

# Thailand Hotel Sector

## การฟื้นตัวล่าช้าออกไป

| Sector Valuation    |           |      | Current | Target | Norm EPS grw |       | — Norm PE — |       | — EV/EBITDA — |       | — Div yield — |       |
|---------------------|-----------|------|---------|--------|--------------|-------|-------------|-------|---------------|-------|---------------|-------|
| Company             | BBG       |      | price   | price  | 2021F        | 2022F | 2021F       | 2022F | 2021F         | 2022F | 2021F         | 2022F |
|                     | Code      | Rec. | (Bt)    | (Bt)   | (%)          | (%)   | (x)         | (x)   | (x)           | (x)   | (%)           | (%)   |
| Central Plaza Hotel | CENTEL TB | BUY  | 34.00   | 38.50  | na           | na    | na          | 119.2 | 25.4          | 14.7  | 0.0           | 0.2   |
| The Erawan Group    | ERW TB    | SELL | 2.98    | 2.60   | na           | na    | na          | na    | na            | 24.8  | 0.0           | 0.0   |
| Minor Int'l         | MINT TB   | HOLD | 32.00   | 31.00  | na           | na    | na          | 992.8 | 42.6          | 13.4  | 0.0           | 0.0   |

Source: Thanachart estimates, Based on 27 May 2021 closing prices

เราเห็น 3 ปัจจัยหลักที่กดดันกลุ่มโรงแรมไทย ได้แก่ การฟื้นตัวของกำลังซื้อล่าช้าออกไป การกลับมาซื้อขายที่ valuation ก่อนเกิดโควิดปี 2019 ในปี 2023F และความกังวลด้านกระแสเงินสด เราจึงปรับลดคำแนะนำหุ้นกลุ่มเป็น “NEUTRAL” จาก Overweight และเลือก CENTEL เป็น Top Pick แทน ERW

### ปัจจัยกดดัน ปรับลดคำแนะนำหุ้นเป็น “NEUTRAL”

เราปรับลดคำแนะนำหุ้นกลุ่มโรงแรมเป็น “NEUTRAL” จาก Overweight ด้วยเหตุผลหลัก 3 ประการ ได้แก่ การเติบโต: การฟื้นตัวของกำลังซื้อล่าช้าออกไป โดยคาดว่าจะมีผลขาดทุนที่ 1.6 หมื่นลบ. ในปีนี้ และต้องใช้เวลอย่างน้อยสองปีก่อนที่จะกลับสู่ระดับก่อนโควิดปี 2019 Valuation: กลุ่มฯ ซื้อขายที่ 2023F PE ที่ 32.9 เท่า และ EV/EBITDA ที่ 16.0 เท่า ซึ่งกลับสู่ระดับก่อนโควิดปี 2019 ที่ 30.0 เท่า และ 17.3 เท่าแล้ว กระแสเงินสด: กระแสเงินสดของกลุ่มฯ ยังคงมีความเสี่ยงด้วยคาดว่ากลุ่มฯ จะมีผลขาดทุนระดับ EBITDA (ไม่รวมสิทธิการใช้) ที่ 3.6 พันลบ. ในปี 2021F เทียบกับดอกเบี้ยจ่าย (ไม่รวมดอกเบี้ยจากสัญญาเช่า) ที่ 5.1 พันลบ.

### ได้รับผลกระทบมากและยืดเยื้อ

เราชอบปัจจัยพื้นฐานระยะยาวของกลุ่มฯ เนื่องจากความสามารถในการแข่งขันที่แข็งแกร่งของการท่องเที่ยวไทย แต่เรายังคงให้ความระมัดระวังต่อการฟื้นตัวของกลุ่มฯ แม้ว่าจะมีการฟื้นตัวขึ้นในวงกว้างมากขึ้น แต่ผู้ป่วยโควิดรายใหม่ยังคงอยู่ในระดับสูง และเมื่อรวมกับการที่ประเทศไทยเข้าสู่การระบาดของโควิด-19 ระลอก 3 การฟื้นตัวของโรงแรมไทยจึงล่าช้าออกไป ดังนั้นเราจึงปรับลดคาดการณ์กำไรของกลุ่มโรงแรมจากขาดทุน 1.7 พันลบ. เป็นขาดทุน 1.6 หมื่นลบ. ในปี 2021F และปรับลดกำไรลง 71% ในปี 2022F แต่อย่างไรก็ตามเราปรับเพิ่มกำไรขึ้น 6% ในปี 2023F สะท้อนการลดต้นทุนของกลุ่มฯ อย่างต่อเนื่องไปในระยะยาว

### กระแสการท่องเที่ยว

เรามองว่าโควิด-19 มีอิทธิพลต่อกระแสการท่องเที่ยว 1) เราคาดว่านักท่องเที่ยว Gen Y และ Z และนักท่องเที่ยวที่เดินทางมาพักผ่อนจะมีการฟื้นตัวที่เร็วกว่าเนื่องจากพวกเขามีความกังวลต่อไวรัสน้อยกว่า 2) ด้วยเกณฑ์การเข้าประเทศสำหรับนักท่องเที่ยว และงบประมาณของประชาชนที่จำกัด เนื่องจากปัญหาด้านเศรษฐกิจ เราจึงคาดว่านักท่องเที่ยวจะเดินทางไปยังจุดหมายปลายทางที่ใกล้ชิดและพักในโรงแรมระดับ 3 ดาว หรือ 4 ดาว 3) ด้วยความกังวลเกี่ยวกับการติดเชื้อไวรัส เราจึงมองว่าโรงแรมที่มีชื่อหรือเครือโรงแรมที่มีมาตรฐานความปลอดภัยและเทคโนโลยีที่ดี จะได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นจากโรงแรมขนาดเล็กในท้องถิ่น และ 4) ด้วยชีวิตวิถีใหม่ (new normal) เราคาดว่านักท่องเที่ยวจะให้ความสนใจมากขึ้นต่อกิจกรรมกลางแจ้ง และสถานที่ที่มีความแออัดน้อยในต่างจังหวัด

### CENTEL เป็นหุ้นที่เราชอบที่สุด

เราคาดว่า 3 ผู้ประกอบการโรงแรมที่เราทำบทวิเคราะห์จะยังคงมีผลขาดทุนอย่างมากในปีนี้ ขณะที่เราคาดว่า CENTEL และ MINT จะพลิกมามีกำไรในปี 2022F แต่ ERW จะยังคงขาดทุน ความสามารถในการทำกำไร ฐานะทางการเงิน กระแสเงินสดของ CENTEL นั้นยังแข็งแกร่งกว่าเพื่อน และมี valuation ที่ถูกกว่า ดังนั้นเราจึงเลือก CENTEL เป็น Top Pick ของเราแทน ERW เราปรับลดคำแนะนำ ERW เป็น “ขาย” จาก “ซื้อ” เนื่องจาก valuation ที่แพง และฐานะการเงินที่ไม่แข็งแกร่ง เราปรับคำแนะนำ MINT ขึ้นเป็นเพียง “ถือ” เนื่องจากเรามองว่าตลาดรับรู้เรื่องราวการฟื้นตัวที่รวดเร็วในการดำเนินงานในต่างประเทศไปแล้ว

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

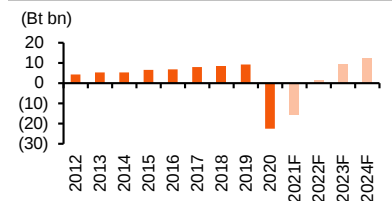


SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

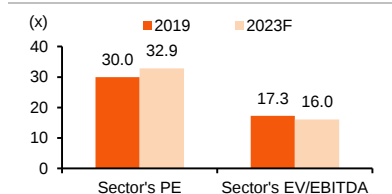
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### Slow Earnings Recovery



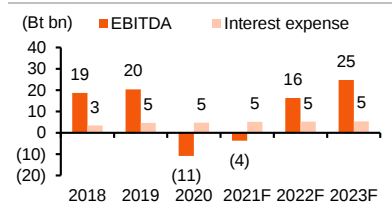
Sources: Company data, Thanachart estimates

### 2023F PE & EV/EBITDA Is At Fair



Sources: Company data, Thanachart estimates

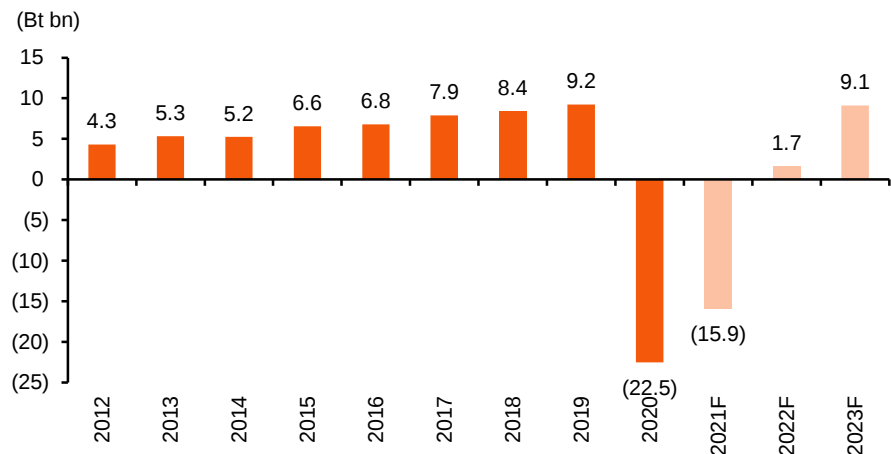
### Sector Cash Flow Remains At Risk



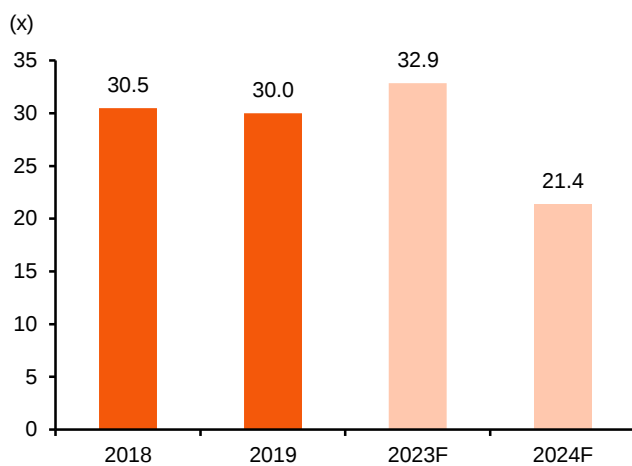
Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: EBITDA excl. rights of use, Interest expense excl. interest expense from lease agreements

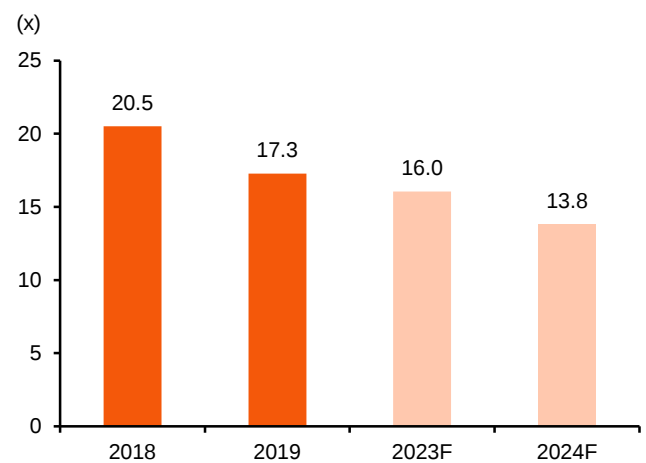
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

**Ex 1: Extended Earnings Recovery**

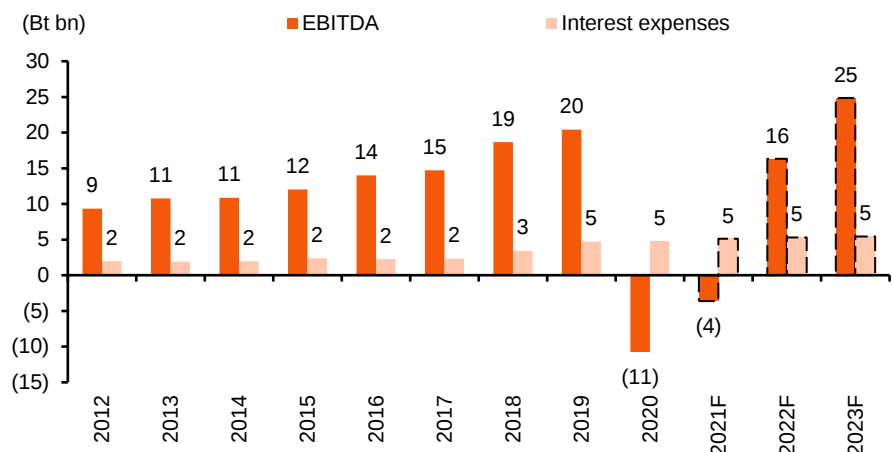
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: 2023F PE Back To Its Pre-COVID Level In 2018-19...**

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 3: ...And Also Its 2023F EV/EBITDA Level**

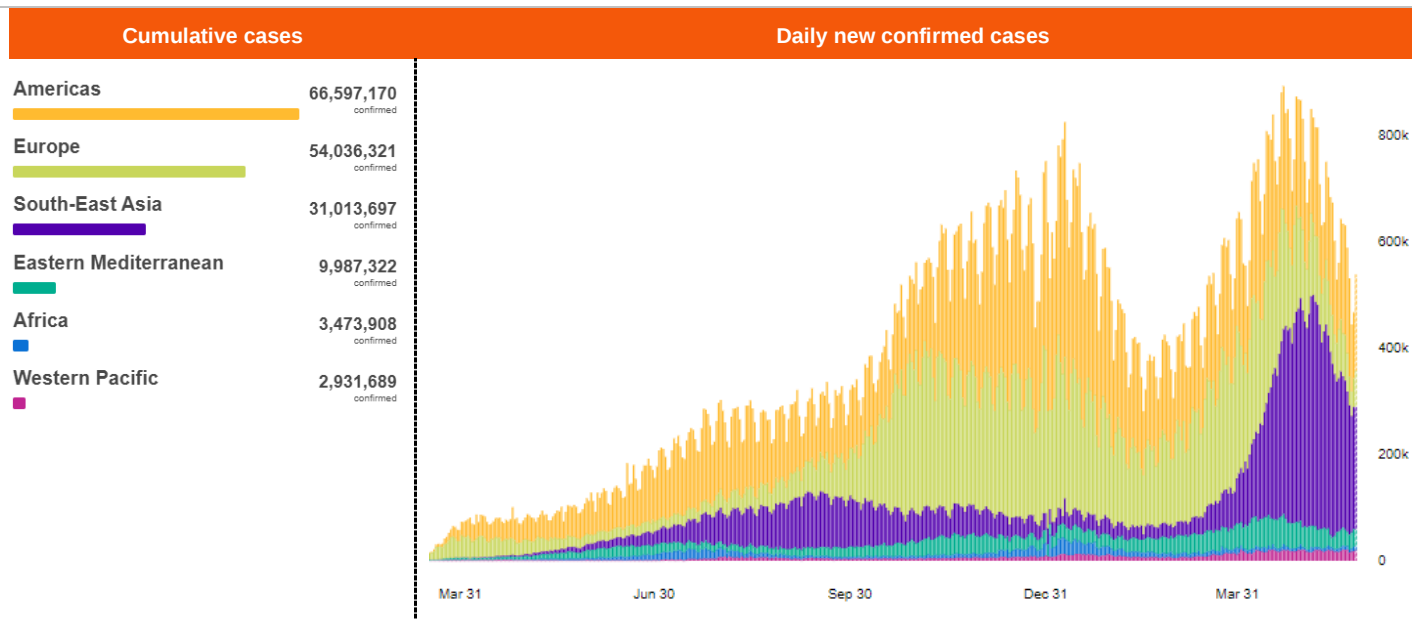
Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 4: Unhealthy Cash Flow Status In The Short Term**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: EBITDA excl. rights of use, Interest expenses excl. interest expenses from lease agreements

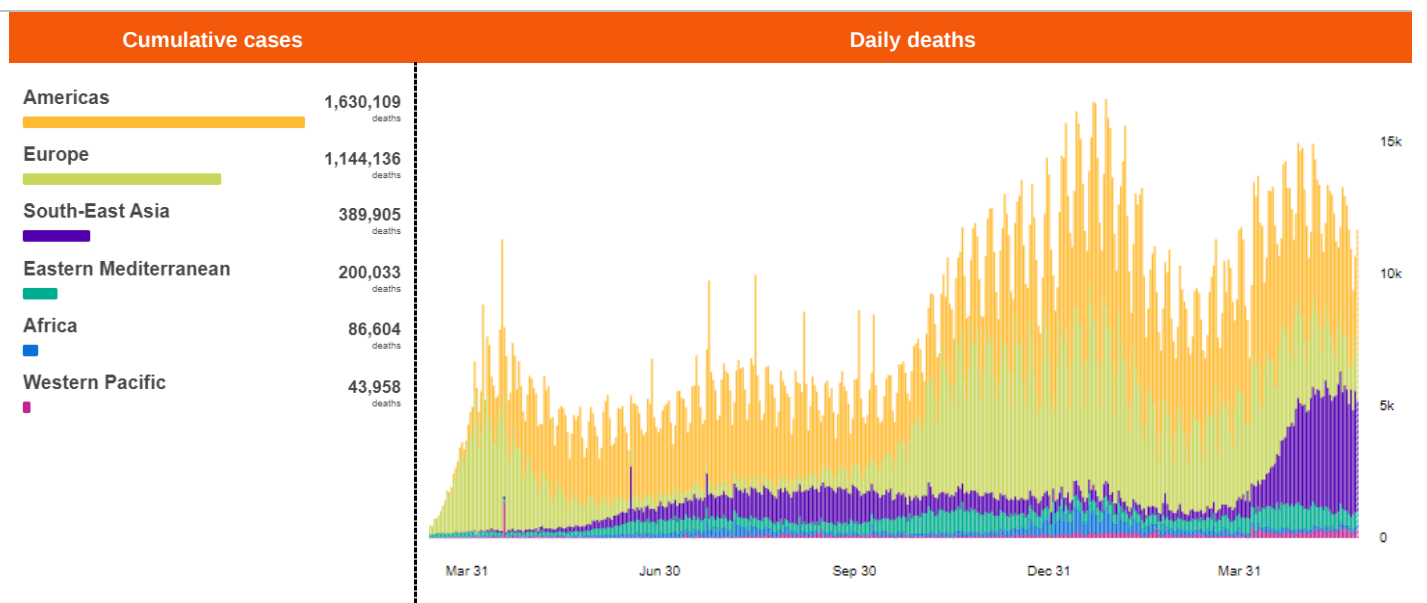
## Ex 5: Globally Confirmed COVID-19 Cases



Source: WHO

Note: As of 27 May 2021

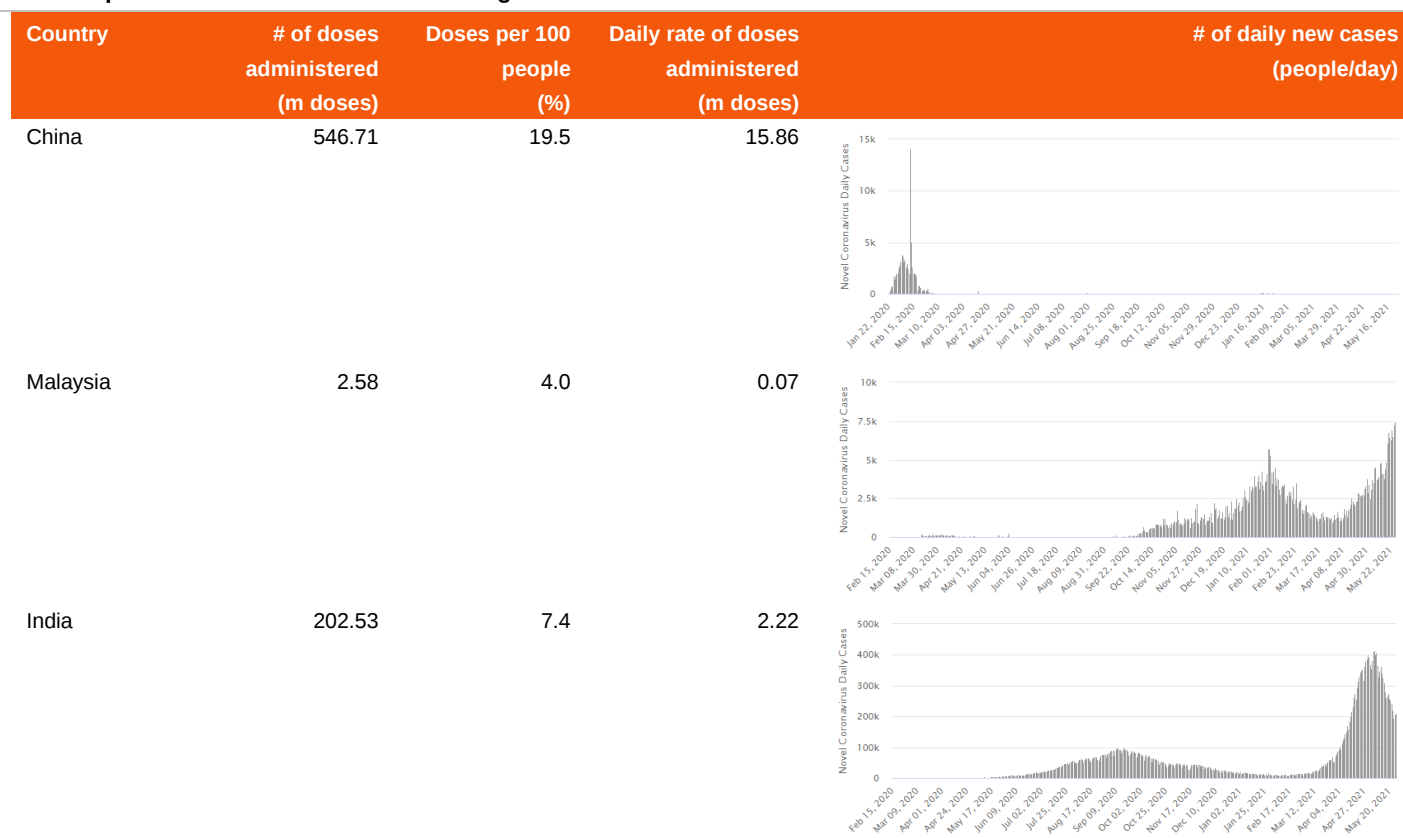
## Ex 6: Global Deaths



Source: WHO

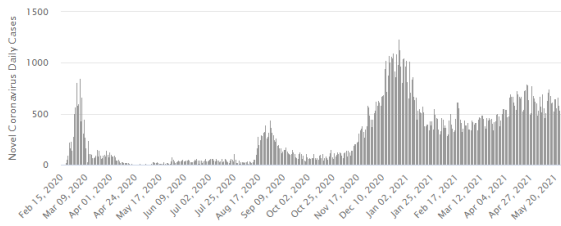
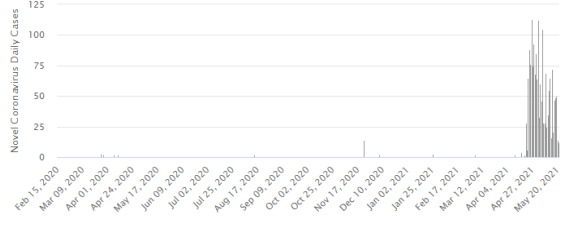
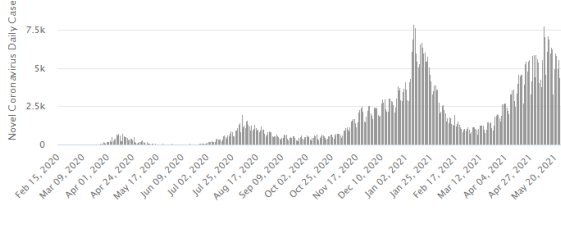
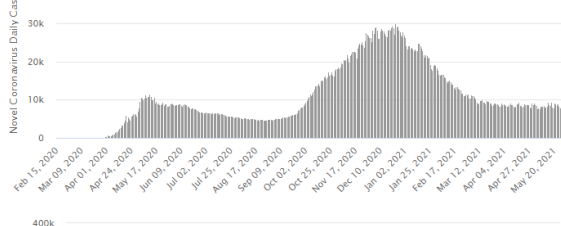
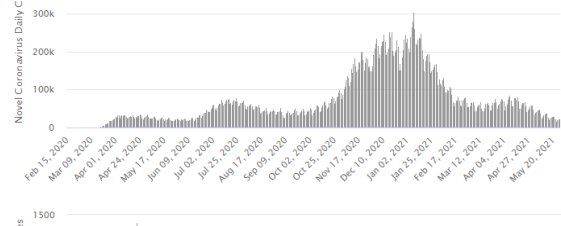
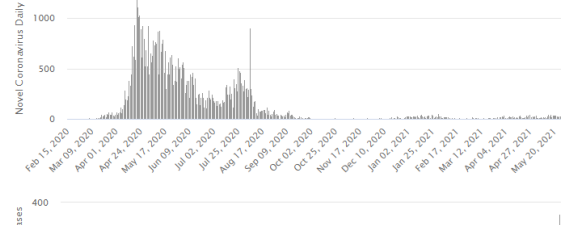
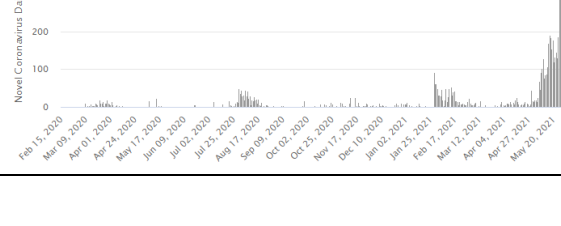
Note: As of 27 May 2021

