

Thailand Hotel Sector

ฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดไว้เดิม

Sector Valuation			Current price	Target price	Norm EPS grw		Norm PE		EV/EBITDA		Div yield	
Company	BBG Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	2021F (%)	2022F (%)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (%)	2022F (%)
Central Plaza Hotel	CEN TEL TB	BUY	35.00	40.00	na	na	na	na	41.6	18.5	0.0	0.0
The Erawan Group	ERW TB	SELL	3.06	2.70	na	na	na	na	na	43.1	0.0	0.0
Minor Int'l	MINT TB	BUY	32.75	39.00	na	na	na	750.1	48.5	14.0	0.0	0.0

Source: Thanachart estimates, Based on 23 September 2021 closing prices

เรายังคงแนะนำนักลงทุนกลุ่มโรงแรมเป็น “NEUTRAL” เราคาดว่านักท่องเที่ยวต่างชาติจะฟื้นตัวล่าช้าออกไปยัง 2H22F ขณะที่ยังคงคาดว่านักท่องเที่ยวในประเทศจะแข็งแกร่งขึ้นในปี 2022 จากความต้องการที่ถูกกักไว้ MINT ซึ่งฟื้นตัวเร็วกว่าด้วยมีกำไรจากต่างประเทศจึงเป็น Top Pick ของเราแทน CENTEL

การท่องเที่ยวไทยฟื้นตัวช้า

เราสมมติฐานให้การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวต่างชาติล่าช้าออกไปยัง 2H22F จากเดิมใน 4Q21F เราคาดว่านักท่องเที่ยวต่างชาติจะมายังไทย 6 ล้านคน 26 ล้านคน และ 39 ล้านคน ในปี 2022-24F เทียบกับ 40 ล้านคน ในปี 2019 และ 7 ล้านคน ในปี 2020 ซึ่งในช่วง 1Q20 เป็นช่วงท่องเที่ยวก่อนเกิดโควิด-19 ในขณะที่ เราคาดว่านักท่องเที่ยวในประเทศจะแข็งแกร่งขึ้นในปี 2022 จากความต้องการที่ถูกกักไว้เนื่องจากประชาชนยังคงระมัดระวังการเดินทางไปต่างประเทศ โดยรวมแล้ว เราปรับลดกำไรของกลุ่มฯ ลง 68% และ 4% ในปี 2022-23F และทรงตัวในปี 2024F และมีผลขาดทุนเพิ่มขึ้นในปี 2021F เราคาดว่ากลุ่มฯ จะมีผลขาดทุน 17.1 พันลบ. ในปี 2021F และกลับมาเป็นกำไร 480 ลบ., 8.6 พันลบ. และ 12.0 พันลบ. ในปี 2022-24F เราคาดว่าอุตสาหกรรมจะกลับสู่ระดับปี 2019 ในปี 2024F

สถานะทางการเงิน

Adjusted EBITDA ของกลุ่มฯ ตีลดปี 10.8 พันลบ. ในปี 2020 ด้วยการลดต้นทุน 20-30% จากระดับในปี 2019 เราคาดว่าจะมีผลขาดทุนระดับ EBITDA ที่ 5.2 พันลบ. ในปี 2021F ก่อนที่จะกลับมาเป็นบวกที่ 14 พันลบ. ในปี 2022F เรามองว่า ERW จะยังคงมีความเสี่ยงต้องบดุงสูงที่สุด แม้บริษัทฯ จะทำการเพิ่มทุน และมีการประเมินมูลค่าที่ดินใหม่เพื่อทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น และอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนลดลง แต่เรายังคงคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนอยู่ที่ 1.7 เท่า ในปี 2021F ขณะที่ MINT อยู่ที่ 1.3 เท่า และยังคงมีสินทรัพย์เพื่อขาย และธุรกิจต่างประเทศฟื้นตัว เราคาดว่า CENTEL มีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่ 0.8 เท่า ซึ่งสามารถจะผ่านจุดที่ยากลำบากโดยไม่ต้องเพิ่มทุน

คำแนะนำนักลงทุนกลุ่มโรงแรมเป็น “NEUTRAL”

เรายังคงแนะนำนักลงทุนกลุ่มโรงแรมเป็น “NEUTRAL” แม้ว่าการฟื้นตัวจะล่าช้าไปยัง 2H22F กลุ่มฯ ได้เพิ่มทุน และน่าจะทนต่อกระแสเงินสดที่อ่อนแอในอีกปี สำหรับจังหวะการลงทุน กลุ่มฯ สามารถกลับมาเป็นที่สนใจของตลาดตั้งแต่ 1Q22F ก่อนการเปิดจริงใน 2H22F เราคาดว่ากำไรของกลุ่มฯ จะกลับไปสู่ระดับก่อนเกิดโควิด-19 ในปี 2019 ในปี 2024F แต่ซื้อขายที่ PE ที่ 22.4 เท่า ในปี 2024F ซึ่งถูกกว่า 31.7 เท่า ในปี 2019

MINT เป็น Top Pick ของเรา แทน CENTEL

ปัจจุบัน MINT เป็น Top Pick ของเรา แทน CENTEL เราคาดว่า MINT จะสามารถกลับมาเป็นกำไรได้ในปี 2022F เนื่องจากธุรกิจในประเทศพลิกฟื้น ขณะที่ CENTEL และ ERW น่าจะขาดทุนไปอีกปี MINT ได้เพิ่มทุนแล้ว และยังคงมีแผนที่จะขายสินทรัพย์ในประเทศเพิ่มเติมเพื่อเสริมความแข็งแกร่งของงบดุลไปอีก สำหรับ PE ทั้งสามบริษัทไม่แตกต่างกันมากนัก โดยซื้อขายที่ PE ที่ 21-23 เท่า บนกำไรปกติในปี 2024F แต่เราคิดว่า ERW น่าจะซื้อขายในระดับที่ต่ำกว่าบริษัทอื่นในกลุ่มฯ เนื่องจากมีความเสี่ยงต้องบดุง และกำไรที่อ่อนแอในปี 2021-22F

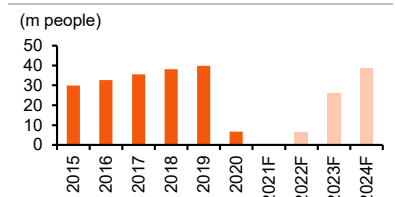


SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

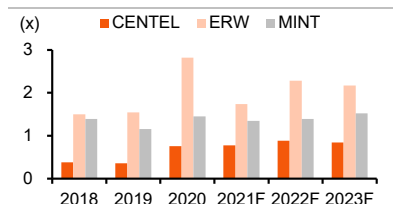
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Slow Recovery In Foreign Tourists



Sources: Company data, Thanachart estimates

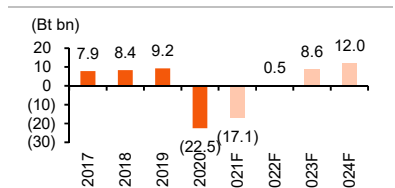
Net D/E Ratio



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Exclude lease liabilities and COVID-19 impairment

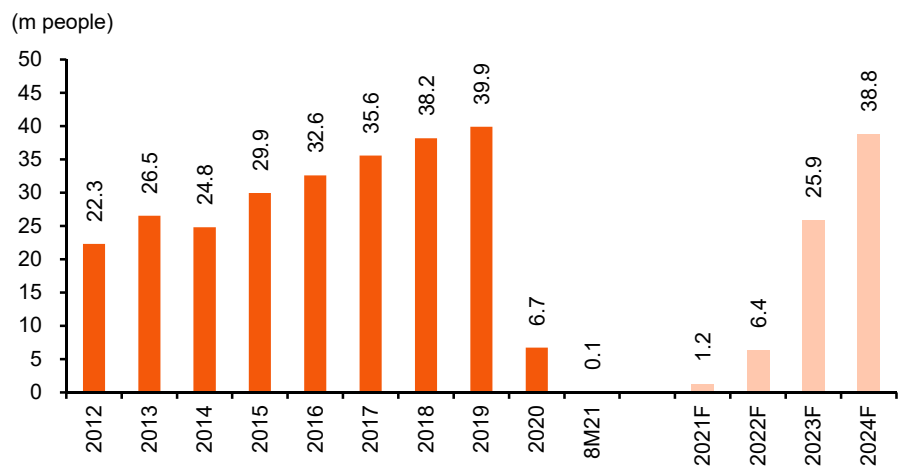
2024F New Normalized Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

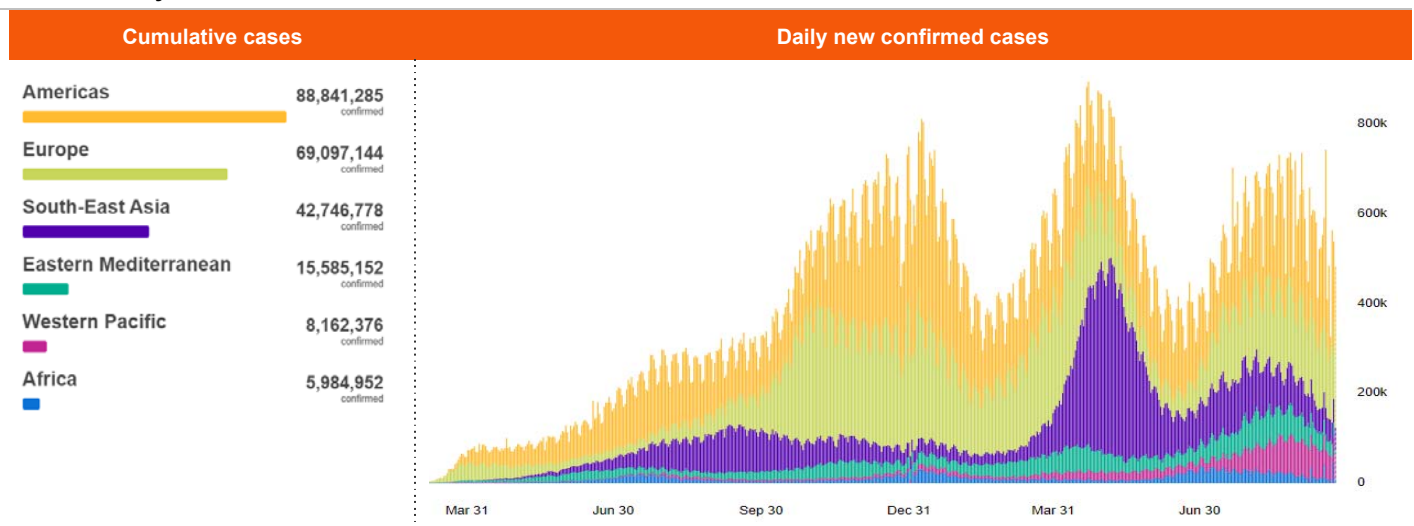
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: International Tourist Arrivals



Sources: TAT, Thanachart estimates

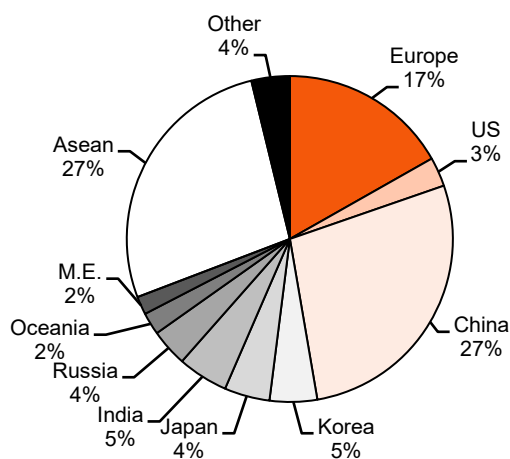
Ex 2: Globally Confirmed COVID-19 Cases



Source: WHO

Note: As of 24 September 2021

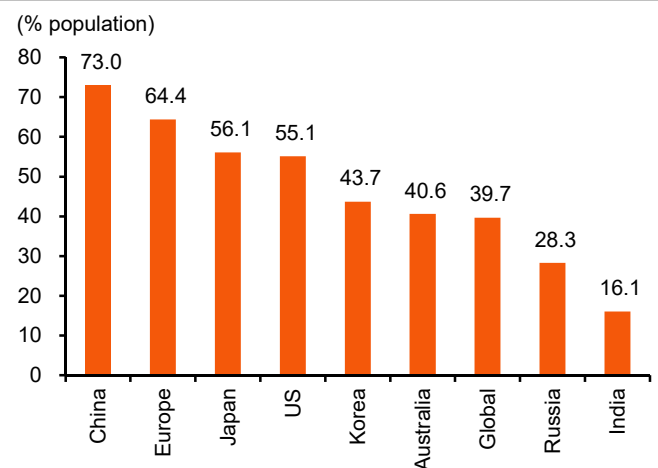
Ex 3: Thailand's Key International Tourist Arrivals



Source: TAT

Note: * 2019 data

Ex 4: % Fully Vaccinated Key Tourists Visiting Thailand



Source: Bloomberg

Note: As of 25 September 2021

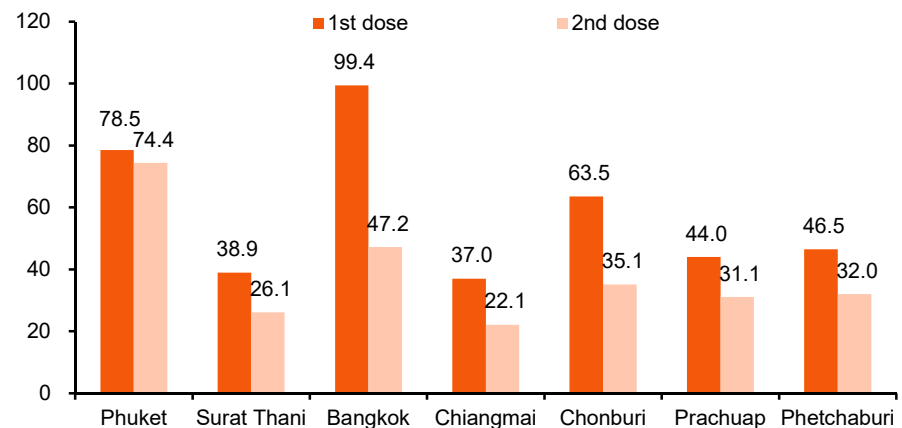
Ex 5: Thai Government's Roadmap To Reopening

