



ผู้ให้บริการทางยกระดับดอนเมือง

DMT ประกอบธุรกิจบริหารโครงการสัมปทานทางยกระดับดอนเมือง มีระยะทางรวม 21 กม. โดเด่นด้วยรายได้ที่มีมั่นคงจากอายุสัญญาถึงปี 2577 และมีอัตราเงินปันผลที่สูงกว่า 5% สอดคล้องกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 90% ของกำไรสุทธิ ประเมินราคาเหมาะสมวิธี DCF เท่ากับ 20 บาท

ผู้บริหารสัมปทานทางยกระดับดอนเมือง

ทางยกระดับดอนเมือง หรือ DMT ประกอบธุรกิจบริหารโครงการสัมปทานทางยกระดับดอนเมืองช่วงดินแดงจนถึงอนุสรณ์สถานแห่งชาติ ระยะทาง 21 กิโลเมตร โดย DMT มีจุดเด่นคือรายได้มั่นคงด้วยอายุสัญญาสัมปทานยาวถึงปี 2577 หรืออีกประมาณ 13 ปี สามารถปรับค่าผ่านทางได้ทุก ๆ 5 ปี ตามที่ระบุในสัญญา และมีฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง สามารถจ่ายเงินปันผลได้อย่างสม่ำเสมอ

เจ้าระดมทุนนำเงินชำระหนี้ พร้อมจ่ายปันผลในอัตราร้อยละ 90

วัตถุประสงค์ในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนเพื่อนำเงินไปชำระหนี้สินระยะสั้นและระยะยาวจากสถาบันการเงิน และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน โดยภายหลัง IPO จะกลายเป็นบริษัทที่ปลอดภาระหนี้สิน ดอกเบี้ยจ่ายลดลง มีผลประกอบการที่ดีขึ้น ทั้งนี้ DMT ได้เปลี่ยนนโยบายเงินปันผลจากเดิมไม่ต่ำกว่า 50% เป็นไม่ต่ำกว่า 90 % ของกำไรสุทธิ มีผลบังคับใช้หลังเข้าตลาดฯ

ประเมิน Fair Value อิง DCF เท่ากับ 20 บาท

ประเมินราคาเหมาะสม DMT อิงวิธี DCF เท่ากับ 20 บาท โดยรวมเฉพาะสัมปทานทางยกระดับดอนเมืองที่ให้บริการในปัจจุบันซึ่งจะหมดอายุในปี 2577 เทียบเท่า Forward PER ปี 64 ที่ 24 เท่า ต่ำกว่าบริษัทที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกันในประเทศอย่าง BTS และ BEM ที่มี Forward PER ปี 64 ที่ 31 เท่า และ 40 เท่า ตามลำดับ

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563	2564F	2565F	2566F
รายได้รวม (ล้านบาท)	2,859	2,063	2,284	2,947	3,093
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	1,159	791	979	1,435	1,521
EPS (บาท)	1.11	0.76	0.83	1.21	1.29
EPS growth (%)	-20.47%	-31.75%	9.11%	46.57%	5.97%
DPS (บาท)	0.40	0.15	0.85	1.09	1.16
BVS (บาท)	6.71	7.31	8.42	8.54	8.67
ROAE (%)	17.52	10.84	11.16	14.33	14.97

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

DMT

Fair Value (บาท) 20.0



การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)

ประชาชนทั่วไป	140.0	
ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)		
ก่อน IPO	5,414	
หลัง IPO	6,142	
ราคาพาร์ (บาท)	5.20	
รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
กลุ่มพาณิชย์	46%	40%
กระทรวงการคลัง	25%	22%
Golden horse Limited	13%	12%
อื่นๆ	16%	14%
ประชาชนทั่วไป	-	12%

รวม 100.00 100.00

นโยบายจ่ายเงินปันผล ไม่ต่ำกว่า 90% ของกำไรสุทธิ

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด เป็นผู้จัดทำหมายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ DMT ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุน ผู้ลงทุนควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวน ก่อนตัดสินใจลงทุน

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) ตั้งแต่วันที่ 11 เม.ย. 64 จนถึงสิ้นสุดระยะเวลาการจองซื้อ

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ประสิทธิ์ รัตนกิจภมร, CISA, CFA,
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917
ศุภณัฐ จตุรภัทรโพธิ์
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 110505

DMT ผู้บริหารสัมปทานทางยกระดับดอนเมือง

บริษัท ทางยกระดับดอนเมือง จำกัด (มหาชน) หรือ DMT ประกอบธุรกิจบริหารโครงการสัมปทานทางยกระดับดอนเมืองช่วงดินแดงจนถึงอนุสรณ์สถานแห่งชาติ ระยะทางประมาณ 21 กิโลเมตร โดยได้รับสิทธิในการบริหารโครงการจากกรมทางหลวง กระทรวงคมนาคม ภายใต้สัญญาสัมปทานโครงการทางยกระดับดอนเมืองเมื่อวันที่ 21 สิงหาคม 2532 มีระยะเวลาสัมปทาน 25 ปี และต่อมาในปี 2538 ปี 2539 และ ปี 2550 สัญญาสัมปทานดังกล่าวได้มีการเปลี่ยนแปลงแก้ไข 3 ครั้ง ซึ่งส่งผลให้ระยะเวลาสัมปทานขยายเป็น 27 ปี นับจากวันที่ 12 ก.ย. 2550 หรือสิ้นสุดสัญญาสัมปทานในวันที่ 11 ก.ย. 2577 โดยมีระยะทางสัมปทานทั้งสิ้น 21 กิโลเมตรแบ่งเป็น 2 ส่วน ดังนี้

1. ทางหลวงสัมปทานส่วนเดิม (Original Tollway) จากดินแดงถึงดอนเมือง ระยะทางประมาณ 15.4 กิโลเมตร รองรับปริมาณการจราจรได้ 1.8 แสนคัน/วัน
2. ทางหลวงสัมปทานตอนต่อขยายด้านทิศเหนือ (Northern Extension) จากดอนเมืองถึงอนุสรณ์สถานแห่งชาติ ระยะทางประมาณ 5.6 กิโลเมตร รองรับปริมาณการจราจรได้ 1.8 แสนคัน/วัน

