่ระบาดมีแนวโน้มคลี่คลายไปในทิศทางดีขึ้น หลังประชาชนมีการปรับตัวได้เร็วขึ้น รวมถึงกิจกรรมทางเศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะใกล้เคียงปกติ ทำให้คาดจำนวนรถบนทางยกระดับดอนเมืองรวมเฉลี่ย 35.4 ล้านคันต่อวัน (+2% Y-Y) และรายได้ค่าผ่านทางที่ 2.1 พันล้านบาท (+2% Y-Y) โดยปริมาณจราจรในระบบ 1Q21 ปรับดีขึ้นต่อเนื่อง โดยในเดือนม.ค.-มี.ค.อยู่ที่ 5.2 หมื่นคัน, 7.4 หมื่นคัน และ 9.3 หมื่นคันต่อวัน ตามลำดับ ทำให้ 1Q21 ปริมาณจราจรคิดเป็น 18.6% ของปริมาณการทั้งปีของเรา ขณะที่ช่วงที่เหลือของปีคาดฟื้นตัวต่อเนื่อง 2) อัตรากำไรขั้นต้นคาดสูงขึ้นเป็น 65% ตามทิศทางรายได้ที่ฟื้นตัว 3) ต้นทุนทางการเงินที่ลดลง หลังชำระหนี้เงินกู้ทั้งหมด ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิปี 2021 คาดปรับขึ้นเป็น 42.8% จากปี 2020 ที่ 38.7%

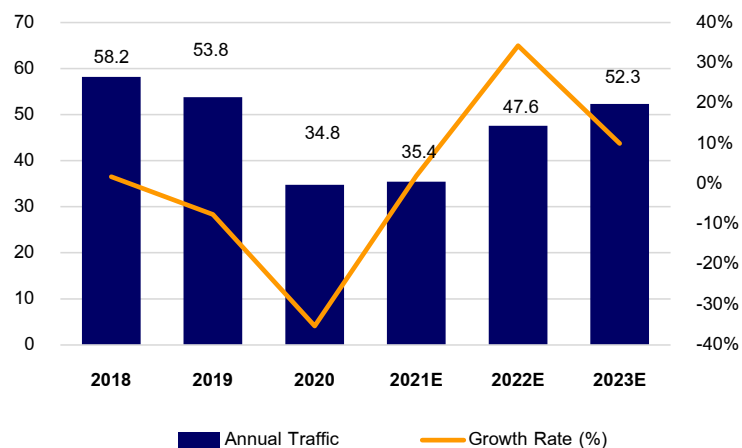
ทั้งนี้ DMT มีการจ่ายเงินปันผลใน 1H21 เท่ากับ 0.50 บาท/หุ้น ซึ่งเป็นการจ่ายจากงวดผลประกอบการปี 2020 และจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นก่อน IPO ซึ่งจะขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นวันที่ 29 เม.ย. 2021

Figure 30: Monthly Traffic (vehicles)



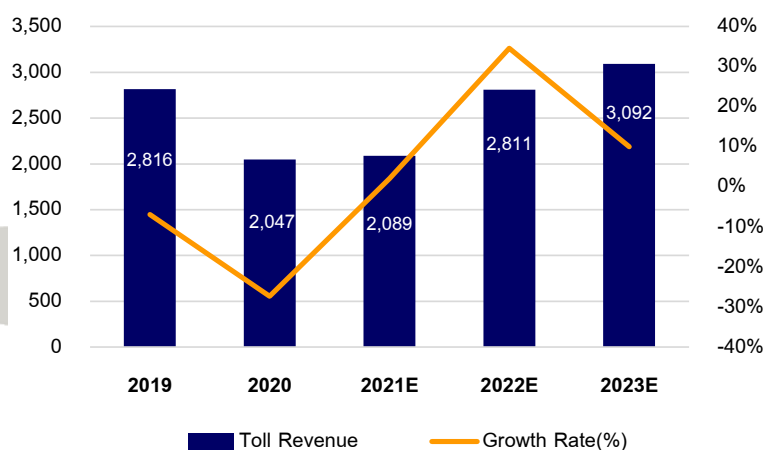
Source: Finansia Research

Figure 31: Forecast Annual Traffic (million vehicles)