Timeline	Programs	Conditions
Phase I		
1 July 2021	Phuket Sandbox	- Vaccinated tourists with a vaccine approved by Thailand's Ministry of Public Health (MoPH) or the World Health Organization (WHO) (Sinovac, AstraZeneca, Pfizer, Janssen, Moderna, Sinopharm and Sputnik V) are allowed to visit Phuket without quarantine under the "Phuket Sandbox" program. - Would-be visitors need to have been in countries/territories approved by Thailand's Centre for COVID-19 Situation Administration (CCSA) for 21 days or more and they also need to be fully vaccinated at least 14 days before travel and have tested negative for COVID-19 using the RT-PCR method no longer than 72 hours before travel. Travellers who have recovered from COVID-19 also need to get fully vaccinated. - They have to book and have paid for accommodation for no less than 14 nights, i.e., that includes at least seven nights in Phuket at an SHA Plus hotel and they have to have booked and paid for RT-PCR tests that cover the entire duration of their stay in Thailand.
15 July 2021	Samui Plus	The program covers specific areas and routes in Surat Thani province's three islands of Koh Samui, Koh Phangan and Koh Tao.
16 August 2021	Phuket Sandbox 7+7 Extension	The program enables fully vaccinated international travellers to reduce their mandatory stay in Phuket from 14 to seven days, after which another seven nights can be spent in any of the extension areas in Krabi (Koh Phi Phi, Koh Ngai, Railay, Klong Muang and Tup Kaek), Phangnga (Khao Lak or Koh Yao), or Surat Thani (Koh Samui, Koh Phangan, or Koh Tao).
Phase II		
1-30 November 2021 (Delayed from 1 October 2021)	10 provinces Phang-nga (whole province), Krabi (whole province), Bangkok, Chiang Mai (Muang, Mae Taeng, Mae Rim an, Doi Tao), Chonburi (Pattaya city, Bang Lamung, Jomtien and Bangsaray), Phetchaburi (Cham), Prachuap Khiri Khan (Hua Hin, Nong Kae), Ranong (Koh Phayam), Loey (Chiang Khan) and Buriram (Muang)	- Thailand plans to reopen 10 more destinations to vaccinated foreign tourists with negative RT-PCR test results. - No hotel quarantine is required but they need to travel in a sealed area or sealed route. - Need to do RT-PCR test for three times - Domestic travellers need to be fully vaccinated or have negative RT-PCR test results or have negative ATK test results no longer than seven days.
Phase III		
1-31 December 2021 (Delayed from mid-October 2021)	20 provinces Chiang Rai, Lamphun, Mae Hong Son, Phrae, Phetchabun, Sukhothai, Nong Khai, Khon Kaen, Nakhon Ratchasima, Rayong, Trat, Ayutthaya, Pathum Thani, Samut Prakan, Nakhon Si Thammarat, Narathiwat, Yala, Songkhla, Phatthalung and Trang	- Thailand plans to reopen 20 more destinations to vaccinated foreign tourists with negative RT-PCR test results. - No hotel quarantine is required but they need to travel in a sealed area. - Need to do RT-PCR test for one time - Domestic travellers need to be fully vaccinated or have negative RT-PCR test results or have negative ATK test results no longer than 7-14 days depending on situation.
Phase IV		
1 January 2022	13 provinces Surin, Sa Kaeo, Chanthaburi, Tak, Nakhon Phanom, Mukdahan, Bueng Kan, Udonthani, Ubon Ratchathani, Nan, Kanchanaburi, Ratchaburi and Satun	- Thailand plans to reopen 13 more destinations to vaccinated foreign tourists with negative RT-PCR test results. - No hotel quarantine and can travel in all reopening areas. - Need to do RT-PCR test or ATK test for one time depending on situation.

Source: Thanachart compilation

Ex 6: Vaccination Rate In Reopening Provinces

(% of total population in each province)

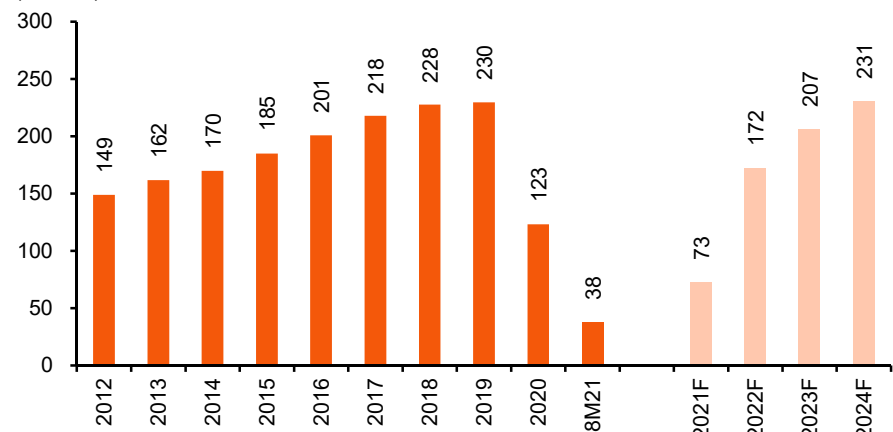


Source: covid-19.researcherth.co

Note: As of 25 September 2021

Ex 7: Thai Tourists

(m visits)



Sources: TAT, Thanachart estimates

Ex 8: COVID-19 Vaccine Coverage And Procurement In Thailand In 2021

Vaccine brands	# of doses (m doses)											
	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Total
Government's vaccines												
Sinovac	0.2	0.8	1.5	4.0	1.5	5.0	6.5	6.0	6.0	-	-	31.5
Astra Zeneca	0.1				5.4	6.9	5.8	8.0	10.0	13.0	14.0	63.2
Pfizer	-						1.5	2.0	8.0	10.0	10.0	31.5
Total	0.3	0.8	1.5	4.0	6.9	11.9	13.8	16.0	24.0	23.0	24.0	126.2
Alternative vaccines												
Sinopharm					1.0	3.0	5.0	10.0	6.0	12.5	12.5	50.0
Moderna											2.0	2.0
Grand total	0.3	0.8	1.5	4.0	7.9	14.9	18.8	26.0	30.0	35.5	38.5	178.2
Accumulated supply	0.3	1.1	2.6	6.6	14.5	29.4	48.2	74.2	104.2	139.7	178.2	

Source: Department of Disease Control

Ex 9: COVID-19 Vaccinations In 2021

As of the end of	Accumulated doses			Total (1+2)	# Vaccines	
	1st dose	2nd dose	3rd dose		Remaining demand (1+2+3)	Remaining supply
March	158,497	33,248	—	191,745		
April	1,095,230	381,848	—	1,477,078		
May	2,539,491	1,125,368	—	3,664,859		
June	7,110,854	2,816,844	—	9,927,698		
July	13,802,916	3,883,058	—	17,685,974		
August	23,795,098	8,212,750	592,153	32,007,848		
25 September	31,053,241	17,218,055	810,587	48,271,296		
Government's target	56,000,000	50,000,000	6,000,000	106,000,000		
% of total population	80%	70%				
(At end-December 2021)						
26 September-31 December	24,946,759	32,781,945	5,189,413	57,728,704	62,918,117	129,118,117
Vaccine administered in September @ c. 700,000 doses/day				Imply 3 months to achieve target		

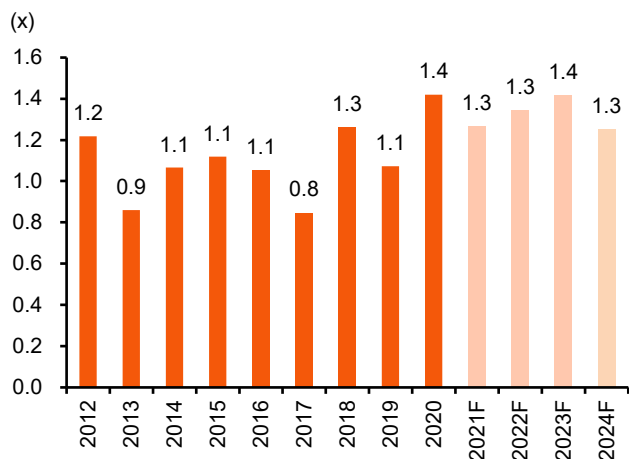
Sources: Minister of Public Health, Thanachart estimates

Ex 10: Domestic Tourism Stimulus Schemes

Stimulus schemes	Details
We Travel Together - Phase 3	- The scheme is scheduled to run from 24 September 2021 to 31 January 2022. - For Thai people aged 18 years and above. - It will cover two million room nights. The participants in the scheme will have to book hotel rooms at least seven days in advance, starting from 24 September 2021. One person can stay 15 nights. This includes room nights that people already used in phases I and II. - The government subsidizes 40% of the room rate, at no more than Bt3,000/room/night, subsidizes 40% of the airfare, at no more than Bt2,000/person or Bt3,000/person depending on each province's conditions and gives e-vouchers for food worth Bt600/night.
24 Sept 2021 8 Oct 2021 15 Oct 2021 23 Jan 2022 31 Jan 2022 Register Hotel booking Check in Last day booking Last day check out	
Tour Tiew Thai	- The scheme is scheduled to run from 8 October 2021 to 31 January 2022. - For Thai people age 18 years and above. - It will cover one million people. - This scheme is designed to provide a subsidy of 40% on tour packages of no more than Bt5,000/trip, to a million local tourists. - One tour company can serve 1,000 Thai tourists.

Source: TAT

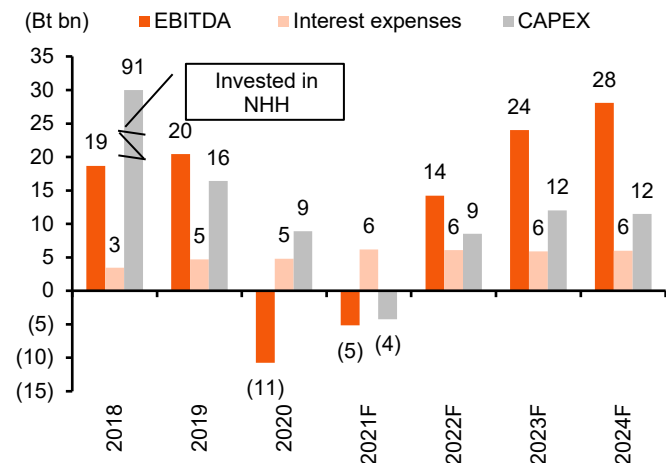
Ex 11: The Sector's Net IBD/E*



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Exclude lease liabilities and COVID-19 impairment

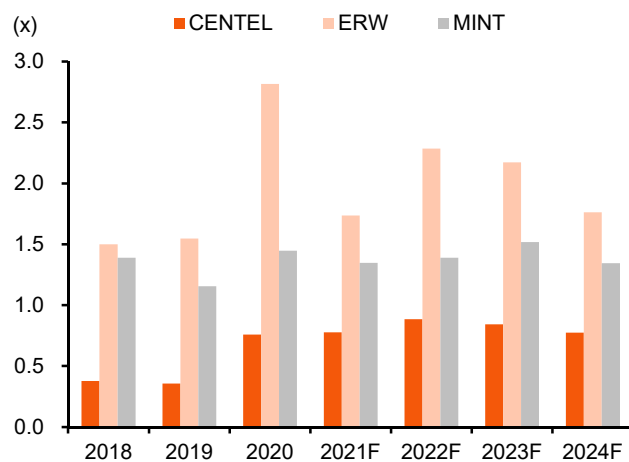
Ex 12: Unhealthy Cash Flow Status In The Short Term



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: EBITDA excludes rights of use

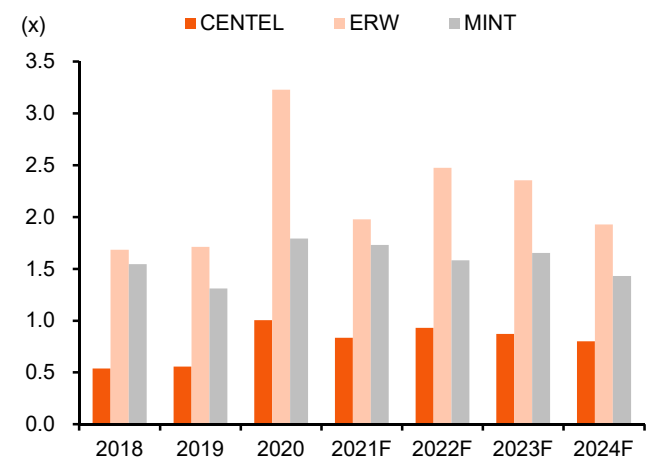
Ex 13: Each Stock's Net IBD/E*



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Exclude lease liabilities and COVID-19 impairment

Ex 14: Each Stock's Gross IBD/E*



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Exclude lease liabilities and COVID-19 impairment

Ex 15: Our Earnings Revisions

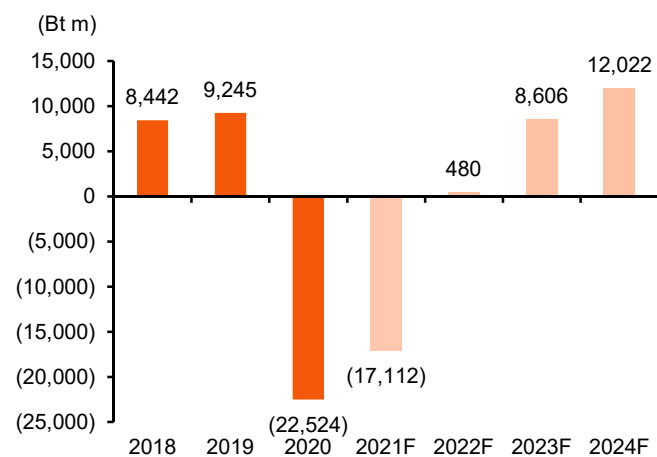
Stock code	Earnings (Bt m)											
	New				Old				Change (%)			
	2021F	2022F	2023F	2024F	2021F	2022F	2023F	2024F	2021F	2022F	2023F	2024F
CENTEL	(2,103)	(208)	1,468	2,093	(1,244)	319	1,708	2,163	n.a.	n.a.	(14.1)	(3.2)
ERW	(2,074)	(949)	203	649	(1,580)	(439)	386	705	n.a.	n.a.	(47.5)	(7.9)
MINT	(12,935)	1,637	6,936	9,280	(13,257)	1,638	6,873	9,066	n.a.	(0.1)	0.9	2.4
Sector	(17,112)	480	8,606	12,022	(16,081)	1,518	8,968	11,934	n.a.	(68.4)	(4.0)	0.7

Source: Thanachart estimates

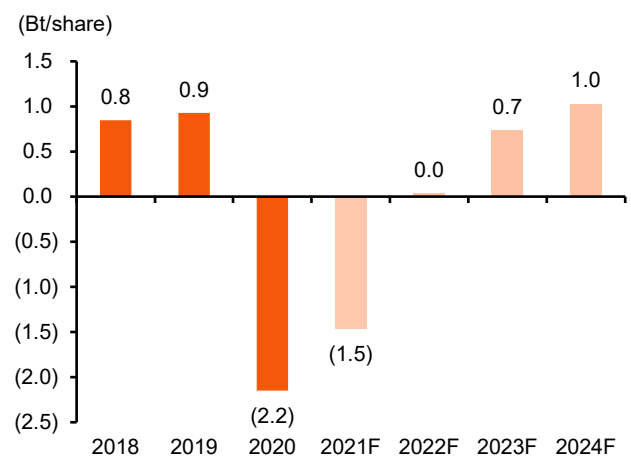
Ex 16: Our Recommendation And TP Changes

Stocks	Recommendation		TP (Bt/share)		Changes in our key assumptions
	New	Old	New	Old	
CENEL	BUY	BUY	40.0	38.0	- Our 2021-24F 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. - Our TP is lifted due to the rollover of our valuation base year to 2022F.
ERW	SELL	SELL	2.7	2.6	- Our 2021-24F earnings are cut mainly to reflect a weaker-than-expected recovery in its hotel business because of a slow recovery in the Thai tourism industry and the economy. - Our TP is lifted due to the rollover of our valuation base year to 2022F.
MINT	BUY	HOLD	39.0	31.0	- We fine tune our 2021-22F earnings to reflect the stronger-than-expected operation of its overseas business and weaker-than-expected operation in Thailand. - We lift our 2023F earnings and TP to reflect its stronger-than-expected overseas operation and the rollover of our valuation base year to 2022F.