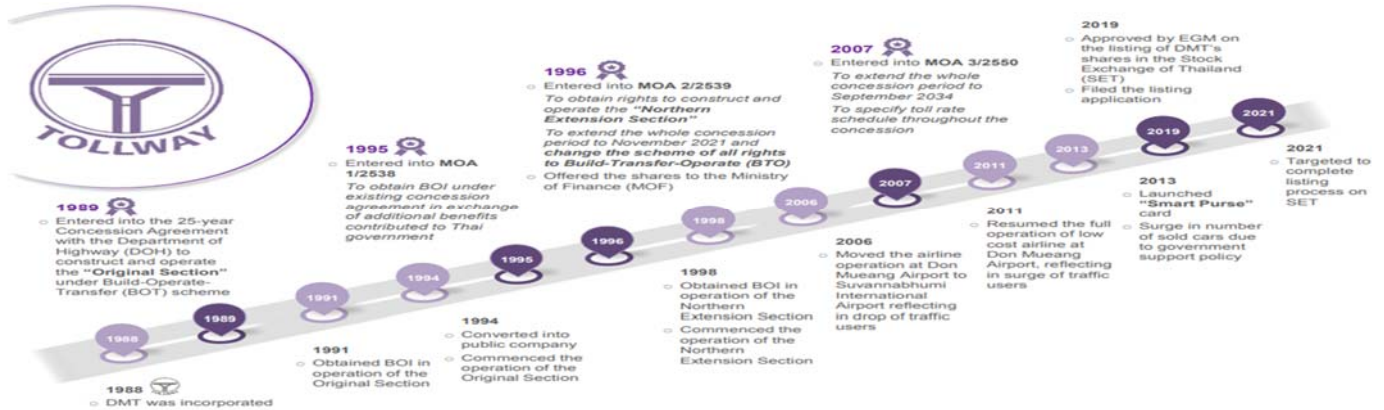
โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลักก่อน IPO ของ DMT ประกอบด้วยกลุ่มครอบครัวพานิชชีวะ ถือหุ้นสัดส่วน 45.5% กระทรวงการคลัง สัดส่วน 25.1% และบริษัท Golden Horse Limited สัดส่วน 13.2%

จุดเด่นของ DMT คือ

- 1) รายได้มั่นคงภายใต้สัญญาสัมปทานทางยกระดับดอนเมืองโดยมีอายุสัมปทานจนถึง 11 ก.ย. 2577 หรืออีกประมาณ 13 ปี โดยค่าผ่านทางมีการระบุอัตราที่ชัดเจน ซึ่งจะมีการปรับค่าผ่านทางทุก 5 ปี ตลอดอายุสัมปทาน ทั้งนี้ยังไม่รวมถึงโอกาสในการเข้าประมูลเส้นทางใหม่
- 2) ประสิทธิภาพการทำการกำไรที่สูงโดยมีอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ในช่วง 62-72% และอัตรากำไรสุทธิอยู่ในช่วง 38-48% มีศักยภาพในการจ่ายปันผลแก่ผู้ถือหุ้นได้อย่างสม่ำเสมอ โดยภายหลัง IPO DMT ได้เปลี่ยนนโยบายการจ่ายเงินปันผลจากเดิมจ่ายไม่ต่ำกว่า 50% เป็นจ่ายไม่ต่ำกว่า 90% ของกำไรสุทธิ มีผลบังคับใช้หลังเข้าตลาดฯ
- 3) ทีมผู้บริหารและพนักงานที่มีประสบการณ์ในธุรกิจทางด่วนกว่า 30 ปี

DMT กำหนดแผนเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนทั้งสิ้น 140 ล้านหุ้น คิดเป็น 11.85% ของจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมด ราคาพาร์ 5.20 บาท/หุ้น ทำให้ทุนจดทะเบียนชำระแล้วเพิ่มจาก 5.4 พันล้านบาท เป็น 6.1 พันล้านบาท มีวัตถุประสงค์เพื่อชำระคืนเงินกู้กับสถาบันการเงิน และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน

ความเป็นมาของ DMT



ที่มา : DMT

ข้อมูลเบื้องต้นของทางยกระดับดอนเมือง

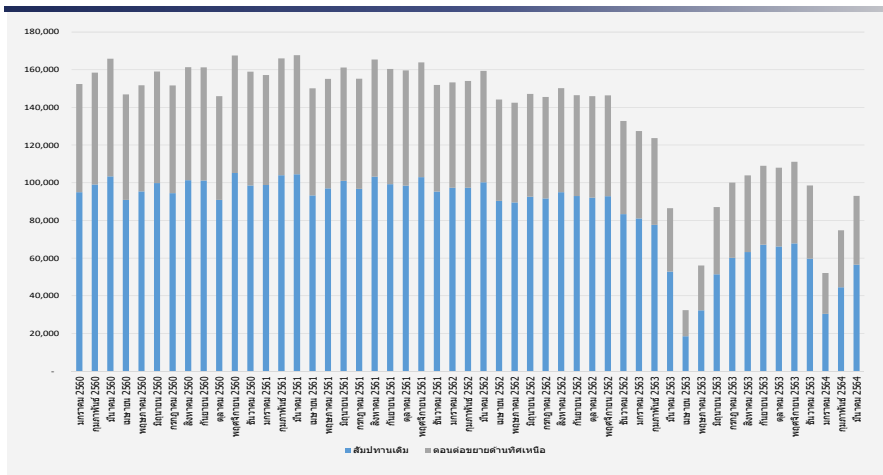
ทางยกระดับดอนเมืองเป็นโครงการร่วมลงทุนระหว่างภาครัฐและเอกชนเกิดขึ้นในปี 2530 ในลักษณะ Build-Operate-Transfer (BOT) (ในภายหลังได้มีการเปลี่ยนแปลงเป็น Build-Transfer-Operate: BTO ตามบันทึกข้อตกลงแก้ไขเปลี่ยนแปลงสัญญาสัมปทานทางหลวงครั้งที่ 2 ในปี 2539 (MOA 2/2539)) มีวัตถุประสงค์เพื่อแก้ไขปัญหาความหนาแน่นของปริมาณการจราจรบนถนนวิภาวดีรังสิต ซึ่งเป็นเส้นทางหลักในการระบายจราจรเข้า-ออกจากกรุงเทพมหานคร สู่ภาคกลางตอนบน ภาคเหนือ และภาคตะวันออกเฉียงเหนือ รวมทั้งเป็นเส้นทางหลักไปสู่ท่าอากาศยานดอนเมือง ซึ่งเป็นท่าอากาศยานหลักระหว่างประเทศแห่งเดียวของกรุงเทพมหานคร ณ ขณะนั้น โดยให้ภาคเอกชนเป็นผู้ออกแบบก่อสร้าง จัดหาทุนและกู้เงินมาลงทุนทั้งหมด เพื่อเป็นการประหยัดงบประมาณของภาครัฐที่มีอยู่อย่างจำกัด ซึ่งเอกชนจะได้รับสิทธิในการบริหารจัดการทางยกระดับตามข้อกำหนดในสัญญาสัมปทานอันรวมถึงสิทธิในการจัดเก็บค่าผ่านทาง