## Ex 7: Top 10 Countries For Tourists Visiting Thailand In 2019



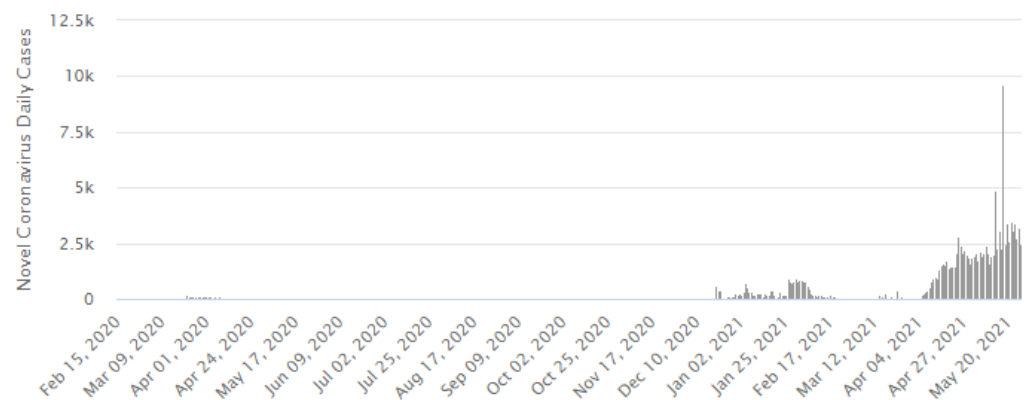
Sources: Bloomberg, Worldometer

Ex 8: Top 10 Countries For Tourists Visiting Thailand In 2019 (Con't)

| Country   | # of doses administered (m doses) | Doses per 100 people (%) | Daily rate of doses administered (m doses) | # of daily new cases (people/day)                                                    |
|-----------|-----------------------------------|--------------------------|--------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| S. Korea  | 5.89                              | 5.7                      | 0.14                                       |    |
| Laos      | 0.58                              | 4.1                      | 0.02                                       |    |
| Japan     | 10.03                             | 4.0                      | 0.42                                       |   |
| Russia    | 24.00                             | 8.2                      | 0.20                                       |  |
| US        | 289.21                            | 45.1                     | 1.70                                       |  |
| Singapore | 3.73                              | 32.7                     | 0.04                                       |  |
| Vietnam   | 1.03                              | 0.5                      | 0.00                                       |  |

Sources: Bloomberg, Worldometer

Note: As of 27 May 2021

**Ex 9: Thailand's Daily New COVID-19 Cases**

Source: Worldometer

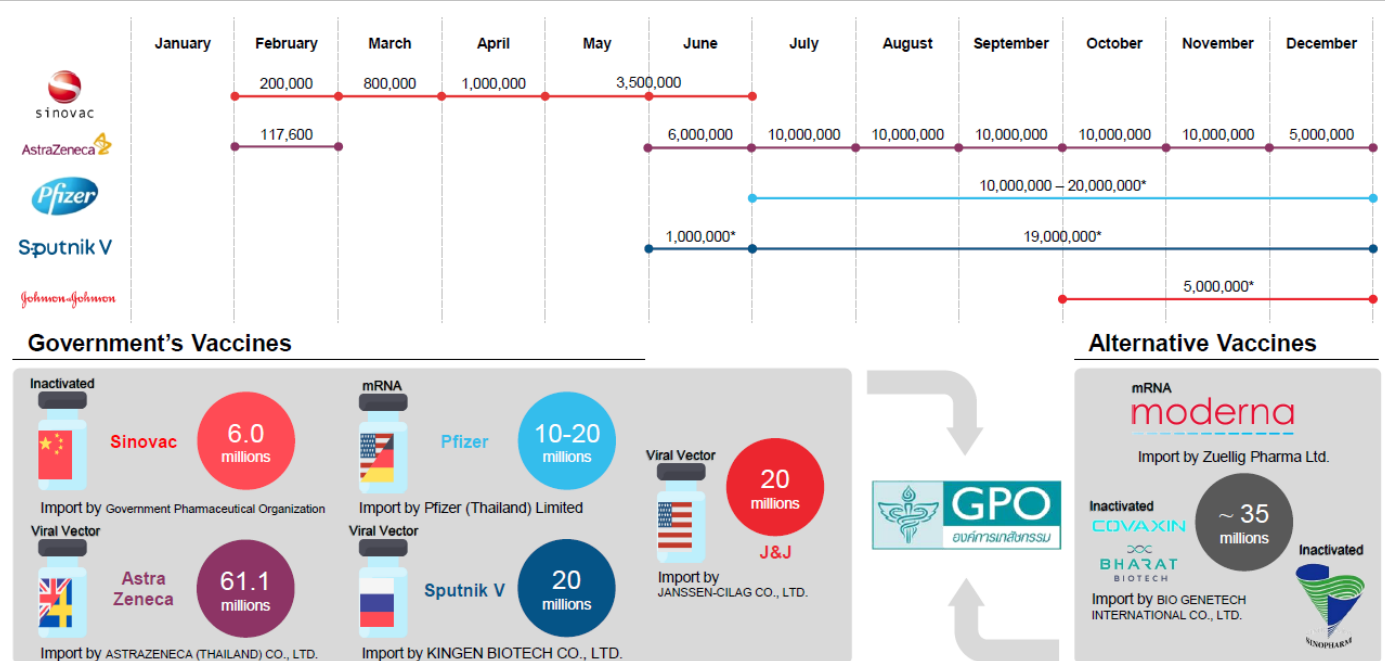
Note: As of 27 May 2021

**Ex 10: Thai Government's Roadmap To Reopening**

|                                       | Pre-3 <sup>rd</sup> COVID wave                                                                                                                                                                                                                            | New                                                                                                                                                                                                                                                |
|---------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| First phase<br>(1 Apr - 30 Jun 2021)  | Vaccinated tourists allowed to undergo a reduced quarantine period of only seven days and also allowed out of their rooms at certain times to use designated areas of the hotel, if applicable. Unvaccinated tourists required to quarantine for 10 days. | Centre for COVID-19 Situation Administration (CCSA) reinstates the 14-day quarantine for all international arrivals, even those with Certificates of Entry, effective from 1 May 2021, until further notice, to curb the new outbreak of COVID-19. |
| Second phase<br>(1 Jul – 30 Sep 2021) | Vaccinated tourists allowed visiting Phuket without any quarantine under the “Phuket Sandbox” program. Visitors required staying in Phuket for at least seven days, after which they are free to travel around Thailand.                                  | Unchanged                                                                                                                                                                                                                                          |
| Third phase<br>(1 Oct – 31 Dec 2021)  | Five other destinations (Krabi, Phangnga, Koh Samui, Chonburi, and Chiang Mai) allow vaccinated tourists to arrive without quarantine under the seven-day sandbox program, which requires them to stay within prescribed areas for seven days.            | Expanded from five destinations to nine – Krabi, Phangnga, Koh Samui, Chonburi, Chiang Mai, Buri Ram, Phetchaburi, Prachuap Khiri Khan and Bangkok                                                                                                 |
| Fourth phase<br>(1 Jan 2022)          | Vaccinated tourists able to enter the country and move around freely without quarantine.                                                                                                                                                                  | Unchanged                                                                                                                                                                                                                                          |

Source: Thanachart compilation

Ex 11: Thailand Vaccination Procurement Plan In 2021



Source: BCH

Note: \* Estimated

Ex 12: Progress Of Vaccine Rollouts In ASEAN

| Country         | # of doses administered<br>(m doses) | Doses per 100 people<br>(%) | Daily rate of doses<br>administered<br>(m doses) |
|-----------------|--------------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------------------|
| Brunai          | 0.01                                 | 1.6                         | 0.00                                             |
| Cambodia        | 3.18                                 | 9.6                         | 0.06                                             |
| Indonesia       | 24.83                                | 4.7                         | 0.18                                             |
| Loas            | 0.58                                 | 4.1                         | 0.02                                             |
| Malaysia        | 2.58                                 | 4.0                         | 0.07                                             |
| Myanmar         | 2.99                                 | 2.8                         | 0.11                                             |
| Philippines     | 3.30                                 | 1.5                         | 0.11                                             |
| Singapore       | 3.73                                 | 32.7                        | 0.04                                             |
| <b>Thailand</b> | <b>3.15</b>                          | <b>2.3</b>                  | <b>0.10</b>                                      |
| Vietnam         | 1.03                                 | 0.5                         | 0.00                                             |

Source: Bloomberg

Note: As of 27 May 2021

## Ex 13: Our Earnings Revisions

| Stock code    | New             |              |              | Old            |              |              | Change (%)  |               |            |
|---------------|-----------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|-------------|---------------|------------|
|               | 2021F           | 2022F        | 2023F        | 2021F          | 2022F        | 2023F        | 2021F       | 2022F         | 2023F      |
| CENTEL        | (1,166)         | 385          | 1,762        | 417            | 1,215        | 1,730        | n.a.        | (68.3)        | 1.8        |
| ERW           | (1,576)         | (435)        | 392          | 77             | 408          | 586          | n.a.        | n.a.          | (33.1)     |
| MINT          | (13,152)        | 1,729        | 6,966        | (2,162)        | 4,251        | 6,264        | n.a.        | (59.3)        | 11.2       |
| <b>Sector</b> | <b>(15,895)</b> | <b>1,680</b> | <b>9,120</b> | <b>(1,668)</b> | <b>5,874</b> | <b>8,580</b> | <b>n.a.</b> | <b>(71.4)</b> | <b>6.3</b> |

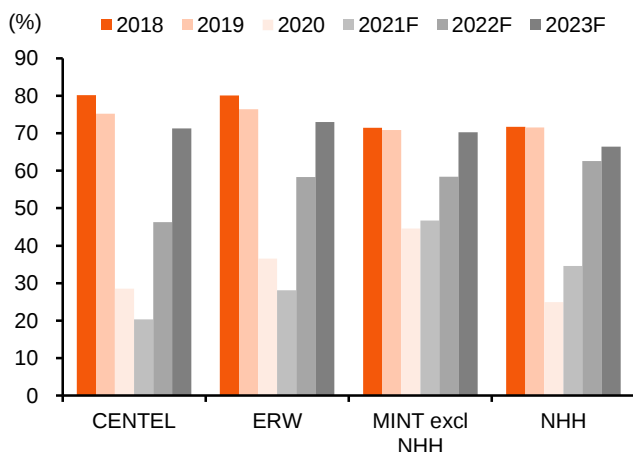
Source: Thanachart estimates

## Ex 14: Our Recommendation And TP Changes

| Stock         | Recommendation |      | TP (Bt/share) |      | Changes in our key assumptions                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|---------------|----------------|------|---------------|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|               | New            | Old  | New           | Old  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>CENTEL</b> | BUY            | HOLD | 38.5          | 25.0 | <ul style="list-style-type: none"> <li>Our 2021-22F earnings are cut mainly to reflect a weaker-than-expected recovery in its hotel and food businesses because of a slow recovery in the Thai tourism industry and the economy.</li> <li>Our 2023F earnings and TP are lifted to reflect some cost savings which will likely continue into 2023F and onwards.</li> </ul> |
| <b>ERW</b>    | SELL           | BUY  | 2.6           | 2.7  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Our 2021-23F earnings and TP are cut mainly to reflect a weaker-than-expected occupancy rate and average room rate for the hotel business due to a slow recovery of the Thai tourism industry and the economy.</li> </ul>                                                                                                          |
| <b>MINT</b>   | HOLD           | SELL | 31.0          | 15.8 | <ul style="list-style-type: none"> <li>Our 2021-22F earnings are cut mainly to reflect a slower-than-expected recovery of its existing hotel and food businesses.</li> <li>Our 2023F earnings and TP are lifted to reflect its business expansion and stronger-than-expected cost controls over the longer term.</li> </ul>                                               |

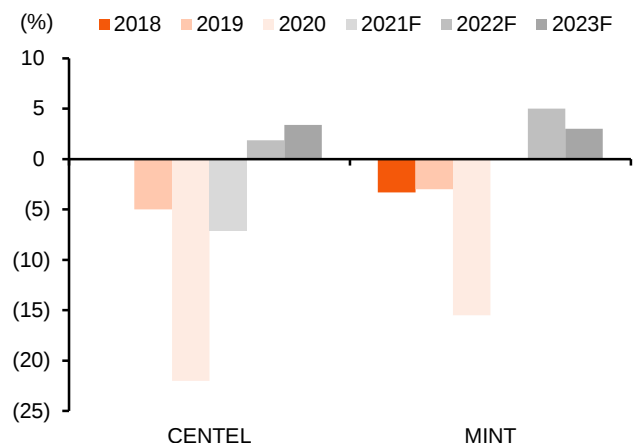
Source: Thanachart estimates

## Ex 15: Hotels' Occupancy Rates

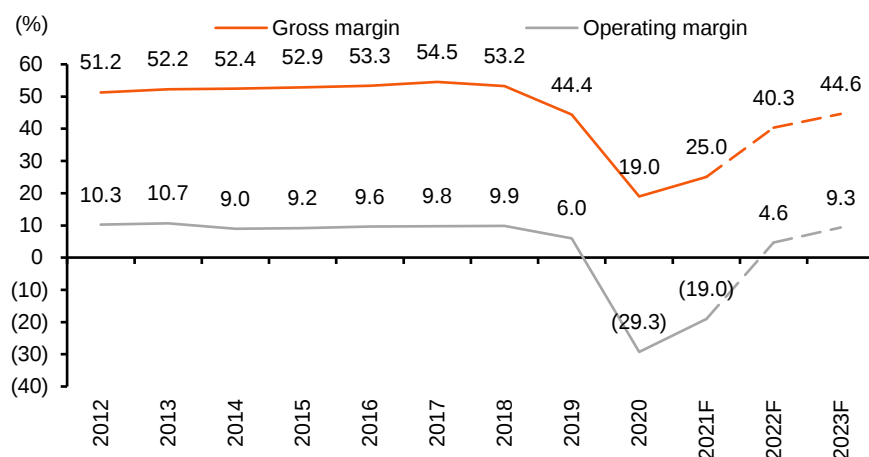


Sources: Company data, Thanachart estimates

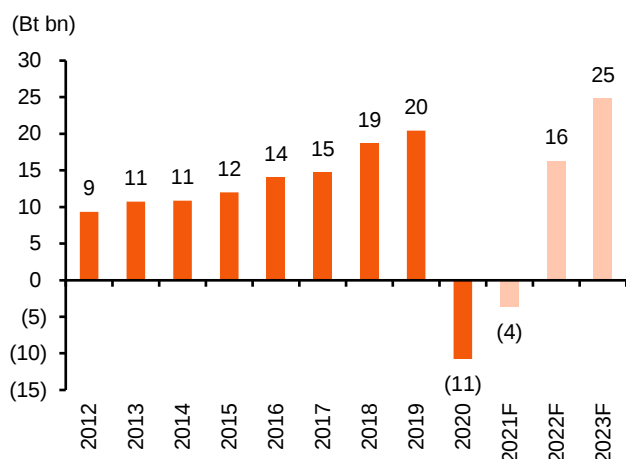
## Ex 16: SSSG



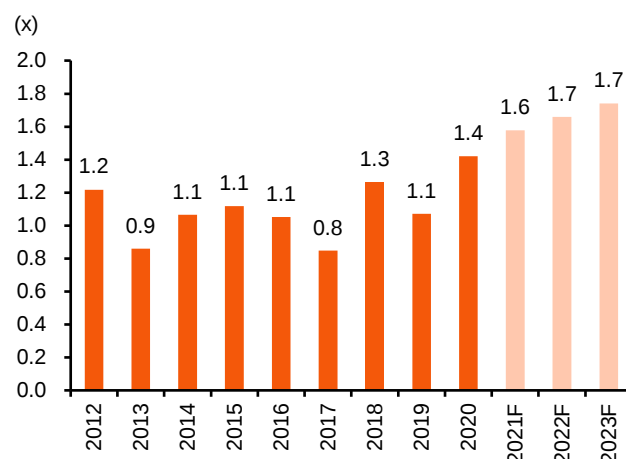
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 17: Sector's Improving Margin**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 18: Hotel Sector's EBITDA Excluding Rights Of Use**

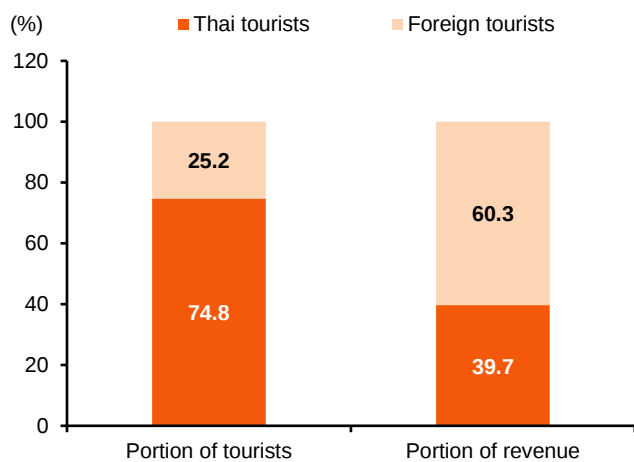
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 19: Hotel Sector's Net Interest Bearing Debt To Equity \***

Sources: Company data, Thanachart estimates

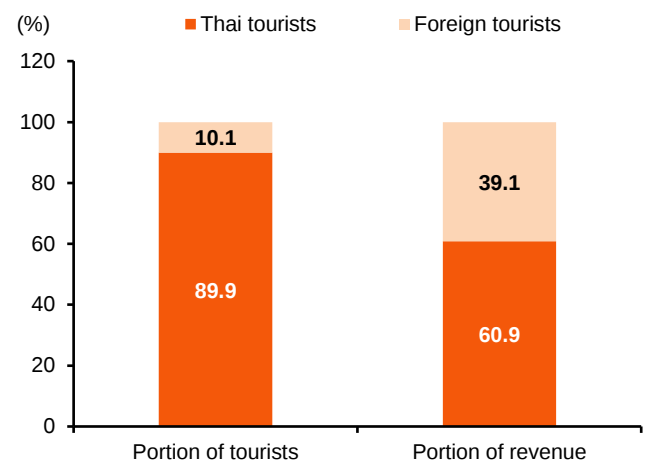
Note: \* Exclude lease liabilities and COVID-19 impairment