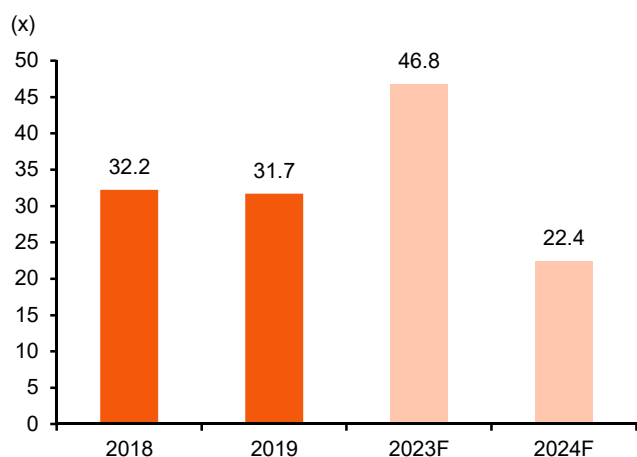
Source: Thanachart estimates

Ex 17: Sector's Earnings

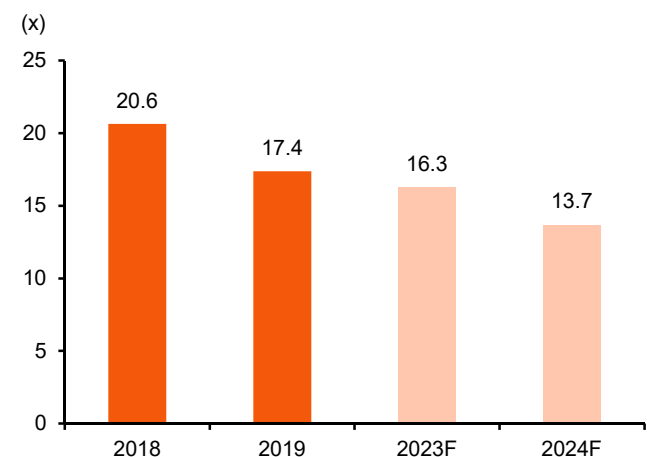
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: Sector's EPS

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 19: Sector's PE

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 20: Sector's EV/Adjusted EBITDA

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Note: EBITDA excludes right of use

Ex 21: Financial Summary

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	55,812	64,294	97,441	117,615
Net profit	(21,407)	(13,372)	1,637	6,936
Consensus NP	—	(13,639)	1,571	6,445
Diff from cons (%)	—	na	4.2	7.6
Norm profit	(19,388)	(12,935)	1,637	6,936
Prev. Norm profit	—	(13,257)	1,638	6,873
Chg from prev (%)	—	na	(0.1)	0.9
Norm EPS (Bt)	(4.3)	(2.6)	0.0	1.0
Norm EPS growth (%)	na	na	na	2,158.4
Norm PE (x)	na	na	750.1	33.2
EV/EBITDA (x)	723.7	48.5	14.0	11.2
P/BV (x)	2.6	2.8	2.8	3.0
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	1.1
ROE (%)	na	na	2.4	10.5
Net D/E (%)	144.8	138.8	143.3	156.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Based on 23 Sep 2021 closing prices

Ex 23: Financial Summary

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	12,907	10,382	13,917	18,124
Net profit	(2,775)	(2,103)	(208)	1,468
Consensus NP	—	(1,848)	(49)	1,410
Diff from cons (%)	—	na	na	4.1
Norm profit	(1,550)	(2,103)	(208)	1,468
Prev. Norm profit	—	(1,244)	319	1,709
Chg from prev (%)	—	na	na	(14.1)
Norm EPS (Bt)	(1.1)	(1.6)	(0.2)	1.1
Norm EPS growth (%)	na	na	na	na
Norm PE (x)	na	na	na	32.2
EV/EBITDA (x)	33.7	41.6	18.5	12.0
P/BV (x)	4.8	2.7	2.7	2.5
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.6
ROE (%)	na	na	na	8.2
Net D/E (%)	84.8	83.2	94.6	89.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Based on 23 Sep 2021 closing prices

Ex 22: MINT (Market cap: US\$5,118m; TP: Bt39.0; BUY)

- As MINT has a strong presence in international markets in both the hotel and food businesses, mainly in Europe via its subsidiary NHH, Australia and China, we expect MINT's overseas businesses to grow faster than its Thailand operation.
- Among the three hotel stocks under our coverage, we see MINT as only one to be able to make a profit in 2022F. Meanwhile, we expect CENTEL and ERW to make losses due to the slow recovery in Thai tourism.
- Given NHH's improving operation, its asset rotation and warrant exercise, we see the company's financial status and cashflow stream improving.
- MINT's PE at 23.1x on normalized earnings in 2024F is cheaper than its pre-COVID level in 2018-19 of 31x.

Ex 24: CENTEL (Market cap: US\$1,420bn; TP: Bt40.0; BUY)

- With the slow recovery of Thai tourism and the domestic consumption slowdown, we replace CENTEL with MINT as our top sector pick.
- We expect CENTEL to experience a recovery from 4Q21F at its food business and from early 2022F at its hotel business with pent-up demand for domestic travel. We expect a sharp fall in its loss to Bt208m in 2022F vs. Bt2.1bn loss in 2021F.
- CENTEL has the strongest balance sheet among peers with a 0.9x gross interest-bearing debt-to-equity (GIBD/E) ratio in 2022F vs. a 2.0x covenant ratio, which implies no capital increase risk.
- We see CENTEL as inexpensive with its 22.6x PE in a full-recovery year in 2024F, far below 28.0x in the pre-COVID 2019. And we estimate its 2024 earnings to surpass 2019's by 22%.

Ex 25: Financial Summary

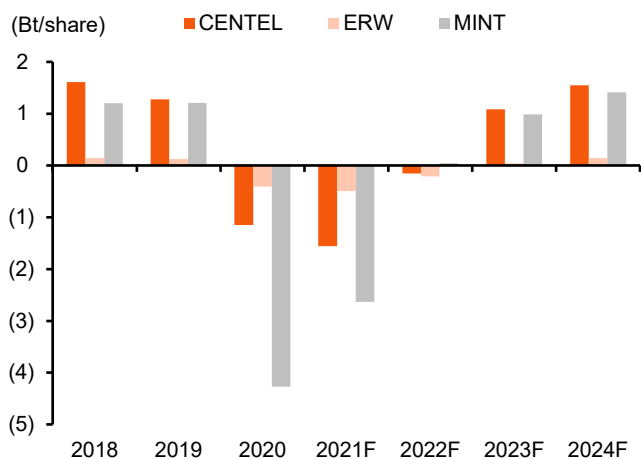
Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	2,306	1,312	2,906	5,350
Net profit	(1,715)	(2,204)	(949)	203
Consensus NP	—	(2,102)	(503)	229
Diff from cons (%)	—	na	na	(11.4)
Norm profit	(1,585)	(2,074)	(949)	203
Prev. Norm profit	—	(1,580)	(439)	386
Chg from prev (%)	—	na	na	(47.5)
Norm EPS (Bt)	(0.4)	(0.5)	(0.2)	0.0
Norm EPS growth (%)	na	na	na	na
Norm PE (x)	na	na	na	68.4
EV/EBITDA (x)	na	na	43.1	13.3
P/BV (x)	3.1	2.3	2.7	2.6
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.3
ROE (%)	na	na	na	3.9
Net D/E (%)	281.6	177.4	234.2	222.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

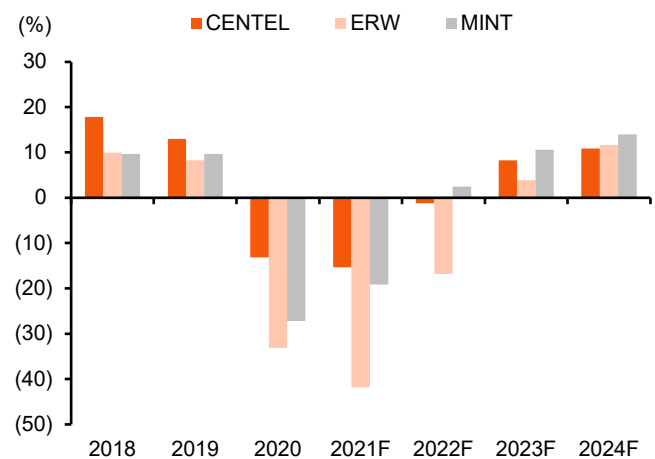
Note: Based on 23 Sep 2021 closing prices

Ex 26: ERW (Market cap: US\$417bn; TP: Bt2.70; SELL)

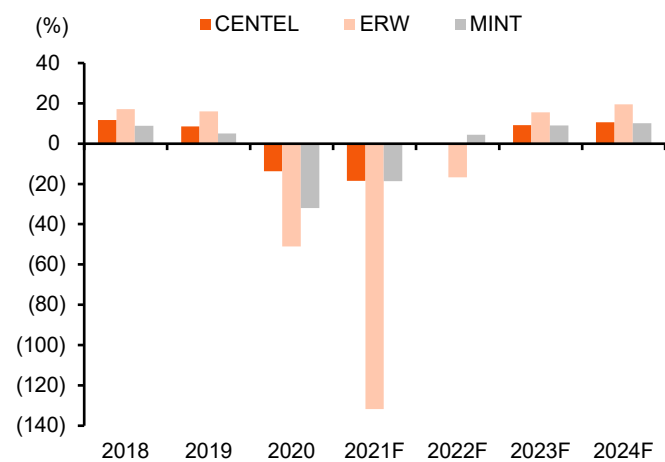
- Though we expect ERW's portfolio to benefit from domestic travel stimulus packages due to 96% of its revenue being contributed by the domestic market, with the slow recovery of foreign tourists visiting Thailand, we expect ERW's earnings to rebound slower than peers'.
- We estimate ERW to make higher losses than peers' at Bt2.1bn and Bt949m in 2021-22F.
- With its high gearing and huge losses, we foresee ERW's financial status and cash flow stream remaining at risk. We also see a risk of another capital call for ERW next year.
- With ERW's financial risk, we think it deserves to trade at a discount compared to peers' PEs.

Ex 27: Core EPS Comparison

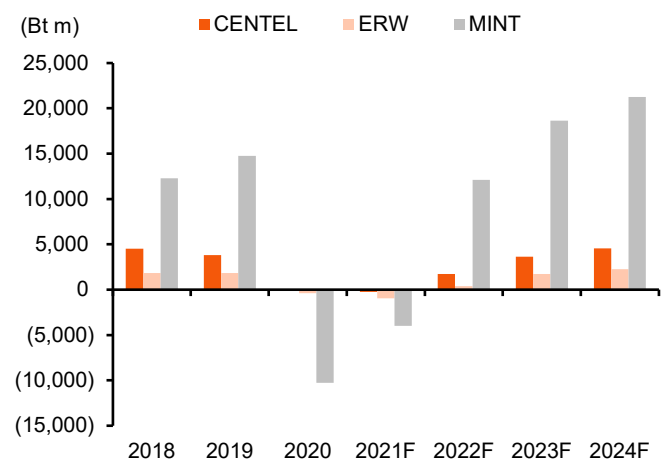
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 28: ROE Comparison

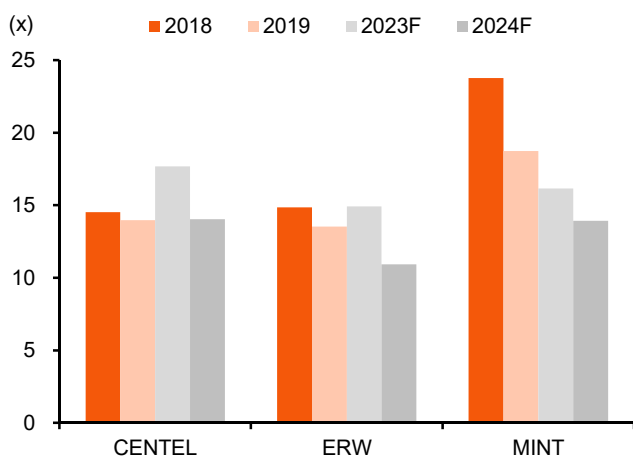
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 29: Operating Margin Comparison

Sources: Company data, Thanachart estimates

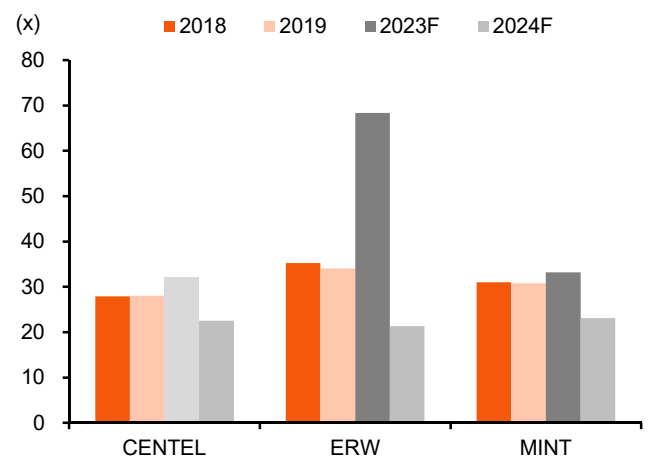
Ex 30: EBITDA – Excluding Rights Of Use

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 31: EV/Adjusted EBITDA Comparison

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: EBITDA excludes right of use

Ex 32: PE Comparison

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 33: Sector Valuation Comparison