แผนภาพเส้นทางโครงการทางยกระดับดอนเมือง



ที่มา: DMT

ปริมาณจราจรทางยกระดับดอนเมือง ม.ค.60-มี.ค.64



ที่มา: DMT

DMT ได้รับสิทธิให้บริหารจัดการทางยกระดับดอนเมืองความยาวประมาณ 21 กิโลเมตร โดยให้บริการและอำนวยความสะดวกให้แก่ผู้ใช้ทางอย่างครบวงจร อันได้แก่ การจัดเก็บค่าผ่านทาง การอำนวยความสะดวกในการจราจร การกู้ภัยและการซ่อมบำรุงรักษาทางยกระดับ นอกจากความสะดวก รวดเร็ว และความปลอดภัยที่ผู้ใช้ทางจะได้รับเมื่อใช้บริการทางยกระดับดอนเมืองแล้ว บริษัทฯ ได้จัดให้มีเจ้าหน้าที่จัดการจราจรเพื่ออำนวยความสะดวกกับผู้ใช้ทางโดยเฉพาะช่วงเวลาเร่งด่วน รวมถึงเจ้าหน้าที่กู้ภัยที่มีความชำนาญเฉพาะทางเพื่อคอยช่วยเหลือผู้ใช้ทางเมื่อประสบอุบัติเหตุหรือแม้แต่ปัญหาที่เกิดขึ้นกับยานพาหนะ โดยเจ้าหน้าที่จะเข้าช่วยเหลือผู้ใช้ทางในทันทีโดยไม่มีค่าใช้จ่ายใด ๆ อัตราค่าผ่านทางได้ถูกกำหนดไว้ล่วงหน้าภายใต้บันทึกข้อตกลงแก้ไขเปลี่ยนแปลงสัญญาสัมปทาน ฉบับที่ 3/2550 ลงวันที่ 12 กันยายน 2550 ซึ่งมีกำหนดการเปลี่ยนแปลงอัตราค่าผ่านทางทุก ๆ 5 ปี (นับจากปี 2552) ในปัจจุบัน ตั้งแต่วันที่ 22 ธ.ค.62 – 21 ธ.ค.67 จะคิดอัตราเดียวกัน ดังนี้

อัตราค่าผ่านทางสำหรับรถประเภทที่ 1 (รถยนต์ 4 ล้อ)

ระยะเวลา	ระยะเวลา (ปี)	อัตราค่าผ่านทางสัมปทานเดิม (ดอนดินแดง - ดอนเมือง)	อัตราค่าผ่านทางดอนดินแดง-ดอนเมือง (ดอนเมือง - อู่รถโดยสารสาธารณะ)	อัตราค่าผ่านทางรวม
22 ธ.ค. 2550 - 21 ธ.ค. 2552	2	35	20	55
22 ธ.ค. 2552 - 21 ธ.ค. 2557	5	60	25	85
22 ธ.ค. 2557 - 21 ธ.ค. 2562	5	70	30	100
22 ธ.ค. 2562 - 21 ธ.ค. 2567	5	80	35	115
22 ธ.ค. 2567 - 21 ธ.ค. 2572	5	90	40	130
22 ธ.ค. 2572 - 11 ธ.ค. 2577	4.8	100	45	145

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

อัตราค่าผ่านทางสำหรับรถประเภทที่ 2 (รถยนต์มากกว่า 4 ล้อ)

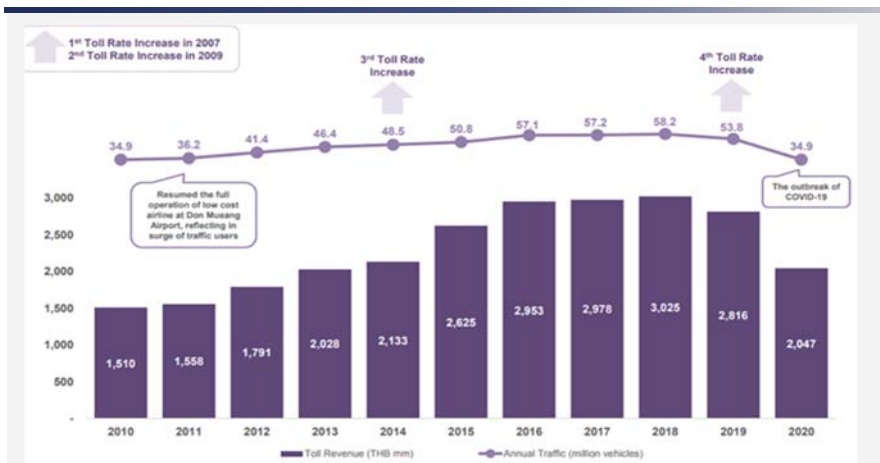
ระยะเวลา	ระยะเวลา (ปี)	อัตราค่าผ่านทางสัมปทานเดิม (ดอนดินแดง - ดอนเมือง)	อัตราค่าผ่านทางดอนดินแดง-ดอนเมือง (ดอนเมือง - อู่รถโดยสารสาธารณะ)	อัตราค่าผ่านทางรวม
22 ธ.ค. 2550 - 21 ธ.ค. 2552	2	65	30	95
22 ธ.ค. 2552 - 21 ธ.ค. 2557	5	90	35	125
22 ธ.ค. 2557 - 21 ธ.ค. 2562	5	100	40	140
22 ธ.ค. 2562 - 21 ธ.ค. 2567	5	110	45	155
22 ธ.ค. 2567 - 21 ธ.ค. 2572	5	120	50	170
22 ธ.ค. 2572 - 11 ธ.ค. 2577	4.8	130	55	185

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มปริมาณจราจรเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