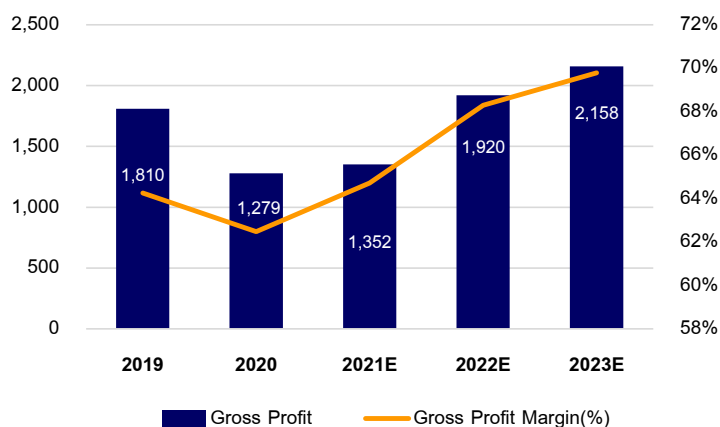
Source: Finansia Research

Figure 32: Revenue from Toll (MB)



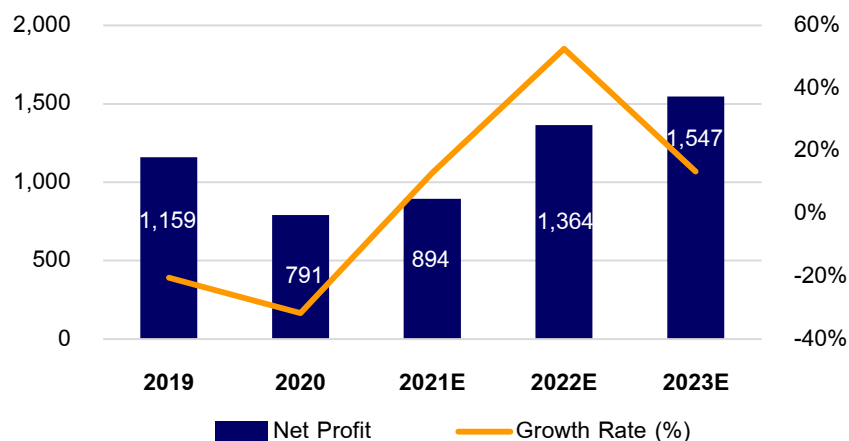
Source: Finansia Research

Figure 33: Gross Profit



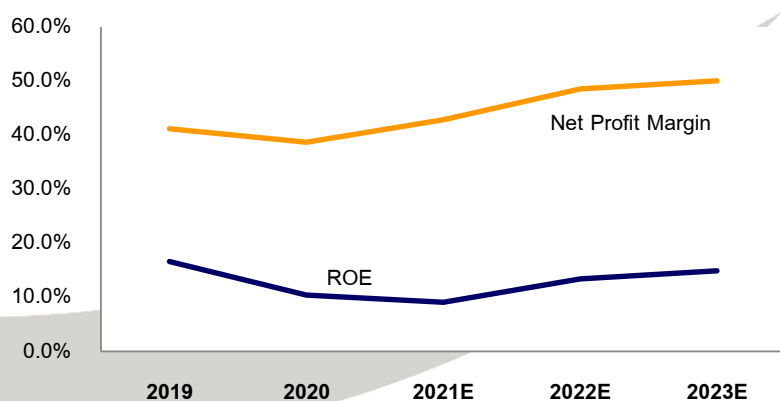
Source: Finansia Research

Figure 34: Net Profit (MB)



Source: Finansia Research

Figure 35: ROE, Net Profit Margin (%)