Ex 20: Portions Of Thai And International Tourists In 2019



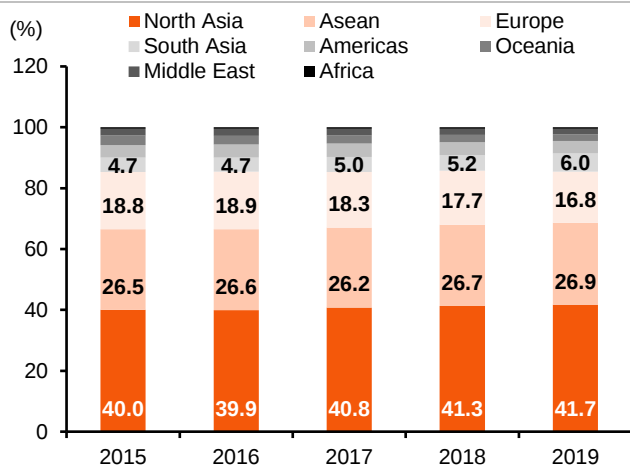
Source: Ministry of Tourism & Sports

Ex 21: Portions Of Thai And International Tourists In 2020



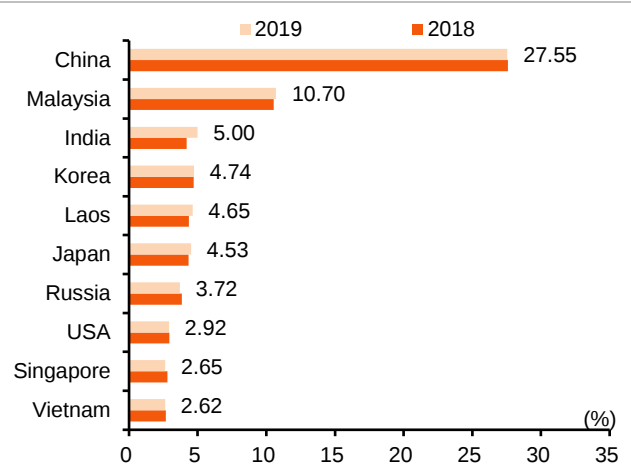
Source: Ministry of Tourism & Sports

Ex 22: International Tourist Breakdown By Region



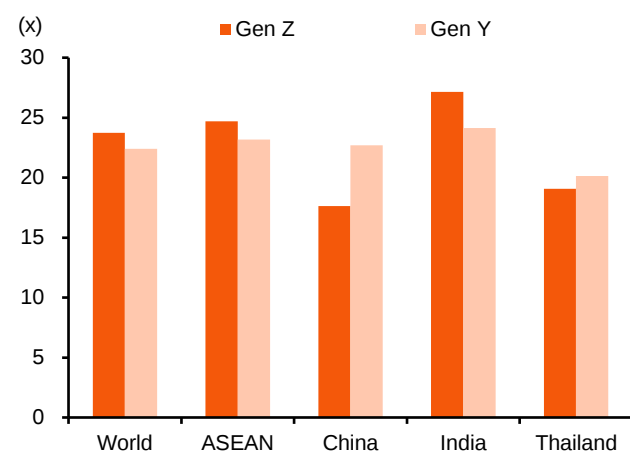
Source: Ministry of Tourism & Sports

Ex 23: International Tourist Breakdown By Country



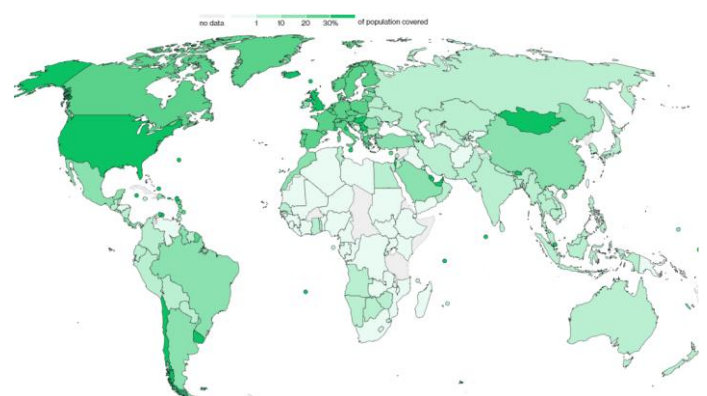
Source: Ministry of Tourism & Sports

Ex 24: Portions Of Gen Y and Gen Z In 2020



Source: United Nation

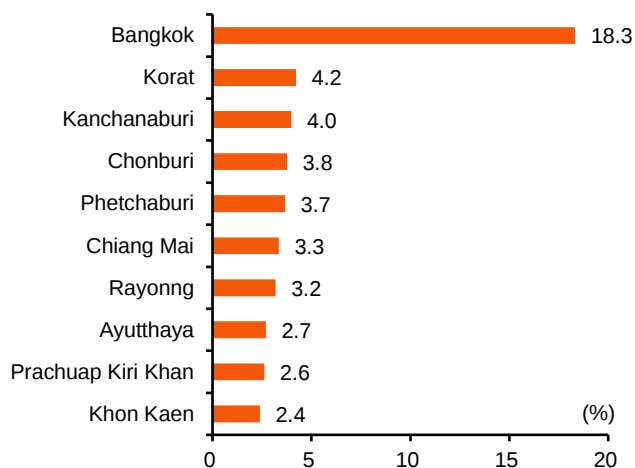
Ex 25: World Map Of Vaccinations



Source: Bloomberg

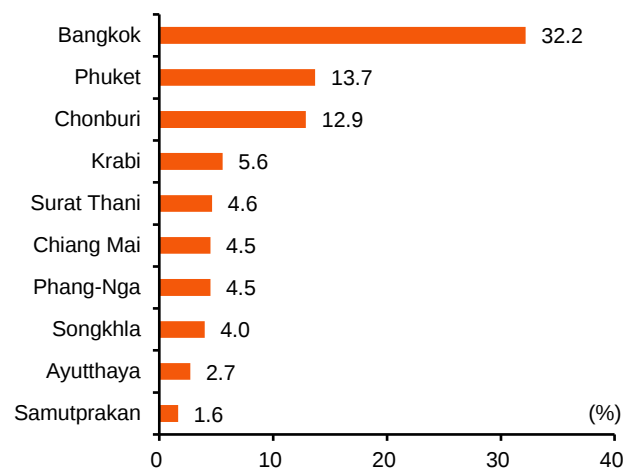
Note: As of 27 May 2021

Ex 26: Top Ten Tourist Destination For Thai Tourists



Source: Ministry of Tourism &amp; Sports

Ex 27: ... And For International Tourists In 2019



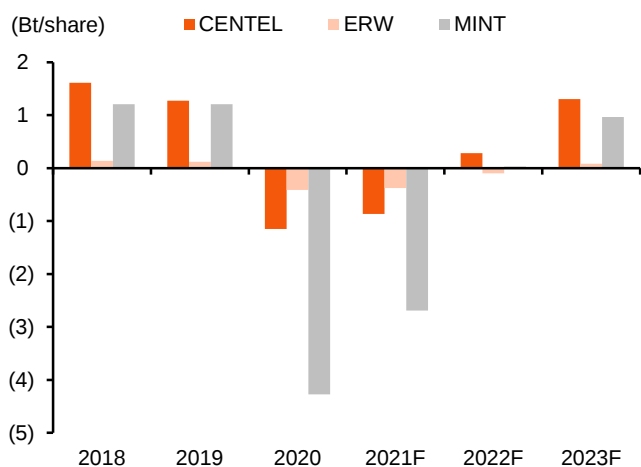
Source: Ministry of Tourism &amp; Sports

Ex 28: Ranking By Attributes

| Criteria                                | Weight      | CENTEL     | ERW        | MINT       |
|-----------------------------------------|-------------|------------|------------|------------|
| <b>1. Business growth opportunity</b>   |             |            |            |            |
| - Segmentation                          | 15%         | 9.0        | 10.0       | 8.0        |
| - Location                              | 15%         | 8.5        | 8.0        | 10.0       |
| <b>2. Operation</b>                     |             |            |            |            |
| - Earnings trend                        | 20%         | 9.0        | 8.0        | 9.0        |
| - Profitability                         | 10%         | 10.0       | 8.0        | 8.0        |
| <b>3. Financial and cashflow status</b> | 20%         | 10.0       | 8.0        | 8.0        |
| <b>4. Valuation in 2023F</b>            | 20%         | 10.0       | 6.0        | 8.0        |
| <b>Scoring</b>                          | <b>100%</b> | <b>9.4</b> | <b>7.9</b> | <b>8.5</b> |

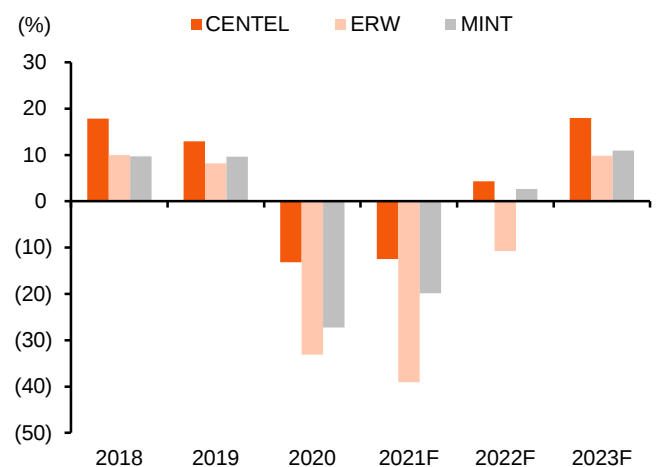
Source: Thanachart estimates

Ex 29: Core EPS Comparison



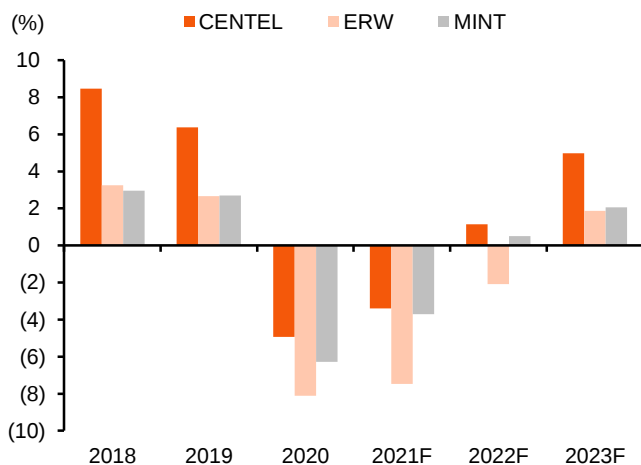
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 30: ROE Comparison



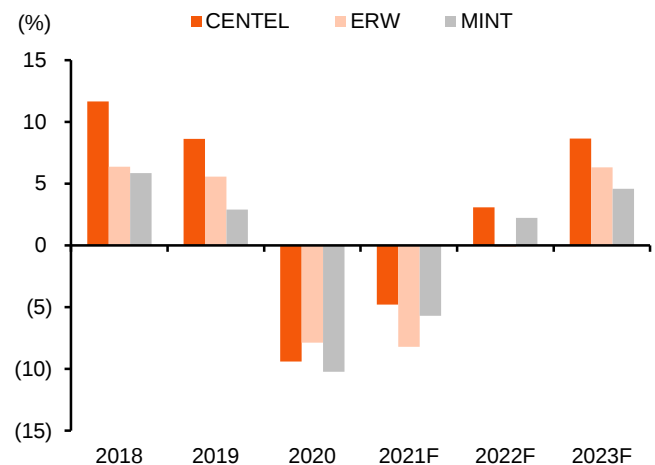
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 31: ROA Comparison



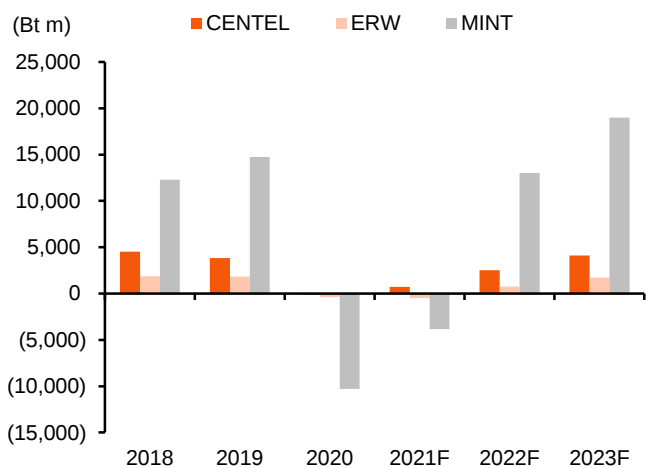
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 32: ROIC Comparison



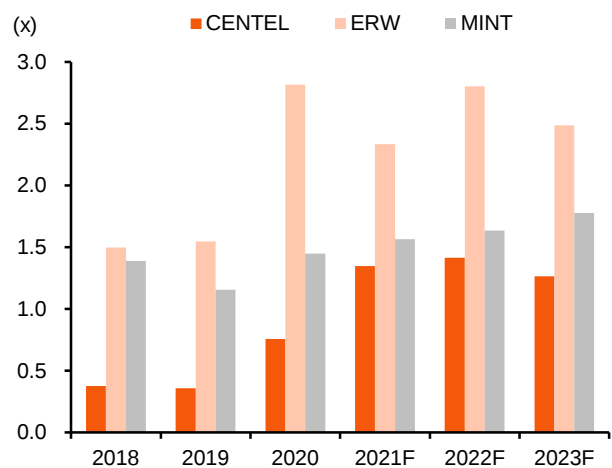
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 33: EBITDA – Excluding Rights Of Use



Sources: Company data, Thanachart estimates

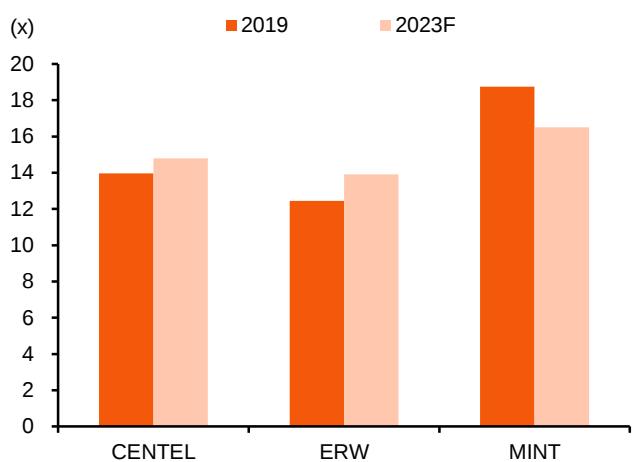
Ex 34: Net Interest-Bearing D/E\*



Sources: Company data, Thanachart estimates

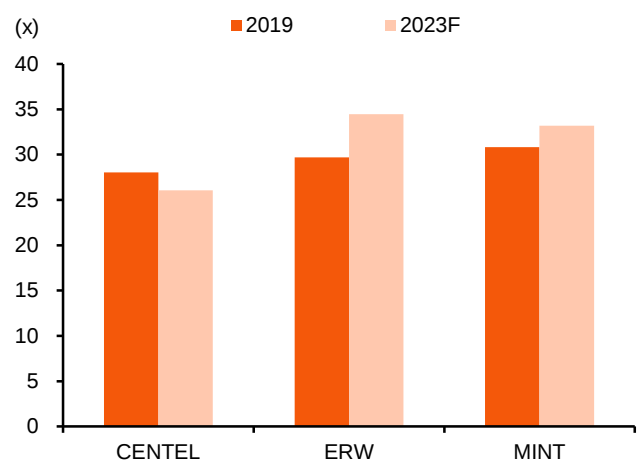
Note: \* Exclude lease liabilities and COVID-19 impairment

Ex 35: EV/EBITDA Comparison



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 36: PE Comparison



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 37: Business Strategies Recap

| CENTEL                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | ERW                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | MINT                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Hotel (Revenue 41%, EBITDA 68%)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Main focus is on the midscale and luxury segments while it is diversifying to the economy segment</li> <li>Main focus is Thailand across key travel destinations</li> <li>Looking to expand to overseas markets such as the Maldives, Dubai, Qatar, Japan and Vietnam</li> <li>Investment approach: equity-owned, JV and managed</li> <li>Owned brands: Centara Grand, Centara and COSI</li> </ul> | <b>Hotel (Revenue 96%, EBITDA 96%)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Focus on expanding in the budget hotel segment both in Thailand and the Philippines and eyeing opportunities to expand its HOP INN brand in the Asia Pacific (targets revenue contribution from the segment &gt; 40% in 2025 from 12% in 2019)</li> <li>Maintaining operations in the midscale or luxury segment without new expansions</li> <li>Investment approach: equity-owned</li> <li>Owned brand: HOP INN</li> <li>International brands: Naka, Hyatt, JW Marriott, Renaissance, Novotel, Courtyard, Holiday Inn, Ibis and Mercure</li> </ul> | <b>Hotel (Revenue 76%, EBITDA 83%)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Focus on luxury hotels both in Thailand and international markets such as Europe, China, Southeast Asia, Africa and South America</li> <li>Expanding to new travel destinations in international markets</li> <li>Investment approach: equity-owned, JV and managed</li> <li>Owned brands: Anantara, Avani, NH Hotels, NHOW, NH Collection, Elewana, Oaks and Tivoli</li> <li>International brands: Four Seasons, JW Marriott, St. Regis, and Radisson Bleu</li> </ul> |
| <b>Food (Revenue 59%, EBITDA 32%)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Main focus is on domestic market</li> <li>Exploring opportunities in the CLMV market</li> <li>Investment approach: equity-owned, JV and franchise</li> <li>Brands: company-owned, exclusive, non-exclusive, franchise</li> </ul>                                                                                                                                                                    | <b>Retail (Revenue 4%, EBITDA 4%)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Maintaining domestic market focus</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | <b>Food (Revenue 20%, EBITDA 16%)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Focuses on both the Thai and international markets, mainly in China and Australia</li> <li>Expanding domestically and abroad</li> <li>Investment approach: equity-owned, JV and franchise</li> <li>Brands: company-owned, exclusive, non-exclusive, franchise</li> </ul>                                                                                                                                                                                                |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | <b>Lifestyle (Revenue 4%, EBITDA 1%)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Imports soft fashion and home and kitchenware products such as Esprit, Bossini, Anello, Charles and Keith, Zwilling, Bodum, etc.</li> <li>Produces sanitizers and cleaning products such as Glade, Magic Clean, Daily Frest, etc. to sell in Thailand and export</li> </ul>                                                                                                                                                                                          |

Sources: Company data, Thanachart compilation

Note: Given the abnormal situation due to the COVID-19 crisis in 2020, we use revenue and EBITDA portions in the pre-COVID year in 2019 as representative figures

**Ex 38: Financial Summary**

| Y/E Dec (Bt m)      | 2020A   | 2021F   | 2022F  | 2023F  |
|---------------------|---------|---------|--------|--------|
| Sales               | 12,907  | 12,110  | 16,060 | 20,086 |
| Net profit          | (2,775) | (1,166) | 385    | 1,762  |
| Consensus NP        | —       | (989)   | 817    | 1,834  |
| Diff from cons (%)  | —       | na      | (52.9) | (3.9)  |
| Norm profit         | (1,550) | (1,166) | 385    | 1,762  |
| Prev. Norm profit   | —       | 417     | 1,215  | 1,730  |
| Chg from prev (%)   | —       | na      | (68.3) | 1.8    |
| Norm EPS (Bt)       | (1.1)   | (0.9)   | 0.3    | 1.3    |
| Norm EPS growth (%) | na      | na      | na     | 357.6  |
| Norm PE (x)         | na      | na      | 119.2  | 26.1   |
| EV/EBITDA (x)       | 32.9    | 25.4    | 14.7   | 10.6   |
| P/BV (x)            | 4.6     | 5.2     | 5.0    | 4.4    |
| Div yield (%)       | 0.0     | 0.0     | 0.2    | 1.5    |
| ROE (%)             | na      | na      | 4.3    | 18.0   |
| Net D/E (%)         | 84.8    | 153.1   | 160.1  | 140.9  |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Based on 27 May 2021 closing prices

**Ex 40: Financial Summary**

| Y/E Dec (Bt m)      | 2020A    | 2021F    | 2022F  | 2023F   |
|---------------------|----------|----------|--------|---------|
| Sales               | 55,812   | 60,173   | 98,665 | 119,568 |
| Net profit          | (21,407) | (15,191) | 1,729  | 6,966   |
| Consensus NP        | —        | (12,489) | 3,154  | 6,340   |
| Diff from cons (%)  | —        | na       | (45.2) | 9.9     |
| Norm profit         | (19,388) | (13,152) | 1,729  | 6,966   |
| Prev. Norm profit   | —        | (2,162)  | 4,251  | 6,264   |
| Chg from prev (%)   | —        | na       | (59.3) | 11.2    |
| Norm EPS (Bt)       | (4.3)    | (2.7)    | 0.0    | 1.0     |
| Norm EPS growth (%) | na       | na       | na     | 2,890.2 |
| Norm PE (x)         | na       | na       | 992.8  | 33.2    |
| EV/EBITDA (x)       | 713.9    | 42.6     | 13.4   | 11.1    |
| P/BV (x)            | 2.5      | 2.8      | 2.8    | 3.0     |
| Div yield (%)       | 0.0      | 0.0      | 0.0    | 0.8     |
| ROE (%)             | na       | na       | 2.6    | 10.9    |
| Net D/E (%)         | 144.8    | 161.5    | 168.7  | 183.6   |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Based on 27 May 2021 closing prices

**Ex 39: CENTEL (Market cap: US\$1.5bn; TP: Bt38.50; BUY)**

- Though we do not expect CENTEL to be the biggest beneficiary based on its hotel segmentation and locations, its good mix and diversified business strategies (domestic & abroad, upscale & economy) and development of an asset-light model via its owned brands should help to strengthen its operation.
- While CENTEL's financial status and cash inflow streams are the healthiest in the sector, its profitability is also the strongest.
- Most attractive in valuation terms compared to other listed peers. CENTEL's PE at 26.1x 2023F PE is still lower than its 2019 PE level at 28.0x and it is the cheapest in the sector, on our estimates.
- We already assume the Centara Grand Resort & Villa Hua Hin leasehold contract will be renewed.

**Ex 41: MINT (Market cap: US\$5.3bn; TP: Bt31.0; HOLD)**

- With MINT's strong presence in international markets both in the hotel and food businesses, mainly in Europe via its subsidiary NHH, Australia and China, we therefore expect MINT's overseas businesses to grow faster than in Thailand.
- Due to the economic slowdown and fierce competition, we foresee MINT's average room rate at its luxury hotels still facing some pressure despite experiencing some tourist demand recovery.
- The huge investment in NHH in late 2018 and the COVID-19 impact have caused MINT's financial status and cashflow streams to remain unhealthy.
- Though we foresee a faster recovery for MINT's overseas operation, trading at 33.2x PE in 2023F vs. its pre-COVID level in 2018-19 of 31x, we see it as fairly valued.