		CENTEL	ERW	MINT	Sector
Rating		BUY	SELL	BUY	Neutral
Target price	Thanachart	40.00	2.70	39.00	
	Consensus	34.39	3.00	35.16	
Consensus rec.	Buy	12.0	5.0	21.0	
	Hold	5.0	9.0	3.0	
	Sell	5.0	7.0	2.0	
Market cap. (US\$ m)		1,420	417	5,118	
Sales (Bt m)	2020A	12,907	2,306	55,812	71,025
	2021F	10,382	1,312	64,294	75,988
	2022F	13,917	2,906	97,441	114,263
	2023F	18,124	5,350	117,615	141,089
Norm profits (Bt m)	2020A	(1,550)	(1,585)	(19,388)	(22,524)
	2021F	(2,103)	(2,074)	(12,935)	(17,112)
	2022F	(208)	(949)	1,637	480
	2023F	1,468	203	6,936	8,606
Sales growth (%)	2020A	(37.8)	(63.9)	(52.4)	(50.8)
	2021F	(19.6)	(43.1)	15.2	7.0
	2022F	34.0	121.5	51.6	50.4
	2023F	30.2	84.1	20.7	23.5
Norm EPS growth (%)	2020A	na	na	na	na
	2021F	na	na	na	na
	2022F	na	na	na	na
	2023F	na	na	2,158.4	1,694.8
Gross margin (%)	2020A	31.5	36.5	15.3	19.0
	2021F	31.0	9.8	23.3	24.1
	2022F	39.1	47.7	36.5	37.1
	2023F	41.4	53.9	40.9	41.5
SG&A/Sales (%)	2020A	45.2	87.5	47.3	48.3
	2021F	49.5	141.6	41.9	44.7
	2022F	39.2	64.4	32.2	33.9
	2023F	32.3	38.4	32.0	32.3
Norm profit margin (%)	2020A	(12.0)	(68.7)	(34.7)	(31.7)
	2021F	(20.3)	(158.0)	(20.1)	(22.5)
	2022F	(1.5)	(32.7)	1.7	0.4
	2023F	8.1	3.8	5.9	6.1
ROE (%)	2020A	na	na	na	na
	2021F	na	na	na	na
	2022F	na	na	2.4	0.5
	2023F	8.2	3.9	10.5	9.7
Norm PE (x)	2020A	na	na	na	na
	2021F	na	na	na	na
	2022F	na	na	750.1	339.1
	2023F	32.2	68.4	33.2	46.8
Dividend yield (%)	2020A	0.0	0.0	0.0	0.0
	2021F	0.0	0.0	0.0	0.0
	2022F	0.0	0.0	0.0	0.0
	2023F	0.6	0.3	1.1	0.9
Net D/E (x) *	2020A	0.8	2.8	1.4	1.4
	2021F	0.8	1.7	1.3	1.3
	2022F	0.9	2.3	1.4	1.3
	2023F	0.8	2.2	1.5	1.4

Source: Thanachart estimates

Note: * Exclude lease liabilities and COVID-19 impairment

Valuation Comparison

Ex 34: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield—	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Accor SA	AC FP	France	na	na	na	72.5	2.2	2.2	na	17.6	0.0	1.3
Indian Hotels	IH IN	India	na	na	na	na	6.0	6.5	na	68.8	0.1	0.3
Resorttrust	4681 JP	Japan	na	84.4	68.9	37.3	1.7	1.9	11.2	14.6	1.6	1.5
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	na	140.8	51.9	21.6	5.1	4.2	14.7	11.5	0.2	0.3
NH Hotel Group	NHH SM	Spain	na	na	na	na	2.1	2.1	20.1	11.6	0.0	0.0
Shanghai Jin Jiang Capital	2006 HK	Hong Kong	(27.2)	310.3	40.5	9.9	0.9	0.8	7.4	6.9	0.4	2.3
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	na	na	na	234.2	na	na	159.3	29.9	na	0.8
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	na	na	na	na	3.6	3.6	56.2	24.5	0.1	0.2
InterContinental Hotels	IHG US	US	na	112.5	52.5	24.7	na	na	24.6	16.3	0.5	1.6
Marriott International	MAR US	US	na	78.8	49.8	27.9	31.6	18.6	25.8	17.3	0.0	0.6
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	na	88.1	57.0	30.3	na	na	28.3	18.8	0.0	0.2
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	na	na	na	na	2.0	2.0	166.7	50.7	0.0	0.0
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	na	na	na	na	2.7	2.7	41.6	18.5	0.0	0.0
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	na	na	na	na	2.3	2.7	na	43.1	0.0	0.0
Minor International	MINT TB*	Thailand	na	na	na	750.1	2.8	2.8	48.5	14.0	0.0	0.0
Average			(27.2)	135.8	53.4	134.3	5.2	4.2	50.4	24.3	0.2	0.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 23-Sep-21 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET Index	3.1	2.5	29.0	12.5	—	—	—	—
HOTEL	1.2	(0.1)	35.2	27.9	(1.9)	(2.6)	6.1	15.4
CENTEL	2.2	0.7	52.8	47.7	(0.9)	(1.7)	23.8	35.1
ERW	(1.9)	4.1	49.3	32.5	(5.0)	1.6	20.2	19.9
MINT	0.0	6.5	54.5	27.2	(3.1)	4.1	25.4	14.6

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength	W — Weakness
▪ ประเทศไทยเป็นปลายทางการท่องเที่ยวที่คุ้มค่า ▪ เป็นศูนย์กลางของเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ▪ มีโครงสร้างพื้นฐานและระบบขนส่งสาธารณะที่ดี ▪ คุณภาพและมาตรฐานการบริการที่สูง	▪ ผลกระทบตามฤดูกาล ▪ อุปทานส่วนเกินของโรงแรมระดับ 5 ดาว ▪ ใช้เงินลงทุนสูง
O — Opportunity	T — Threat
▪ การเติบโตของ AEC ▪ ความต้องการท่องเที่ยวที่สูงในสถานการณ์ปกติ ▪ เงินบาทอ่อน ▪ เศรษฐกิจโลกปรับตัวดีขึ้น	▪ ภัยธรรมชาติและการระบาดของโรค ▪ ความไม่สงบทางการเมือง ▪ ค่าใช้จ่ายแรงงานสูงขึ้นและการขาดแคลนแรงงานฝีมือ ▪ เงินบาทที่แข็งค่า

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	72.5	2.2	2.2	na	17.6	0.0	1.3
India	na	na	na	na	6.0	6.5	na	68.8	0.1	0.3
Japan	na	84.4	68.9	37.3	1.7	1.9	11.2	14.6	1.6	1.5
S. Korea	na	140.8	51.9	21.6	5.1	4.2	14.7	11.5	0.2	0.3
Spain	na	na	na	na	2.1	2.1	20.1	11.6	0.0	0.0
Hong Kong	(27.2)	310.3	40.5	122.0	2.2	2.2	74.3	20.4	0.3	1.1
US	na	93.1	53.1	27.6	31.6	18.6	26.3	17.5	0.2	0.8
Thailand	na	na	na	750.1	2.4	2.6	85.6	31.6	0.0	0.0
Average	(27.2)	135.8	53.4	134.3	5.2	4.2	50.4	24.3	0.2	0.6
CENTEL TB	na	na	na	na	2.7	2.7	41.6	18.5	0.0	0.0
ERW TB	na	na	na	na	2.3	2.7	na	43.1	0.0	0.0
MINT TB	na	na	na	750.1	2.8	2.8	48.5	14.0	0.0	0.0
Average *- Thailand	na	na	na	750.1	2.4	2.6	85.6	31.6	0.0	0.0

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

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 40.00

(From: Bt 38.00)

Upside : 14.3%

27 SEPTEMBER 2021

Small Cap Research

Central Plaza Hotel (CENTEL TB)

แนวโน้มฟื้นตัว

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” CENTEL แม้การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวต่างชาติจะล่าช้าออกไปอีก เนื่องจากคาดว่าธุรกิจอาหารจะมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นหลังคลายล็อกดาวน์ และธุรกิจโรงแรมที่ดีขึ้นในปีหน้าจากความต้องการเดินทางในประเทศที่ถูกอั้นไว้



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

คำแนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงแรม – “ฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดไว้เดิม” ลงวันที่ 27 กันยายน 2021 เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” CENTEL ราคาเป้าหมายที่ 40.0 บาท (จาก 38.0 บาท) 1) แม้จะปรับลดกำไรลง (Exhibit 1) จากนักท่องเที่ยวต่างชาติที่คาดว่าจะฟื้นตัวล่าช้าออกไปยัง 2H22F แต่เราคาดว่า CENTEL จะเห็นการฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q21 จากธุรกิจอาหาร และจากธุรกิจโรงแรมตั้งแต่ต้นปี 2022F จากความต้องการเดินทางในประเทศที่ถูกอั้นไว้ เราคาดว่าผลขาดทุนจะลดลงอย่างมากเหลือ 208 ลบ. ในปี 2022F เทียบกับ 2.1 พันลบ. ในปี 2021F 2) CENTEL มีงบดุลที่แข็งแกร่งที่สุดในบรรดาบริษัทอื่น โดยมีอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (GIBD/E) ที่ 0.9 เท่า ในปี 2022F เทียบกับ เงื่อนไขสัญญาเงินกู้ (Covenant) ที่ 2.0 เท่า ซึ่งหมายความว่าไม่มีความเสี่ยงในการเพิ่มทุน 3) เรามองว่า CENTEL นั้นไม่แพง ซื้อขายที่ PE 22.6 เท่า ในปี 2024F ที่มีการฟื้นตัวเต็มที่ ต่ำกว่าก่อนเกิดโควิดในปี 2019 ที่ 28.0 เท่า และเราคาดว่าปี 2024F จะมีกำไรสูงกว่ากำไรปี 2019 ราว 22%

การฟื้นตัวในปีหน้า

เราคาดว่า CENTEL จะเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q21F แม้ว่าการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวต่างชาติจะล่าช้าไปยัง 2H22F เราคาดว่าธุรกิจอาหาร (59% ของรายได้ปี 2019) จะเริ่มฟื้นตัวใน 4Q21F หลังการคลายล็อกดาวน์ใน 3Q21 เราคาดว่ายอดขายอาหารจะเพิ่มขึ้น 14% และจะกลับมามีกำไรในปี 2022F นอกจากนี้เรายังคาดว่าธุรกิจโรงแรม (41% ของรายได้ปี 2019) จะขาดทุนน้อยลงอย่างมากในปี 2022F โดยจะฟื้นตัวตั้งแต่ต้นปี 2022F จากความต้องการเดินทางในประเทศที่ถูกอั้นไว้ และแคมเปญกระตุ้นการท่องเที่ยวของรัฐบาล เนื่องจากแบรนด์เซ็นทารา 4 ดาว ที่แข็งแกร่ง พร้อมมีส่วนลดค่าห้องพัก เราจึงคาดว่า CENTEL จะได้ส่วนแบ่งตลาดมากขึ้น เราคาดว่าอัตราการเข้าพักอยู่ที่ 17%, 37% และ 63% และยอดขายสาขาเดิมของธุรกิจอาหารเติบโตที่ -17%, 7% และ 8% ในปี 2021-23F

ปี 2024F คาดว่าจะมีกำไรมากกว่าในปี 2019

เราคาดว่านักท่องเที่ยวต่างชาติที่จะเข้ามาไทยจะมีจำนวน 6 ล้านคน 26 ล้านคน และ 39 ล้านคน ในปี 2022-24F เทียบกับ 40 ล้านคน ในปี 2019 สำหรับ CENTEL เนื่องจากความพยายามในการลดต้นทุนทั้งในธุรกิจอาหารและโรงแรม เราจึงคาดว่าอัตรากำไรจากการดำเนินงานจะพลิกขึ้นจาก -18.4% ในปี 2021F เป็น 9.1% ในปี 2023F และ 10.6% ในปี 2024F เทียบกับ 8.6% ในปี 2019 เราคาดว่ากำไรในปี 2024F อยู่ที่ 2.1 พันลบ. แชนจ์หน้าปี 2019 ที่ 1.7 พันลบ. อยู่ 22%

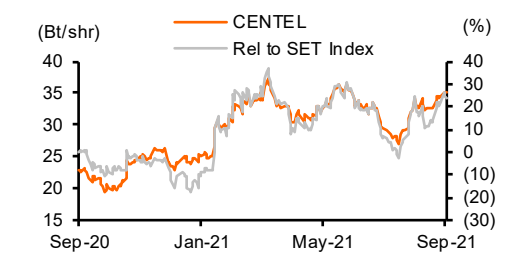
ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

CENTEL มีฐานะการเงินแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มฯ โดยมีอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (GIBD/E) ที่ 1.1 เท่า ใน 1Q21 เทียบกับ Covenant ที่ 2 เท่า บริษัทฯ ตัดสินใจเช่นเดียวกับ ERW ที่จะประเมินมูลค่าที่ดินใหม่ที่ 9.6 พันลบ. ใน 2Q21 เพื่อลดอัตราส่วนหนี้สินอีกเป็น 0.7 เท่า ใน 2Q21 บริษัทฯ มีเงินสดสุทธิในมือ 3 พันลบ. ใน 2Q21 และวงเงินสินเชื่อกับธนาคาร 7 พันลบ. ในช่วงวิกฤตโควิดในปัจจุบัน บริษัทฯ ใช้เงินสดราว 400 ลบ./เดือน ดังนั้นเราจึงไม่คาดว่าจะมีความเสี่ยงจากการเพิ่มทุนสำหรับ CENTEL แม้ว่าจะไม่ฟื้นตัวในหนึ่งปีครึ่งถัดไปก็ตาม

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	12,907	10,382	13,917	18,124
Net profit	(2,775)	(2,103)	(208)	1,468
Consensus NP	—	(1,848)	(49)	1,410
Diff frm cons (%)	—	na	na	4.1
Norm profit	(1,550)	(2,103)	(208)	1,468
Prev. Norm profit	—	(1,244)	319	1,709
Chg frm prev (%)	—	na	na	(14.1)
Norm EPS (Bt)	(1.1)	(1.6)	(0.2)	1.1
Norm EPS grw (%)	na	na	na	na
Norm PE (x)	na	na	na	32.2
EV/EBITDA (x)	33.7	41.6	18.5	12.0
P/BV (x)	4.8	2.7	2.7	2.5
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.6
ROE (%)	na	na	na	8.2
Net D/E (%)	84.8	83.2	94.6	89.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 23-Sep-21 (Bt)	35.00
Market Cap (US\$ m)	1,420.4
Listed Shares (m shares)	1,350.0
Free Float (%)	72.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.1
12M Price H/L (Bt)	37.25/19.50
Sector	Tourism
Major Shareholder	Chirathivat family 62%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