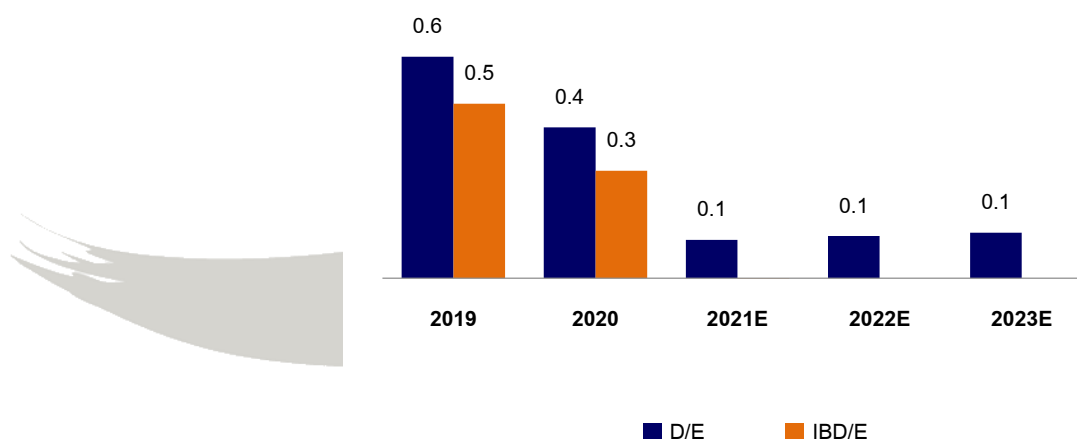
Source: Finansia Research

ธุรกิจ Cash Cow ชั้นดี พร้อมฐานะการเงินแข็งแกร่ง

การใช้บริการทางยกระดับดอนเมืองมีรูปแบบลักษณะของฤดูกาล (Seasonality) ขึ้นกับปัจจัยต่างๆ อาทิ การปิดภาคการศึกษา, เทศกาลหยุดยาว และวันหยุดสุดสัปดาห์ ซึ่งปริมาณจราจรจะลดลงอย่างมีนัย ทำให้สามารถคาดการณ์ปริมาณจราจรได้ค่อนข้างแม่นยำ เราจึงมองว่าธุรกิจของ DMT มีลักษณะ Cash Cow ซึ่งทางด่วนเป็นแหล่งสร้างรายได้ค่าผ่านทางและกระแสเงินสดอย่างมีเสถียรภาพ รวมถึงเป็น Defensive เนื่องจากเป็นทางเลือกของการขนส่งที่สำคัญในการเดินทางในปัจจุบัน ขณะที่ธุรกิจทางด่วนเป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนเยอะ และต้องได้รับสัมปทานจากทางภาครัฐ ทำให้ High Barrier to Entry

ก่อน IPO บริษัทถือว่ามีความแข็งแกร่งทางการเงินและสภาพคล่องอยู่ในเกณฑ์ที่ดี หลังสิ้นสุดรอบการลงทุนขนาดใหญ่ของบริษัทแล้ว ทำให้ปัจจุบันอยู่ในช่วงเก็บเกี่ยวผลตอบแทนของการลงทุน ณ สิ้นปี 2020 อัตราหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) เท่ากับ 0.4 เท่า และอัตราหนี้ที่มีดอกเบี้ยต่อทุน (IBD/E Ratio) เท่ากับ 0.3 เท่า ขณะที่ภายหลังการเข้าซื้อขายในตลาด และนำเงิน IPO ไปชำระหนี้ทั้งหมดตามวัตถุประสงค์ของบริษัท DMT จะมีฐานะการเงินแข็งแกร่ง ไม่มีหนี้ สถานะ Net Cash และคาดมีเงินสดในมือเหลืออยู่มาก ซึ่งจะนำมาจ่ายปันผลด้วยนโยบายการจ่ายปันผลในอัตราไม่น้อยกว่า 90% ของกำไรสุทธิ ทำให้เป็นหุ้น DMT มีความโดดเด่นด้านปันผล ขณะที่ในอนาคต หากต้องมีการใช้เงินลงทุนในโครงการสัมปทานใหม่ ประเมินว่าเพียงพอต่อการรองรับการขยายธุรกิจ และสามารถบริหารจัดการได้

Figure 36: D/E, IBD/E (x)