**Ex 42: Financial Summary**

| Y/E Dec (Bt m)      | 2020A   | 2021F   | 2022F | 2023F  |
|---------------------|---------|---------|-------|--------|
| Sales               | 2,306   | 1,607   | 4,123 | 6,004  |
| Net profit          | (1,715) | (1,576) | (435) | 392    |
| Consensus NP        | —       | (1,424) | 38    | 457    |
| Diff from cons (%)  | —       | na      | na    | (14.2) |
| Norm profit         | (1,585) | (1,576) | (435) | 392    |
| Prev. Norm profit   | —       | 77      | 408   | 586    |
| Chg from prev (%)   | —       | na      | na    | (33.1) |
| Norm EPS (Bt)       | (0.4)   | (0.4)   | (0.1) | 0.1    |
| Norm EPS growth (%) | na      | na      | na    | na     |
| Norm PE (x)         | na      | na      | na    | 34.4   |
| EV/EBITDA (x)       | na      | na      | 24.8  | 12.4   |
| P/BV (x)            | 3.0     | 3.2     | 3.5   | 3.2    |
| Div yield (%)       | 0.0     | 0.0     | 0.0   | 0.6    |
| ROE (%)             | na      | na      | na    | 9.8    |
| Net D/E (%)         | 281.6   | 233.6   | 280.2 | 248.7  |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Based on 27 May 2021 closing prices

**Ex 43: ERW (Market cap: US\$240m; TP: Bt2.60; SELL)**

- ERAWAN is pursuing expansion in the budget segment. We see its business expansion being low-risk and matching with industry trends.
- However, with its 96% of its revenue exposed to the slow-recovery hotel business in Thailand, we therefore expect ERW's earnings to recover at a slower pace than peers'. Together with its high gearing, we foresee ERW's financial status and cashflow streams remaining at risk.
- ERW's trading PE at 34.4x in 2023F vs. its pre-COVID level at 29.7x in 2019 and the sector's average of 32.9x means it is fully valued, in our view.
- We foresee a risk from rising costs due to the leasehold property (Grand Hyatt Erawan – contributed 23% of total revenue in 2019) contract being due for renewal this year.

## Ex 44: Sector Valuation Comparison

|                        |            | CENTEL  | ERW     | MINT     | Sector   |
|------------------------|------------|---------|---------|----------|----------|
| Rating                 |            | BUY     | SELL    | HOLD     | Neutral  |
| Target price           | Thanachart | 38.50   | 2.60    | 31.00    |          |
|                        | Consensus  | 33.43   | 2.97    | 33.61    |          |
| Consensus rec.         | Buy        | 9.0     | 5.0     | 19.0     |          |
|                        | Hold       | 7.0     | 11.0    | 2.0      |          |
|                        | Sell       | 5.0     | 5.0     | 4.0      |          |
| Market cap. (US\$ m)   |            | 1,466   | 240     | 5,312    |          |
| Sales (Bt m)           | 2020A      | 12,907  | 2,306   | 55,812   | 71,025   |
|                        | 2021F      | 12,110  | 1,607   | 60,173   | 73,889   |
|                        | 2022F      | 16,060  | 4,123   | 98,665   | 118,848  |
|                        | 2023F      | 20,086  | 6,004   | 119,568  | 145,658  |
| Norm profits (Bt m)    | 2020A      | (1,550) | (1,585) | (19,388) | (22,524) |
|                        | 2021F      | (1,166) | (1,576) | (13,152) | (15,895) |
|                        | 2022F      | 385     | (435)   | 1,729    | 1,680    |
|                        | 2023F      | 1,762   | 392     | 6,966    | 9,120    |
| Sales growth (%)       | 2020A      | (37.8)  | (63.9)  | (52.4)   | (50.8)   |
|                        | 2021F      | (6.2)   | (30.3)  | 7.8      | 4.0      |
|                        | 2022F      | 32.6    | 156.6   | 64.0     | 60.8     |
|                        | 2023F      | 25.1    | 45.6    | 21.2     | 22.6     |
| Norm EPS growth (%)    | 2020A      | na      | na      | na       | na       |
|                        | 2021F      | na      | na      | na       | na       |
|                        | 2022F      | na      | na      | na       | na       |
|                        | 2023F      | 357.6   | na      | 2,890.2  | 443.0    |
| Gross margin (%)       | 2020A      | 31.5    | 36.5    | 15.3     | 19.0     |
|                        | 2021F      | 35.7    | 35.9    | 22.6     | 25.0     |
|                        | 2022F      | 40.6    | 48.4    | 39.9     | 40.3     |
|                        | 2023F      | 42.0    | 54.2    | 44.6     | 44.6     |
| SG&A/Sales (%)         | 2020A      | 45.2    | 87.5    | 47.3     | 48.3     |
|                        | 2021F      | 43.4    | 113.5   | 42.3     | 44.1     |
|                        | 2022F      | 36.3    | 48.9    | 35.0     | 35.7     |
|                        | 2023F      | 31.7    | 38.9    | 35.7     | 35.3     |
| Norm profit margin (%) | 2020A      | (12.0)  | (68.7)  | (34.7)   | (31.7)   |
|                        | 2021F      | (9.6)   | (98.1)  | (21.9)   | (21.5)   |
|                        | 2022F      | 2.4     | (10.5)  | 1.8      | 1.4      |
|                        | 2023F      | 8.8     | 6.5     | 5.8      | 6.3      |
| ROE (%)                | 2020A      | na      | na      | na       | na       |
|                        | 2021F      | na      | na      | na       | na       |
|                        | 2022F      | 4.3     | na      | 2.6      | 2.1      |
|                        | 2023F      | 18.0    | 9.8     | 10.9     | 11.8     |
| Norm PE (x)            | 2020A      | na      | na      | na       | na       |
|                        | 2021F      | na      | na      | na       | na       |
|                        | 2022F      | 119.2   | na      | 992.8    | 492.9    |
|                        | 2023F      | 26.1    | 34.4    | 33.2     | 32.9     |
| Dividend yield (%)     | 2020A      | 0.0     | 0.0     | 0.0      | 0.0      |
|                        | 2021F      | 0.0     | 0.0     | 0.0      | 0.0      |
|                        | 2022F      | 0.2     | 0.0     | 0.0      | 0.0      |
|                        | 2023F      | 1.5     | 0.6     | 0.8      | 0.9      |
| Net D/E (x) *          | 2020A      | 0.8     | 2.8     | 1.4      | 1.4      |
|                        | 2021F      | 1.3     | 2.3     | 1.6      | 1.6      |
|                        | 2022F      | 1.4     | 2.8     | 1.6      | 1.7      |
|                        | 2023F      | 1.3     | 2.5     | 1.8      | 1.7      |

Source: Thanachart estimates

Note: \* Exclude lease liabilities and COVID-19 impairment

## Valuation Comparison

### Ex 45: Valuation Comparison With Regional Peers

| Name                       | BBG code   | Country   | EPS growth   |              | — PE —      |              | — P/BV —   |            | EV/EBITDA   |             | — Div yield— |            |
|----------------------------|------------|-----------|--------------|--------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|--------------|------------|
|                            |            |           | 21F          | 22F          | 21F         | 22F          | 21F        | 22F        | 21F         | 22F         | 21F          | 22F        |
|                            |            |           | (%)          | (%)          | (x)         | (x)          | (x)        | (x)        | (x)         | (x)         | (%)          | (%)        |
| Accor SA                   | AC FP      | France    | na           | na           | na          | 68.5         | 2.2        | 2.3        | 87.2        | 17.9        | 0.4          | 1.4        |
| Indian Hotels              | IH IN      | India     | na           | na           | na          | na           | 4.3        | 4.5        | na          | 33.3        | 0.1          | 0.2        |
| Resorttrust                | 4681 JP    | Japan     | na           | 154.8        | 58.2        | 22.8         | 1.4        | 1.4        | 9.7         | 10.5        | 1.9          | 1.8        |
| Hotel Shilla               | 008770 KS  | S. Korea  | na           | 187.2        | 72.5        | 25.3         | 5.8        | 4.8        | 18.1        | 12.9        | 0.3          | 0.3        |
| NH Hotel Group             | NHH SM     | Spain     | na           | na           | na          | na           | 2.6        | 2.8        | 19.2        | 11.7        | 0.0          | 0.0        |
| Shanghai Jin Jiang Capital | 2006 HK    | Hong Kong | (8.6)        | 167.3        | 39.0        | 14.6         | 1.1        | 1.0        | 7.6         | 7.6         | 1.3          | 3.0        |
| Hongkong & Shanghai        | 45 HK      | Hong Kong | na           | 227.3        | 141.1       | 43.1         | na         | na         | 30.1        | 22.7        | 0.5          | 1.0        |
| Shangri-La Asia            | 69 HK      | Hong Kong | na           | na           | na          | 400.0        | 4.4        | 4.4        | 50.2        | 20.0        | 0.1          | 0.1        |
| InterContinental Hotels    | IHG US     | US        | na           | 123.2        | 62.7        | 28.1         | na         | na         | 28.8        | 18.3        | 0.6          | 1.5        |
| Marriott International     | MAR US     | US        | na           | 114.5        | 64.7        | 30.1         | 45.7       | 25.7       | 28.7        | 17.9        | 0.0          | 0.5        |
| Hilton Worldwide Holdings  | HLT US     | US        | na           | 106.6        | 63.9        | 30.9         | na         | na         | 29.7        | 18.8        | 0.0          | 0.3        |
| Asset World Corp           | AWC TB     | Thailand  | na           | na           | na          | 166.9        | 2.1        | 2.1        | 72.4        | 37.9        | 0.0          | 0.1        |
| Central Plaza Hotel        | CENTEL TB* | Thailand  | na           | na           | na          | 119.2        | 5.2        | 5.0        | 25.4        | 14.7        | 0.0          | 0.2        |
| Erawan Group               | ERW TB*    | Thailand  | na           | na           | na          | na           | 3.2        | 3.5        | na          | 24.8        | 0.0          | 0.0        |
| Minor International        | MINT TB*   | Thailand  | na           | na           | na          | 992.8        | 2.8        | 2.8        | 42.6        | 13.4        | 0.0          | 0.0        |
| <b>Average</b>             |            |           | <b>(8.6)</b> | <b>154.4</b> | <b>71.7</b> | <b>161.9</b> | <b>6.7</b> | <b>5.0</b> | <b>34.6</b> | <b>18.8</b> | <b>0.3</b>   | <b>0.7</b> |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 27-May-21 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

|           | Absolute (%) |      |      |      | Rel SET (%) |       |      |      |
|-----------|--------------|------|------|------|-------------|-------|------|------|
|           | 1M           | 3M   | 12M  | YTD  | 1M          | 3M    | 12M  | YTD  |
| SET Index | 1.5          | 5.8  | 17.7 | 9.2  | —           | —     | —    | —    |
| HOTEL     | 3.7          | 3.4  | 20.2 | 22.8 | 2.1         | (2.4) | 2.5  | 13.6 |
| CENTEL    | 7.1          | 2.3  | 42.3 | 43.5 | 5.6         | (3.5) | 24.6 | 34.2 |
| ERW       | 3.5          | 12.9 | 36.7 | 29.0 | 2.0         | 7.1   | 19.0 | 19.8 |
| MINT      | 6.7          | 5.8  | 64.9 | 24.3 | 5.1         | 0.0   | 47.3 | 15.1 |

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

|                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                        |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>S — Strength</b>                                                                                                                                                                                                                           | <b>W — Weakness</b>                                                                                                                                                                                    |
| <ul style="list-style-type: none"><li>▪ ประเทศไทยเป็นปลายทางการท่องเที่ยวที่คุ้มค่า</li><li>▪ เป็นศูนย์กลางของเอเชียตะวันออกเฉียงใต้</li><li>▪ มีโครงสร้างพื้นฐานและระบบขนส่งสาธารณะที่ดี</li><li>▪ คุณภาพและมาตรฐานการบริการที่สูง</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ ผลกระทบตามฤดูกาล</li><li>▪ อุปทานส่วนเกินของโรงแรมระดับ 5 ดาว</li><li>▪ ใช้เงินลงทุนสูง</li></ul>                                                              |
| <b>O — Opportunity</b>                                                                                                                                                                                                                        | <b>T — Threat</b>                                                                                                                                                                                      |
| <ul style="list-style-type: none"><li>▪ การเติบโตของ AEC</li><li>▪ ความต้องการท่องเที่ยวที่สูงในสถานการณ์ปกติ</li><li>▪ เงินบาทอ่อน</li><li>▪ เศรษฐกิจโลกปรับตัวดีขึ้น</li></ul>                                                              | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ ภัยธรรมชาติและการระบาดของโรค</li><li>▪ ความไม่สงบทางการเมือง</li><li>▪ ค่าใช้จ่ายแรงงานสูงขึ้นและการขาดแคลนแรงงานมีฝีมือ</li><li>▪ เงินบาทที่แข็งค่า</li></ul> |

REGIONAL COMPARISON

| Name                | EPS growth |       | — PE — |       | — P/BV — |      | — EV/EBITDA — |      | — Div. Yield — |     |
|---------------------|------------|-------|--------|-------|----------|------|---------------|------|----------------|-----|
|                     | 21F        | 22F   | 21F    | 22F   | 21F      | 22F  | 21F           | 22F  | 21F            | 22F |
| France              | na         | na    | na     | 68.5  | 2.2      | 2.3  | 87.2          | 17.9 | 0.4            | 1.4 |
| India               | na         | na    | na     | na    | 4.3      | 4.5  | na            | 33.3 | 0.1            | 0.2 |
| Japan               | na         | 154.8 | 58.2   | 22.8  | 1.4      | 1.4  | 9.7           | 10.5 | 1.9            | 1.8 |
| S. Korea            | na         | 187.2 | 72.5   | 25.3  | 5.8      | 4.8  | 18.1          | 12.9 | 0.3            | 0.3 |
| Spain               | na         | na    | na     | na    | 2.6      | 2.8  | 19.2          | 11.7 | 0.0            | 0.0 |
| Hong Kong           | (8.6)      | 197.3 | 90.0   | 152.6 | 2.7      | 2.7  | 29.3          | 16.8 | 0.6            | 1.4 |
| US                  | na         | 114.8 | 63.7   | 29.7  | 45.7     | 25.7 | 29.1          | 18.3 | 0.2            | 0.7 |
| Thailand            | na         | na    | na     | 556.0 | 3.7      | 3.8  | 34.0          | 17.6 | 0.0            | 0.1 |
| Average             | (8.6)      | 163.5 | 71.1   | 142.5 | 8.6      | 6.0  | 32.4          | 17.4 | 0.4            | 0.7 |
| CENTEL TB           | na         | na    | na     | 119.2 | 5.2      | 5.0  | 25.4          | 14.7 | 0.0            | 0.2 |
| ERW TB              | na         | na    | na     | na    | 3.2      | 3.5  | na            | 24.8 | 0.0            | 0.0 |
| MINT TB             | na         | na    | na     | 992.8 | 2.8      | 2.8  | 42.6          | 13.4 | 0.0            | 0.0 |
| Average *- Thailand | na         | na    | na     | 556.0 | 3.7      | 3.8  | 34.0          | 17.6 | 0.0            | 0.1 |

Sources: Bloomberg Consensus  
Note: \* Thanachart estimate – using normalized EPS

BUY (From: HOLD)

Transfer of Coverage

TP: Bt 38.50

(From: Bt 25.00)

Up: 13.2%

28 MAY 2021

# Central Plaza Hotel (CENTEL TB)

## ดีที่สุดในกลุ่ม

ปัจจุบันเราเลือก CENTEL เป็น Top Pick ของเราแทน ERW เนื่องจาก CENTEL มีกำไรที่ฟื้นตัวเร็วกว่า และมีฐานะการเงิน กระแสเงินสด และความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่งกว่า การซื้อขายที่ PE ที่ 26.1 เท่า ในปี 2023F นั้นไม่แพง เทียบกับระดับก่อนโควิด และค่าเฉลี่ยของกลุ่ม



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### CENTEL เป็น Top Pick ของเราแทน ERW

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงแรม – “การฟื้นตัวล่าช้าออกไป” วันที่ 28 พ.ค.2021 เราปรับเพิ่มคำแนะนำ CENTEL เป็น “ซื้อ” จาก “ถือ” แม้เราจะปรับกำไรลงเป็นขาดทุนในปี 2021F และลดลงอีก 68% ในปี 2022F ด้วยมีกระแสเงินสดสุทธิที่แข็งแกร่งขึ้นจากการประหยัดค่าใช้จ่ายหลังจากความต้องการการท่องเที่ยวกลับสู่ภาวะปกติ เราจึงปรับกำไรได้ขึ้น 2% ในปี 2023F และ 7% โดยเฉลี่ยจากปี 2024-32F ทำให้ราคาเป้าหมายของเราเพิ่มขึ้นเป็น 38.5 บาท จากเดิม 25.0 บาท ปัจจุบันเราเลือก CENTEL เป็น Top Pick แทน ERW เนื่องจาก CENTEL มีการฟื้นตัวของกำไรที่เร็วกว่า นอกจาก CENTEL จะมีฐานะทางการเงิน และกระแสเงินสดแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มฯ แล้วยังมีความสามารถในการทำกำไรแข็งแกร่งอีกด้วย การซื้อขายที่ PE ที่ 26.1 เท่า ในปี 2023F ของ CENTEL ยังคงต่ำกว่า PE ปี 2019 ที่ 28.0 เท่า และถูกที่สุดในกลุ่มฯ

### ประโยชน์จากแนวโน้มการท่องเที่ยว

41% ของรายได้ของ CENTEL ในปี 2019 มาจากธุรกิจโรงแรม (34% ในกรุงเทพฯ, 48% ในต่างจังหวัด และ 18% ในมัลดีฟส์) เราเห็นการดำเนินงานในมัลดีฟส์ฟื้นตัวขึ้นอย่างมากหลังจากกลับมาดำเนินงานอีกครั้งใน 4Q20 และยังคงมีแนวโน้มแข็งแกร่งต่อเนื่องในปีนั้น แม้ว่าการท่องเที่ยวในไทยจะยังคงได้รับผลกระทบอย่างหนักจากโควิด-19 ระลอก 2 และ 3 ใน 1H21 แต่เราคาดว่าฟื้นตัวขึ้นบ้างใน 4Q21 หลังจากมีการฉีดวัคซีนมากขึ้นใน 2H21 โดยเฉพาะในแหล่งท่องเที่ยวในต่างจังหวัด ซึ่งเราคาดว่าจะฟื้นตัวเร็วกว่ากรุงเทพฯ เนื่องจากแนวโน้มชีวิตวิถีใหม่ ด้วยกลยุทธ์ที่มีทั้งโรงแรมในประเทศและต่างประเทศ โรงแรมหรู โรงแรมระดับกลาง และโรงแรมราคาประหยัด) จึงน่าจะช่วยให้โรงแรมของ CENTEL ได้แรงหนุนจากแนวโน้มของอุตสาหกรรมทั้งในระยะสั้นและยาว

### ปลอดภัยท่ามกลางความไม่แน่นอนในระยะสั้น

ธุรกิจอาหารของ CENTEL คิดเป็น 59% และ 32% ของรายได้ และ EBITDA รวมของ CENTEL ในปี 2019 ขณะที่ 10% ของกำไรในปี 2019 ยังมาจากธุรกิจการจัดการโรงแรม แม้ว่าทั้งสองธุรกิจจะไม่สามารถหลีกเลี่ยงผลกระทบจากโควิด-19 ได้ แต่ด้วยการลงทุนที่ต่ำหรือไม่เลย และมีความยืดหยุ่นมากขึ้นในการลดต้นทุนแปรปรวนในธุรกิจอาหาร เราจึงมองว่าทั้งสองธุรกิจยังคงทำกำไร และเพิ่มความสามารถในการทำกำไรและกระแสเงินสดของ CENTEL

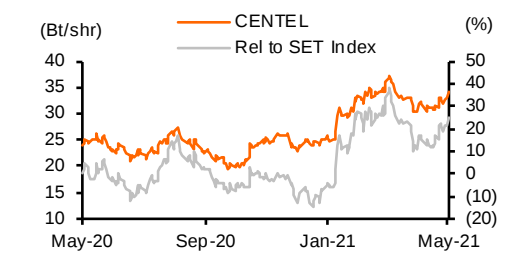
### ฐานะการเงินแข็งแกร่งที่สุด

อัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยรวมต่อทุน (GIBD/E) ของ CENTEL อยู่ที่ 1.1 เท่า ใน 1Q21 เทียบกับบมจ.ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล (MINT “ถือ”) ที่ 1.9 เท่า และ 3.8 เท่า สำหรับบมจ.ดิ เอราวัณ กรุ๊ป (ERW “ขาย”) ด้วยมีวงเงินสินเชื่อที่ยังไม่ได้ใช้ 8 พันลบ. มีเงินสดในมือ 2.7 พันลบ. ใน 1Q21 และคาดว่าจะมี EBITDA ไม่รวมสิทธิในการใช้ 716 ลบ. ในปี 2021F เราจึงคาดว่า CENTEL จะมีเงินสดเพียงพอที่จะรองรับค่าใช้จ่ายดำเนินงาน ค่าใช้จ่ายลงทุน และดอกเบี้ยจ่าย (ไม่มีการชำระคืนเงินต้น) ในปี 2021F เราคาดว่า GIBD/E อยู่ที่ 1.5 เท่า ในปี 2021F และ 1.5 เท่า ในปี 2022F เทียบกับข้อผูกพันตามสัญญาที่ 2.0 เท่า

### COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2020A   | 2021F   | 2022F  | 2023F  |
|-------------------|---------|---------|--------|--------|
| Sales             | 12,907  | 12,110  | 16,060 | 20,086 |
| Net profit        | (2,775) | (1,166) | 385    | 1,762  |
| Consensus NP      | —       | (989)   | 817    | 1,834  |
| Diff frm cons (%) | —       | na      | (52.9) | (3.9)  |
| Norm profit       | (1,550) | (1,166) | 385    | 1,762  |
| Prev. Norm profit | —       | 417     | 1,215  | 1,730  |
| Chg frm prev (%)  | —       | na      | (68.3) | 1.8    |
| Norm EPS (Bt)     | (1.1)   | (0.9)   | 0.3    | 1.3    |
| Norm EPS grw (%)  | na      | na      | na     | 357.6  |
| Norm PE (x)       | na      | na      | 119.2  | 26.1   |
| EV/EBITDA (x)     | 32.9    | 25.4    | 14.7   | 10.6   |
| P/BV (x)          | 4.6     | 5.2     | 5.0    | 4.4    |
| Div yield (%)     | 0.0     | 0.0     | 0.2    | 1.5    |
| ROE (%)           | na      | na      | 4.3    | 18.0   |
| Net D/E (%)       | 84.8    | 153.1   | 160.1  | 140.9  |

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

|                             |                        |
|-----------------------------|------------------------|
| Price as of 27-May-21 (Bt)  | 34.00                  |
| Market Cap (US\$ m)         | 1,466.5                |
| Listed Shares (m shares)    | 1,350.0                |
| Free Float (%)              | 72.4                   |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 4.5                    |
| 12M Price H/L (Bt)          | 37.25/19.50            |
| Sector                      | Tourism                |
| Major Shareholder           | Chirathivat family 62% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