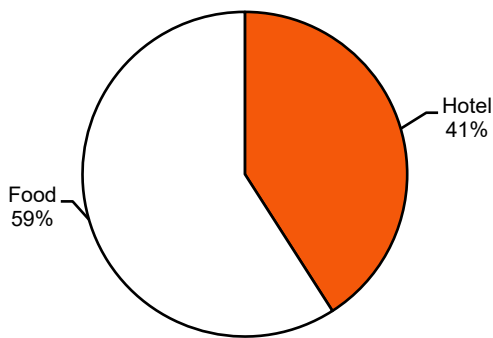
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019A	2021A	2021F	2022F	2023F	2024F
# of rooms (owned & leased)						
- New	4,475	4,260	4,443	4,443	4,883	4,883
- Old			4,443	4,443	4,883	4,883
- Change (%)			—	—	—	—
Occupancy rate (%)						
- New	75.2	28.5	16.7	37.0	62.9	73.3
- Old			20.3	46.3	71.4	76.8
- Change (pp)			(3.6)	(9.3)	(8.5)	(3.5)
ARR growth (%)						
- New	(1.7)	(10.9)	(16.6)	13.4	10.0	5.7
- Old			(21.8)	15.1	12.6	9.0
- Change (pp)			5.1	(1.7)	(2.6)	(3.3)
# food stores (owned)						
- New	1,064	1,105	1,209	1,255	1,295	1,327
- Old			1,209	1,255	1,295	1,327
- Change (%)			—	—	—	—
% SSSG						
- New	(6.5)	(23.3)	(16.6)	7.3	7.8	3.4
- Old			(9.4)	1.9	3.4	2.1
- Change (pp)			(7.2)	5.4	4.4	1.3
Gross margin (%)						
- New	41.2	31.5	31.0	39.1	41.4	42.1
- Old			35.4	40.5	41.9	42.8
- Change (pp)			(4.4)	(1.4)	(0.5)	(0.7)
SG&A to sales (%)						
- New	32.6	45.2	49.5	39.2	32.3	31.5
- Old			44.0	36.5	31.7	30.2
- Change (pp)			5.5	2.7	0.5	1.3
Normalized profit (Bt m)						
- New	1,722	(1,550)	(2,103)	(208)	1,468	2,093
- Old			(1,244)	319	1,709	2,163
- Change (%)			n.a.	n.a.	(14.1)	(3.2)

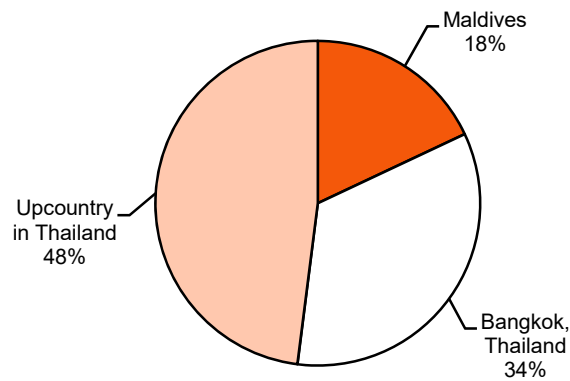
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 2: Revenue Breakdown By Business In 2019



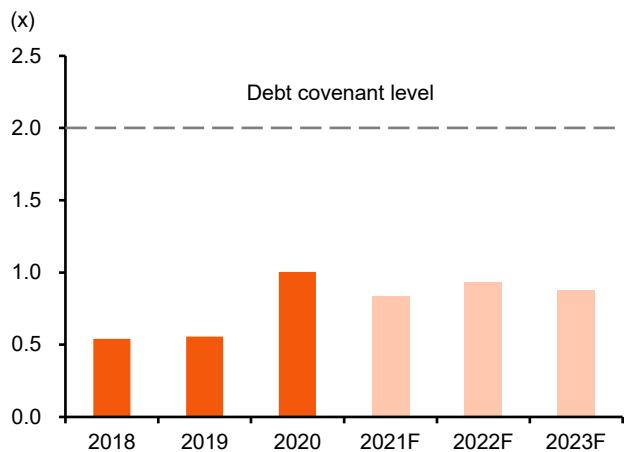
Source: Company data

Ex 3: Hotel Revenue Breakdown By Geography In 2019



Source: Company data

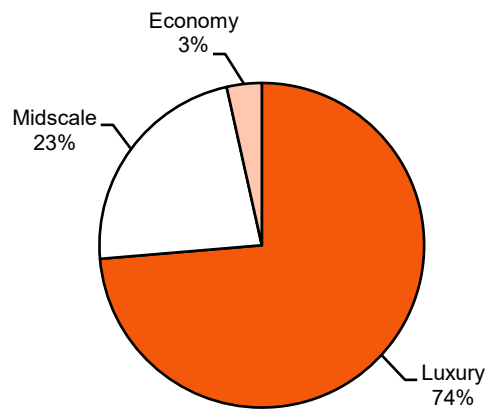
Ex 4: Gross Interest-Bearing Debt To Equity Ratio*



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Excludes lease liabilities and COVID-19 impairment

Ex 5: Hotel Revenue Breakdown By Segment In 2019



Source: Company data

Ex 6: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	1,727	3,625	4,558	5,165	5,545	5,825	6,084	6,321	6,553	6,790	7,034	—
Free cash flow	(1,872)	(393)	505	1,311	2,657	3,423	4,150	4,860	5,069	5,283	5,502	109,693
PV of free cash flow	(1,867)	(348)	419	1,012	1,922	2,321	2,637	2,894	2,830	2,656	2,582	51,475
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	6.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	68,534											
Net debt (2021F)	14,664											
Minority interest	193											
Equity value	53,677											
# of shares	1,350											
Target price/share (Bt)	40.00											

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

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

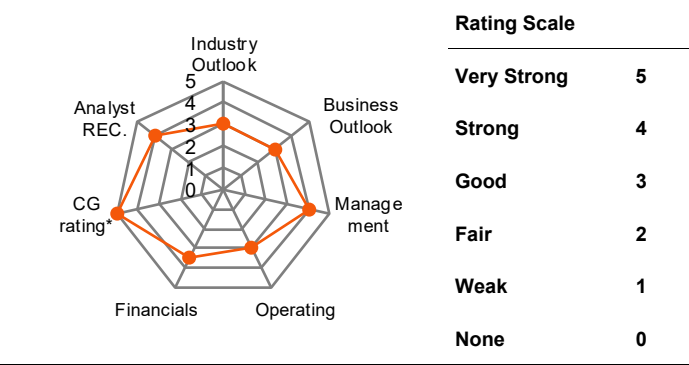
S — Strength

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

O — Opportunity

- กลยุทธ์การลงทุนและการซื้อกิจการทั้งในประเทศและทั่วโลก
- การท่องเที่ยวและการบริโภคที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะในประเทศไทย และประเทศอื่นๆทั่วโลก ที่มีการท่องเที่ยวเติบโตสูง
- หันไปเจาะตลาดโรงแรมราคาประหยัดที่มีการเติบโตสูง

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ฟังพายุอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทยสูง
- อุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย
- ฟังฟังการบริโภคในประเทศ

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นของผู้ประกอบการโรงแรม ซึ่งนำไปสู่อุปสรรคในการปลดล็อกการทำกำไรของบริษัทฯ
- การแข่งขันระหว่างผู้ประกอบการร้านอาหาร
- ภัยธรรมชาติและโรคระบาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	34.39	40.00	16%
Net profit 21F (Bt m)	(1,848)	(2,103)	na
Net profit 22F (Bt m)	(49)	(208)	na
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 5	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเรต่ำกว่าตลาด แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวไทยในระยะยาว

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของไทย และภัยธรรมชาติ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของเศรษฐกิจและการบริโภคในประเทศและของโลกที่อ่อนแอกว่าคาดจะเป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวไทยและทั่วโลกจะส่งผลลบต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

2021-22F earnings are
impacted by the COVID-
19 crisis

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	20,737	12,907	10,382	13,917	18,124
Cost of sales	12,189	8,837	7,161	8,469	10,627
Gross profit	8,549	4,070	3,221	5,448	7,497
% gross margin	41.2%	31.5%	31.0%	39.1%	41.4%
Selling & administration expenses	6,770	5,831	5,134	5,455	5,845
Operating profit	1,779	(1,761)	(1,913)	(8)	1,652
% operating margin	8.6%	-13.6%	-18.4%	-0.1%	9.1%
Depreciation & amortization	2,037	3,421	3,403	3,444	3,708
EBITDA	3,816	1,660	1,490	3,436	5,359
% EBITDA margin	18.4%	12.9%	14.4%	24.7%	29.6%
Non-operating income	453	342	407	462	549
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(214)	(669)	(677)	(677)	(707)
Pre-tax profit	2,018	(2,087)	(2,183)	(223)	1,494
Income tax	261	(435)	(33)	0	22
After-tax profit	1,757	(1,652)	(2,150)	(223)	1,472
% net margin	8.5%	-12.8%	-20.7%	-1.6%	8.1%
Shares in affiliates' Earnings	29	(21)	(53)	(36)	16
Minority interests	(65)	123	100	50	(20)
Extraordinary items	23	(1,225)	0	0	0
NET PROFIT	1,744	(2,775)	(2,103)	(208)	1,468
Normalized profit	1,722	(1,550)	(2,103)	(208)	1,468
EPS (Bt)	1.3	(2.1)	(1.6)	(0.2)	1.1
Normalized EPS (Bt)	1.3	(1.1)	(1.6)	(0.2)	1.1

BALANCE SHEET

Healthier balance sheet
compared with peers'

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	4,661	4,406	2,335	2,420	2,493
Cash & cash equivalent	2,812	2,824	1,090	890	590
Account receivables	765	514	427	572	745
Inventories	871	782	589	650	757
Others	214	286	230	308	401
Investments & loans	524	513	513	513	513
Net fixed assets	17,964	17,368	28,317	30,082	32,109
Other assets	4,440	13,063	11,440	10,854	10,245
Total assets	27,590	35,350	42,606	43,869	45,361
LIABILITIES:					
Current liabilities:	5,129	7,798	8,045	8,890	9,361
Account payables	2,649	1,873	1,570	1,972	2,475
Bank overdraft & ST loans	551	1,725	2,366	2,601	2,612
Current LT debt	1,562	2,024	2,678	2,944	2,957
Others current liabilities	367	2,176	1,432	1,373	1,317
Total LT debt	5,751	7,740	10,711	11,775	11,828
Others LT liabilities	2,566	9,597	6,227	5,840	5,468
Total liabilities	13,446	25,135	24,983	26,505	26,656
Minority interest	473	293	193	143	163
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
Retained earnings	11,318	7,541	15,048	14,840	16,161
Shareholders' equity	13,670	9,923	17,430	17,222	18,542
Liabilities & equity	27,590	35,350	42,606	43,869	45,361

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	2,018	(2,087)	(2,183)	(223)	1,494
Tax paid	(340)	336	57	(8)	(6)
Depreciation & amortization	2,037	3,421	3,403	3,444	3,708
Chg In working capital	(35)	(436)	(23)	196	222
Chg In other CA & CL / minorities	(89)	1,756	(765)	(165)	(150)
Cash flow from operations	3,591	2,991	490	3,245	5,268
Capex	(2,127)	(1,071)	(12,610)	(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	(3,489)	(510)	(498)
Cash flow from investments	(2,701)	(5,602)	(16,099)	(5,010)	(5,498)
Debt financing	619	3,625	4,266	1,565	77
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(877)	0	0	0	(147)
Warrants & other surplus	0	(1,002)	9,610	0	0
Cash flow from financing	(259)	2,623	13,876	1,565	(70)
Free cash flow	1,464	1,920	(12,120)	(255)	1,268

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

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	27.4	na	na	na	32.2
Normalized PE - at target price (x)	31.4	na	na	na	36.8
PE (x)	27.1	na	na	na	32.2
PE - at target price (x)	31.0	na	na	na	36.8
EV/EBITDA (x)	13.7	33.7	41.6	18.5	12.0
EV/EBITDA - at target price (x)	15.5	37.7	46.1	20.5	13.2
P/BV (x)	3.5	4.8	2.7	2.7	2.5
P/BV - at target price (x)	4.0	5.4	3.1	3.1	2.9
P/CFO (x)	13.2	15.8	96.5	14.6	9.0
Price/sales (x)	2.3	3.7	4.6	3.4	2.6
Dividend yield (%)	1.6	0.0	0.0	0.0	0.6
FCF Yield (%)	3.1	4.1	(25.7)	(0.5)	2.7
(Bt)					
Normalized EPS	1.3	(1.1)	(1.6)	(0.2)	1.1
EPS	1.3	(2.1)	(1.6)	(0.2)	1.1
DPS	0.6	0.0	0.0	0.0	0.2
BV/share	10.1	7.4	12.9	12.8	13.7
CFO/share	2.7	2.2	0.4	2.4	3.9
FCF/share	1.1	1.4	(9.0)	(0.2)	0.9

Inexpensive valuation, in
our view

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Cost cutting helps to
boost margin*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(3.0)	(37.8)	(19.6)	34.0	30.2
Net profit (%)	(19.9)	na	na	na	na
EPS (%)	(19.9)	na	na	na	na
Normalized profit (%)	(20.9)	na	na	na	na
Normalized EPS (%)	(20.9)	na	na	na	na
Dividend payout ratio (%)	42.6	0.0	0.0	0.0	20.0
Operating performance					
Gross margin (%)	41.2	31.5	31.0	39.1	41.4
Operating margin (%)	8.6	(13.6)	(18.4)	(0.1)	9.1
EBITDA margin (%)	18.4	12.9	14.4	24.7	29.6
Net margin (%)	8.5	(12.8)	(20.7)	(1.6)	8.1
D/E (incl. minor) (x)	0.6	1.1	0.9	1.0	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.8	0.8	0.9	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	8.3	na	na	na	2.3
Interest coverage - EBITDA (x)	17.8	2.5	2.2	5.1	7.6
ROA - using norm profit (%)	6.4	na	na	na	3.3
ROE - using norm profit (%)	13.0	na	na	na	8.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	13.2	na	na	na	8.2
- asset turnover (x)	0.8	0.4	0.3	0.3	0.4
- operating margin (%)	10.8	na	na	na	12.1
- leverage (x)	2.0	2.7	2.9	2.5	2.5
- interest burden (%)	90.4	147.1	144.9	(49.0)	67.9
- tax burden (%)	87.1	na	na	na	98.5
WACC (%)	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
ROIC (%)	8.6	(9.4)	(10.1)	(0.0)	4.8
NOPAT (Bt m)	1,549	(1,761)	(1,885)	(8)	1,627
invested capital (Bt m)	18,722	18,587	32,094	33,651	35,349

Sources: Company data, Thanachart estimates

SELL (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 2.70 (From: Bt 2.60)
Downside : 11.8% **27 SEPTEMBER 2021**

Small Cap Research

The Erawan Group Pcl (ERW TB)

สถานะทางการเงินยังคงมีความเสี่ยง

ด้วยคาดว่าจะการท่องเที่ยวจะฟื้นตัวล่าช้าออกไปยัง 2H22F ERW จึงมีแนวโน้มที่จะขาดทุนอีกปี แม้จะมีการเพิ่มทุนเมื่อเร็วๆ นี้ แต่อัตราส่วน net IBD/E ยังคงสูง และมีฐานทุนรองรับการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวที่ล่าช้าจำกัด คงคำแนะนำ “ขาย”