Source: Finansia Research

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เนื่องจากปริมาณรถบนทางด่วนของ DMT แปรผันตรงกับการเติบโตของเศรษฐกิจ และมีการรับรู้รายได้ต่อเนื่องตามระยะเวลาสัมปทาน รวมถึงอัตราค่าผ่านทางค่อนข้างคงที่และกำหนดการปรับขึ้นในแต่ละปีอย่างชัดเจน เราจึงใช้วิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) ในการประเมินมูลค่า DMT

เราให้สมมติฐานค่า Beta 0.9, ผลตอบแทนของตลาด 9.0%, ผลตอบแทนไม่มีความเสี่ยง 2.0% และกำหนดให้ระยะเวลาสัมปทานสิ้นสุดปี 2034 ทำให้อ้างอิงส่วนลด WACC ที่ 8.1% ประเมินได้ราคาเหมาะสมของ DMT ปี 2021 ที่ 20 บาท ซึ่งเทียบเท่า Implied PE2021 ที่ 26.4 เท่า เมื่อเทียบกับคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิของ DMT ในปี 2021-2023 เฉลี่ย 26.3% CAGR จะคิดเป็น PEG ที่ 1.0 เท่า อย่างไรก็ตาม ระดับ PE ต่ำกว่า BEM ที่ 43.9 เท่า เนื่องจาก BEM มีทั้งธุรกิจทางด่วนและรถไฟฟ้า รวมถึง BEM มีได้รับสัมปทานทางด่วนทั้งหมด 3 เส้นทาง เทียบกับ DMT ที่มี 1 เส้นทาง เราจึงมองว่าสมเหตุสมผล ขณะที่หากเทียบใช้ราคาเหมาะสมเทียบกับการจ่ายเงินปันผลจะคิดเป็น Dividend Yield ปี 2021-2022 ที่ 3.4% และ 5.2% ตามลำดับ ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับกลุ่มขนส่งฯ ที่เฉลี่ย 1.5-3.0% ต่อปี

Figure 37: Valuation by DCF

Period	0	1	2	3	4	5
	2021	2022	2022	2023	2024	2025
FCFF	868	1,740	2,088	2,232	2,514	2,682
PV of FCFF	22,967	23,133	22,965	22,639	21,529	20,181
Net Debt	(606)					
Equity Value	23,573					
Implied PER	26.4					
Implied PBV	2.4					
PEG	1.0					

Source: Finansia Research

Figure 38: เปรียบเทียบกับคู่แข่งที่ประกอบธุรกิจในอุตสาหกรรมขนส่ง

Ticker	2020 GPM (%)	2020 NPM (%)	2020 ROE (%)	2020 D/E (x)	Norm Profit Growth 2021E (%)	Norm Profit Growth 2022E (%)	Forward PE2021 (x)	Forward PE2022 (x)
BEM TB	37.5	15.2	5.3	2.0	48.7	39.5	43.9	31.5
BTS TB	46.6	12.4	4.7	1.8	42.6	19.4	41.9	30.0
Avg	42.1	13.8	5.0	1.9	45.7	29.5	42.9	30.8
DMT TB	62.5	38.7	10.4	0.4	12.5	52.8		

*BTS's April-Dec 2021 Statement

Source: Finansia Research, FSSIA

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

DMT มีทุนจดทะเบียน 6,142.4 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 5,414.4 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 1,041.2 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 5.20 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 140 ล้านหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่า 6,142.4 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 1,181.2 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 5.20 บาท โดยจำนวนหุ้นที่ IPO ในครั้งนี้คิดเป็น 11.85% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO

- วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้
- 1) ใช้เพื่อชำระคืนภาระหนี้สินระยะยาวจากสถาบันการเงิน
 - 2) ใช้เพื่อชำระคืนภาระหนี้สินระยะสั้นจากสถาบันการเงิน
 - 3) เงินลงทุนหมุนเวียนเพื่อการดำเนินงาน

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ DMT

รายชื่อผู้ถือ	ก่อน IPO	หลัง IPO
กลุ่มครอบครัวพานิชชีวะ	45.5%	40.1%
กระทรวงการคลัง	25.1%	22.1%
Golden Horse Limited	13.2%	11.7%
อื่นๆ	16.2%	14.3%
รวมก่อนเสนอขาย IPO	100.0%	88.1%
เสนอขายประชาชนทั่วไป (IPO)	-	11.9%
รวมทั้งหมด (ล้านหุ้น)	1,041.2	1,181.2

