

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

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

ยังคงมีผลขาดทุนในปี 2021F

แม้ว่าเราคาดว่าผลการดำเนินงานในต่างประเทศของ MINT ที่ฟื้นอย่างรวดเร็วจะหนุนผลการดำเนินงานได้ในระดับหนึ่ง 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

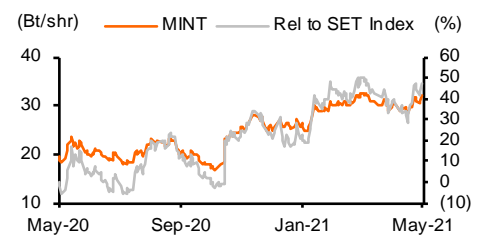
มีแผนการทำ asset rotation เพื่อลดความเสี่ยง

MINT มีอัตราส่วนหนี้สินรวมที่มีภาระดอกเบี้ยรวมต่อทุน (GIBD/E) สูงกว่าเงื่อนไขสัญญาเงินกู้ (1.75 เท่า) ในปี 2020 แม้จะได้รับการยกเว้นจนถึงปี 2022 แต่ด้วยมีความเสี่ยงจากสถานการณ์โควิด-19 การชำระหนี้สิน 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 ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Change In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

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

Source: Thanachart estimates

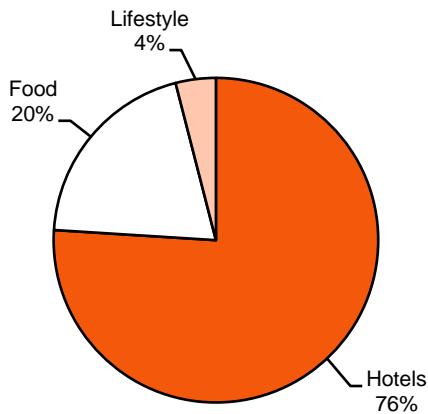
Note: * Exclude NHH

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

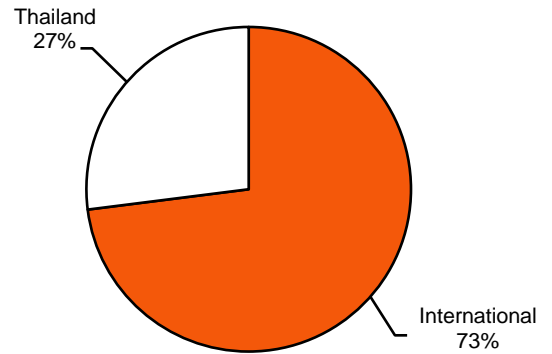
Source: Thanachart estimates

Ex 3: Revenue Breakdown By Business In 2019



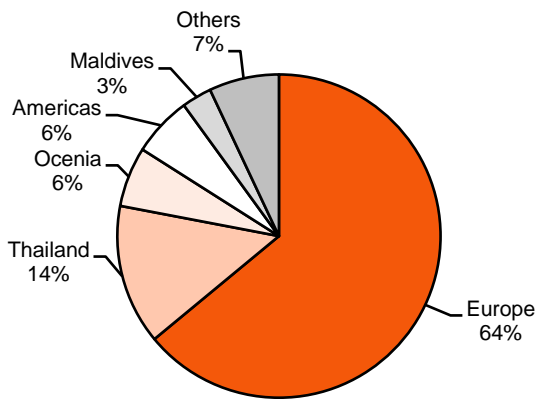
Source: Company data

Ex 4: Revenue Breakdown By Market Presence In 2019



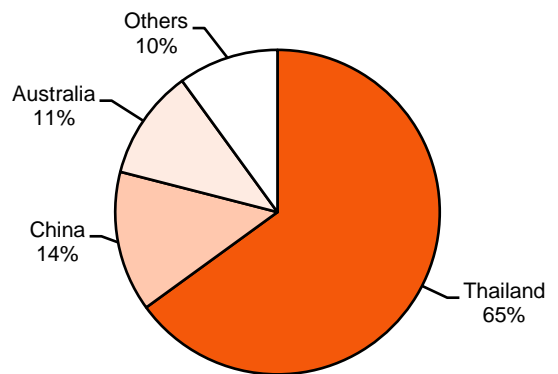
Source: Company data

Ex 5: Geographical Hotel Revenue Breakdown In 2019



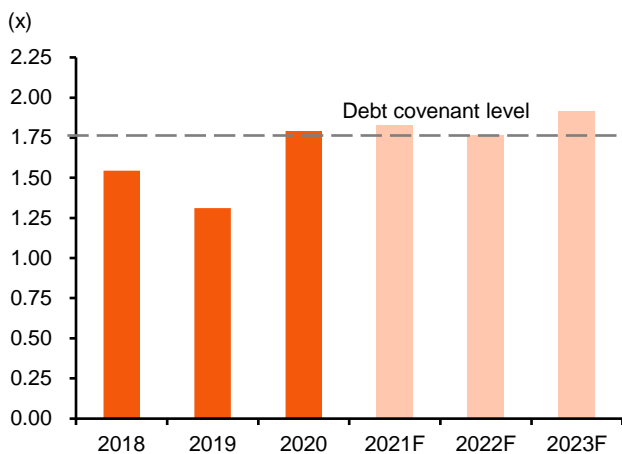
Source: Company data

Ex 6: Geographical Food Revenue Breakdown In 2019



Source: Company data

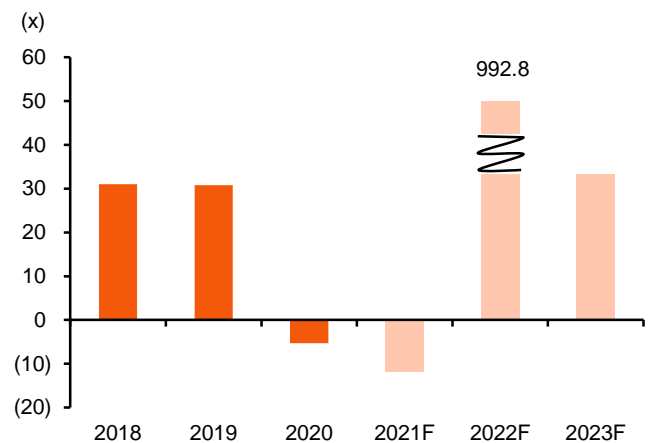
Ex 7: Gross Interest Bearing Debt To Equity Ratio*



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, ร้านอาหารประเภทฟรานไชส์, และธุรกิจจัดจำหน่ายและผลิตสินค้า นอกจากนี้ ธุรกิจอาหารแบรนด์มีความหลากหลายและเป็นที่ยอมรับ 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

CONSENSUS COMPARISON

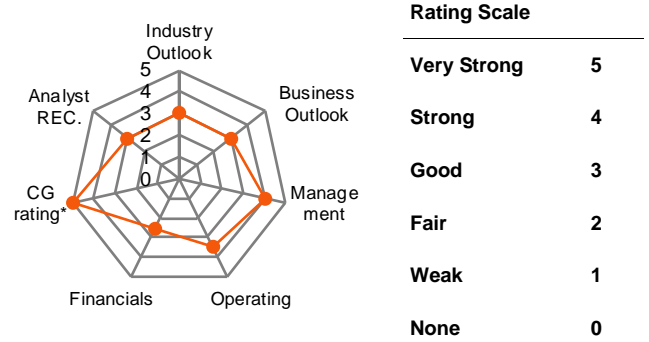
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	33.61	31.00	-8%
Net profit 21F (Bt m)	(12,489)	(15,191)	na
Net profit 22F (Bt m)	3,154	1,729	-45%
Consensus REC	BUY: 19	HOLD: 2	SELL: 4

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- การคาดการณ์กำไรและราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเรามุ่งมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวไทย

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ภาวะอุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูง หลังการเข้าซื้อกิจการครั้งใหญ่ในปี 2018

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงของผู้ประกอบธุรกิจโรงแรม ซึ่งเป็นอุปสรรคในการปลดปล่อยความสามารถในการทำกำไร
- การแข่งขันของผู้ประกอบธุรกิจร้านอาหารทั้งใน และต่างประเทศ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การควมรวม 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

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
Gross profit	52,104	8,558	13,601	39,380	53,304
% 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
Operating profit	5,836	(17,868)	(11,871)	4,851	10,607
% operating margin	5.0%	-32.0%	-19.7%	4.9%	8.9%