SIRIPORN ARUNOTHAI
662 – 779 9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ “ขาย”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงแรม – “ฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดไว้เดิม” ลงวันที่ 27 กันยายน 2021 เรายังคงแนะนำ “ขาย” ERW เนื่องจาก 1) เราคาดว่าจะการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจะล่าช้าไปยัง 2H22F และปรับลดกำไรของ ERW ลงเป็น 2.1 พันลบ. (จาก 1.6 พันลบ.) ในปี 2021F และ 949 ลบ. (จาก 439 ลบ.) ในปี 2022F นอกจากนี้เรายังปรับลดกำไรปี 2023F ลง 48% เป็น 203 ลบ. 2) แม้ว่าจะมีการเพิ่มทุนใน 2Q21 รว 60% ของฐานทุนใน 1Q21 แต่เราคาดว่า ERW จะยังมีความเสี่ยงจากการเพิ่มทุนอีกในปีหน้า 3) การซื้อขายที่ PE เดียวกันกับ MINT และ CENTEL ที่ 21.4 เท่า ในปี 2024F ถือว่าค่อนข้างแพง เนื่องจากความเสี่ยงเรื่องการเพิ่มทุนและกระแสเงินสดที่เพิ่มสูงขึ้นของ ERW ราคาเป้าหมายปี 2022F อยู่ที่ 2.7 บาท (จาก 2.6 บาท)

การท่องเที่ยวฟื้นตัวช้า

แคมเปญการท่องเที่ยวของประเทศไทย ซึ่งรวมถึง Phuket Sandbox และ Samui Plus ที่เริ่มต้นขึ้นในเดือนกรกฎาคม พบว่ามีความต้องการเพียงเล็กน้อย จากโรงแรม 69 แห่งของ ERW ในประเทศไทย (95% ของรายได้โรงแรม) 7 แห่ง (โรงแรมหรู 2 แห่ง, โรงแรมราคาประหยัด 3 แห่ง และโรงแรมราคาย่อมเยา 2 แห่ง) อยู่ในจ.ภูเก็ต และสมุย อัตราการเข้าพักของ ERW อยู่ที่ 25% ใน 1H21 และ 15% ในเดือนก.ค.-ส.ค. แม้เราคาดว่าจะการเดินทางภายในประเทศจะดีขึ้นตั้งแต่ต้นปีหน้า แต่อัตราการเข้าพักคาดว่าจะต่ำกว่าจุดคุ้มทุนที่ 47% ในปี 2022F เราคาดว่าจะมีกำไรที่ 203 ลบ. ในปี 2023F ที่อัตราการเข้าพัก 68% เทียบกับ 76% ในปี 2019

มีความเสี่ยงที่จะสูญเสียส่วนแบ่งตลาดในปีหน้า

เมื่อพิจารณาจากห้องพัก พอร์ตโรงแรมของ ERW แบ่งเป็นระดับห้าดาว 10%, สี่ดาว 17%, สามดาว 27% และระดับต่ำกว่า 46% ขณะที่ห้องพักระดับ 5 ดาวส่วนใหญ่จะอยู่ในกรุงเทพฯ ซึ่งไม่คาดว่าจะเป็นที่จุดหมายปลายทางหลักของนักท่องเที่ยวชาวไทย โรงแรมระดับล่างของ ERW ก็มีความเสี่ยงที่จะสูญเสียส่วนแบ่งตลาดนักท่องเที่ยวชาวไทยในปีหน้า เราคาดว่าโรงแรมระดับ 4-5 ดาวจะให้ส่วนลดจำนวนมากในปีหน้าเพื่อดึงดูดนักท่องเที่ยวชาวไทยและน่าจะลดอัตราการเข้าพักในโรงแรมระดับล่าง

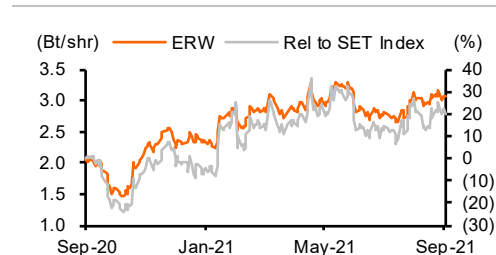
มีฐานทุนรองรับปัจจัยลบจำกัด

ERW ได้เพิ่มทุน 2.0 พันลบ. ในปีนี้ และทำการประเมินมูลค่าที่ดิน (non-cash) จำนวน 2.7 พันลบ. เพื่อปรับปรุงฐานส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (IBD/E) ลดลงจาก 2.8 เท่าในปี 2020 เป็น 1.7 เท่า ในปี 2021F แต่อย่างไรก็ตาม ด้วยมีผลขาดทุนอีกในปี 2022F เราจึงคาดว่า IBD/E จะเพิ่มขึ้นเป็น 2.3 เท่า ในปี 2022F เทียบกับ covenant ratio ที่ 2.5 เท่า ซึ่งเรามองว่าเป็นระดับที่ยังไม่ปลอดภัย หากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมล่าช้าออกไป

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	2,306	1,312	2,906	5,350
Net profit	(1,715)	(2,204)	(949)	203
Consensus NP	—	(2,102)	(503)	229
Diff frm cons (%)	—	na	na	(11.4)
Norm profit	(1,585)	(2,074)	(949)	203
Prev. Norm profit	—	(1,580)	(439)	386
Chg frm prev (%)	—	na	na	(47.5)
Norm EPS (Bt)	(0.41)	(0.49)	(0.21)	0.04
Norm EPS grw (%)	na	na	na	na
Norm PE (x)	na	na	na	68.4
EV/EBITDA (x)	na	na	43.1	13.3
P/BV (x)	3.1	2.3	2.7	2.6
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.3
ROE (%)	na	na	na	3.9
Net D/E (%)	281.6	177.4	234.2	222.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 23-Sep-21 (Bt)	3.06
Market Cap (US\$ m)	416.8
Listed Shares (m shares)	4,531.6
Free Float (%)	61.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.9
12M Price H/L (Bt)	3.31/1.45
Sector	Tourism
Major Shareholder	Vongkusolkrit & Wattanavekin
	Group 55%

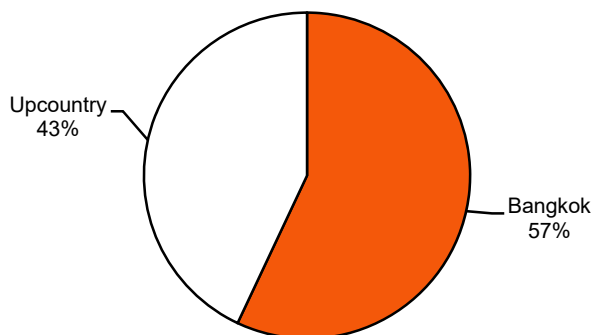
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

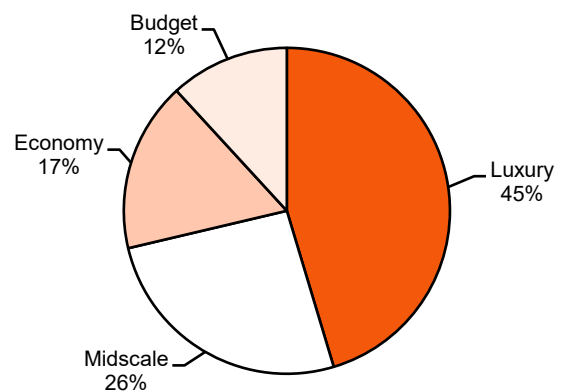
Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2021	2021F	2022F	2023F	2024F
# of rooms						
- New	9,569	9,802	9,863	10,574	11,448	11,448
- Old			9,863	10,574	11,448	11,448
- Change (%)			—	—	—	—
Occupancy rate (%)						
- New	76.4	36.6	29.4	47.1	68.2	76.7
- Old			28.1	58.3	73.0	78.3
- Change (pp)			1.3	(11.2)	(4.8)	(1.6)
ARR growth (%)						
- New	(6.1)	(35.6)	(24.1)	27.7	22.8	13.2
- Old			(18.2)	26.7	19.1	8.6
- Change (pp)			(5.9)	1.0	3.8	4.6
Gross margin (%)						
- New	54.5	36.5	9.8	47.7	53.9	54.4
- Old			35.8	48.4	54.1	54.6
- Change (pp)			(26.0)	(0.7)	(0.2)	(0.2)
SG&A to sales (%)						
- New	38.6	87.5	141.6	64.4	38.4	34.9
- Old			113.9	49.0	38.9	36.6
- Change (pp)			27.7	15.5	(0.5)	(1.7)
Normalized profit (Bt m)						
- New	464	(1,585)	(2,074)	(949)	203	649
- Old			(1,580)	(439)	386	705
- Change (%)			n.a.	n.a.	(47.5)	(7.9)

Sources: Company data, Thanachart estimates

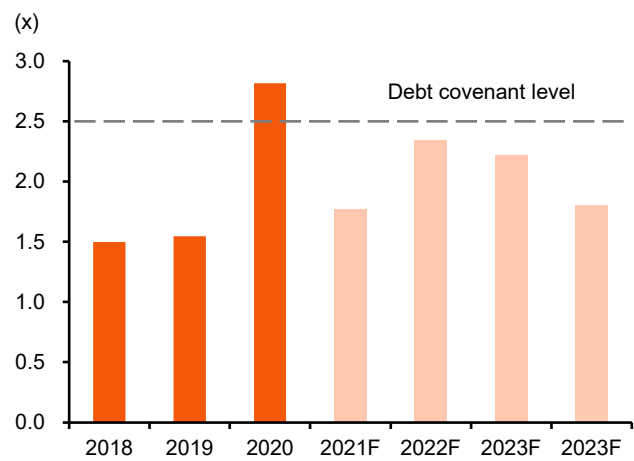
Ex 2: Hotel Revenue Breakdown By Geography In 2019

Source: Company data

Ex 3: Revenue Breakdown By Segment In 2019

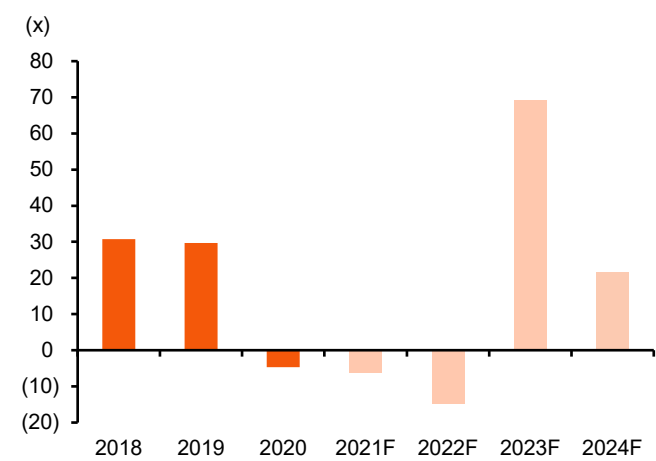
Source: Company data

Ex 4: Net Debt To Equity Ratio*



Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: Excludes 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 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	380	1,726	2,246	2,463	2,555	2,647	2,727	2,791	2,861	2,932	3,000	—
Free cash flow	(784)	530	1,533	1,721	1,794	1,866	1,702	1,756	1,815	1,875	1,933	32,419
PV of free cash flow	(782)	461	1,246	1,283	1,270	1,201	1,018	976	937	862	822	13,782
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	7.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	23,076											
Net debt (2021F)	10,854											
Minority interest	16											
Equity value	12,206											
# of shares*	4,532											
Target price/share (Bt)	2.70											

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: * Include new RO shares

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

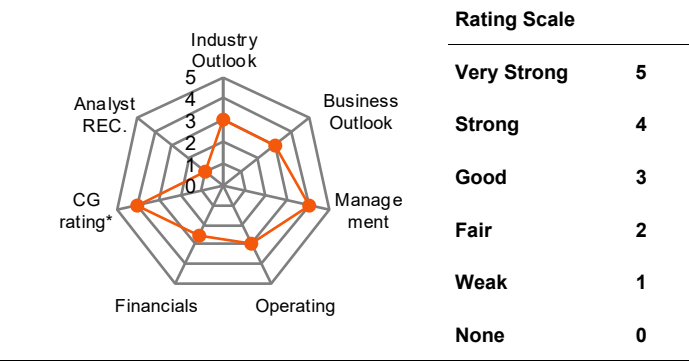
S — Strength

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

O — Opportunity

- เน้นกลุ่มที่มีการเติบโตสูง; โรงแรมขนาดกลาง และโรงแรมราคาประหยัด
- โอกาสในการขยายตัวในอาเซียน

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- โรงแรมยังกระจุกตัวในกรุงเทพฯ ประเทศไทย
- ผลกระทบจากปัจจัยฤดูกาลจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวของไทย
- อุปทานโรงแรมหรูลดตลาดในประเทศไทย

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงระหว่างผู้ประกอบการโรงแรม
- ERW ต้องการแหล่งเงินทุนและเงินกู้เพื่อสนับสนุนการลงทุนและพัฒนาโรงแรมของบริษัทฯ
- ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	3.00	2.70	-10%
Net profit 21F (Bt m)	(2,102)	(2,204)	na
Net profit 22F (Bt m)	(503)	(949)	na
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 9 SELL: 7	

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการผลการดำเนินงานของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวไทย และธุรกิจของ ERW

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของประเทศไทย ภัยธรรมชาติ และโรคระบาด เป็นความเสี่ยงหลักของประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่เร็วกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่น้อยลงของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

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

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	6,379	2,306	1,312	2,906	5,350
Cost of sales	2,900	1,465	1,184	1,519	2,466
Gross profit	3,479	841	128	1,387	2,884
% gross margin	54.5%	36.5%	9.8%	47.7%	53.9%
Selling & administration expenses	2,463	2,017	1,857	1,873	2,056
Operating profit	1,017	(1,176)	(1,729)	(486)	827
% operating margin	15.9%	-51.0%	-131.8%	-16.7%	15.5%
Depreciation & amortization	830	1,012	1,016	1,086	1,114
EBITDA	1,846	(164)	(713)	600	1,941
% EBITDA margin	28.9%	-7.1%	-54.3%	20.7%	36.3%
Non-operating income	60	42	34	47	50
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(402)	(536)	(545)	(585)	(627)
Pre-tax profit	675	(1,669)	(2,240)	(1,024)	250
Income tax	155	(39)	(67)	(31)	8
After-tax profit	520	(1,630)	(2,173)	(993)	243
% net margin	8.2%	-70.7%	-165.6%	-34.2%	4.5%
Shares in affiliates' Earnings	0	(18)	0	0	0
Minority interests	(57)	63	99	44	(40)
Extraordinary items	(18)	(130)	(130)	0	0
NET PROFIT	446	(1,715)	(2,204)	(949)	203
Normalized profit	464	(1,585)	(2,074)	(949)	203
EPS (Bt)	0.1	(0.4)	(0.5)	(0.2)	0.0
Normalized EPS (Bt)	0.1	(0.4)	(0.5)	(0.2)	0.0