Source: Company Data

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

ภายหลังจากที่ DMT เสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก (IPO) สำเร็จ DMT มีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 90.0 ของกำไรสุทธิประจำปีภายหลังจากการจัดสรรทุนสำรองตามกฎหมายแล้ว โดยพิจารณาถึงกระแสเงินสดจากการประกอบการ, ฐานะการเงิน, ผลการดำเนินงาน, แผนการลงทุนในอนาคต, เงื่อนไข และข้อจำกัดตามที่กำหนดไว้ในสัญญากู้ยืมเงินหรือสัญญาต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงหากสัญญาสัมปทานสิ้นสุดอันเป็นเหตุจากคดีปกครองที่ 3

บริษัทมีข้อพิพาททางกฎหมายจากกรณีถูกฟ้องร้องต่อศาลปกครองอันเนื่องมาจากการปรับใช้อัตราค่าผ่านทาง ฉบับที่ 3/2007 ("MOA 3/2007") รวม 3 คดี ประกอบด้วยข้อพิพาทกรณีการปรับใช้อัตราค่าผ่านทางตั้งแต่วันที่ 22 ธ.ค. 2007 จำนวน 1 คดี และกรณีการปรับใช้อัตราค่าผ่านทางตั้งแต่วันที่ 22 ธ.ค. 2009 จำนวน 2 คดี สรุปดังนี้

คดีปกครองคดีที่ 1 ข้อพิพาทคดีหมายเลขแดงที่ อ. 43/2016 (คดีถึงที่สุดแล้ว)

มีผู้ฟ้องคดีกรณีอัตราค่าผ่านทางหลวงสัมปทานที่จะจัดเก็บตั้งแต่วันที่ 22 ธ.ค. 2007 เป็นต้นไป เป็นอัตราค่าผ่านทางที่ไม่เป็นธรรม ขณะที่ศาลปกครองกลางได้มีคำพิพากษายกฟ้องวันที่ 10 ส.ค. 2010 และศาลปกครองสูงสุดได้มีคำพิพากษายืนตามคำพิพากษาศาลปกครองกลางคือยกฟ้อง และคดีถึงที่สุดแล้วในวันที่ 19 เม.ย. 2016

คดีปกครองคดีที่ 2 ข้อพิพาทคดีหมายเลขแดงที่ อ. 1563/2016 (คดีถึงที่สุดแล้ว)

มีผู้ฟ้องคดีกรณีปรับขึ้นอัตราค่าผ่านทางมีผลตั้งแต่วันที่ 22 ธ.ค. 2009 เป็นต้นไป เป็นการสร้างความเดือดร้อนให้กับประชาชนผู้ใช้ทางหลวงสัมปทานเป็นจำนวนมาก มีการใช้กลไกและวิธีการที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย ขณะที่ศาลปกครองกลางมีคำพิพากษายกฟ้องในวันที่ 29 มี.ค. 2012 ด้วยเหตุผลว่าการปรับใช้อัตราค่าผ่านทางหลวงสัมปทานเดิม และทางหลวงสัมปทานตอนต่อขยายด้านทิศเหนือ ระหว่างวันที่ 22 ธ.ค. 2009 ถึงวันที่ 21 ธ.ค. 2014 โดยชอบด้วยกฎหมายแล้ว ต่อมาวันที่ 10 ม.ค. 2017 ศาลปกครองสูงสุดได้มีคำพิพากษายืนตามคำพิพากษาศาลปกครองกลาง คือยกฟ้องของผู้ฟ้องคดี และคดีถึงที่สุดแล้ว เนื่องจากมติกรมเมื่อวันที่ 10 เม.ย. 2007 ที่ให้ความเห็นชอบ MOA 3/2007 เป็นไปโดยชอบด้วยกฎหมาย

คดีปกครองคดีที่ 3 คดีหมายเลขดำที่ อ. 1187-1188/2015 (อยู่ระหว่างการพิจารณาของศาลปกครองสูงสุด)