Depreciation & amortization	8,914	18,241	18,775	18,146	17,554
EBITDA	14,751	374	6,905	22,996	28,162
% 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)
Pre-tax profit	7,051	(23,204)	(16,399)	1,675	8,429
Income tax	522	(2,983)	(2,460)	251	1,517
After-tax profit	6,529	(20,220)	(13,939)	1,424	6,912
% 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
NET PROFIT	10,698	(21,407)	(15,191)	1,729	6,966
Normalized profit	7,060	(19,388)	(13,152)	1,729	6,966
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
ASSETS:					
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
Total assets	254,184	362,327	347,470	339,342	336,968
LIABILITIES:					
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
Total LT debt	102,386	129,897	130,702	126,314	131,179
Others LT liabilities	30,338	114,868	105,434	98,389	92,098
Total liabilities	168,316	286,003	273,817	265,650	266,429
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
Retained earnings	41,401	15,676	(1,059)	(874)	3,806
Shareholders' equity	75,461	66,981	65,374	65,560	61,958
Liabilities & equity	254,184	362,327	347,470	339,342	336,968

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)
Cash flow from operations	14,791	6,244	(1,561)	8,685	20,127
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)
Cash flow from investments	6,718	(30,409)	(20,490)	(12,475)	(14,732)
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)
Cash flow from financing	(20,938)	37,022	15,863	(6,209)	(5,395)
Free cash flow	15,795	(929)	(5,561)	4,685	13,127

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
(Bt)					
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
Growth Rate					
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
Operating performance					
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
DuPont					
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

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

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.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ดูแลและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 77 หลักทรัพย์ ได้แก่ 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). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิลล์ แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกัน ได้แก่ นางอศิณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิजारุน, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลิงงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ
จักร เรื่องสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ
พัทธดนย์ บุญนา
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเทิง
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, ภั้เบหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนหิรัฐกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชพันธ์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sUNET.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

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