จากสถิติข้อมูลปริมาณจราจรตั้งแต่เริ่มเปิดการจราจรพบว่าปริมาณจราจรมีแนวโน้มเติบโตตลอด 10 ปีที่ผ่านมา อันมีเหตุผลมาจากการขยายตัวของเมือง ที่อยู่อาศัย และการเพิ่มของประชากรในพื้นที่ด้านทิศเหนือของกรุงเทพมหานคร จะเห็นได้ว่าตั้งแต่ปี 2553 ปริมาณผู้ใช้ทางด่วนเพิ่มสูงขึ้นทุกปี ประกอบการปรับขึ้นค่าผ่านทาง ทำให้รายได้ของ DMT เติบโตอย่างแข็งแกร่ง อย่างไรก็ตามในปี 2563 ปริมาณจราจรและรายได้ที่ลดลง มีสาเหตุจากผลกระทบการแพร่ระบาดไวรัสโควิด-19 ทำให้ความต้องการเดินทางลดลงอย่างเห็นได้ชัด

ปริมาณจราจรและรายได้ย้อนหลังของ DMT



ที่มา: DMT

ปริมาณการจราจรในช่วงระหว่างปีจะมีทิศทางลักษณะเดียวกันทุกปี คือจะลดลงในช่วงเดือน เม.ย. ต.ค. และ ธ.ค. ในช่วงที่มีการปิดภาคเรียน และเป็นวันหยุดยาว

ปริมาณจราจรปี 2559-2563 แสดงเป็นรายเดือน

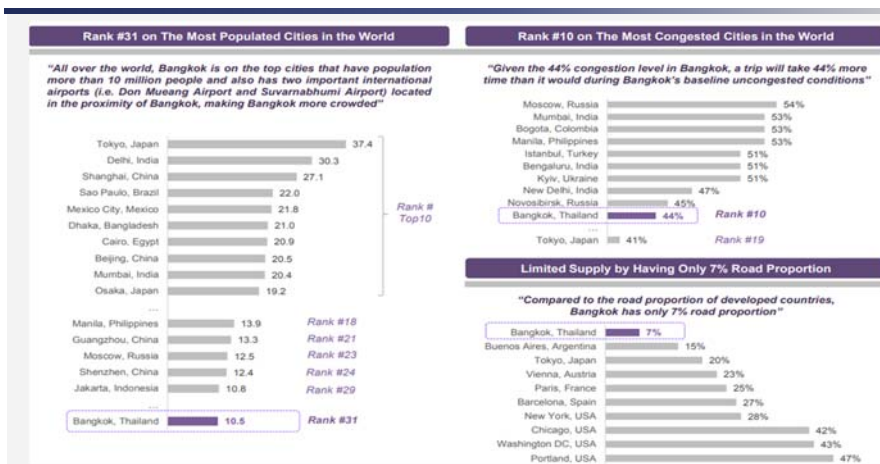


ที่มา: DMT

ปัจจัยหนุนการเติบโตของปริมาณจราจร มีดังนี้

1. จากข้อมูลเชิงสถิติ ดัชนีการติดขัดของจราจรในกรุงเทพฯ อยู่ที่ 44% ซึ่งเป็นเมืองที่จราจรติดขัดอันดับที่ 10 ของโลก ขณะที่ปริมาณประชากรในกรุงเทพฯ มีจำนวน 10.5 ล้านคน หรืออันดับที่ 31 ของโลก หากเทียบกับกรุงโตเกียว ประเทศญี่ปุ่น ที่มีประชากร 37.4 ล้านคน เป็นอันดับ 1 ของโลก แต่กลับมีดัชนีการติดขัดของจราจรอยู่ที่ 41% เท่านั้น นอกจากนี้ กรุงเทพฯ มีสัดส่วนพื้นที่ที่เป็นถนนต่อพื้นที่ทั้งหมดเพียง 7% ขณะที่กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วมีสัดส่วนนี้มากกว่า 20% ถือเป็นโอกาสในการขยายทางด่วนในอนาคต

สถิติประชากรศาสตร์ที่น่าสนใจ



ที่มา: DMT

2. ทางยกระดับดอนเมืองผ่านจุดเชื่อมต่อพื้นที่ที่มีประชากรหนาแน่นเช่น ดินแดง ห้วยขวาง บางเขน งามวงศ์วาน แจ้งวัฒนะ ดอนเมือง และผ่านสถานที่สำคัญหลายแห่ง ไม่ว่าจะเป็นห้างสรรพสินค้า มหาวิทยาลัย สำนักงาน และสนามบินดอนเมืองที่มีปริมาณผู้โดยสารมากกว่า 40 ล้านคน/ปี โดย AOT มีแผนจะขยายสนามบินดอนเมืองเฟส 3 ภายในปี 2568 เพื่อรองรับจำนวนผู้โดยสารที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคต

เป็นเส้นทางที่ผ่านสถานที่สำคัญหลายแห่ง



ที่มา: DMT

3.จำนวนรถยนต์จดทะเบียนในพื้นที่กรุงเทพมหานคร นนทบุรี และปทุมธานีมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่งผลบวกต่อปริมาณรถยนต์ที่ใช้ทางยกระดับดอนเมืองเพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาจราจรติดขัด ซึ่งในอนาคตทางยกระดับดอนเมืองจะเป็นจุดเชื่อมต่อกับทางหลวงพิเศษหมายเลข 5 (ภาคเหนือ) และทางหลวงพิเศษหลายเลข 6 (ภาคอีสาน) ที่จะเส้นทางหลักที่วิ่งเข้ากรุงเทพมหานคร

จากการคาดการณ์ของบริษัทซิสตรา เอ็มวีเอ (ไทยแลนด์) จำกัด (MVA) ประเมินอัตราการเติบโตของผู้ใช้งานทางยกระดับดอนเมืองจะกลับเข้าสู่ระดับปกติก่อนเกิดโควิด-19 ภายในปี 2566-2567 และมีอัตราเติบโตเฉลี่ย ตั้งแต่ปี 2564-2577 เท่ากับ 7.5% ต่อปี โดยมีปัจจัยหนุนการเติบโตในระยะยาวจากการเชื่อมต่อกับทางพิเศษ M5 (รังสิต-บางปะอิน) และยังมีช่องว่างในการเติบโตสู่ปริมาณจราจรสูงสุดที่รองรับได้ที่ 1.8 แสนคัน/วัน

คาดการณ์ปริมาณจราจรของ MVA

ปี	ทางหลวงสัมปทานเดิม	ด่านหลักสี่ (ขาออก)	ทางหลวงสัมปทาน ดอนต่อขยายด้านทิศ เหนือ	รวม
2564	21.91	0.54	13.07	35.52
2565	30.40	0.74	17.44	48.57
2566	33.43	0.88	19.12	53.43
2567	35.66	0.99	20.46	57.11
2568	34.95	0.94	20.05	55.94
2569	37.43	1.03	21.5	59.96
2570	40.47	1.16	23.27	64.90
2571	43.62	1.29	25.09	70.00
2572	46.76	1.42	26.91	75.10
2573	47.79	1.31	27.30	76.41
2574	50.77	1.43	29.05	81.25
2575	52.67	1.58	30.30	84.55
2576	54.38	1.72	31.48	87.59
2577	56.10	1.87	32.65	90.63
รวม	586.35	16.92	337.68	940.95