BALANCE SHEET

Unhealthy balance sheet, based on our forecasts

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	1,456	1,962	1,800	1,356	1,458
Cash & cash equivalent	969	1,623	1,500	1,000	1,000
Account receivables	185	77	40	80	147
Inventories	52	46	32	37	61
Others	250	217	228	239	251
Investments & loans	79	48	48	48	48
Net fixed assets	14,442	14,281	16,938	17,072	17,173
Other assets	1,856	4,923	4,924	4,929	4,941
Total assets	17,834	21,215	23,709	23,405	23,620
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,360	2,812	3,071	3,534	3,908
Account payables	234	145	110	133	216
Bank overdraft & ST loans	860	1,410	1,235	1,300	1,289
Current LT debt	1,177	726	1,112	1,463	1,740
Others current liabilities	1,089	532	614	637	662
Total LT debt	8,126	10,551	10,006	10,241	9,862
Others LT liabilities	407	3,923	4,513	4,505	4,502
Total liabilities	11,893	17,286	17,590	18,280	18,272
Minority interest	179	116	16	(28)	12
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)
Retained earnings	2,499	519	794	(155)	27
Shareholders' equity	5,762	3,813	6,102	5,153	5,335
Liabilities & equity	17,834	21,215	23,709	23,405	23,620

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)	(2,240)	(1,024)	250
Tax paid	(155)	39	67	31	(8)
Depreciation & amortization	830	1,012	1,016	1,086	1,114
Chg In working capital	33	25	16	(22)	(7)
Chg In other CA & CL / minorities	(5)	(562)	51	(9)	(10)
Cash flow from operations	1,378	(1,155)	(1,089)	61	1,340
Capex	(1,766)	(637)	(3,449)	(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	456	(12)	(6)
Cash flow from investments	(1,791)	(481)	(3,193)	(1,212)	(1,206)
Debt financing	558	2,524	(333)	651	(113)
Capital increase	48	0	2,014	0	0
Dividends paid	(226)	(176)	0	0	(20)
Warrants & other surplus	(48)	(58)	2,479	0	0
Cash flow from financing	331	2,290	4,160	651	(133)
Free cash flow	(389)	(1,793)	(4,538)	(939)	340

VALUATION

Fully valued, in our view

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	25.4	na	na	na	68.4
Normalized PE - at target price (x)	22.4	na	na	na	60.3
PE (x)	26.4	na	na	na	68.4
PE - at target price (x)	23.3	na	na	na	60.3
EV/EBITDA (x)	11.4	na	na	43.1	13.3
EV/EBITDA - at target price (x)	10.6	na	na	40.4	12.4
P/BV (x)	2.0	3.1	2.3	2.7	2.6
P/BV - at target price (x)	1.8	2.7	2.0	2.4	2.3
P/CFO (x)	8.5	(10.2)	(11.8)	226.9	10.4
Price/sales (x)	2.2	6.0	10.6	4.8	2.6
Dividend yield (%)	1.5	0.0	0.0	0.0	0.3
FCF Yield (%)	(3.3)	(15.2)	(35.3)	(6.8)	2.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	(0.4)	(0.5)	(0.2)	0.0
EPS	0.1	(0.4)	(0.5)	(0.2)	0.0
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	1.5	1.0	1.3	1.1	1.2
CFO/share	0.4	(0.3)	(0.3)	0.0	0.3
FCF/share	(0.1)	(0.5)	(1.1)	(0.2)	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Debt ratio on the edge

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	1.6	(63.9)	(43.1)	121.5	84.1
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
Operating performance					
Gross margin (%)	54.5	36.5	9.8	47.7	53.9
Operating margin (%)	15.9	(51.0)	(131.8)	(16.7)	15.5
EBITDA margin (%)	28.9	(7.1)	(54.3)	20.7	36.3
Net margin (%)	8.2	(70.7)	(165.6)	(34.2)	4.5
D/E (incl. minor) (x)	1.7	3.2	2.0	2.5	2.4
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	2.8	1.8	2.3	2.2
Interest coverage - EBIT (x)	2.5	na	na	na	1.3
Interest coverage - EBITDA (x)	4.6	na	na	1.0	3.1
ROA - using norm profit (%)	2.7	na	na	na	0.9
ROE - using norm profit (%)	8.2	na	na	na	3.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.2	na	na	na	4.6
- asset turnover (x)	0.4	0.1	0.1	0.1	0.2
- operating margin (%)	16.9	na	na	na	16.4
- leverage (x)	3.1	4.1	4.5	4.2	4.5
- interest burden (%)	62.7	147.3	132.2	233.4	28.5
- tax burden (%)	77.1	na	na	na	97.0
WACC (%)	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
ROIC (%)	5.6	(7.9)	(11.3)	(2.8)	4.7
NOPAT (Bt m)	784	(1,175.6)	(1,677.3)	(471.2)	803
invested capital (Bt m)	14,956	14,877.1	16,955.6	17,157.5	17,227

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (From: HOLD)

Change in Recommendation

TP: Bt 39.00

(From: Bt 31.00)

27 SEPTEMBER 2021

Upside : 19.1%

Minor International Pcl (MINT TB)

ฟื้นตัวเร็วกว่าคู่แข่ง

MINT กลายเป็นหุ้น Top Pick ของเราจากการเข้าสู่อุปสงค์ฟื้นตัวของกำไรก่อนคู่แข่ง หนุนโดยธุรกิจโรงแรมในต่างประเทศซึ่งได้ประโยชน์จากการกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งแล้ว สำหรับในปี 2024F ที่มีการฟื้นตัวเต็มที่ MINT ซื้อขายที่ PE เพียง 23.1 เท่า เทียบกับ 30.8 เท่า ในปี 2019



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

MINT เป็น Top Pick ของเรา

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงแรม – “ฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดไว้เดิม” ลงวันที่ 27 กันยายน 2021 เราปรับเพิ่มคำแนะนำ MINT เป็น “ซื้อ” (จาก ถือ) และเป็น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ แทนที่ CENTEL ซึ่งยังคงเป็น “ซื้อ” 1) MINT ฟื้นตัวเร็วกว่าเพื่อน เนื่องจากธุรกิจโรงแรมในต่างประเทศได้ประโยชน์จากการกลับมาเปิดประเทศอีกครั้ง 2) ตรงกันข้ามกับ CENTEL และ ERW ซึ่งน่าจะยังคงมีผลขาดทุนในปีหน้า เราคาดว่า MINT จะทำกำไรในปี 2022F เราปรับประมาณการกำไรของ MINT ปี 2021-23F เล็กน้อย และปรับเพิ่ม 6% ต่อปี จากปี 2024F เพื่อสะท้อนการดำเนินงานของ NH Hotel ที่แข็งแกร่งเกินคาด ราคาเป้าหมายของเราปรับมาใช้ปีฐานปี 2022F และถูกปรับขึ้นเป็น 39.0 บาท (จาก 31.0 บาท) และ 3) MINT ไม่แพงที่ 23.1 เท่า PE ในปี 2024F เทียบกับ 30.8 เท่า ในปี 2019

ฟื้นตัวเร็วกว่าเนื่องจากธุรกิจโรงแรมในต่างประเทศ

รายได้ของ MINT ในปี 2019 มาจากตลาดต่างประเทศ 73% (ยุโรป 49%, โอเชียเนีย 7%, อเมริกา 5%, จีน 3% และมีดีฟส์ 2%) การฟื้นตัวได้เริ่มขึ้นแล้วในธุรกิจโรงแรมในยุโรป มีดีฟส์ และออสเตรเลีย ขณะที่ธุรกิจอาหารของบริษัท ปรับตัวดีขึ้น ในจีน และออสเตรเลียด้วย การฟื้นตัวของธุรกิจโรงแรมในต่างประเทศคาดว่าจะช่วยชดเชยแนวโน้มของธุรกิจที่อ่อนแอในประเทศไทย ในปี 2019 โรงแรมไทยคิดเป็น 11% ของรายได้ และอาหาร 13%

กลับมาดีกว่าในปีหน้า

แม้การฟื้นตัวของการท่องเที่ยวในประเทศไทยจะล่าช้า แต่เราคาดว่า MINT จะพลิกจากขาดทุน 12.9 พันลบ. ในปี 2021F เป็นกำไร 1.6 พันลบ. ในปี 2022F นอกจากนี้เรายังคาดว่าปี 2024F ที่ฟื้นตัวเต็มที่จะมีกำไรมากกว่าปี 2019 รว 31% เนื่องจากความพยายามในการลดต้นทุนในปี 2020-21 ในทุกธุรกิจและทุกภูมิภาค MINT ได้เจรจาเงื่อนไขการเช่าเชิงพาณิชย์ที่ดีขึ้น ลดต้นทุนพนักงาน ประสิทธิภาพที่ดีขึ้น ลดรายจ่ายลงทุน และได้สิทธิประโยชน์ทางภาษีนิติบุคคลจากผลขาดทุนสะสมยกมา

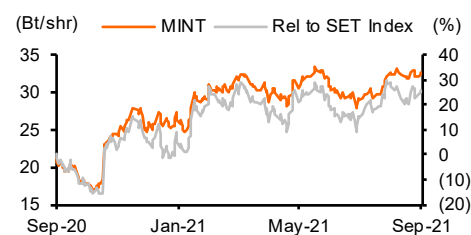
เราไม่คาดว่าจะมีความเสี่ยงในเรื่องการเพิ่มทุนอีก

MINT เพิ่มทุนในปี 2020 และอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (GIBD/E) อยู่ที่ 2.1 เท่า ใน 2Q21 เทียบกับ covenant ที่ 1.75 เท่า ซึ่งได้รับการยกเว้นในปี 2021-22 แม้คาดว่าจะมีกำไรในปี 2022F แต่ MINT มีแผนที่จะขายและเช่าคืน หรือขายและบริหารสินทรัพย์บางส่วน ซึ่งทำกับ NH Collection Barcelona Gran Hotel Calderón ใน 2Q21 และ Tivoli Marina Vilamoura และ Tivoli Carvoeiro ในเดือนก.ค. 2021 โดยมีมูลค่าธุรกรรมรวม 10.5 พันลบ. เราคาดว่าจะมีการขายสินทรัพย์อีก 4.5 พันลบ. ในปลายปีนี้ เพื่อให้บรรลุเป้าหมายของบริษัทที่ 10-15 พันลบ. ในปีนี้ และด้วยใบสำคัญแสดงสิทธิที่ in-the-money (MINT-W7, W8 และ W9) ที่สามารถใช้สิทธิได้ เราจึงคาดว่า GIBD/E ของ MINT จะลดลงเหลือ 1.7 เท่า และ 1.6 เท่าในปี 2021-22F นอกจากนี้ MINT เป็นเพียงหนึ่งในสามหุ้นที่เราทำบทวิเคราะห์ ซึ่งยังไม่ได้ทำการประเมินมูลค่าที่ดินใหม่ ในขณะที่เดียวกัน ERW และ CENTEL ทำแล้วใน 2Q21

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	55,812	64,294	97,441	117,615
Net profit	(21,407)	(13,372)	1,637	6,936
Consensus NP	—	(13,639)	1,571	6,445
Diff frm cons (%)	—	na	4.2	7.6
Norm profit	(19,388)	(12,935)	1,637	6,936
Prev. Norm profit	—	(13,257)	1,638	6,873
Chg frm prev (%)	—	na	(0.1)	0.9
Norm EPS (Bt)	(4.3)	(2.6)	0.0	1.0
Norm EPS grw (%)	na	na	na	2,158.4
Norm PE (x)	na	na	750.1	33.2
EV/EBITDA (x)	723.7	48.5	14.0	11.2
P/BV (x)	2.6	2.8	2.8	3.0
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	1.1
ROE (%)	na	na	2.4	10.5
Net D/E (%)	144.8	138.8	143.3	156.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 23-Sep-21 (Bt)	32.75
Market Cap (US\$ m)	5,118.4
Listed Shares (m shares)	5,199.0
Free Float (%)	61.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	13.4
12M Price H/L (Bt)	33.50/16.70
Sector	Food
Major Shareholder	Group of Mr. William Heinecke 33%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

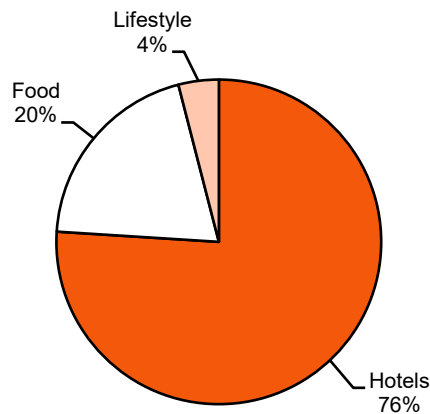
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด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

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2021	2021F	2022F	2023F	2024F
MINT's occupancy rate (%)						
- New	70.9	44.5	46.1	52.0	62.2	66.7
- Old			46.7	58.4	70.3	73.7
- Change (pp)			(0.6)	(6.4)	(8.1)	(7.0)
MINT's ARR (Bt/night)						
- New	3,900	2,876	2,394	2,959	3,474	3,752
- Old			2,453	3,078	3,674	3,840
- Change (%)			(2.4)	(3.9)	(5.5)	(2.3)
NHH's occupancy rate (%)						
- New	71.6%	25.0%	39.5%	62.7%	69.9%	72.5%
- Old			34.6%	62.6%	66.5%	70.3%
- Change (pp)			4.9	0.0	3.4	2.2
NHH's ARR (Euro/night)						
- New	103	82	84	92	103	105
- Old			74	87	102	104
- Change (pp)			13.9	6.5	1.5	0.8
# food stores (owned + franchise)						
- New	2,377	2,370	2,370	2,441	2,514	2,565
- Old			2,370	2,441	2,514	2,565
- Change (%)			—	—	—	—
% SSSG						
- New	(4.4)	(14.2)	(0.6)	5.0	3.0	1.0
- Old			(0.6)	5.0	3.0	1.0
- Change (pp)			—	—	—	—
Gross margin (%)						
- New	44.4	15.3	23.3	36.5	40.9	43.2
- Old			22.4	39.8	44.5	45.0
- Change (pp)			0.9	(3.3)	(3.5)	(1.8)
SG&A to sales (%)						
- New	39.4	47.3	41.9	32.2	32.0	33.1
- Old			42.4	35.0	35.7	35.3
- Change (pp)			(0.5)	(2.8)	(3.7)	(2.2)
Normalized profit (Bt m)						
- New	7,060	(19,388)	(12,935)	1,637	6,936	9,280
- Old			(13,257)	1,638	6,873	9,066
- Change (%)			n.a.	(0.1)	0.9	2.4

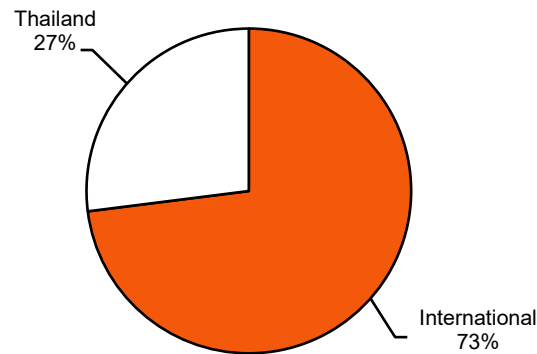
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 2: Revenue Breakdown By Business In 2019