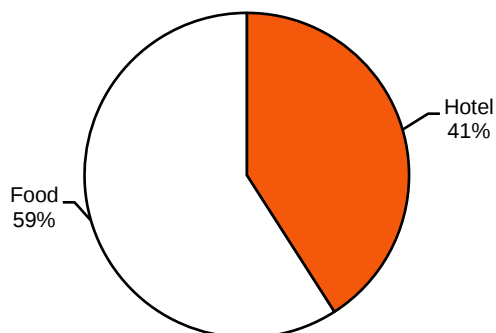
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



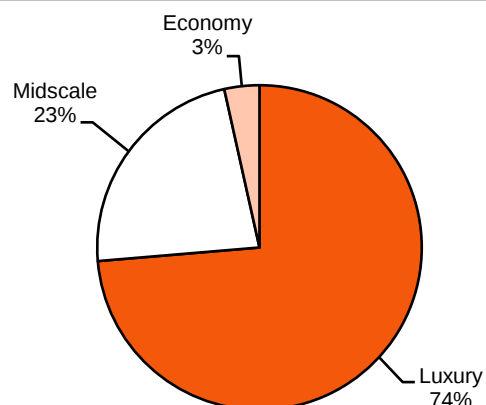
**Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions**

|                                        | 2021F   | 2022F  | 2023F  |
|----------------------------------------|---------|--------|--------|
| <b># of rooms (owned &amp; leased)</b> |         |        |        |
| - New                                  | 4,443   | 4,443  | 4,883  |
| - Old                                  | 4,474   | 5,130  | 5,555  |
| - Change (%)                           | (0.7)   | (13.4) | (12.1) |
| <b>Occupancy rate (%)</b>              |         |        |        |
| - New                                  | 20.3    | 46.3   | 71.4   |
| - Old                                  | 61.8    | 69.8   | 75.5   |
| - Change (pp)                          | (41.5)  | (23.5) | (4.1)  |
| <b>ARR growth (%)</b>                  |         |        |        |
| - New                                  | (21.8)  | 15.1   | 12.6   |
| - Old                                  | 1.6     | (5.6)  | 14.4   |
| - Change (pp)                          | (23.4)  | 20.7   | (1.8)  |
| <b># food stores (owned)</b>           |         |        |        |
| - New                                  | 1,209   | 1,255  | 1,295  |
| - Old                                  | 1,145   | 1,214  | 1,280  |
| - Change (%)                           | 5.6     | 3.4    | 1.2    |
| <b>% SSSG</b>                          |         |        |        |
| - New                                  | (7.1)   | 1.9    | 3.4    |
| - Old                                  | 18.2    | (0.6)  | (0.4)  |
| - Change (pp)                          | (25.3)  | 2.5    | 3.8    |
| <b>Gross margin (%)</b>                |         |        |        |
| - New                                  | 35.7    | 40.6   | 42.0   |
| - Old                                  | 37.4    | 41.1   | 40.5   |
| - Change (pp)                          | (1.7)   | (0.5)  | 1.5    |
| <b>SG&amp;A to sales (%)</b>           |         |        |        |
| - New                                  | 43.4    | 36.3   | 31.7   |
| - Old                                  | 31.7    | 31.2   | 30.2   |
| - Change (pp)                          | 11.7    | 5.1    | 1.5    |
| <b>Normalized profit (Bt m)</b>        |         |        |        |
| - New                                  | (1,166) | 385    | 1,762  |
| - Old                                  | 417     | 1,215  | 1,730  |
| - Change (%)                           | n.a.    | (68)   | 2      |

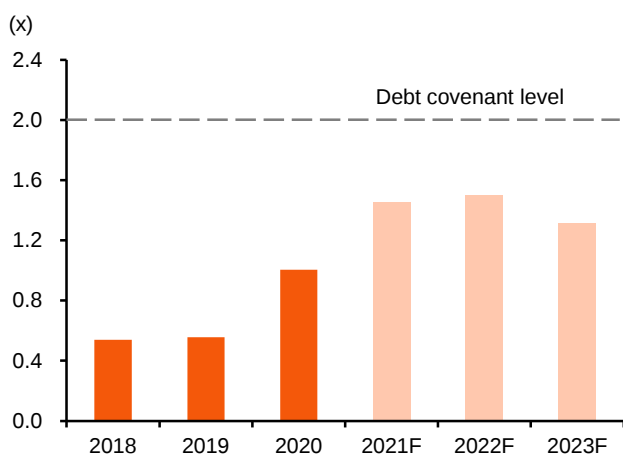
Source: Thanachart estimates

**Ex 2: Revenue Breakdown By Business In 2019**

Source: Company data

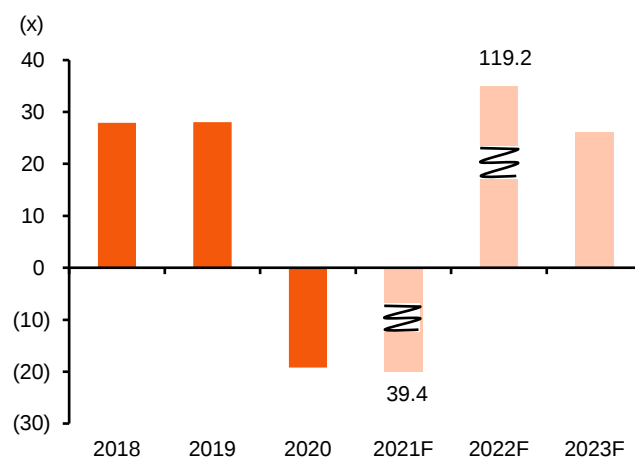
**Ex 3: Revenue Breakdown By Segment In 2019**

Source: Company data

**Ex 4: Gross Interest Bearing Debt To Equity Ratio\***

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Exclude lease liabilities and COVID-19 impairment

**Ex 5: Rolling PE**

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2021F

| (Bt m)                               | 2021F   | 2022F   | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | 2031F | 2032F | Terminal Value |
|--------------------------------------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| EBITDA excl. depre from right of use | 716     | 2,533   | 4,124 | 5,104 | 5,644 | 6,016 | 6,273 | 6,482 | 6,669 | 6,847 | 7,028 | 7,214 | —              |
| Free cash flow                       | (2,708) | (1,153) | 82    | 565   | 1,472 | 2,977 | 3,706 | 4,401 | 5,074 | 5,238 | 5,403 | 5,573 | 106,747        |
| PV of free cash flow                 | (2,701) | (1,019) | 68    | 442   | 1,057 | 2,000 | 2,331 | 2,590 | 2,795 | 2,700 | 2,482 | 2,385 | 45,685         |
| Risk-free rate (%)                   | 2.5     |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Market risk premium (%)              | 8.0     |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Beta                                 | 1.0     |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| WACC (%)                             | 6.4     |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Terminal growth (%)                  | 2.0     |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Enterprise value - add investments   | 60,815  |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Net debt (2020)                      | 8,665   |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Minority interest                    | 293     |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Equity value                         | 51,857  |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| # of shares                          | 1,350   |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Target price/share (Bt)              | 38.50   |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |

Sources: Company data, Thanachart estimates

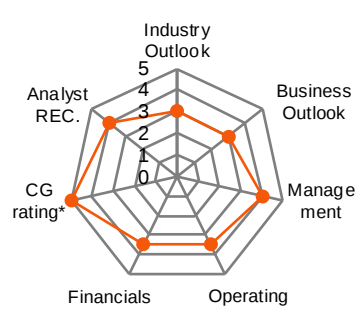
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน) (CENTEL) เป็นเจ้าของและดำเนินธุรกิจโรงแรมในประเทศไทย และต่างประเทศ ภายใต้แบรนด์ของตัวเอง Centara Grand, Centara, Centra และ COSI นอกจากนี้ CENTEL ยังบริหารโรงแรมทั่วประเทศและต่างประเทศอีกด้วย บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจแฟรนไชส์ร้านอาหาร รวมทั้งแบรนด์สำคัญ เช่น KFC, Mister Donut, Auntie Anne's และ Ottoya

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



## Rating Scale

|             |   |
|-------------|---|
| Very Strong | 5 |
| Strong      | 4 |
| Good        | 3 |
| Fair        | 2 |
| Weak        | 1 |
| None        | 0 |

Source: Thanachart; \*CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- เป็นเจ้าของแบรนด์โรงแรมในประเทศไทยที่มีชื่อเสียง เช่น Centara Grand, Centara, Centra และ COSI
- ธุรกิจอาหารของ CENTEL เป็นร้านอาหารจานด่วน ที่มีราคาไม่แพง และเป็นแบรนด์ชั้นนำในแต่ละประเภท
- ฐานะทางการเงินแกร่ง

## O — Opportunity

- กลยุทธ์การลงทุนและการซื้อกิจการทั้งในประเทศและทั่วโลก
- การท่องเที่ยวและการบริโภคที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะในประเทศไทย และประเทศอื่นๆทั่วโลก ที่มีการท่องเที่ยวเติบโตสูง
- หันไปเจาะตลาดโรงแรมราคาประหยัดที่มีการเติบโตสูง

## W — Weakness

- พึ่งพาอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทยสูง
- อุบัติการณ์โรงแรมหรูลดตลาดในประเทศไทย
- พึ่งพิงการบริโภคในประเทศ

## T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นของผู้ประกอบการโรงแรม ซึ่งนำไปสู่อุปสรรคในการปลดลดการทำกำไรของบริษัทฯ
- การแข่งขันระหว่างผู้ประกอบการร้านอาหาร
- ภัยธรรมชาติและโรคระบาด

## CONSENSUS COMPARISON

|                       | Consensus | Thanachart | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 33.43     | 38.50      | 15%     |
| Net profit 21F (Bt m) | (989)     | (1,166)    | na      |
| Net profit 22F (Bt m) | 817       | 385        | -53%    |
| Consensus REC         | BUY: 9    | HOLD: 7    | SELL: 5 |

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเรต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวในระยะสั้น แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวไทย และการประหยัดต้นทุนของ CENTEL ในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของไทย และภัยธรรมชาติ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของเศรษฐกิจและการบริโภคในประเทศและของโลกที่อ่อนแอกว่าคาดจะเป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลลบต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

Revenue looks set to gradually recover after COVID-19 subsides

| FY ending Dec (Bt m)              | 2019A        | 2020A          | 2021F          | 2022F        | 2023F        |
|-----------------------------------|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
| Sales                             | 20,737       | 12,907         | 12,110         | 16,060       | 20,086       |
| Cost of sales                     | 12,189       | 8,837          | 7,791          | 9,536        | 11,649       |
| <b>Gross profit</b>               | <b>8,549</b> | <b>4,070</b>   | <b>4,319</b>   | <b>6,525</b> | <b>8,437</b> |
| % gross margin                    | 41.2%        | 31.5%          | 35.7%          | 40.6%        | 42.0%        |
| Selling & administration expenses | 6,770        | 5,831          | 5,256          | 5,830        | 6,367        |
| <b>Operating profit</b>           | <b>1,779</b> | <b>(1,761)</b> | <b>(936)</b>   | <b>695</b>   | <b>2,070</b> |
| % operating margin                | 8.6%         | -13.6%         | -7.7%          | 4.3%         | 10.3%        |
| Depreciation & amortization       | 2,037        | 3,421          | 3,286          | 3,433        | 3,665        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>3,816</b> | <b>1,660</b>   | <b>2,349</b>   | <b>4,128</b> | <b>5,735</b> |
| % EBITDA margin                   | 18.4%        | 12.9%          | 19.4%          | 25.7%        | 28.6%        |
| Non-operating income              | 453          | 342            | 321            | 353          | 414          |
| Non-operating expenses            | 0            | 0              | 0              | 0            | 0            |
| Interest expense                  | (214)        | (669)          | (668)          | (652)        | (673)        |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>2,018</b> | <b>(2,087)</b> | <b>(1,283)</b> | <b>396</b>   | <b>1,811</b> |
| Income tax                        | 261          | (435)          | (64)           | 0            | 0            |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>1,757</b> | <b>(1,652)</b> | <b>(1,219)</b> | <b>396</b>   | <b>1,811</b> |
| % net margin                      | 8.5%         | -12.8%         | -10.1%         | 2.5%         | 9.0%         |
| Shares in affiliates' Earnings    | 29           | (21)           | (53)           | (36)         | 16           |
| Minority interests                | (65)         | 123            | 105            | 25           | (65)         |
| Extraordinary items               | 23           | (1,225)        | 0              | 0            | 0            |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>1,744</b> | <b>(2,775)</b> | <b>(1,166)</b> | <b>385</b>   | <b>1,762</b> |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>1,722</b> | <b>(1,550)</b> | <b>(1,166)</b> | <b>385</b>   | <b>1,762</b> |
| EPS (Bt)                          | 1.3          | (2.1)          | (0.9)          | 0.3          | 1.3          |
| Normalized EPS (Bt)               | 1.3          | (1.1)          | (0.9)          | 0.3          | 1.3          |

## BALANCE SHEET

Healthier balance sheet compared with peers'

| FY ending Dec (Bt m)            | 2019A         | 2020A         | 2021F         | 2022F         | 2023F         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |               |               |               |               |               |
| Current assets:                 | 4,661         | 4,406         | 2,496         | 2,637         | 2,690         |
| Cash & cash equivalent          | 2,812         | 2,824         | 1,090         | 890           | 590           |
| Account receivables             | 765           | 514           | 498           | 660           | 825           |
| Inventories                     | 871           | 782           | 640           | 732           | 830           |
| Others                          | 214           | 286           | 268           | 356           | 445           |
| Investments & loans             | 524           | 513           | 513           | 513           | 513           |
| Net fixed assets                | 17,964        | 17,368        | 18,716        | 20,378        | 22,323        |
| Other assets                    | 4,440         | 13,063        | 11,549        | 11,076        | 10,592        |
| <b>Total assets</b>             | <b>27,590</b> | <b>35,350</b> | <b>33,274</b> | <b>34,605</b> | <b>36,119</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |               |               |               |               |               |
| Current liabilities:            | 5,129         | 7,798         | 7,867         | 8,508         | 8,902         |
| Account payables                | 2,649         | 1,873         | 1,651         | 2,021         | 2,469         |
| Bank overdraft & ST loans       | 551           | 1,725         | 2,220         | 2,361         | 2,353         |
| Current LT debt                 | 1,562         | 2,024         | 2,513         | 2,673         | 2,664         |
| Others current liabilities      | 367           | 2,176         | 1,483         | 1,453         | 1,415         |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>5,751</b>  | <b>7,740</b>  | <b>10,051</b> | <b>10,691</b> | <b>10,655</b> |
| Others LT liabilities           | 2,566         | 9,597         | 6,411         | 6,140         | 5,860         |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>13,446</b> | <b>25,135</b> | <b>24,330</b> | <b>25,339</b> | <b>25,417</b> |
| Minority interest               | 473           | 293           | 188           | 163           | 228           |
| Preferreds shares               | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Paid-up capital                 | 1,350         | 1,350         | 1,350         | 1,350         | 1,350         |
| Share premium                   | 970           | 970           | 970           | 970           | 970           |
| Warrants                        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Surplus                         | 32            | 62            | 62            | 62            | 62            |
| <b>Retained earnings</b>        | <b>11,318</b> | <b>7,541</b>  | <b>6,375</b>  | <b>6,721</b>  | <b>8,092</b>  |
| Shareholders' equity            | 13,670        | 9,923         | 8,756         | 9,103         | 10,474        |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>27,590</b> | <b>35,350</b> | <b>33,274</b> | <b>34,605</b> | <b>36,119</b> |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

*Food and hotel  
management helps to  
support cash flow in 2021F*

| FY ending Dec (Bt m)              | 2019A          | 2020A          | 2021F          | 2022F          | 2023F          |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Earnings before tax               | 2,018          | (2,087)        | (1,283)        | 396            | 1,811          |
| Tax paid                          | (340)          | 336            | 93             | (9)            | 17             |
| Depreciation & amortization       | 2,037          | 3,421          | 3,286          | 3,433          | 3,665          |
| Chg In working capital            | (35)           | (436)          | (64)           | 116            | 184            |
| Chg In other CA & CL / minorities | (89)           | 1,756          | (756)          | (144)          | (128)          |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>3,591</b>   | <b>2,991</b>   | <b>1,276</b>   | <b>3,792</b>   | <b>5,549</b>   |
| Capex                             | (2,127)        | (1,071)        | (3,000)        | (3,500)        | (4,000)        |
| Right of use                      | 0              | (10,397)       | 0              | (1,000)        | (1,000)        |
| ST loans & investments            | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| LT loans & investments            | 9              | 11             | 0              | 0              | 0              |
| Adj for asset revaluation         | (99)           | 29             | 0              | 0              | 0              |
| Chg In other assets & liabilities | (485)          | 5,825          | (3,305)        | (394)          | (406)          |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>(2,701)</b> | <b>(5,602)</b> | <b>(6,305)</b> | <b>(4,894)</b> | <b>(5,406)</b> |
| Debt financing                    | 619            | 3,625          | 3,296          | 940            | (52)           |
| Capital increase                  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Dividends paid                    | (877)          | 0              | 0              | (39)           | (391)          |
| Warrants & other surplus          | 0              | (1,002)        | 0              | 0              | 0              |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>(259)</b>   | <b>2,623</b>   | <b>3,296</b>   | <b>901</b>     | <b>(442)</b>   |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>1,464</b>   | <b>1,920</b>   | <b>(1,724)</b> | <b>292</b>     | <b>1,549</b>   |

## VALUATION

*Inexpensive valuation, in  
our view*

| FY ending Dec                       | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Normalized PE (x)                   | 26.7  | na    | na    | 119.2 | 26.1  |
| Normalized PE - at target price (x) | 30.2  | na    | na    | 135.0 | 29.5  |
| PE (x)                              | 26.3  | na    | na    | 119.2 | 26.1  |
| PE - at target price (x)            | 29.8  | na    | na    | 135.0 | 29.5  |
| EV/EBITDA (x)                       | 13.4  | 32.9  | 25.4  | 14.7  | 10.6  |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 14.9  | 36.5  | 28.0  | 16.2  | 11.7  |
| P/BV (x)                            | 3.4   | 4.6   | 5.2   | 5.0   | 4.4   |
| P/BV - at target price (x)          | 3.8   | 5.2   | 5.9   | 5.7   | 5.0   |
| P/CFO (x)                           | 12.8  | 15.3  | 36.0  | 12.1  | 8.3   |
| Price/sales (x)                     | 2.2   | 3.6   | 3.8   | 2.9   | 2.3   |
| Dividend yield (%)                  | 1.6   | 0.0   | 0.0   | 0.2   | 1.5   |
| FCF Yield (%)                       | 3.2   | 4.2   | (3.8) | 0.6   | 3.4   |
| <b>(Bt)</b>                         |       |       |       |       |       |
| Normalized EPS                      | 1.3   | (1.1) | (0.9) | 0.3   | 1.3   |
| EPS                                 | 1.3   | (2.1) | (0.9) | 0.3   | 1.3   |
| DPS                                 | 0.6   | 0.0   | 0.0   | 0.1   | 0.5   |
| BV/share                            | 10.1  | 7.4   | 6.5   | 6.7   | 7.8   |
| CFO/share                           | 2.7   | 2.2   | 0.9   | 2.8   | 4.1   |
| FCF/share                           | 1.1   | 1.4   | (1.3) | 0.2   | 1.1   |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

*Stronger profitability  
compared to hotel peers'*

| FY ending Dec                    | 2019A  | 2020A   | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|----------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>Growth Rate</b>               |        |         |        |        |        |
| Sales (%)                        | (3.0)  | (37.8)  | (6.2)  | 32.6   | 25.1   |
| Net profit (%)                   | (19.9) | na      | na     | na     | 357.6  |
| EPS (%)                          | (19.9) | na      | na     | na     | 357.6  |
| Normalized profit (%)            | (20.9) | na      | na     | na     | 357.6  |
| Normalized EPS (%)               | (20.9) | na      | na     | na     | 357.6  |
| Dividend payout ratio (%)        | 42.6   | 0.0     | 0.0    | 20.0   | 40.0   |
| <b>Operating performance</b>     |        |         |        |        |        |
| Gross margin (%)                 | 41.2   | 31.5    | 35.7   | 40.6   | 42.0   |
| Operating margin (%)             | 8.6    | (13.6)  | (7.7)  | 4.3    | 10.3   |
| EBITDA margin (%)                | 18.4   | 12.9    | 19.4   | 25.7   | 28.6   |
| Net margin (%)                   | 8.5    | (12.8)  | (10.1) | 2.5    | 9.0    |
| D/E (incl. minor) (x)            | 0.6    | 1.1     | 1.7    | 1.7    | 1.5    |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | 0.4    | 0.8     | 1.5    | 1.6    | 1.4    |
| Interest coverage - EBIT (x)     | 8.3    | na      | na     | 1.1    | 3.1    |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | 17.8   | 2.5     | 3.5    | 6.3    | 8.5    |
| ROA - using norm profit (%)      | 6.4    | na      | na     | 1.1    | 5.0    |
| ROE - using norm profit (%)      | 13.0   | na      | na     | 4.3    | 18.0   |
| <b>DuPont</b>                    |        |         |        |        |        |
| ROE - using after tax profit (%) | 13.2   | na      | na     | 4.4    | 18.5   |
| - asset turnover (x)             | 0.8    | 0.4     | 0.4    | 0.5    | 0.6    |
| - operating margin (%)           | 10.8   | na      | na     | 6.5    | 12.4   |
| - leverage (x)                   | 2.0    | 2.7     | 3.7    | 3.8    | 3.6    |
| - interest burden (%)            | 90.4   | 147.1   | 208.6  | 37.8   | 72.9   |
| - tax burden (%)                 | 87.1   | na      | na     | 100.0  | 100.0  |
| WACC (%)                         | 6.4    | 6.4     | 6.4    | 6.4    | 6.4    |
| ROIC (%)                         | 8.6    | (9.4)   | (4.8)  | 3.1    | 8.6    |
| NOPAT (Bt m)                     | 1,549  | (1,761) | (890)  | 695    | 2,070  |
| invested capital (Bt m)          | 18,722 | 18,587  | 22,451 | 23,937 | 25,556 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

**SELL** (From: BUY)

Transfer of Coverage

TP: Bt 2.60

(From: Bt 2.70)

Downside: 12.8%

28 MAY 2021

Small Cap Research

# The Erawan Group Pcl (ERW TB)

## เติมมูลค่า

เราปรับลดคำแนะนำ ERW จาก ชื้อ เป็น “ขาย” เนื่องจากเราคาดว่าจะมีผลขาดทุน 1.6 พันลบ. และขาดทุน 435 ลบ. ในปี 2021-22F เนื่องจากการท่องเที่ยวไทยที่ฟื้นตัวช้า ซึ่งได้รับผลกระทบจากโควิด ระลอก 3 อีกทั้งฐานะทางการเงินยังคงมีความเสี่ยง การซื้อขายที่ 34.4 เท่า 2023F PE เรามองว่าราคาหุ้นปัจจุบันสะท้อนถึงการฟื้นตัวของกำไรในระยะยาวแล้ว