มีผู้ฟ้องคดีกรณีการปรับใช้อัตราค่าผ่านทางหลวงสัมปทานเพิ่มขึ้นตั้งแต่วันที่ 22 ธ.ค. 2009 เป็นต้นไป เป็นการสร้างภาระให้เกิดกับผู้ฟ้องคดีและประชาชนเกินสมควร ซึ่งปัจจุบันคดีอยู่ระหว่างการพิจารณาชั้นอุทธรณ์ในขั้นตอนการแสวงหาข้อเท็จจริงของศาลปกครองสูงสุด

บริษัทประเมินบริหารความเสี่ยงโดยตั้งสมมติฐาน (Scenario) 2 กรณีกับคดีปกครองคดีที่ 3 ได้แก่

- (1) สมมติฐานแรก ซึ่งถือเป็นกรณีที่ DMT เชื่อว่าจะเกิดขึ้น (Likely Case Scenario) กล่าวคือ ศาลปกครองสูงสุดได้มีคำพิพากษากลับคำพิพากษาศาลปกครองกลาง ให้ยกฟ้องของผู้ฟ้องคดีในคดีปกครองคดีที่ 3 และมีคำพิพากษาไม่เพิกถอนมติกรม ทำให้ไม่มีผลกระทบต่อกฎ MOA 3/2007 ซึ่งที่ปรึกษากฎหมายทั้ง 3 ราย มีความเห็นต่อแนวโน้มผลคำพิพากษาคดีปกครองที่ 3 เป็นไปในแนวทางเดียวกันคือยกฟ้องเหมือนกับคดีปกครองที่ 1 และ 2 เนื่องจากลักษณะมูลฟ้องประเด็นเดียวกัน
- (2) สมมติฐานที่สอง เป็นกรณีเลวร้ายที่สุด (Worst Case Scenario) กล่าวคือ ศาลปกครองสูงสุดได้มีคำพิพากษายืนตามคำพิพากษาศาลปกครองกลาง ให้เพิกถอนมติกรม. อาจส่งผลกระทบต่อ MOA 3/2550 ให้ต้องสิ้นสุดลง และอายุสัมปทานของทางหลวงสัมปทานเปลี่ยนเป็นสิ้นสุดวันที่ 28 พ.ย. 2021 ตาม MOA 2/1996

ความเสี่ยงหากสัญญาสัมปทานสิ้นสุดจากการหมดอายุสัมปทาน MOA 3/2007

ความเสี่ยงหากไม่มีโครงการใหม่ให้ดำเนินงานต่อเมื่อสัญญาสัมปทานทางยกระดับดอนเมืองสิ้นสุดวันที่ 11 ก.ย. 2534 ทำให้ต้องเลิกกิจการเมื่อสัญญาสัมปทานสิ้นสุด โดยบริษัทจะจ่ายเงินปันผลจากกำไรสะสมจากการดำเนินกิจการให้แก่ผู้ถือหุ้นตามนโยบายการจ่ายเงินปันผล อย่างไรก็ตาม บริษัทจะมีเงินสดมากกว่ากำไรสะสมที่จะนำมาจ่ายเป็นเงินปันผล เนื่องจากค่าตัดจำหน่ายต้นทุนสัมปทานในการใช้ทางยกระดับดอนเมืองเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสด (Non-Cash Expense) จึงทำให้กำไรสุทธิของบริษัท ต่ำกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่บริษัท ได้รับ ดังนั้น บริษัทจึงจะดำเนินการชำระบัญชี เพื่อเลิกกิจการและนำเงินสดคงเหลือในบริษัทจำหน่ายคืนทุนให้กับผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนการถือหุ้นต่อไป

ความเสี่ยงจากการแพร่ระบาดของ COVID-19

การแพร่ระบาดของ COVID-19 ส่งผลกระทบต่อปริมาณจราจรจากผู้ใช้บริการทางยกระดับดอนเมืองจากการขอความร่วมมือให้ประชาชนงดการเดินทางและจำกัดการเดินทางทั้งในประเทศและต่างประเทศ ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของพฤติกรรมของประชาชน เช่น การใช้ชีวิตนอกบ้านลดลง, การทำงานจากที่บ้าน (Work from Home) รวมถึงการเดินทางและท่องเที่ยวโดยใช้บริการท่าอากาศยานดอนเมือง เป็นต้น