ที่มา: MVA

เปิดโอกาสให้บริการสัมปทานต่อเนื่องหลังสิ้นสุดปี 2577

ความเสี่ยงที่สำคัญของ DMT คือ อายุสัมปทานที่จะสิ้นสุดลงในวันที่ 11 กันยายน 2577 หรือประมาณอีก 13 ปี ข้างหน้า ทั้งนี้ เมื่ออายุสัมปทานใกล้กำหนดวันที่สัญญาสัมปทานสิ้นสุดลง ทำให้ DMT ขาดรายได้หลักซึ่งเป็นรายได้จากการเก็บค่าผ่านทาง หากไม่มีโครงการใหม่

อย่างไรก็ตามมาตรา 49 แห่งพระราชบัญญัติการร่วมลงทุนระหว่างรัฐ และเอกชน พ.ศ. 2562 ได้กำหนดให้หน่วยงานเจ้าของโครงการ (กรมทางหลวง) จัดทำแนวทางการดำเนินโครงการต่อเนื่องจากโครงการร่วมลงทุนภายหลังจากสัญญาร่วมลงทุนสิ้นสุด โดยเปรียบเทียบกรณีที่หน่วยงานของรัฐดำเนินการเอง และกรณีที่ให้เอกชนร่วมลงทุนเสนอ รัฐมนตรีกระทรวงคมนาคมอย่างน้อย 5 ปี ก่อนที่สัญญาร่วมลงทุนจะสิ้นสุดลง โดยให้คำนึงถึงประโยชน์ของรัฐ ความต่อเนื่องในการให้บริการสาธารณะ และผลกระทบต่อประชาชน

ดังนั้นจึงเป็นโอกาสของ DMT ในการเข้าประจักษ์ร่วมโครงการอีกครั้ง แม้ว่าจะอาจจะมีคู่แข่ง เช่น BEM เข้าร่วมด้วย แต่เชื่อว่า DMT มีข้อได้เปรียบจาก ความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ดำเนินงานโครงการมาตลอดระยะเวลา 31 ปี

โครงการใหม่ในอนาคต

สำหรับโครงการใหม่ในอนาคตที่ DMT ให้ความสนใจแบ่งออกเป็น 4 กลุ่ม ดังนี้

กลุ่มที่ 1 โครงการใหม่ที่ภาครัฐเปิดโอกาสให้เอกชนร่วมทุน ในการเป็นผู้รับสัมปทานการให้ดำเนินงานและบำรุงรักษาทางหลวงพิเศษ (Motorway/Expressway Projects) เช่น

- โครงการทางหลวงพิเศษระหว่างเมืองส่วนต่อขยายทางยกระดับอุตราภิมุข ช่วงรังสิต-บางปะอิน (M5)
- โครงการทางหลวงพิเศษระหว่างเมืองสายบางขุนเทียน-ปากท่อ (ช่วงบางขุนเทียน-บ้านแพ้ว) (M82)
- โครงการหลวงพิเศษระหว่างเมืองสายนครปฐม-ชะอำ (M8)
- โครงการหลวงพิเศษสายกะทู้-ป่าตอง จังหวัดภูเก็ต
- โครงการทางพิเศษสายพระราม3-ดาวคะนอง-วงแหวนรอบนอกกรุงเทพมหานครด้านตะวันตกของ กทม.

กลุ่มที่ 2 โครงการทางเชื่อมทางยกระดับอุตราภิมุขตามนโยบายของภาครัฐและการเชื่อมโยงกับระบบขนส่งมวลชนอื่นๆ

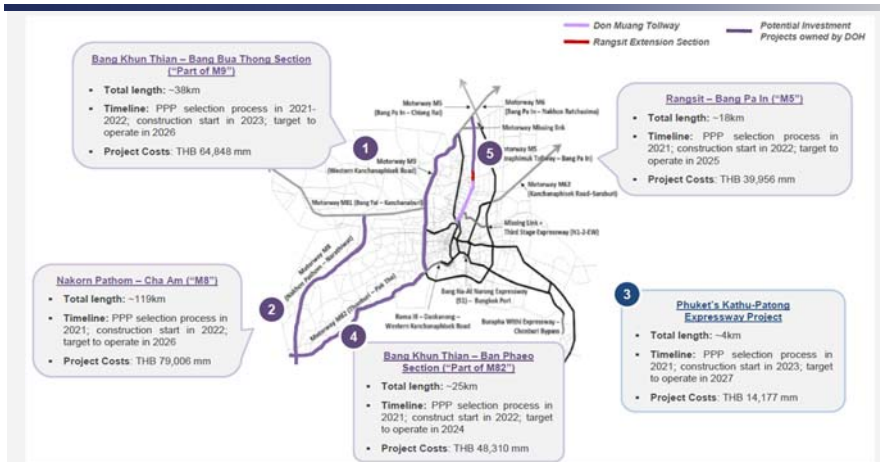
- โครงการทางเชื่อมต่อทางยกระดับอุตราภิมุขกับท่าอากาศยานดอนเมือง
- โครงการเชื่อมต่อระหว่างทางยกระดับอุตราภิมุขและทางพิเศษศรีรัช-วงแหวนรอบนอกกรุงเทพมหานคร (Missing link)
- โครงการพัฒนาที่ราชพัสดุบริเวณสถานีขนส่งหมอชิตเชื่อมต่อกับทางยกระดับอุตราภิมุข

กลุ่มที่ 3 โครงการอื่นๆที่ไม่ใช่ทางด่วนและทางพิเศษ (Non-Toll Business)

- โครงการจุดพักรถริมทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง (Rest Area)
- โครงการระบบขนส่งผู้โดยสารอัตโนมัติในสนามบินดอนเมือง (Airport Automated Passenger Mover : APM)

กลุ่มที่ 4 คือการเตรียมพัฒนาทางยกระดับในทุกๆด้านให้มีประสิทธิภาพและความทันสมัยก่อนสิ้นสุดสัมปทาน รวมทั้งวางแผนในการดำเนินโครงการต่อเนื่องภายหลังสัญญาสัมปทานสิ้นสุด