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ขาย”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงแรม “การฟื้นตัวล่าช้าออกไป” วันที่ 28 พ.ค.2021 ด้วยการฟื้นตัวที่ช้าของการท่องเที่ยวไทย เราจึงปรับลดกำไรของ ERW ลงเป็นขาดทุน 1.6 พันลบ. ในปี 2021F และขาดทุน 435 ลบ. ในปี 2022F และปรับกำไรลง 33% ในปี 2023F แต่เราปรับเพิ่มกำไรจากปี 2024-32F ขึ้น 16% ต่อปี เพื่อสะท้อนนโยบายการควบคุมต้นทุน และประโยชน์ทางภาษีจากยอดขาดทุนยกมา เราปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 2.6 บาท จาก 2.7 บาท และปรับลดคำแนะนำ ERW เป็น “ขาย” จาก ชื้อ เนื่องจาก 1) เราคาดว่า ERW จะยังคงขาดทุนในปี 2021-22F ก่อนกลับมาทำกำไรในปี 2023F เนื่องจากโควิดระลอก 3 2) แม้เราคาดว่า ERW จะประสบความสำเร็จในการเพิ่มทุน แต่เรามองว่า ERW ยังคงเผชิญกับความเสี่ยงทางการเงินในปี 2021-23F และ 4) เรามองว่า ERW นั้นเติมมูลค่าแล้ว โดยซื้อขายที่ 2023F PE ที่ 34.4 เท่า เทียบกับระดับก่อนโควิดที่ 29.7 เท่า ในปี 2019 และค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ ที่ 32.9 เท่า

ได้รับผลกระทบจากการฟื้นตัวที่ช้าของการท่องเที่ยวไทย

จากโรงแรม 69 แห่งในประเทศไทยของ ERW, 4 แห่ง เป็นโรงแรมหรู, 6 แห่ง เป็นโรงแรมระดับกลาง, 12 แห่งเป็นโรงแรมราคาประหยัด และ 47 แห่ง เป็นโรงแรมรายย่อย และมีอีก 5 แห่ง อยู่ในฟิลิปปินส์ แม้ว่าเรามองว่าโรงแรมในกลุ่มที่ไม่ใช่โรงแรมหรูของ ERW (โรงแรมระดับกลาง รายย่อย และราคาประหยัด) ซึ่งคิดเป็น 55% ของรายได้รวมในปี 2019 มีแนวโน้มสอดคล้องกับแนวโน้มอุตสาหกรรมหลังจากโควิดบรรเทา ลง แต่รายได้ของ ERW นั้นส่วนใหญ่มาจากโรงแรมในไทยที่มีการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวที่ช้า ดังนั้น การดำเนินงานจึงได้รับผลกระทบหนักที่สุดเมื่อเทียบกับผู้ประกอบการโรงแรมอีกสองรายที่เราทำบทวิเคราะห์

ยังคงขาดทุนในปี 2021-22F

ต่างจากโรงแรมคู่แข่งที่เราทำบทวิเคราะห์ ธุรกิจทั้งหมดของ ERW, 96% เป็นธุรกิจโรงแรม และ 4% เป็นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ให้เช่า ซึ่งใช้เงินลงทุนสูง ดังนั้นจึงมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงกว่า และส่งผลกระทบต่อภาระดำเนินงานของ ERW อย่างมากในช่วงการระบาดของโควิด และด้วยการระบาดของโควิด ระลอกที่ 3 เราจึงมองว่าการท่องเที่ยวไทยจะฟื้นตัวได้ช้า และเราคาดว่า ERW จะยังคงขาดทุน 1.6 พันลบ. ในปี 2021F และขาดทุน 435 ลบ. ในปี 2022F จากขาดทุน 1.6 พันลบ. ในปี 2020

ฐานะการเงินยังคงมีความเสี่ยง

ERW เพิ่มทุนโดยการออกหุ้นเพิ่มทุน (RO) และออกไปสำคัญแสดงสิทธิให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (1 หุ้นใหม่ ต่อ 1.25 หุ้นเดิม @ 1 บาท/หุ้น และ 1 ใบสำคัญแสดงสิทธิ ต่อ 7 หุ้นเดิม อัตราการใช้สิทธิ 1 ใบสำคัญแสดงสิทธิ ต่อ 1 หุ้น @ 3 บาท/หุ้น) วันที่ใช้สิทธิคือ 14 มิ.ย.2024 โดย ERW จะได้รับเงิน 2 พันลบ. จาก RO ในเดือนมิ.ย.2021 และ 1 พันลบ. จากการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิในเดือนมิ.ย.2024 แม้คาดว่าจะการเพิ่มทุนจะสำเร็จ แต่ด้วยขาดทุนในปี 2021-22F ฐานะการเงินของ ERW จึงยังคงมีความเสี่ยง เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยสุทธิเงินสดในมือต่อทุน (IBD/E) อยู่ที่ 2.3 เท่า, 2.8 เท่า และ 2.5 เท่า ในปี 2021-23 Debt covenant (2.5 เท่า IBD/E) ของ ERW ได้รับการยกเว้นจากผู้ถือหุ้นปี 2021



SIRIPORN ARUNOTHAI

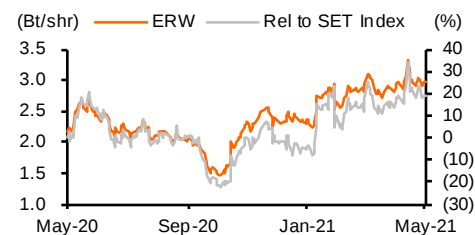
662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

## COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2020A   | 2021F   | 2022F  | 2023F  |
|-------------------|---------|---------|--------|--------|
| Sales             | 2,306   | 1,607   | 4,123  | 6,004  |
| Net profit        | (1,715) | (1,576) | (435)  | 392    |
| Consensus NP      | —       | (1,424) | 38     | 457    |
| Diff frm cons (%) | —       | na      | na     | (14.2) |
| Norm profit       | (1,585) | (1,576) | (435)  | 392    |
| Prev. Norm profit | —       | 77      | 408    | 586    |
| Chg frm prev (%)  | —       | na      | na     | (33.1) |
| Norm EPS (Bt)     | (0.41)  | (0.38)  | (0.10) | 0.09   |
| Norm EPS grw (%)  | na      | na      | na     | na     |
| Norm PE (x)       | na      | na      | na     | 34.4   |
| EV/EBITDA (x)     | na      | na      | 24.8   | 12.4   |
| P/BV (x)          | 3.0     | 3.2     | 3.5    | 3.2    |
| Div yield (%)     | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.6    |
| ROE (%)           | na      | na      | na     | 9.8    |
| Net D/E (%)       | 281.6   | 233.6   | 280.2  | 248.7  |

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

|                             |                                       |
|-----------------------------|---------------------------------------|
| Price as of 27-May-21 (Bt)  | 2.98                                  |
| Market Cap (US\$ m)         | 239.7                                 |
| Listed Shares (m shares)    | 2,517.5                               |
| Free Float (%)              | 61.3                                  |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 3.1                                   |
| 12M Price H/L (Bt)          | 3.31/1.45                             |
| Sector                      | TOURISM                               |
| Major Shareholder           | Vongkusolkit & Wattanavekin Group 55% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

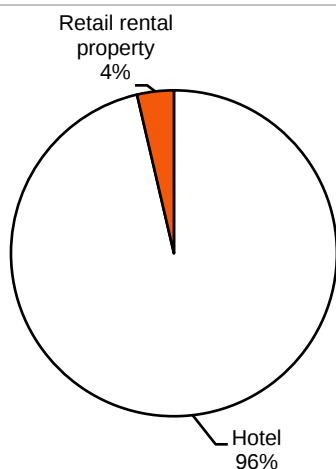
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



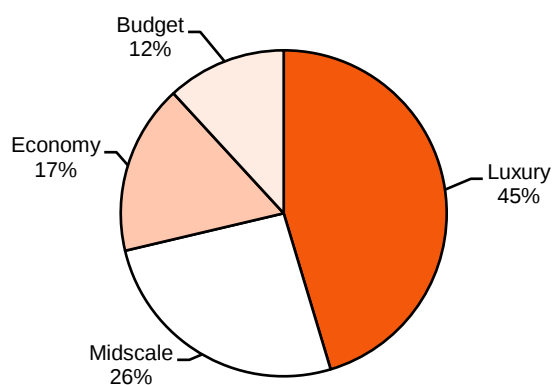
**Ex 1: Changes In Key Assumptions And Earnings Revisions**

|                                 | 2021F   | 2022F  | 2023F  |
|---------------------------------|---------|--------|--------|
| <b># of rooms</b>               |         |        |        |
| - New                           | 9,863   | 10,574 | 11,448 |
| - Old                           | 9,861   | 11,580 | 12,069 |
| - Change (%)                    | 0       | (9)    | (5)    |
| <b>Occupancy rate (%)</b>       |         |        |        |
| - New                           | 28.1    | 58.3   | 73.0   |
| - Old                           | 65.6    | 74.6   | 89.5   |
| - Change (pp)                   | (37.5)  | (16.3) | (16.5) |
| <b>ARR growth (%)</b>           |         |        |        |
| - New                           | (18.2)  | 26.7   | 19.1   |
| - Old                           | 13.3    | 0.1    | 1.9    |
| - Change (pp)                   | (31.5)  | 26.6   | 17.2   |
| <b>Gross margin (%)</b>         |         |        |        |
| - New                           | 35.9    | 48.4   | 54.2   |
| - Old                           | 56.0    | 56.1   | 56.2   |
| - Change (pp)                   | (20.1)  | (7.7)  | (2.0)  |
| <b>SG&amp;A to sales (%)</b>    |         |        |        |
| - New                           | 113.5   | 48.9   | 38.9   |
| - Old                           | 43.8    | 40.2   | 39.8   |
| - Change (pp)                   | 69.7    | 8.7    | (0.9)  |
| <b>Normalized profit (Bt m)</b> |         |        |        |
| - New                           | (1,576) | (435)  | 392    |
| - Old                           | 77      | 408    | 586    |
| - Change (%)                    | n.a.    | n.a.   | (33)   |

Source: Thanachart estimates

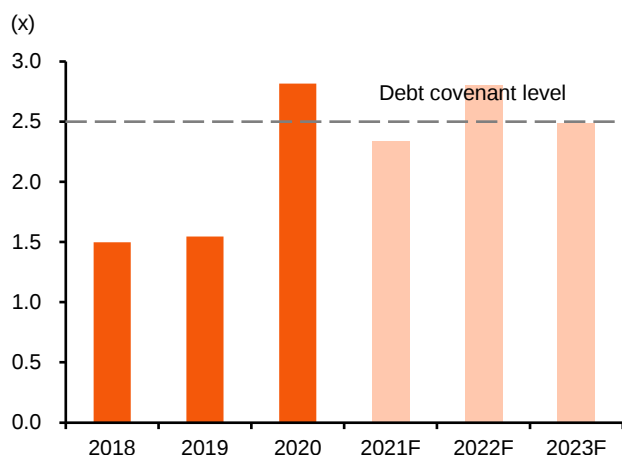
**Ex 2: Revenue Breakdown By Business In 2019**

Source: Company data

**Ex 3: Revenue Breakdown By Segment In 2019**

Source: Company data

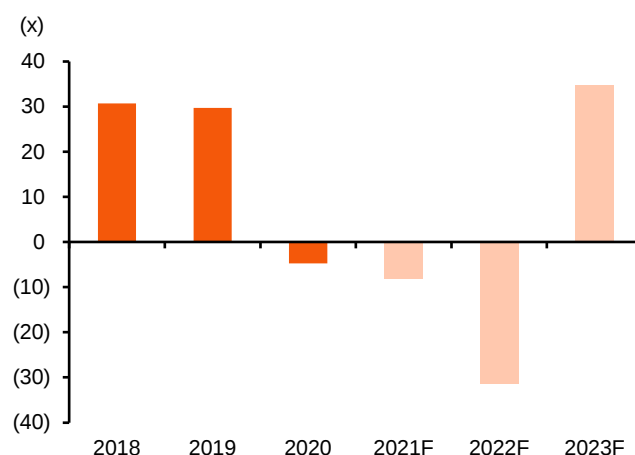
## Ex 4: Net Debt To Equity Ratio\*



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Exclude lease liabilities and COVID-19 impairment

## Ex 5: Rolling PE



Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

## Ex 6: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2021F

| (Bt m)                               | 2021F   | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | 2031F | 2032F | Terminal Value |
|--------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| EBITDA excl. depre from right of use | (499)   | 756   | 1,726 | 2,096 | 2,270 | 2,395 | 2,488 | 2,577 | 2,664 | 2,758 | 2,854 | 2,949 | —              |
| Free cash flow                       | (1,306) | (388) | 560   | 1,434 | 1,599 | 1,724 | 1,658 | 1,573 | 1,646 | 1,724 | 1,805 | 1,884 | 35,907         |
| PV of free cash flow                 | (1,303) | (342) | 464   | 1,116 | 1,145 | 1,183 | 1,038 | 922   | 902   | 884   | 827   | 804   | 15,319         |
| Risk-free rate (%)                   | 2.5     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Market risk premium (%)              | 8.0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Beta                                 | 1.0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| WACC (%)                             | 6.5     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Terminal growth (%)                  | 2.0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Enterprise value - add investments   | 22,959  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Net debt (2020)                      | 11,064  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Minority interest                    | 116     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Equity value                         | 11,779  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| # of shares*                         | 4,532   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Target price/share (Bt)              | 2.60    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Include new RO shares

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดิเอราวิ้นกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (ERW) ก่อตั้งมาแล้วกว่า 39 ปี เมื่อวันที่ 29 ธ.ค.1982 ERW ธุรกิจหลักของบริษัท คือการลงทุนและพัฒนาโรงแรมในหลากหลายพื้นที่และหลากหลายกลุ่ม (ระดับ 5 ดาว, ระดับกลาง, ระดับประหยัด และระดับราคาย่อมเยา) ทั่วประเทศไทย ปัจจุบัน ERW เป็นเจ้าของโรงแรม 74 แห่ง และดำเนินธุรกิจอื่นๆ รวมทั้ง ให้เช่าพื้นที่ค้าปลีกและบริหารจัดการอาคารสำนักงาน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จัก ด้วยมีกลุ่มเครือข่ายโรงแรมที่แข็งแกร่ง เช่น Hyatt, Marriott, Novotel, Holiday Inn และ Mercure ซึ่งเป็นพันธมิตรทางธุรกิจในประเทศไทยของ ERW
- มีสินทรัพย์อยู่ในทำเลที่เป็นแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยว

O — Opportunity

- เน้นกลุ่มที่มีการเติบโตสูง; โรงแรมขนาดกลาง และโรงแรมราคาประหยัด
- อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของไทยมีความยืดหยุ่นฟื้นตัวเร็ว
- โอกาสในการขยายตัวในอาเซียน

CONSENSUS COMPARISON

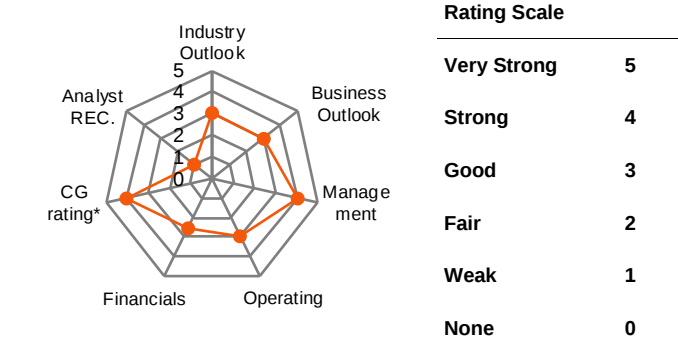
|                       | Consensus | Thanachart | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 2.97      | 2.60       | -13%    |
| Net profit 21F (Bt m) | (1,424)   | (1,576)    | na      |
| Net profit 22F (Bt m) | 38        | (435)      | na      |
| Consensus REC         | BUY: 5    | HOLD: 11   | SELL: 5 |

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการผลการดำเนินงานของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวไทย

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

W — Weakness

- ไม่มีความหลากหลายทางภูมิศาสตร์ เนื่องจากสินทรัพย์ทั้งหมดอยู่ในประเทศไทย
- ผลกระทบจากปัจจัยฤดูกาลจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวของไทย
- อุปทานโรงแรมหรูลดลงในประเทศไทย

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงระหว่างผู้ประกอบการโรงแรม
- ERW ต้องการแหล่งเงินทุนและเงินกู้เพื่อสนับสนุนการลงทุนและพัฒนาโรงแรมของบริษัท

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของประเทศไทย ภัยธรรมชาติ และโรคระบาด เป็นความเสี่ยงหลักของประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่เร็วกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่น้อยลงของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลบวกต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

*We expect a slower recovery for Thai tourism in 2021-22F*

| FY ending Dec (Bt m)              | 2019A        | 2020A          | 2021F          | 2022F        | 2023F        |
|-----------------------------------|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
| Sales                             | 6,379        | 2,306          | 1,607          | 4,123        | 6,004        |
| Cost of sales                     | 2,900        | 1,465          | 1,030          | 2,126        | 2,751        |
| <b>Gross profit</b>               | <b>3,479</b> | <b>841</b>     | <b>577</b>     | <b>1,997</b> | <b>3,252</b> |
| % gross margin                    | 54.5%        | 36.5%          | 35.9%          | 48.4%        | 54.2%        |
| Selling & administration expenses | 2,463        | 2,017          | 1,823          | 2,017        | 2,335        |
| <b>Operating profit</b>           | <b>1,017</b> | <b>(1,176)</b> | <b>(1,247)</b> | <b>(20)</b>  | <b>917</b>   |
| % operating margin                | 15.9%        | -51.0%         | -77.6%         | -0.5%        | 15.3%        |
| Depreciation & amortization       | 830          | 1,012          | 971            | 995          | 1,023        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>1,846</b> | <b>(164)</b>   | <b>(276)</b>   | <b>976</b>   | <b>1,941</b> |
| % EBITDA margin                   | 28.9%        | -7.1%          | -17.1%         | 23.7%        | 32.3%        |
| Non-operating income              | 60           | 42             | 56             | 58           | 61           |
| Non-operating expenses            | 0            | 0              | 0              | 0            | 0            |
| Interest expense                  | (402)        | (536)          | (492)          | (510)        | (540)        |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>675</b>   | <b>(1,669)</b> | <b>(1,683)</b> | <b>(471)</b> | <b>439</b>   |
| Income tax                        | 155          | (39)           | (34)           | (9)          | 0            |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>520</b>   | <b>(1,630)</b> | <b>(1,649)</b> | <b>(461)</b> | <b>439</b>   |
| % net margin                      | 8.2%         | -70.7%         | -102.6%        | -11.2%       | 7.3%         |
| Shares in affiliates' Earnings    | 0            | (18)           | (10)           | (5)          | 5            |
| Minority interests                | (57)         | 63             | 83             | 32           | (51)         |
| Extraordinary items               | (18)         | (130)          | 0              | 0            | 0            |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>446</b>   | <b>(1,715)</b> | <b>(1,576)</b> | <b>(435)</b> | <b>392</b>   |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>464</b>   | <b>(1,585)</b> | <b>(1,576)</b> | <b>(435)</b> | <b>392</b>   |
| EPS (Bt)                          | 0.1          | (0.4)          | (0.4)          | (0.1)        | 0.1          |
| Normalized EPS (Bt)               | 0.1          | (0.4)          | (0.4)          | (0.1)        | 0.1          |

## BALANCE SHEET

*Unhealthy balance sheet, based on our forecasts*

| FY ending Dec (Bt m)            | 2019A         | 2020A         | 2021F          | 2022F          | 2023F          |
|---------------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |               |               |                |                |                |
| Current assets:                 | 1,456         | 1,962         | 1,804          | 1,404          | 1,483          |
| Cash & cash equivalent          | 969           | 1,623         | 1,500          | 1,000          | 1,000          |
| Account receivables             | 185           | 77            | 48             | 113            | 164            |
| Inventories                     | 52            | 46            | 28             | 52             | 68             |
| Others                          | 250           | 217           | 228            | 239            | 251            |
| Investments & loans             | 79            | 48            | 48             | 48             | 48             |
| Net fixed assets                | 14,442        | 14,281        | 14,234         | 14,459         | 14,651         |
| Other assets                    | 1,856         | 4,923         | 4,924          | 4,929          | 4,941          |
| <b>Total assets</b>             | <b>17,834</b> | <b>21,215</b> | <b>21,010</b>  | <b>20,840</b>  | <b>21,122</b>  |
| <b>LIABILITIES:</b>             |               |               |                |                |                |
| Current liabilities:            | 3,360         | 2,812         | 2,895          | 3,309          | 3,605          |
| Account payables                | 234           | 145           | 96             | 186            | 241            |
| Bank overdraft & ST loans       | 860           | 1,410         | 1,150          | 1,170          | 1,150          |
| Current LT debt                 | 1,177         | 726           | 1,035          | 1,316          | 1,552          |
| Others current liabilities      | 1,089         | 532           | 614            | 637            | 662            |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>8,126</b>  | <b>10,551</b> | <b>9,318</b>   | <b>9,210</b>   | <b>8,794</b>   |
| Others LT liabilities           | 407           | 3,923         | 4,513          | 4,505          | 4,502          |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>11,893</b> | <b>17,286</b> | <b>16,727</b>  | <b>17,023</b>  | <b>16,901</b>  |
| Minority interest               | 179           | 116           | 32             | 1              | 52             |
| Preferreds shares               | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              |
| Paid-up capital                 | 2,518         | 2,518         | 4,532          | 4,532          | 4,532          |
| Share premium                   | 910           | 910           | 910            | 910            | 910            |
| Warrants                        | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              |
| Surplus                         | (164)         | (133)         | (133)          | (133)          | (133)          |
| <b>Retained earnings</b>        | <b>2,499</b>  | <b>519</b>    | <b>(1,057)</b> | <b>(1,492)</b> | <b>(1,139)</b> |
| Shareholders' equity            | 5,762         | 3,813         | 4,251          | 3,816          | 4,169          |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>17,834</b> | <b>21,215</b> | <b>21,010</b>  | <b>20,840</b>  | <b>21,122</b>  |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