ความเสี่ยงจากการไม่สามารถจัดเก็บค่าผ่านทางตามอัตราใหม่ที่กำหนดไว้ใน MOA 3/2007

แม้มีเงื่อนไขสำคัญในการกำหนดอัตราค่าผ่านทางไว้ล่วงหน้า อย่างไรก็ตาม สัญญาสัมปทานเป็นสัญญาทางปกครองระหว่างภาครัฐกับเอกชน มีความเสี่ยงหากภาครัฐขอความร่วมมือหรือไม่อนุญาตให้เอกชนผู้รับสัมปทานจัดเก็บค่าผ่านทางตามอัตราใหม่ ส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจภายใต้สัญญาสัมปทานกับหน่วยงานภาครัฐ

ธุรกิจของ DMT คือโครงการตามสัญญาสัมปทานทางหลวงภายใต้การกำกับดูแลของกรมทางหลวง ซึ่งเป็นหน่วยงานภาครัฐที่มีนโยบาย กฎหมาย และกฎเกณฑ์ต่าง ๆ เข้ามาเกี่ยวข้องอย่างมาก รวมถึงการบริหารงานภาครัฐ หากมีการเปลี่ยนแปลงของฝ่ายการเมืองในการกำกับดูแลอาจส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงนโยบาย กฎหมาย และกฎเกณฑ์ต่าง ๆ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการบริหารของบริษัท

ความเสี่ยงจากความผันผวนทางเศรษฐกิจและการเมือง

ความผันผวนและความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจและการเมืองในประเทศ รวมถึงภูมิภาคและโลก เช่น ราคาน้ำมัน ภาวะเงินเฟ้อ การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ เป็นต้น เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออุปสงค์อุปทานของประชาชน

ความเสี่ยงจากโครงข่ายการขนส่งมวลชน

โครงข่ายการขนส่งมวลชนที่มีลักษณะเป็นสินค้าทดแทนซึ่งกันและกัน อาจส่งผลให้ปริมาณผู้ใช้ทางบนทางยกระดับดอนเมืองลดลง เช่น รถไฟฟ้า/ระบบขนส่งทางราง (สายสีแดง, ส่วนต่อขยายสีเขียวเหนือ), โครงการทางด่วน 2 ชั้น

ความเสี่ยงจากภัยธรรมชาติและเหตุการณ์ฉุกเฉิน

เช่น อุบัติเหตุร้ายแรง ภัยพิบัติ การก่อการร้าย วินาศกรรม จลาจล การชุมนุมทางการเมือง เหตุประท้วง โรคระบาด การจอดรถบนทางยกระดับดอนเมืองโดยไม่มีเหตุอันสมควร เป็นต้น อาจทำให้เกิดความเสียหายต่อทางยกระดับดอนเมือง

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	3,025	2,816	2,047	2,089	2,811
Cost of services	889	1,007	768	737	891
Gross profit	2,136	1,810	1,279	1,352	1,920
SG&A	217	238	199	218	227
Operating profit	1,919	1,572	1,080	1,134	1,693
Other income	50	43	16	10	12
EBIT	1,969	1,615	1,096	1,144	1,705
EBITDA	2,462	2,106	1,438	1,571	2,275
Interest charge	148	166	107	27	0
Tax on income	364	290	198	223	341
Earnings after tax	1,457	1,159	791	894	1,364
Minority Interests	0	0	0	0	0
Norm profit	1,457	1,159	791	894	1,364
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	1,457	1,159	791	894	1,364