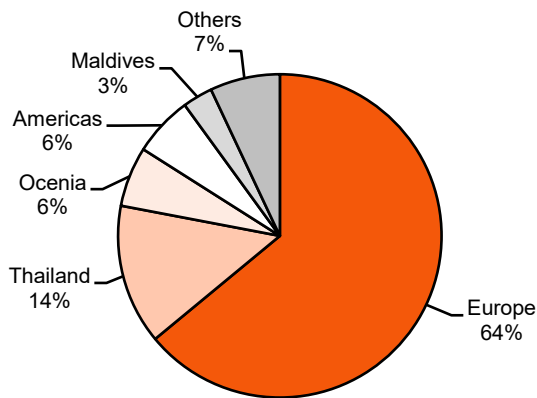
Source: Company data

Ex 3: Revenue Breakdown By Market Presence In 2019



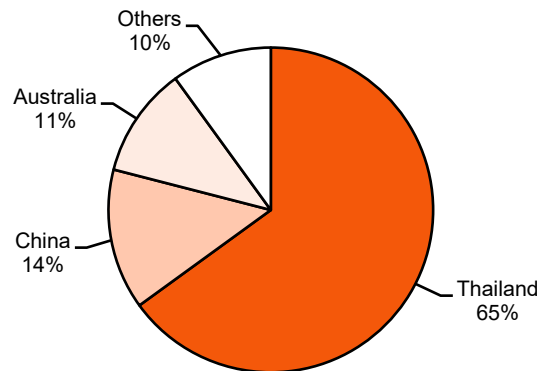
Source: Company data

Ex 4: Geographical Hotel Revenue Breakdown In 2019



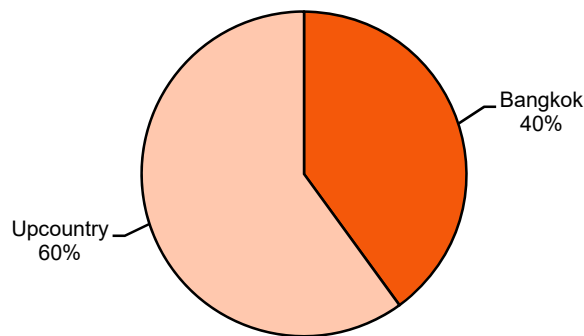
Source: Company data

Ex 5: Geographical Food Revenue Breakdown In 2019



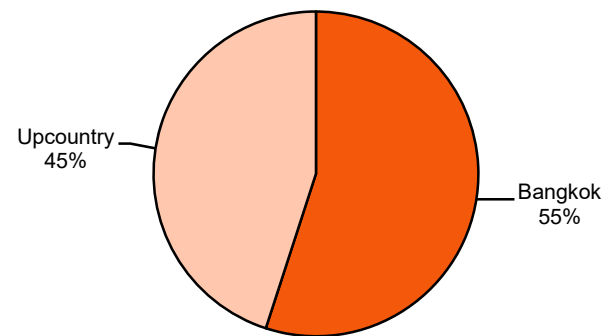
Source: Company data

Ex 6: Geographical Hotel Revenue In Thailand In 2019



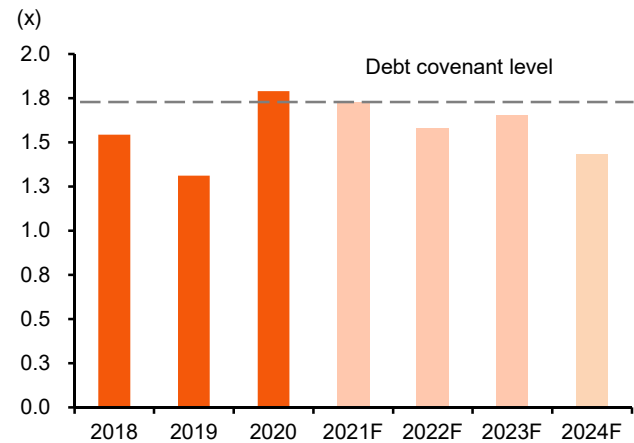
Source: Company data

Ex 7: Geographical Food Revenue In Thailand In 2019



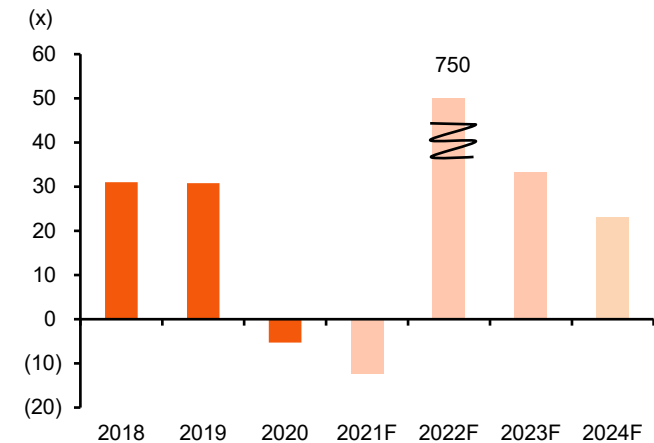
Source: Company data

Ex 8: Gross Interest-Bearing Debt To Equity Ratio



Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: Excludes lease liabilities and COVID-19 impairment

Ex 9: Rolling PE



Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	12,117	18,648	21,263	23,804	25,112	26,772	27,889	28,966	30,094	31,261	32,315	—
Free cash flow	4,756	9,867	11,794	13,949	15,990	18,100	20,220	22,128	23,079	24,050	24,961	483,399
PV of free cash flow	4,743	8,165	9,160	10,031	10,764	11,407	11,927	12,220	11,931	11,115	10,752	208,231
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	6.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	335,915											
Net debt (2021F)	105,135											
Minority interest	7,984											
Equity value	222,797											
# of shares*	5,759											
Target price/share (Bt)	39.00											

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

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

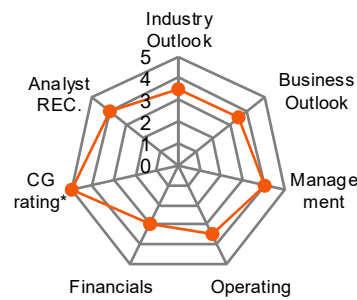
S — Strength

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

O — Opportunity

- การลงทุนเชิงกลยุทธ์และการซื้อกิจการทั่วโลก
- การเติบโตที่แข็งแกร่งของการบริโภคทั่วโลก
- การพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเพื่อเพิ่มผลกำไรของโครงการ.

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ภาวะอุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูง หลังการเข้าซื้อกิจการครั้งใหญ่ในปี 2018

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงของผู้ประกอบธุรกิจโรงแรม ซึ่งเป็นอุปสรรคในการปลดปล่อยความสามารถในการทำกำไร
- การแข่งขันของผู้ประกอบธุรกิจร้านอาหารทั้งใน และต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	35.16	39.00	11%
Net profit 21F (Bt m)	(13,639)	(13,372)	na
Net profit 22F (Bt m)	1,571	1,637	4%
Consensus REC	BUY: 21	HOLD: 3	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของธุรกิจของ MINT ในระยะยาว

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การควบรวม NH ถือเป็นส่วนสำคัญของผลการดำเนินงานของ MINT การหดตัวของผลการดำเนินงานของ NH และ MINT เป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ผลกระทบจากสถานการณ์ทางการเมืองในไทยและทั่วโลก ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค อาจเป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของเศรษฐกิจ การท่องเที่ยว และการบริโภค ทั้งในไทย และต่างประเทศที่ช้ากว่าคาดถือเป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวอย่างช้าของธุรกิจอาหาร เป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Earnings turnaround in 2022F is mainly driven by overseas businesses

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	117,298	55,812	64,294	97,441	117,615
Cost of sales	65,194	47,254	49,339	61,883	69,453
Gross profit	52,104	8,558	14,954	35,558	48,162
% gross margin	44.4%	15.3%	23.3%	36.5%	40.9%
Selling & administration expenses	46,268	26,426	26,941	31,355	37,647
Operating profit	5,836	(17,868)	(11,987)	4,203	10,514
% operating margin	5.0%	-32.0%	-18.6%	4.3%	8.9%
Depreciation & amortization	8,914	18,241	17,846	16,972	16,376
EBITDA	14,751	374	5,860	21,175	26,890
% EBITDA margin	12.6%	0.7%	9.1%	21.7%	22.9%
Non-operating income	5,296	2,742	4,784	4,804	4,670
Non-operating expenses	0	(625)	(500)	0	0
Interest expense	(4,081)	(7,452)	(8,499)	(7,877)	(7,510)
Pre-tax profit	7,051	(23,204)	(16,202)	1,129	7,674
Income tax	522	(2,983)	(2,187)	113	767
After-tax profit	6,529	(20,220)	(14,015)	1,016	6,907
% net margin	5.6%	-36.2%	-21.8%	1.0%	5.9%
Shares in affiliates' Earnings	828	(464)	(280)	158	506
Minority interests	(296)	1,296	1,359	462	(477)
Extraordinary items	3,638	(2,019)	(437)	0	0
NET PROFIT	10,698	(21,407)	(13,372)	1,637	6,936
Normalized profit	7,060	(19,388)	(12,935)	1,637	6,936
EPS (Bt)	2.0	(4.7)	(2.7)	0.0	1.0
Normalized EPS (Bt)	1.2	(4.3)	(2.6)	0.0	1.0

BALANCE SHEET

Improving balance sheet quality

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	38,599	52,064	58,082	55,236	56,553
Cash & cash equivalent	13,331	26,188	30,000	15,000	10,000
Account receivables	15,554	12,286	14,092	20,022	22,556
Inventories	4,139	3,683	3,785	4,747	5,328
Others	5,575	9,908	10,205	15,466	18,668
Investments & loans	13,844	16,052	18,552	18,552	18,552
Net fixed assets	123,129	122,718	106,775	102,861	101,727
Other assets	78,612	171,492	165,606	157,977	151,178
Total assets	254,184	362,327	349,014	334,626	328,009
LIABILITIES:					
Current liabilities:	35,592	41,238	50,542	52,458	54,458
Account payables	20,036	15,310	15,545	19,497	21,883
Bank overdraft & ST loans	300	140	6,081	5,537	5,523
Current LT debt	9,912	6,656	9,679	8,814	8,790
Others current liabilities	5,344	19,131	19,237	18,609	18,263
Total LT debt	102,386	129,897	119,375	108,700	108,413
Others LT liabilities	30,338	114,868	103,337	98,082	93,255
Total liabilities	168,316	286,003	273,254	259,240	256,126
Minority interest	10,407	9,343	7,984	7,521	7,998
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	22,439	22,439	14,158
Retained earnings	41,401	15,676	832	919	5,221
Shareholders' equity	75,461	66,981	67,777	67,864	63,885
Liabilities & equity	254,184	362,327	349,014	334,626	328,009

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	7,051	(23,204)	(16,202)	1,129	7,674
Tax paid	(1,361)	1,554	2,565	67	(420)
Depreciation & amortization	8,914	18,241	17,846	16,972	16,376
Chg In working capital	(793)	(1,001)	(1,673)	(2,940)	(730)
Chg In other CA & CL / minorities	980	10,654	(849)	(5,911)	(3,390)
Cash flow from operations	14,791	6,244	1,687	9,317	19,510
Capex	1,004	(7,173)	7,950	(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)	(2,500)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	3,280	78,706	(14,935)	(5,684)	(5,270)
Cash flow from investments	6,718	(30,409)	(10,485)	(10,684)	(13,270)
Debt financing	(14,486)	24,095	(1,558)	(12,084)	(325)
Capital increase	4	9,741	15,128	0	0
Dividends paid	(3,160)	(1,455)	(1,473)	(1,549)	(2,634)
Warrants & other surplus	(3,297)	4,641	512	0	(8,281)
Cash flow from financing	(20,938)	37,022	12,610	(13,633)	(11,240)
Free cash flow	15,795	(929)	9,637	5,317	12,510

Improving cash flow stream due to asset rotation

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	27.1	na	na	750.1	33.2
Normalized PE - at target price (x)	32.2	na	na	893.2	39.5
PE (x)	16.6	na	na	750.1	33.2
PE - at target price (x)	19.7	na	na	893.2	39.5
EV/EBITDA (x)	17.3	723.7	48.5	14.0	11.2
EV/EBITDA - at target price (x)	19.3	805.3	54.4	15.7	12.5
P/BV (x)	2.1	2.6	2.8	2.8	3.0
P/BV - at target price (x)	2.5	3.1	3.3	3.3	3.5
P/CFO (x)	10.5	25.6	106.2	20.2	9.7
Price/sales (x)	1.5	3.1	2.6	1.7	1.4
Dividend yield (%)	1.5	0.0	0.0	0.0	1.1
FCF Yield (%)	10.1	(0.6)	5.4	2.8	6.6
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	(4.3)	(2.6)	0.0	1.0
EPS	2.0	(4.7)	(2.7)	0.0	1.0
DPS	0.5	0.0	0.0	0.0	0.3
BV/share	15.9	12.7	11.8	11.8	11.1
CFO/share	3.1	1.3	0.3	1.6	3.4
FCF/share	3.3	(0.2)	1.8	0.9	2.2

Inexpensive valuation, in our view

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Cost reduction enhances
margin

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	56.5	(52.4)	15.2	51.6	20.7
Net profit (%)	137.3	na	na	na	323.8
EPS (%)	108.2	na	na	na	2,158.4
Normalized profit (%)	23.3	na	na	na	323.8
Normalized EPS (%)	0.4	na	na	na	2,158.4
Dividend payout ratio (%)	24.6	0.0	0.0	20.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.4	15.3	23.3	36.5	40.9
Operating margin (%)	5.0	(32.0)	(18.6)	4.3	8.9
EBITDA margin (%)	12.6	0.7	9.1	21.7	22.9
Net margin (%)	5.6	(36.2)	(21.8)	1.0	5.9
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.8	1.8	1.6	1.7
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.4	1.4	1.4	1.6
Interest coverage - EBIT (x)	1.4	na	na	0.5	1.4
Interest coverage - EBITDA (x)	3.6	0.1	0.7	2.7	3.6
ROA - using norm profit (%)	2.7	na	na	0.5	2.1
ROE - using norm profit (%)	9.6	na	na	2.4	10.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	8.9	na	na	1.5	10.5
- asset turnover (x)	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4
- operating margin (%)	9.5	na	na	9.2	12.9
- leverage (x)	3.6	4.3	5.3	5.0	5.0
- interest burden (%)	63.3	147.3	210.3	12.5	50.5
- tax burden (%)	92.6	na	na	90.0	90.0
WACC (%)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
ROIC (%)	2.9	(10.2)	(5.8)	2.2	5.4
NOPAT (Bt m)	5,404	(17,868)	(10,368)	3,783	9,463
invested capital (Bt m)	174,728	177,485	172,912	175,916	176,611

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 117 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GLOB16C2201A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2201A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016P2112C, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอัคริณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

พลังงาน, ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Data Support Team

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

สุนทร รักษาวัตร
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

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

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

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