โครงการต่างๆที่ DMT ให้ความสนใจ



ที่มา: DMT

ประสิทธิภาพการทำความไถ่โคดเค้นเหนืออุตสาหกรรม

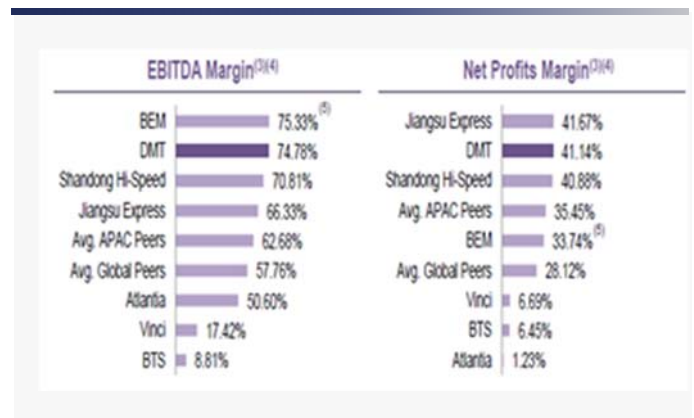
DMT มีประสิทธิภาพการทำความไถ่โคดเค้นสูง เนื่องจากรายได้หลักมาจากการเก็บค่าผ่านทางที่มีการเติบโตต่อเนื่องตามปริมาณการจราจรและการปรับอัตราค่าผ่านทางทุกๆ 5 ปี โดยมีการระบุค่าผ่านทางไว้อย่างชัดเจน ขณะที่ต้นทุนส่วนใหญ่ คือค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับด้านพนักงาน และค่าตัดจำหน่ายสัมปทาน โดย DMT มี EBITDA Margin สูงในระดับ 70-80% และ Net Profit Margin ในระดับ 40% หากเปรียบเทียบกับ Peer ทั้งในและต่างประเทศพบว่า DMT มีประสิทธิภาพการทำความไถ่โคดเค้นสูงเป็นอันดับต้นๆ

อัตรากำไรย้อนหลัง



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

อัตรากำไรเหนือกว่า Peer



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

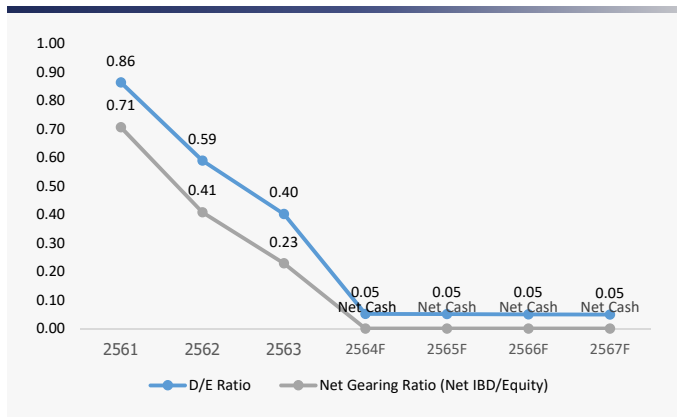
ฐานะการเงินสุดแกร่งพร้อมปรับนโยบายปันผลเป็น 90%

ณ สิ้นปี 2563 DMT มีภาระหนี้สินเงินกู้จากสถาบันการเงิน จำนวน 2,155 ล้านบาท คิดเป็นอัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น (IBD/E) เท่ากับ 0.3 เท่า ภายหลังได้เงินจากการขายหุ้น IPO ซึ่งเราประเมินว่า DMT จะได้เงินราว 2.1-2.4 พันล้านบาท มาชำระคืนเงินกู้ยืมระยะสั้นและระยะยาวทั้งหมด ซึ่งจะทำให้ DMT กลายเป็นบริษัทที่ไม่มีภาระหนี้สิน

นอกจากนี้ DMT ได้มีมติปรับเปลี่ยนนโยบายการจ่ายเงินปันผลจากเดิมที่จ่ายไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิ เป็นจ่ายไม่ต่ำกว่า 90% ของกำไรสุทธิซึ่งสะท้อนฐานะการเงินที่แข็งแกร่งหลังขายหุ้น IPO พร้อมสร้างผลตอบแทนที่ดีให้แก่ผู้ถือหุ้น

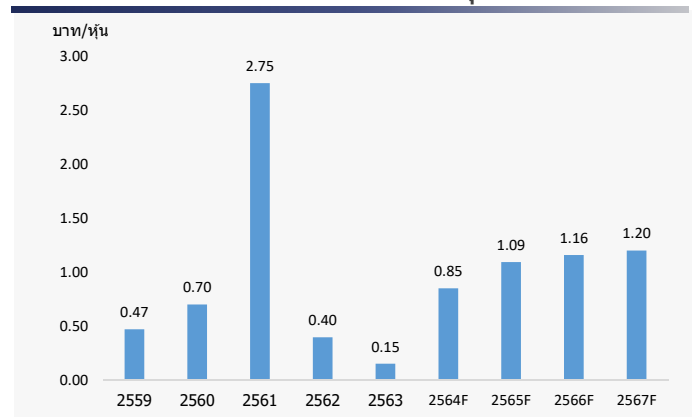
DMT ได้มีการจ่ายปันผล 0.5 บาท/หุ้น ใน 1H64 โดยจะมี AGM ในปลายเดือน เม.ย.64

ปราศจากหนี้หลัง IPO



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

คาดการณ์เงินปันผลต่อหุ้น



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

คาดการณ์กำไร 2564-2566F เติบโตเฉลี่ยปีละ 24%

ประเมินกำไรสุทธิของ DMT ปี 2564-66F เติบโตเฉลี่ยปีละ 24.3% มีปัจจัยการเติบโตจาก

1.ปริมาณการจราจรที่กลับมาฟื้นตัวจากสถานการณ์แพร่ระบาดโควิด-19 ผ่อนคลายลง หนุนความต้องการเดินทางเพิ่มขึ้นทำให้ปริมาณการจราจรบนท้องถนนกลับมาหนาแน่น และกลับมาใช้บริการทางด่วนเพิ่มขึ้น

2.ดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงหลังนำเงินที่ได้จาก IPO ชำระคืนหนี้เงินกู้จากสถาบันการเงินทั้งหมด