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Net profit	1,457	1,159	791	894	1,364
Deprec. & amortization	493	491	342	426	570
Change in working capital	80	-445	-138	6	-13
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operations	2,129	1,328	1,086	1,343	1,908
Capital expenditure	395	-384	-18	-480	-180
Others	-1,732	127	-191	-10	-12
Cash flow from investing	1,338	257	209	-470	-168
Free cash flow	3,466	1,585	1,295	873	1,741
Net borrowings	-491	-1,004	-1,844	-1,614	0
Equity capital raised	0	0	0	2,240	0
Dividends paid	-2,863	-416	-156	-923	-1,016
Others	-144	-70	729	-458	91
Cash flow from financing	-3,499	-1,490	-1,271	-755	-926
Net change in cash	-33	95	24	119	815

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Cash	298	393	417	536	1,351
Accounts receivable	30	25	48	42	56
Inventory	0	0	0	0	0
Other current asset	3	3	3	3	3
Total current assets	406	665	538	651	1,480
Investment	568	170	149	149	149
PPE	10,452	9,978	9,661	9,764	9,375
Other assets	212	281	313	316	320
Total Assets	11,638	11,095	10,661	10,880	11,323
Short term loan	1,822	1,600	558	0	0
Account payable	12	9	6	6	7
Current maturities	1,131	1,639	807	0	0
Other current liabilities	555	662	587	341	343
Total current liabilities	3,520	3,910	1,959	346	350
Long term debt	1,639	0	810	0	0
Other LT liabilities	233	202	285	665	796
Total liabilities	5,392	4,112	3,053	1,011	1,146
Registered capital	5,414	6,142	6,142	6,142	6,142
Paid-up capital	5,414	5,414	5,414	6,142	6,142
Share Premium	0	0	0	1,512	1,512
Legal reserve	466	524	563	653	653
Retained earnings	360	1,045	1,631	1,562	1,871
Others	6	0	-1	-1	-1
Minority Interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	6,246	6,983	7,608	9,869	10,177

Key Ratios

	2018	2019	2020	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	1.6	-6.9	-27.3	2.0	34.6
EBITDA	0.6	-14.4	-31.7	9.2	44.8
Net profit	4.2	-20.5	-31.7	13.0	52.6
Normalized earnings	4.2	-20.5	-31.7	13.0	52.6
Profitability (%)					
Gross profit margin	70.6	64.3	62.5	64.7	68.3
EBITDA margin	81.4	74.8	70.3	75.2	80.9
EBIT margin	65.1	57.4	53.6	54.8	60.7
Normalized profit margin	48.2	41.1	38.7	42.8	48.5
Net profit margin	48.2	41.1	38.7	42.8	48.5
Normalized ROA	12.5	10.4	7.4	8.2	12.0
Normalize ROE	23.3	16.6	10.4	9.1	13.4
Normalized ROCE	18.0	16.1	9.1	8.5	12.4
Risk (x)					
D/E	0.9	0.6	0.4	0.1	0.1
Net D/E	0.7	0.4	0.2	Cash	Cash
Net debt/EBITDA	1.7	1.2	1.2	Cash	Cash
Per share data (Bt)					
Reported EPS	1.40	1.11	0.76	0.76	1.15
Normalized EPS	1.40	1.11	0.76	0.76	1.15
EBITDA	2.36	2.02	1.38	1.33	1.93
Book value	6.00	6.71	7.31	8.35	8.62
Dividend	2.25	0.30	0.50	0.68	1.04
Par	5.20	5.20	5.20	5.20	5.20
Valuations (x)					
P/E	11.4	14.4	21.1	21.1	13.9
Norm P/E	11.4	14.4	21.1	21.1	13.9
P/BV	2.7	2.4	2.2	1.9	1.9
EV/EBITDA	8.5	9.1	12.7	11.6	7.7
Dividend yield (%)	14.1	1.9	3.1	4.3	6.5

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ เอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999	สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545
สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100	สาขา มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรรทัดทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700	สาขา สิ้นธร 1 130-132 อาคารสิ้นธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สิ้นธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859	สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180	สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ บูติลเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193	สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ถ. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599
สาขา นครราชสีมา 198/1 ตรอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำคลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499	สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
สาขา บิดดาบ 300/69-70 หมู่ 4 ต.รู่สมิแล อ.เมือง จ.บิดดาบ 073-350-140-4				

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSJ, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCO, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2020

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC