

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 ราว 31% เนื่องจากความพยายามในการลดต้นทุนในปี 2020-21 ในทุกธุรกิจและทุกภูมิภาค MINT ได้เจรจาเงื่อนไขการเช่าเชิงพาณิชย์ที่ดีขึ้น ลดต้นทุนพนักงาน ประสิทธิภาพที่ดีขึ้น ลดรายจ่ายลงทุน และได้สิทธิประโยชน์ทางภาษีนิติบุคคลจากผลขาดทุนสะสมยกมา

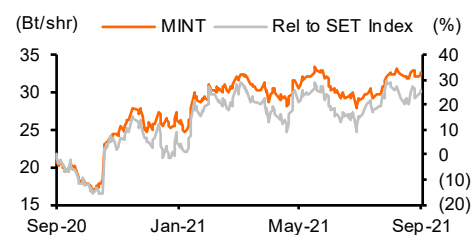
เราไม่คาดว่าจะมีความเสี่ยงในเรื่องการเพิ่มทุนอีก

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

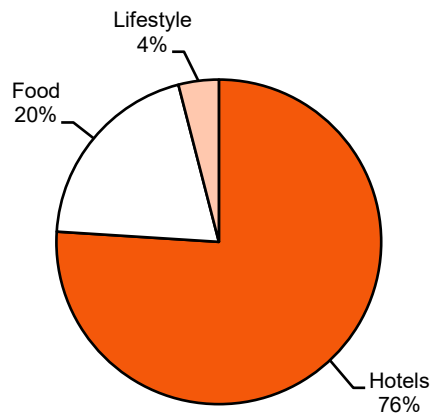
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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

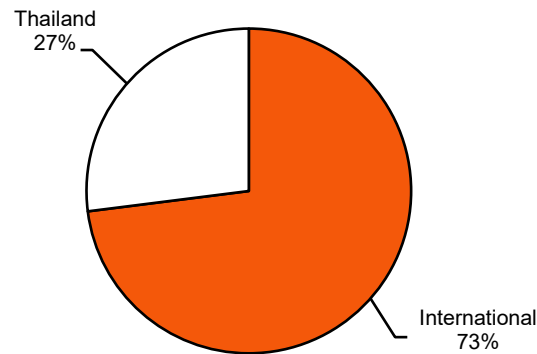
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 2: Revenue Breakdown By Business In 2019



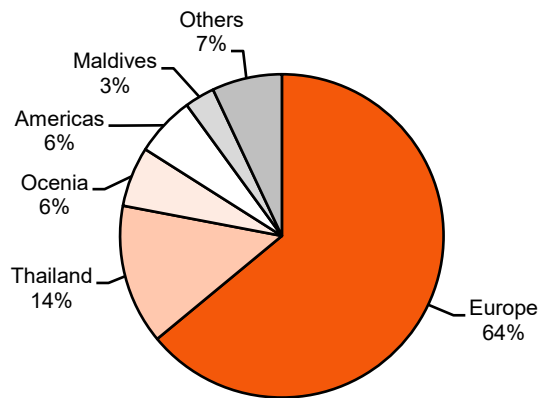
Source: Company data

Ex 3: Revenue Breakdown By Market Presence In 2019



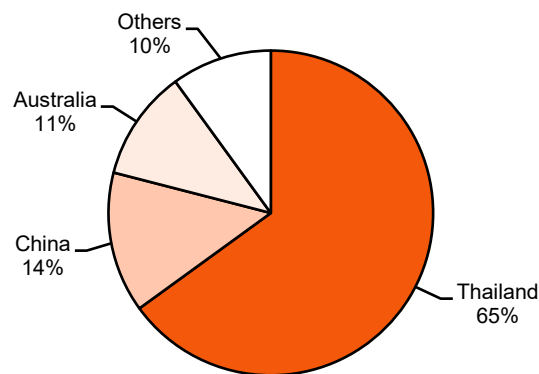
Source: Company data

Ex 4: Geographical Hotel Revenue Breakdown In 2019



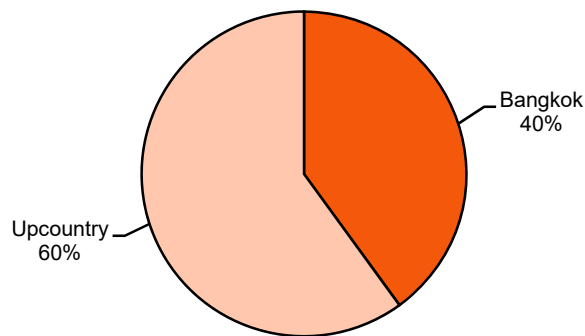
Source: Company data

Ex 5: Geographical Food Revenue Breakdown In 2019



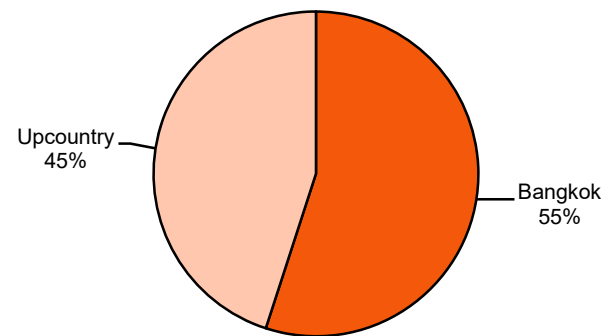
Source: Company data

Ex 6: Geographical Hotel Revenue In Thailand In 2019



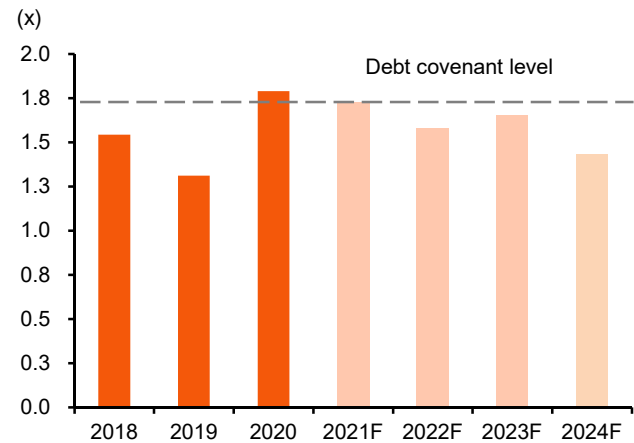
Source: Company data

Ex 7: Geographical Food Revenue In Thailand In 2019



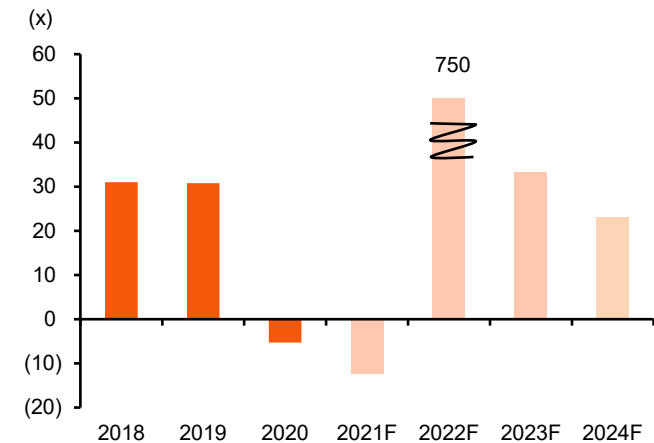
Source: Company data

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

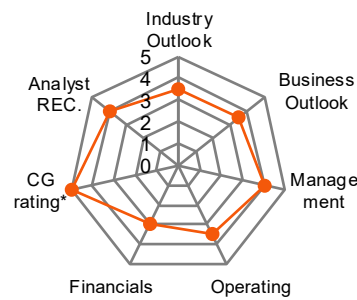
S — Strength

- 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
Preferred 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, แพลตฟอร์ม
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