เราคาดการณ์การจราจรปี 2564 ฟื้นตัว 10% YoY แม้จะเกิดการระบาดของไวรัสโควิด-19 ระลอกสองในเดือน ม.ค.-ก.พ. แต่ความเข้มงวดของมาตรการควบคุม เช่น การปิดสถานที่สำคัญ นโยบาย Work from home การหยุดเรียน เป็นต้น ค่อนข้างผ่อนคลายกว่าการแพร่ระบาดครั้งแรกในปี 2563 ทำให้เริ่มเห็นสัญญาณฟื้นตัวของการจราจรต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี ทั้งนี้เราคาดว่าปริมาณการจราจรจะกลับมาสู่ระดับปกติ(ใกล้เคียงกับปี 2562) ภายในปี 2565-66 โดยมีปัจจัยสำคัญคือการเปิดประเทศต้อนรับนักท่องเที่ยวอีกครั้ง ทั้งนี้เราใช้สมมติฐานอัตราการเติบโตของปริมาณจราจรปี 2564-2577 เฉลี่ยเท่ากับ 4.5%

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐาน ปี 2564 อิงวิธี DCF (WACC เท่ากับ 5.1%) โดยให้สมมติฐานว่าอายุสัญญาสัมปทานสิ้นสุดในปี 2577 โดยที่ DMT ไม่มีงานโครงการใหม่เพิ่มเติมนอกจากทางยกระดับดอนเมือง ได้ราคาเหมาะสมเท่ากับ 20 บาท เทียบเท่า PER ปี 2564 ที่ 24.1 เท่า ถือว่าสมเหตุสมผล หากเทียบกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกันในประเทศอย่าง BTS และ BEM ที่ซื้อขายด้วย PER64 เท่ากับ 31 และ 40 เท่า ตามลำดับ ซึ่งสะท้อนโอกาสการเติบโตที่มากกว่า DMT

ตารางประเมินมูลค่าวิธี DCF

	2564	2565	2566	2567	2568	2569	2570	2571	2572	2573	2574	2575	2576	2577
EBIT*(1-T)	1,010	1,435	1,521	1,574	1,746	1,799	1,877	1,958	2,053	2,227	2,322	2,422	2,525	1,613
Depreciation and Amortization	410	515	541	558	499	514	535	556	578	549	571	594	618	447
Net Change in Working Capital	(304)	(81)	(4)	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
CAPEX	(470)	(170)	(80)	(80)	(80)	(80)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(20)
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	647	1,698	1,978	2,048	2,160	2,228	2,357	2,459	2,576	2,721	2,838	2,961	3,088	2,035
PVCF	647	1,616	1,790	1,764	1,771	1,738	1,749	1,736	1,730	1,739	1,726	1,713	1,700	1,066
Total Discounted FCFF	22,484													
Net Debt	(565)													
Equity Value	23,049													
No. of share	1,181													
Fair Value	20													

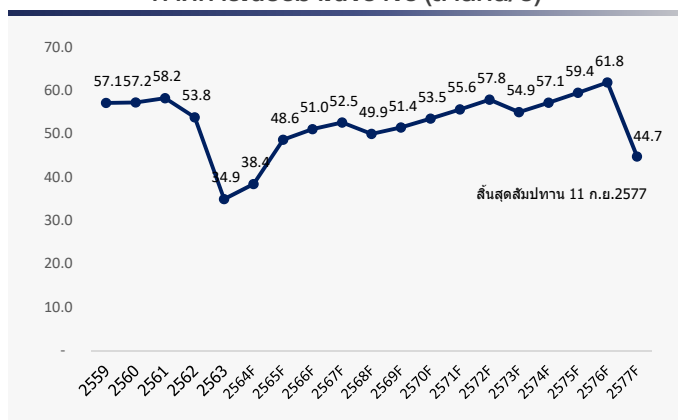
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

เปรียบเทียบ Valuation ของ BTS,BEM และ DMT

คาดการณ์ปี 2564	รายได้	กำไรสุทธิ	อัตรากำไรสุทธิ	ROE	PER	PBV
BTS	35,147	4,098	11.7%	5.6%	31.0	1.7
BEM	16,027	3,344	20.9%	8.6%	39.8	3.3
DMT	2,284	979	43.5%	11.1%	24.1	2.4

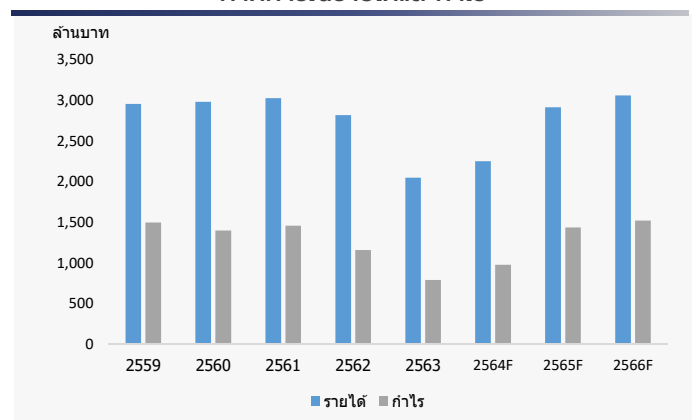
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

คาดการณ์ปริมาณจราจร (ล้านคน/ปี)