Cash inflow stream  
remains weak in 2021F

| FY ending Dec (Bt m)              | 2019A          | 2020A          | 2021F          | 2022F          | 2023F          |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Earnings before tax               | 675            | (1,669)        | (1,683)        | (471)          | 439            |
| Tax paid                          | (155)          | 39             | 34             | 9              | 0              |
| Depreciation & amortization       | 830            | 1,012          | 971            | 995            | 1,023          |
| Chg In working capital            | 33             | 25             | (3)            | 2              | (12)           |
| Chg In other CA & CL / minorities | (5)            | (562)          | 43             | (11)           | (2)            |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>1,378</b>   | <b>(1,155)</b> | <b>(638)</b>   | <b>524</b>     | <b>1,448</b>   |
| Capex                             | (1,766)        | (637)          | (700)          | (1,000)        | (1,000)        |
| Right of use                      | 0              | (4,654)        | (200)          | (200)          | (200)          |
| ST loans & investments            | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| LT loans & investments            | 14             | 31             | 0              | 0              | 0              |
| Adj for asset revaluation         | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Chg In other assets & liabilities | (38)           | 4,779          | 584            | (15)           | (10)           |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>(1,791)</b> | <b>(481)</b>   | <b>(316)</b>   | <b>(1,215)</b> | <b>(1,210)</b> |
| Debt financing                    | 558            | 2,524          | (1,183)        | 191            | (199)          |
| Capital increase                  | 48             | 0              | 2,014          | 0              | 0              |
| Dividends paid                    | (226)          | (176)          | 0              | 0              | (39)           |
| Warrants & other surplus          | (48)           | (58)           | 0              | 0              | 0              |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>331</b>     | <b>2,290</b>   | <b>831</b>     | <b>191</b>     | <b>(238)</b>   |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>(389)</b>   | <b>(1,793)</b> | <b>(1,338)</b> | <b>(476)</b>   | <b>448</b>     |

## VALUATION

Fully valued, in our view

| FY ending Dec                       | 2019A | 2020A  | 2021F  | 2022F | 2023F |
|-------------------------------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Normalized PE (x)                   | 24.7  | na     | na     | na    | 34.4  |
| Normalized PE - at target price (x) | 21.6  | na     | na     | na    | 30.1  |
| PE (x)                              | 25.7  | na     | na     | na    | 34.4  |
| PE - at target price (x)            | 22.5  | na     | na     | na    | 30.1  |
| EV/EBITDA (x)                       | 11.2  | na     | na     | 24.8  | 12.4  |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 10.4  | na     | na     | 23.0  | 11.5  |
| P/BV (x)                            | 2.0   | 3.0    | 3.2    | 3.5   | 3.2   |
| P/BV - at target price (x)          | 1.7   | 2.6    | 2.8    | 3.1   | 2.8   |
| P/CFO (x)                           | 8.3   | (9.9)  | (19.6) | 25.8  | 9.3   |
| Price/sales (x)                     | 1.2   | 3.3    | 4.7    | 1.8   | 1.2   |
| Dividend yield (%)                  | 1.5   | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 0.6   |
| FCF Yield (%)                       | (3.4) | (15.6) | (10.7) | (3.5) | 3.3   |
| <b>(Bt)</b>                         |       |        |        |       |       |
| Normalized EPS                      | 0.1   | (0.4)  | (0.4)  | (0.1) | 0.1   |
| EPS                                 | 0.1   | (0.4)  | (0.4)  | (0.1) | 0.1   |
| DPS                                 | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 0.0   |
| BV/share                            | 1.5   | 1.0    | 0.9    | 0.8   | 0.9   |
| CFO/share                           | 0.4   | (0.3)  | (0.2)  | 0.1   | 0.3   |
| FCF/share                           | (0.1) | (0.5)  | (0.3)  | (0.1) | 0.1   |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

| FY ending Dec                    | 2019A  | 2020A     | 2021F     | 2022F     | 2023F  |
|----------------------------------|--------|-----------|-----------|-----------|--------|
| <b>Growth Rate</b>               |        |           |           |           |        |
| Sales (%)                        | 1.6    | (63.9)    | (30.3)    | 156.6     | 45.6   |
| Net profit (%)                   | (16.9) | na        | na        | na        | na     |
| EPS (%)                          | (17.1) | na        | na        | na        | na     |
| Normalized profit (%)            | (13.6) | na        | na        | na        | na     |
| Normalized EPS (%)               | (13.7) | na        | na        | na        | na     |
| Dividend payout ratio (%)        | 39.5   | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 20.0   |
| <b>Operating performance</b>     |        |           |           |           |        |
| Gross margin (%)                 | 54.5   | 36.5      | 35.9      | 48.4      | 54.2   |
| Operating margin (%)             | 15.9   | (51.0)    | (77.6)    | (0.5)     | 15.3   |
| EBITDA margin (%)                | 28.9   | (7.1)     | (17.1)    | 23.7      | 32.3   |
| Net margin (%)                   | 8.2    | (70.7)    | (102.6)   | (11.2)    | 7.3    |
| D/E (incl. minor) (x)            | 1.7    | 3.2       | 2.7       | 3.1       | 2.7    |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | 1.5    | 2.8       | 2.3       | 2.8       | 2.5    |
| Interest coverage - EBIT (x)     | 2.5    | na        | na        | na        | 1.7    |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | 4.6    | na        | na        | 1.9       | 3.6    |
| ROA - using norm profit (%)      | 2.7    | na        | na        | na        | 1.9    |
| ROE - using norm profit (%)      | 8.2    | na        | na        | na        | 9.8    |
| <b>DuPont</b>                    |        |           |           |           |        |
| ROE - using after tax profit (%) | 9.2    | na        | na        | na        | 11.0   |
| - asset turnover (x)             | 0.4    | 0.1       | 0.1       | 0.2       | 0.3    |
| - operating margin (%)           | 16.9   | na        | na        | na        | 16.3   |
| - leverage (x)                   | 3.1    | 4.1       | 5.2       | 5.2       | 5.3    |
| - interest burden (%)            | 62.7   | 147.3     | 141.3     | (1,213.7) | 44.8   |
| - tax burden (%)                 | 77.1   | na        | na        | na        | 100.0  |
| WACC (%)                         | 6.5    | 6.5       | 6.5       | 6.5       | 6.5    |
| ROIC (%)                         | 5.6    | (7.9)     | (8.2)     | (0.1)     | 6.3    |
| NOPAT (Bt m)                     | 784    | (1,175.6) | (1,221.7) | (19.2)    | 917    |
| invested capital (Bt m)          | 14,956 | 14,877.1  | 14,255.0  | 14,511.0  | 14,665 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Low profitability

**HOLD** (From: SELL)

Transfer of Coverage

TP: Bt 31.00

(From: Bt 15.80)

28 MAY 2021

Downside : 3.1%

## Minor International Pcl (MINT TB)

### ราคาหุ้นสะท้อนข่าวดีไปแล้ว

แม้เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ MINT จะฟื้นตัวเร็วกว่าโรงแรมอื่น เพราะมีธุรกิจในประเทศที่เป็นผู้นำในการฉีดวัคซีนในสัดส่วนที่สูง แต่เรามองว่าการซื้อขายที่ 33.2 เท่า PE ของ MINT เทียบกับก่อนโควิดที่ 30.8 เท่า นั้นดีสะท้อนข่าวดีแล้ว เราจึงปรับคำแนะนำ MINT เป็นเพียง “ถือ” จาก ขาย



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ซื้อขายที่ระดับที่เหมาะสมแล้ว ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ถือ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงแรม “การฟื้นตัวล่าช้าออกไป” วันที่ 28 พ.ค.2021 ด้วยการดำเนินงานของ MINT ที่มีแนวโน้มฟื้นตัวช้ากว่าที่เราคาด เราจึงปรับผลการดำเนินงานของ MINT ลงอีกเป็นขาดทุน 1.32 หมื่นลบ. จากเดิมที่คาดว่าจะขาดทุน 2.2 พันลบ. ใน 2021F และปรับกำไรลง 59% ในปี 2022F แต่ปรับกำไรขึ้น 11% ในปี 2023F และ 19% โดยเฉลี่ยจากปี 2024-32F เนื่องจากการลดต้นทุนบางส่วนเป็นการถาวรในระยะยาว ราคาเป้าหมายของเราจึงเพิ่มขึ้นเป็น 31.0 บาท จาก 15.8 บาท แม้การดำเนินงานในต่างประเทศของ MINT จะมีการฟื้นตัวที่เร็วขึ้น แต่การซื้อขายที่ 33.2 เท่า PE ในปี 2023F เทียบกับระดับก่อนเกิดโควิด-19 ในปี 2019 ที่ 30.8 เท่า นั้นถือว่าเป็นระดับที่เหมาะสมแล้ว ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มคำแนะนำขึ้นเป็นเพียง “ถือ” จาก ขาย

#### การดำเนินงานในต่างประเทศฟื้นตัวเร็วขึ้น

ธุรกิจโรงแรมและอาหารในต่างประเทศมีสัดส่วน 73% ของรายได้รวมปี 2019 ของ MINT โรงแรมส่วนใหญ่ในต่างประเทศตั้งอยู่ในยุโรป (64% ของรายได้โรงแรม) และออสเตรเลีย (6%) ส่วนธุรกิจอาหารในออสเตรเลียและจีน คิดเป็น 11% และ 14% ของรายได้ธุรกิจอาหารรวมปี 2019 จีนและออสเตรเลียประสบความสำเร็จในการควบคุมไวรัสและเปิดประเทศแล้วบางส่วน ยุโรปเป็นภูมิภาคแรกๆ ที่ฉีดวัคซีน และกลับมาเปิดให้นักท่องเที่ยวที่ได้รับการฉีดวัคซีนโควิด-19 ซึ่งอนุมัติโดย WHO หรือหน่วยงานกำกับดูแลของตนแล้ว หรือมาจากประเทศที่ปลอดภัยด้วยการทดสอบ PCR เป็นลบ เข้าประเทศอีกครั้ง ซึ่งจะทำให้มีนักเดินทางในภูมิภาคยุโรปเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปลาย 2Q21 ดังนั้นการดำเนินงานของ MINT ในประเทศเหล่านี้จึงคาดว่าจะฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็วขึ้น

#### ยังคงมีผลขาดทุนในปี 2021F

แม้ว่าเราคาดว่าผลการดำเนินงานในต่างประเทศของ MINT ที่ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วจะหนุนผลการดำเนินงานได้ในระดับหนึ่ง แต่การฟื้นตัวอย่างช้าๆ ในไทย (27% ของรายได้รวมในปี 2019) และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและค่าใช้จ่ายทางการเงินที่สูง หลังจากการเข้าซื้อกิจการ NH Hotel Group (NHH) ใน 4Q18 ทำให้เราคาดว่า MINT จะยังคงขาดทุนที่ 1.32 หมื่นลบ. ก่อนจะมีกำไรที่ 1.7 พันลบ. ในปี 2022F และ 7 พันลบ. ในปี 2023F ตามลำดับ หลังจากที่มีการฉีดวัคซีนโควิด-19 มากขึ้น

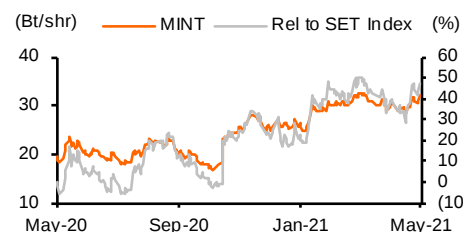
#### มีแผนการทำ asset rotation เพื่อลดความเสี่ยง

MINT มีอัตราส่วนหนี้สินรวมที่มีภาระดอกเบี้ยรวมต่อทุน (GIBD/E) สูงกว่าเงื่อนไขสัญญาเงินกู้ (1.75 เท่า) ในปี 2020 แม้จะได้รับการยกเว้นจนถึงปี 2022 แต่ด้วยมีความเสี่ยงจากสถานการณ์โควิด-19 การชำระหนี้คืน 11 พันลบ. ในปีนี้ และการลงทุน EUR100m ใน NHH ในปี 2021 MINT จึงวางแผนลดความเสี่ยงทางการเงินโดยการทำ asset rotation ที่ 10-15 พันลบ. ใน 2Q-3Q21 และการเพิ่มทุนผ่านการออกไปสำคัญแสดงสิทธิ 3 ชุด ด้วยได้เงิน 1.5 หมื่นลบ. ในปี 2021-23 เรายังไม่ได้รับการทำ asset rotation ในประมาณการของเรา แต่ได้สมมติให้มีการใช้สิทธิในใบสำคัญแสดงสิทธิทั้งหมดแล้ว เราคาดว่า GIBD/E ของ MINT อยู่ที่ 1.83 เท่า และ 1.77 เท่า ในปี 2021-22F สมมติว่ามีการทำ asset rotation 1.5 หมื่นลบ. GIBD/E จะลดลงเหลือ 1.63 เท่า และ 1.57 เท่า ในปี 2021-22F

#### COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2020A    | 2021F    | 2022F  | 2023F   |
|-------------------|----------|----------|--------|---------|
| Sales             | 55,812   | 60,173   | 98,665 | 119,568 |
| Net profit        | (21,407) | (15,191) | 1,729  | 6,966   |
| Consensus NP      | —        | (12,489) | 3,154  | 6,340   |
| Diff frm cons (%) | —        | na       | (45.2) | 9.9     |
| Norm profit       | (19,388) | (13,152) | 1,729  | 6,966   |
| Prev. Norm profit | —        | (2,162)  | 4,251  | 6,264   |
| Chg frm prev (%)  | —        | na       | (59.3) | 11.2    |
| Norm EPS (Bt)     | (4.3)    | (2.7)    | 0.0    | 1.0     |
| Norm EPS grw (%)  | na       | na       | na     | 2,890.2 |
| Norm PE (x)       | na       | na       | 992.8  | 33.2    |
| EV/EBITDA (x)     | 713.9    | 42.6     | 13.4   | 11.1    |
| P/BV (x)          | 2.5      | 2.8      | 2.8    | 3.0     |
| Div yield (%)     | 0.0      | 0.0      | 0.0    | 0.8     |
| ROE (%)           | na       | na       | 2.6    | 10.9    |
| Net D/E (%)       | 144.8    | 161.5    | 168.7  | 183.6   |

#### PRICE PERFORMANCE



#### COMPANY INFORMATION

|                             |                               |
|-----------------------------|-------------------------------|
| Price as of 27-May-21 (Bt)  | 32.00                         |
| Market Cap (US\$ m)         | 5,311.7                       |
| Listed Shares (m shares)    | 5,195.5                       |
| Free Float (%)              | 61.4                          |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 21.2                          |
| 12M Price H/L (Bt)          | 32.50/16.70                   |
| Sector                      | FOOD                          |
| Major Shareholder           | Group of Mr. William Heinecke |
|                             | 33%                           |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

**Ex 1: Change In Our Key Assumptions And Earnings Revisions**

|                                                 | 2021F    | 2022F  | 2023F  |
|-------------------------------------------------|----------|--------|--------|
| <b># of rooms (owned &amp; leased by MINT)*</b> |          |        |        |
| - New                                           | 12,654   | 12,654 | 13,420 |
| - Old                                           | 11,170   | 11,270 | 11,370 |
| - Change (%)                                    | 13%      | 12%    | 18%    |
| <b>Occupancy rate (%)*</b>                      |          |        |        |
| - New                                           | 46.7     | 58.4   | 70.3   |
| - Old                                           | 50.7     | 73.2   | 73.3   |
| - Change (pp)                                   | (4.0)    | (14.8) | (3.0)  |
| <b>ARR growth (%)*</b>                          |          |        |        |
| - New                                           | (14.7)   | 25.5   | 19.4   |
| - Old                                           | 9.4      | 1.2    | 5.6    |
| - Change (pp)                                   | (24.1)   | 24.3   | 13.7   |
| <b># food stores (owned + franchise)</b>        |          |        |        |
| - New                                           | 2,370    | 2,441  | 2,514  |
| - Old                                           | 2,265    | 2,381  | 2,482  |
| - Change (%)                                    | 5%       | 3%     | 1%     |
| <b>% SSSG</b>                                   |          |        |        |
| - New                                           | 0.0      | 5.0    | 3.0    |
| - Old                                           | 10.0     | (3.0)  | (3.0)  |
| - Change (pp)                                   | (10.0)   | 8.0    | 6.0    |
| <b>Gross margin (%)</b>                         |          |        |        |
| - New                                           | 22.6     | 39.9   | 44.6   |
| - Old                                           | 45.2     | 49.2   | 51.4   |
| - Change (pp)                                   | (22.6)   | (9.3)  | (6.8)  |
| <b>SG&amp;A to sales (%)</b>                    |          |        |        |
| - New                                           | 42.3     | 35.0   | 35.7   |
| - Old                                           | 43.5     | 41.3   | 41.5   |
| - Change (pp)                                   | (1.2)    | (6.3)  | (5.8)  |
| <b>Normalized profit (Btm)</b>                  |          |        |        |
| - New                                           | (13,152) | 1,729  | 6,966  |
| - Old                                           | (2,162)  | 4,251  | 6,264  |
| - Change (%)                                    | n.a.     | -59%   | 11%    |

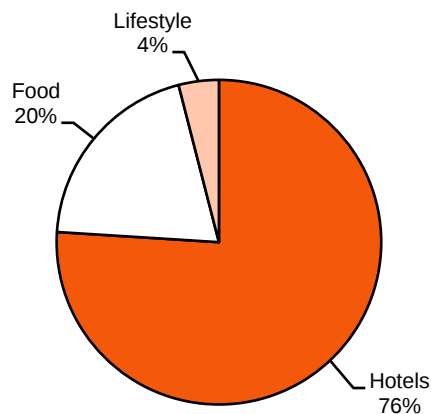
Source: Thanachart estimates

Note: \* Exclude NHH

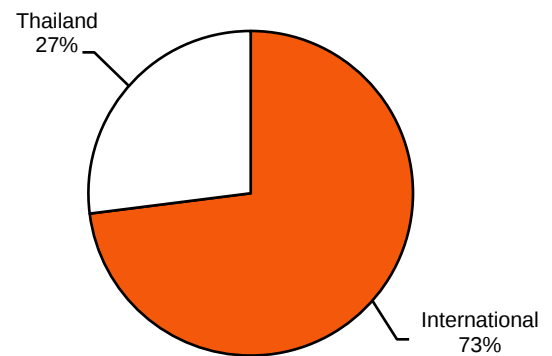
**Ex 2: Our Assumption On NHH's Operation**

|                                            | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|
| # of average rooms (owned & leased by NHH) | 48,710 | 49,994 | 50,248 |
| Occupancy rate (%)                         | 34.6   | 62.6   | 66.5   |
| ARR growth (%)                             | (10.1) | 17.8   | 16.9   |

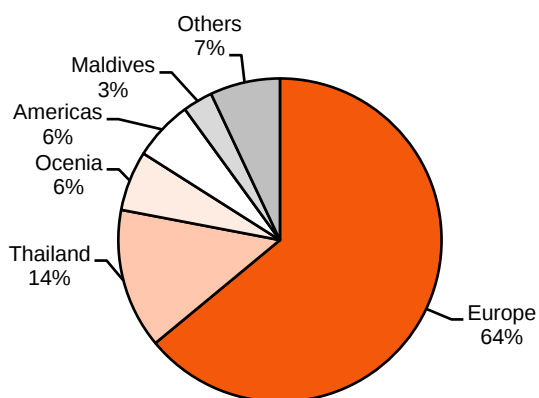
Source: Thanachart estimates

**Ex 3: Revenue Breakdown By Business In 2019**

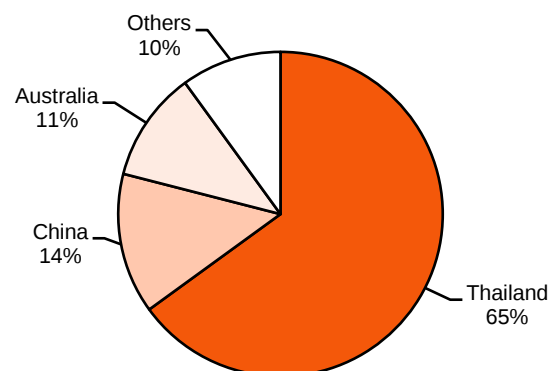
Source: Company data

**Ex 4: Revenue Breakdown By Market Presence In 2019**

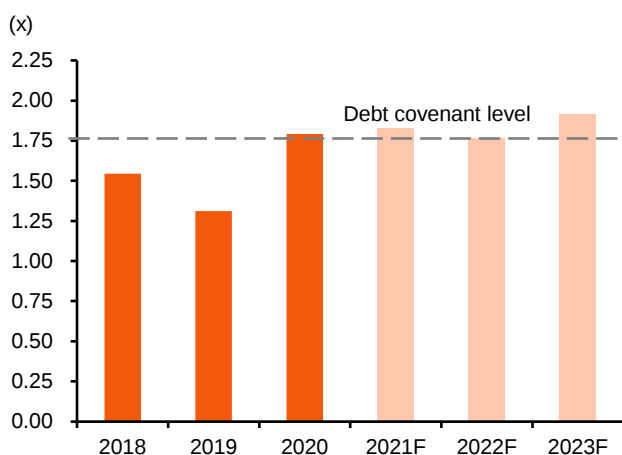
Source: Company data

**Ex 5: Geographical Hotel Revenue Breakdown In 2019**

Source: Company data

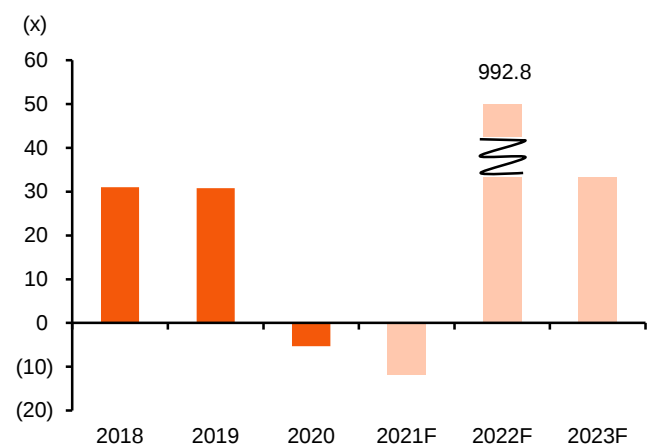
**Ex 6: Geographical Food Revenue Breakdown In 2019**

Source: Company data

**Ex 7: Gross Interest Bearing Debt To Equity Ratio\***

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Before asset rotation, exclude lease liabilities and COVID-19 impairment

**Ex 8: Rolling PE**

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2021F

| (Bt m)                               | 2021F    | 2022F  | 2023F  | 2024F  | 2025F  | 2026F  | 2027F  | 2028F  | 2029F  | 2030F  | 2031F  | 2032F  | Terminal Value |
|--------------------------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| EBITDA excl. depre from right of use | (3,845)  | 13,033 | 19,004 | 21,160 | 22,810 | 23,924 | 25,064 | 26,027 | 26,956 | 27,900 | 28,869 | 29,861 | —              |
| Free cash flow                       | (11,094) | 4,251  | 9,101  | 11,255 | 12,795 | 14,898 | 16,880 | 18,775 | 20,566 | 21,361 | 22,169 | 22,996 | 442,231        |
| PV of free cash flow                 | (11,063) | 3,756  | 7,560  | 8,787  | 9,190  | 10,014 | 10,620 | 11,054 | 11,332 | 11,016 | 10,207 | 9,865  | 189,710        |
| Risk-free rate (%)                   | 2.5      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Market risk premium (%)              | 8.0      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Beta                                 | 1.0      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| WACC (%)                             | 6.4      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Terminal growth (%)                  | 2.0      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Enterprise value - add investments   | 296,937  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Net debt (2020)                      | 110,504  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Minority interest                    | 9,343    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Equity value                         | 177,090  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| # of shares*                         | 5,759    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Target price/share (Bt)              | 31.00    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |

Sources: Company data, Thanachart estimates  
Note: \* Include MINT-W7, MINT-W8 and MINT-W9 exercise

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไมเนอร์อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) เป็นเจ้าของ และดำเนินงานบริหารโรงแรมและร้านอาหารในประเทศไทยและต่างประเทศ บริษัทฯ ให้บริการธุรกิจให้บริการในต่างประเทศ ได้แก่ โรงแรม และรีสอร์ท, สปา, ร้านอาหารประเภทฟรันทาई, และธุรกิจจัดจำหน่ายและผลิตสินค้า นอกจากนี้ ธุรกิจอาหารแบรนด์มีความหลากหลายและเป็นที่รู้จัก ด้วยมีการขยายสาขาในไทยและต่างประเทศ

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

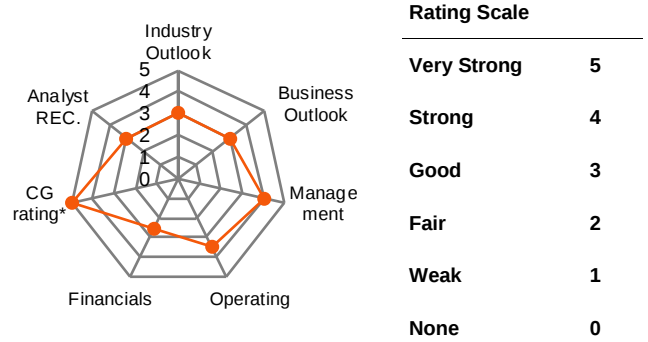
## S — Strength

- เป็นเจ้าของธุรกิจโรงแรม ซึ่งได้รับการยอมรับเป็นอย่างดี อาทิเช่น อนันตรา, Oaks, Avani, Tivoli และ NH Hotels
- แแบรนด์ร้านอาหารของ MINT เป็นผู้นำในแต่ละประเภท
- มีความหลากหลายของทำเลที่ตั้งของโรงแรม

## O — Opportunity

- การลงทุนเชิงกลยุทธ์และการซื้อกิจการทั่วโลก
- การเติบโตที่แข็งแกร่งของการบริโภคทั่วโลก
- การพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเพื่อเพิ่มผลกำไรของโครงการ

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## W — Weakness

- ภาวะอุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูง หลังการเข้าซื้อกิจการครั้งใหญ่ในปี 2018

## T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงของผู้ประกอบธุรกิจโรงแรม ซึ่งเป็นอุปสรรคในการปลดปล่อยความสามารถในการทำกำไร
- การแข่งขันของผู้ประกอบธุรกิจร้านอาหารทั้งใน และต่างประเทศ

## CONSENSUS COMPARISON

|                       | Consensus | Thanachart | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 33.61     | 31.00      | -8%     |
| Net profit 21F (Bt m) | (12,489)  | (15,191)   | na      |
| Net profit 22F (Bt m) | 3,154     | 1,729      | -45%    |
| Consensus REC         | BUY: 19   | HOLD: 2    | SELL: 4 |

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- การคาดการณ์กำไรและราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเรามุ่งมองที่ระยะยาวมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวไทย

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การควบรวม NH ถือเป็นส่วนสำคัญของผลการดำเนินงานของ MINT การฟื้นตัว/หดตัวของผลการดำเนินงานของ NH และ MINT เป็น upside/downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ผลกระทบจากสถานการณ์ทางการเมืองในไทยและทั่วโลก ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค อาจเป็น upside/downside risk ต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของเศรษฐกิจ การท่องเที่ยว และการบริโภค ทั้งในไทย และต่างประเทศที่เร็ว/ช้ากว่าคาดถือเป็น upside/downside risk ต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว/ช้าของธุรกิจอาหาร เป็น upside/downside risk ต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

*We expect a faster recovery of MINT's overseas operations*

| FY ending Dec (Bt m)              | 2019A         | 2020A           | 2021F           | 2022F         | 2023F         |
|-----------------------------------|---------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|
| Sales                             | 117,298       | 55,812          | 60,173          | 98,665        | 119,568       |
| Cost of sales                     | 65,194        | 47,254          | 46,572          | 59,285        | 66,263        |
| <b>Gross profit</b>               | <b>52,104</b> | <b>8,558</b>    | <b>13,601</b>   | <b>39,380</b> | <b>53,304</b> |
| % gross margin                    | 44.4%         | 15.3%           | 22.6%           | 39.9%         | 44.6%         |
| Selling & administration expenses | 46,268        | 26,426          | 25,472          | 34,529        | 42,697        |
| <b>Operating profit</b>           | <b>5,836</b>  | <b>(17,868)</b> | <b>(11,871)</b> | <b>4,851</b>  | <b>10,607</b> |
| % operating margin                | 5.0%          | -32.0%          | -19.7%          | 4.9%          | 8.9%          |
| Depreciation & amortization       | 8,914         | 18,241          | 18,775          | 18,146        | 17,554        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>14,751</b> | <b>374</b>      | <b>6,905</b>    | <b>22,996</b> | <b>28,162</b> |
| % EBITDA margin                   | 12.6%         | 0.7%            | 11.5%           | 23.3%         | 23.6%         |
| Non-operating income              | 5,296         | 2,742           | 3,362           | 4,358         | 5,082         |
| Non-operating expenses            | 0             | (625)           | 0               | 0             | 0             |
| Interest expense                  | (4,081)       | (7,452)         | (7,890)         | (7,534)       | (7,260)       |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>7,051</b>  | <b>(23,204)</b> | <b>(16,399)</b> | <b>1,675</b>  | <b>8,429</b>  |
| Income tax                        | 522           | (2,983)         | (2,460)         | 251           | 1,517         |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>6,529</b>  | <b>(20,220)</b> | <b>(13,939)</b> | <b>1,424</b>  | <b>6,912</b>  |
| % net margin                      | 5.6%          | -36.2%          | -23.2%          | 1.4%          | 5.8%          |
| Shares in affiliates' Earnings    | 828           | (464)           | (277)           | 159           | 502           |
| Minority interests                | (296)         | 1,296           | 1,064           | 147           | (448)         |
| Extraordinary items               | 3,638         | (2,019)         | (2,039)         | 0             | 0             |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>10,698</b> | <b>(21,407)</b> | <b>(15,191)</b> | <b>1,729</b>  | <b>6,966</b>  |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>7,060</b>  | <b>(19,388)</b> | <b>(13,152)</b> | <b>1,729</b>  | <b>6,966</b>  |
| EPS (Bt)                          | 2.0           | (4.7)           | (3.1)           | 0.0           | 1.0           |
| Normalized EPS (Bt)               | 1.2           | (4.3)           | (2.7)           | 0.0           | 1.0           |

## BALANCE SHEET

*Unhealthy balance sheet, based on our forecasts*

| FY ending Dec (Bt m)            | 2019A          | 2020A          | 2021F          | 2022F          | 2023F          |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |                |                |                |                |                |
| Current assets:                 | 38,599         | 52,064         | 46,966         | 51,555         | 58,292         |
| Cash & cash equivalent          | 13,331         | 26,188         | 20,000         | 10,000         | 10,000         |
| Account receivables             | 15,554         | 12,286         | 13,188         | 20,274         | 22,931         |
| Inventories                     | 4,139          | 3,683          | 3,573          | 4,548          | 5,083          |
| Others                          | 5,575          | 9,908          | 10,205         | 16,733         | 20,278         |
| Investments & loans             | 13,844         | 16,052         | 19,652         | 19,652         | 19,652         |
| Net fixed assets                | 123,129        | 122,718        | 118,692        | 114,510        | 113,113        |
| Other assets                    | 78,612         | 171,492        | 162,160        | 153,626        | 145,910        |
| <b>Total assets</b>             | <b>254,184</b> | <b>362,327</b> | <b>347,470</b> | <b>339,342</b> | <b>336,968</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |                |                |                |                |                |
| Current liabilities:            | 35,592         | 41,238         | 37,680         | 40,947         | 43,152         |
| Account payables                | 20,036         | 15,310         | 14,673         | 18,679         | 20,877         |
| Bank overdraft & ST loans       | 300            | 140            | 1,390          | 1,343          | 1,395          |
| Current LT debt                 | 9,912          | 6,656          | 6,879          | 6,648          | 6,904          |
| Others current liabilities      | 5,344          | 19,131         | 14,738         | 14,277         | 13,975         |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>102,386</b> | <b>129,897</b> | <b>130,702</b> | <b>126,314</b> | <b>131,179</b> |
| Others LT liabilities           | 30,338         | 114,868        | 105,434        | 98,389         | 92,098         |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>168,316</b> | <b>286,003</b> | <b>273,817</b> | <b>265,650</b> | <b>266,429</b> |
| Minority interest               | 10,407         | 9,343          | 8,279          | 8,133          | 8,580          |
| Preferreds shares               | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Paid-up capital                 | 4,619          | 5,182          | 5,759          | 5,759          | 5,759          |
| Share premium                   | 15,018         | 24,196         | 38,747         | 38,747         | 38,747         |
| Warrants                        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Surplus                         | 14,422         | 21,927         | 21,927         | 21,927         | 13,646         |
| <b>Retained earnings</b>        | <b>41,401</b>  | <b>15,676</b>  | <b>(1,059)</b> | <b>(874)</b>   | <b>3,806</b>   |
| Shareholders' equity            | 75,461         | 66,981         | 65,374         | 65,560         | 61,958         |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>254,184</b> | <b>362,327</b> | <b>347,470</b> | <b>339,342</b> | <b>336,968</b> |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

*Cash inflow stream  
remains weak in 2021F*

| FY ending Dec (Bt m)              | 2019A           | 2020A           | 2021F           | 2022F           | 2023F           |
|-----------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Earnings before tax               | 7,051           | (23,204)        | (16,399)        | 1,675           | 8,429           |
| Tax paid                          | (1,361)         | 1,554           | 2,739           | 1               | (1,192)         |
| Depreciation & amortization       | 8,914           | 18,241          | 18,775          | 18,146          | 17,554          |
| Chg In working capital            | (793)           | (1,001)         | (1,430)         | (4,055)         | (994)           |
| Chg In other CA & CL / minorities | 980             | 10,654          | (5,246)         | (7,083)         | (3,671)         |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>14,791</b>   | <b>6,244</b>    | <b>(1,561)</b>  | <b>8,685</b>    | <b>20,127</b>   |
| Capex                             | 1,004           | (7,173)         | (4,000)         | (4,000)         | (7,000)         |
| Right of use                      | 0               | (99,734)        | (1,000)         | (1,000)         | (1,000)         |
| ST loans & investments            | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               |
| LT loans & investments            | 2,435           | (2,208)         | (3,600)         | 0               | 0               |
| Adj for asset revaluation         | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               |
| Chg In other assets & liabilities | 3,280           | 78,706          | (11,890)        | (7,475)         | (6,732)         |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>6,718</b>    | <b>(30,409)</b> | <b>(20,490)</b> | <b>(12,475)</b> | <b>(14,732)</b> |
| Debt financing                    | (14,486)        | 24,095          | 2,278           | (4,666)         | 5,172           |
| Capital increase                  | 4               | 9,741           | 15,128          | 0               | 0               |
| Dividends paid                    | (3,160)         | (1,455)         | (1,544)         | (1,544)         | (2,286)         |
| Warrants & other surplus          | (3,297)         | 4,641           | 0               | 0               | (8,281)         |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>(20,938)</b> | <b>37,022</b>   | <b>15,863</b>   | <b>(6,209)</b>  | <b>(5,395)</b>  |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>15,795</b>   | <b>(929)</b>    | <b>(5,561)</b>  | <b>4,685</b>    | <b>13,127</b>   |

## VALUATION

*Trading at fair value, in  
our view*

| FY ending Dec                       | 2019A | 2020A | 2021F   | 2022F | 2023F |
|-------------------------------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| Normalized PE (x)                   | 26.5  | na    | na      | 992.8 | 33.2  |
| Normalized PE - at target price (x) | 25.6  | na    | na      | 961.8 | 32.2  |
| PE (x)                              | 16.2  | na    | na      | 992.8 | 33.2  |
| PE - at target price (x)            | 15.7  | na    | na      | 961.8 | 32.2  |
| EV/EBITDA (x)                       | 17.0  | 713.9 | 42.6    | 13.4  | 11.1  |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 16.7  | 700.8 | 41.8    | 13.2  | 10.9  |
| P/BV (x)                            | 2.0   | 2.5   | 2.8     | 2.8   | 3.0   |
| P/BV - at target price (x)          | 2.0   | 2.4   | 2.7     | 2.7   | 2.9   |
| P/CFO (x)                           | 10.3  | 25.0  | (112.1) | 21.2  | 9.2   |
| Price/sales (x)                     | 1.4   | 3.0   | 2.8     | 1.7   | 1.4   |
| Dividend yield (%)                  | 1.5   | 0.0   | 0.0     | 0.0   | 0.8   |
| FCF Yield (%)                       | 10.4  | (0.6) | (3.2)   | 2.5   | 7.1   |
| <b>(Bt)</b>                         |       |       |         |       |       |
| Normalized EPS                      | 1.2   | (4.3) | (2.7)   | 0.0   | 1.0   |
| EPS                                 | 2.0   | (4.7) | (3.1)   | 0.0   | 1.0   |
| DPS                                 | 0.5   | 0.0   | 0.0     | 0.0   | 0.2   |
| BV/share                            | 15.9  | 12.7  | 11.4    | 11.4  | 10.8  |
| CFO/share                           | 3.1   | 1.3   | (0.3)   | 1.5   | 3.5   |
| FCF/share                           | 3.3   | (0.2) | (1.0)   | 0.8   | 2.3   |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

Potential asset rotation  
would reduce financial  
risk in 2021F

| FY ending Dec                    | 2019A   | 2020A    | 2021F    | 2022F   | 2023F   |
|----------------------------------|---------|----------|----------|---------|---------|
| <b>Growth Rate</b>               |         |          |          |         |         |
| Sales (%)                        | 56.5    | (52.4)   | 7.8      | 64.0    | 21.2    |
| Net profit (%)                   | 137.3   | na       | na       | na      | 302.8   |
| EPS (%)                          | 108.2   | na       | na       | na      | 2,890.2 |
| Normalized profit (%)            | 23.3    | na       | na       | na      | 302.8   |
| Normalized EPS (%)               | 0.4     | na       | na       | na      | 2,890.2 |
| Dividend payout ratio (%)        | 24.6    | 0.0      | 0.0      | 0.0     | 25.0    |
| <b>Operating performance</b>     |         |          |          |         |         |
| Gross margin (%)                 | 44.4    | 15.3     | 22.6     | 39.9    | 44.6    |
| Operating margin (%)             | 5.0     | (32.0)   | (19.7)   | 4.9     | 8.9     |
| EBITDA margin (%)                | 12.6    | 0.7      | 11.5     | 23.3    | 23.6    |
| Net margin (%)                   | 5.6     | (36.2)   | (23.2)   | 1.4     | 5.8     |
| D/E (incl. minor) (x)            | 1.3     | 1.8      | 1.9      | 1.8     | 2.0     |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | 1.2     | 1.4      | 1.6      | 1.7     | 1.8     |
| Interest coverage - EBIT (x)     | 1.4     | na       | na       | 0.6     | 1.5     |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | 3.6     | 0.1      | 0.9      | 3.1     | 3.9     |
| ROA - using norm profit (%)      | 2.7     | na       | na       | 0.5     | 2.1     |
| ROE - using norm profit (%)      | 9.6     | na       | na       | 2.6     | 10.9    |
| <b>DuPont</b>                    |         |          |          |         |         |
| ROE - using after tax profit (%) | 8.9     | na       | na       | 2.2     | 10.8    |
| - asset turnover (x)             | 0.4     | 0.2      | 0.2      | 0.3     | 0.4     |
| - operating margin (%)           | 9.5     | na       | na       | 9.3     | 13.1    |
| - leverage (x)                   | 3.6     | 4.3      | 5.4      | 5.2     | 5.3     |
| - interest burden (%)            | 63.3    | 147.3    | 192.7    | 18.2    | 53.7    |
| - tax burden (%)                 | 92.6    | na       | na       | 85.0    | 82.0    |
| WACC (%)                         | 6.4     | 6.4      | 6.4      | 6.4     | 6.4     |
| ROIC (%)                         | 2.9     | (10.2)   | (5.7)    | 2.2     | 4.6     |
| NOPAT (Bt m)                     | 5,404   | (17,868) | (10,090) | 4,123   | 8,698   |
| invested capital (Bt m)          | 174,728 | 177,485  | 184,345  | 189,865 | 191,436 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## General Disclaimers And Disclosures:

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent.

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of TNS. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which TNS or TCAP or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither TNS, TCAP nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, TNS, TCAP and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

TNS, TCAP and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. TNS, TCAP, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. TNS, TCAP or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Note: Thanachart Securities Public Company Limited act as a Market Maker and Derivative Warrants Issuer. At present, TNS has issued 77 Derivative Warrants which are ADVA16C2105A, ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AEON16C2105A, AOT16C2109A, AOT16C2106A, BAM16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2109A, BDMS16C2107A, BGRI16C2105A, BH16C2109A, BPP16C2106A, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, GLOB16C2105A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2105A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KCE16C2106A, KKP16C2105A, KTC16C2105A, KTC16C2106A, MINT16C2109A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PRM16C2105A, PTG16C2105A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2105A, PTTE16C2105A, PTTG16C2108A, RS16C2109A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2105A, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2109A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2109A, TASC16C2107A, TISC16C2105A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BH, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, DELTA, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASCO, TISCO, TQM). Since TNS covers those underlying securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest. Moreover, Investors are advised to carefully review the details and information in the prospectus before making investment decisions.

**Note:** Thanachart Securities has an indirect financial interest in Ratchthani Leasing Pcl (THANI). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds more than 56% of the shareholding in Ratchthani Leasing Pcl (THANI).

**Note:** Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), TMB Bank Public Company Limited (TMB), are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds 20.1% of the shareholding in TMB Bank Pcl.

Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), Ratchthani Leasing Public Company Limited (THANI), TMB Public Company Limited, MBK PUBLIC COMPANY LIMITED (MBK) and PATUM RICE MILL AND GRANARY PUBLIC COMPANY LIMITED (PRG ) are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) . Since TNS covers those securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest.

## Disclosure of Interest of Thanachart Securities

### Investment Banking Relationship

Within the preceding 12 months, Thanachart Securities has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies: Saksiam Leasing Pcl. (SAK TB), SCG Packaging Pcl (SCGP TB)

## Recommendation Structure:

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

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

**Thanachart Securities Pcl.**

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 - 779-9119

Email: [thanachart.res@thanachartsec.co.th](mailto:thanachart.res@thanachartsec.co.th)**Pimpaka Nichgaroon, CFA**

Head of Research

Tel: 662-779-9199

[pimpaka.nic@thanachartsec.co.th](mailto:pimpaka.nic@thanachartsec.co.th)**Pattarawan Wangmingmat**

Senior Technical Analyst

Tel: 662-779-9105

[pattarawan.wan@thanachartsec.co.th](mailto:pattarawan.wan@thanachartsec.co.th)**Phannarai Tiypittayarut**

Property, Retail

Tel: 662-779-9109

[phannarai.von@thanachartsec.co.th](mailto:phannarai.von@thanachartsec.co.th)**Sarachada Sornsong**

Bank, Finance, Insurance

Tel: 662-779-9106

[sarachada.sor@thanachartsec.co.th](mailto:sarachada.sor@thanachartsec.co.th)**Sittichet Rungrassameephat**

Analyst, Quantitative

Tel: 662-483-8303

[sittichet.run@thanachartsec.co.th](mailto:sittichet.run@thanachartsec.co.th)**Adisak Phupiphathirungul, CFA**

Retail Market Strategy

Tel: 662-779-9120

[adisak.phu@thanachartsec.co.th](mailto:adisak.phu@thanachartsec.co.th)**Nuttapop Prasitsuksant**

Telecom, Utilities

Tel: 662-483-8296

[nuttapop.pra@thanachartsec.co.th](mailto:nuttapop.pra@thanachartsec.co.th)**Rata Limsuthiwanpoom**

Auto, Industrial Estate, Media, Prop. Fund

Tel: 662-483-8297

[rata.lim@thanachartsec.co.th](mailto:rata.lim@thanachartsec.co.th)**Siriporn Arunothai**

Small Cap, Healthcare, Hotel

Tel: 662-779-9113

[siriporn.aru@thanachartsec.co.th](mailto:siriporn.aru@thanachartsec.co.th)**Thaloengsak Kucharoenpaisan**

Analyst, Retail Market

Tel: 662-483-8304

[thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th](mailto:thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th)**Chak Reungsinpinya**

Energy, Petrochemical, Paper

Tel: 662-779-9104

[chak.reu@thanachartsec.co.th](mailto:chak.reu@thanachartsec.co.th)**Pattadol Bunnak**

Electronics, Food &amp; Beverage, Shipping

Tel: 662-483-8298

[pattadol.bun@thanachartsec.co.th](mailto:pattadol.bun@thanachartsec.co.th)**Saksid Phadthanarak**

Construction, Transportation

Tel: 662-779-9112

[saksid.pha@thanachartsec.co.th](mailto:saksid.pha@thanachartsec.co.th)**Witchanan Tambamroong**

Technical Analyst

Tel: 662-779-9123

[witchanan.tam@thanachartsec.co.th](mailto:witchanan.tam@thanachartsec.co.th)