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

คาดการณ์รายได้และกำไร



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

ประเด็นความเสี่ยงสำคัญที่นักลงทุนควรให้ความสนใจได้แก่

1. ความเสี่ยงจากการผันผวนของรายได้ เนื่องจากรายได้หลักของ DMT มาจากการเก็บค่าผ่านทาง ดังนั้นหากได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกที่ไม่สามารถควบคุมได้ เช่น ภาวะเศรษฐกิจ การชุมนุมทางการเมือง ราคาน้ำมัน ภัยพิบัติ โรคระบาด เป็นต้น ที่ส่งผลกระทบต่อปริมาณการจราจรบนทางยกระดับ อาจทำให้บริษัทมีรายได้ต่ำกว่าที่ได้คาดการณ์ไว้
2. ความเสี่ยงจากการสิ้นสุดอายุสัญญาสัมปทาน เนื่องจากสัญญาสัมปทานมีอายุจนถึงปี 2577 ดังนั้นหากไม่มีงานโครงการใหม่เข้ามาเพิ่มเติม จะทำให้ DMT ไม่มีแหล่งรายได้ หลังจากช่วงเวลาดังกล่าว อย่างไรก็ตามจาก พรบ.ร่วมทุนระหว่างรัฐบาลและเอกชน ปี 2562 มาตราที่ 49 ระบุว่าให้กรมทางหลวงจัดทำแนวทางการดำเนินโครงการต่อเนื่อง โดยเปรียบเทียบกรณีที่หน่วยงานของรัฐดำเนินการเอง และกรณีที่ให้เอกชนร่วมทุน เสนอรัฐมนตรีกระทรวงคมนาคม อย่างน้อย 5 ปี ก่อนสัญญาร่วมทุนจะสิ้นสุดลง ถือว่าเป็นการเปิดโอกาสให้ DMT เข้าร่วมประมูลโครงการต่อเนื่อง นอกจากนี้ DMT ได้ศึกษาและมีแผนเข้าร่วมประมูลโครงการใหม่ที่ภาครัฐจะเปิดในอนาคต เพื่อเป็นแหล่งรายได้เสริมจากสัมปทานที่มีอยู่ในปัจจุบัน
3. ความเสี่ยงจากโครงข่ายการขนส่งมวลชนที่มีลักษณะเป็นสินค้าทดแทนซึ่งกันและกัน ซึ่งอาจส่งผลให้การสัญจรของผู้ใช้ทางบนทางยกระดับตอนเมืองลดลง อาทิเช่น ส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีเขียวเหนือ (เปิดให้บริการปี 2563) รถไฟฟ้าชานเมืองสายสีแดงช่วงบางซื่อ-รังสิต (เปิดให้บริการปี 2564)
4. ความเสี่ยงจากคดีที่บริษัทเป็นผู้ถูกฟ้อง บริษัทมีข้อพิพาททางกฎหมายกรณีถูกฟ้องร้องต่อศาลรวม 3 คดี ประกอบด้วยข้อพิพาทกรณีการปรับใช้อัตราค่าผ่านทางตั้งแต่วันที่ 22 ธันวาคม 2550 จำนวน 1 คดี และกรณีการปรับใช้อัตราค่าผ่านทางตั้งแต่วันที่ 22 ธันวาคม 2552 จำนวน 2 คดี อย่างไรก็ตามสถานะปัจจุบันได้ถึงที่สุดแล้วในคดีที่ 1 และ 2 ซึ่งศาลปกครองกลางและศาลปกครองสูงสุดตัดสินให้ยกฟ้องทั้ง 2 คดี เหลือเพียงคดีที่ 3 ที่ยังอยู่ระหว่างรอคำพิพากษาของศาลปกครองสูงสุด ทั้งนี้จากความเห็นของที่ปรึกษากฎหมายอิสระและที่ปรึกษาการเงินเป็นไปในทิศทางเดียวกัน คือประเด็นในคดีทั้งสามเป็นประเด็นแห่งคดีเดียวกัน ดังนั้นคำวินิจฉัยของศาลปกครองสูงสุดในคดีปกครองที่ 3 ก็ควรจะมีการวินิจฉัยในแนวทางเดียวกัน ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าผลคำพิพากษาในคดีปกครองคดีที่ 3 ไม่น่าจะส่งผลกระทบต่อการทำงานและสถานะทางการเงินของบริษัท

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66 ของ DMT

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
รายได้จากการขายและบริการ	2,047	2,250	2,913	3,059
ต้นทุนขายและบริการ	768	823	936	972
กำไรขั้นต้น	1,279	1,428	1,977	2,087
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	199	199	217	220
กำไรจากการดำเนินงาน	1,080	1,229	1,760	1,867
รายได้อื่นๆ	16	34	34	34
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม	-	-	-	-
ดอกเบี้ยจ่าย	107	39	-	-
กำไรก่อนหักภาษี	973	1,190	1,760	1,867
ภาษีจ่าย	198	245	359	380
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (ขาดทุน)	0	0	0	0
กำไรสุทธิ	791	979	1,435	1,521
EPS	0.76	0.83	1.21	1.29
กำไรปกติ	791	979	1,435	1,521
Norm EPS	0.76	0.83	1.21	1.29
อัตรากำไรสุทธิ	38.6%	43.5%	49.3%	49.7%
อัตราการเติบโตกำไรสุทธิ (YoY%)	-31.8%	23.8%	46.6%	6.0%
งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	417	565	1,051	1,711
เงินลงทุนชั่วคราว	70	70	70	70
ค่าใช้จ่ายล่วงหน้า	10	10	10	10
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์	52	46	37	26
ต้นทุนสัมปทาน	9,608	9,224	8,739	8,229
อื่นๆ	503	516	529	542
สินทรัพย์รวม	10,661	10,431	10,435	10,588
เงินกู้ยืมระยะสั้น	558	-	-	-
เงินกู้ยืมระยะยาว	1,597	-	-	-
อื่นๆ	898	489	350	351
หนี้สินรวม	3,053	489	350	351
ทุนเรียกชำระแล้ว	5,414	6,142	6,142	6,142
ส่วนเกิน(ส่วนต่ำกว่า)มูลค่าหุ้น	-	1,512	1,512	1,512
กำไรสะสม	1,631	1,725	1,868	2,021
อื่นๆ	562	562	562	562
ส่วนของผู้ถือหุ้น	7,608	9,942	10,085	10,237
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	10,661	10,431	10,435	10,588

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2563-65 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	791	979	1,435	1,521
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	342	410	515	541
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(172)	(304)	(81)	(4)
อื่นๆ	228	(117)	(71)	(9)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	1,189	968	1,797	2,049
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนในที่ดิน อาคาร อุปกรณ์	0	(20)	(20)	(20)
อื่นๆ	192	-	-	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	192	(20)	(20)	(20)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
ออกหุ้นเพิ่มทุน	-	2,240	-	-
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(42)	(1,597)	-	-
จ่ายปันผล	(156)	(885)	(1,291)	(1,369)
อื่นๆ	(1,158)	(558)	-	-
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(1,357)	(800)	(1,291)	(1,369)
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.3	2.4	5.5	8.6
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว	0.3	2.4	5.5	8.6
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	0.0	0.0	0.0	0.0
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.0	0.0	0.0	0.0
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	0.0	0.0	0.0	0.0
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.28	0.00	0.00	0.00
Net Gearing (เท่า)	0.23	Net Cash	Net Cash	Net Cash
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	7.3%	9.3%	13.8%	14.5%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	10.8%	11.2%	14.3%	15.0%
สมมติฐานหลักในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
ปริมาณจราจร (คัน/วัน)	95,283	105,098	133,096	139,751
อัตรากำไรขั้นต้น	62.5%	63.4%	67.9%	68.2%
SG&A/Sales	9.7%	8.8%	7.5%	7.2%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส