

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 2.80

(Unchanged)

Downside : 13.6%

3 MARCH 2022

Small Cap Research

The Erawan Group Pcl (ERW TB)

จำหน่ายสินทรัพย์เพิ่มเติม

ERW ได้ประกาศขายโรงแรมเพิ่มอีก 3 แห่งเพื่อลดหนี้ และนำเงินมาใช้สำหรับแผนการขยายธุรกิจใหม่ ซึ่งจะส่งผลให้กำไรเพิ่มขึ้นจากดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงในระยะสั้น แต่อย่างไรก็ตาม หนี้ยังคงแพง และเราคงคำแนะนำ “ขาย”



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ขายโรงแรมไอบิส 3 แห่ง

ERW ในฐานะผู้ประกอบการโรงแรมเพียงอย่างเดียว ได้รับผลกระทบจากวิกฤตโควิดโดยตรง บริษัทฯ ได้ทำการเพิ่มทุน ประเมินมูลค่าทรัพย์สินใหม่ และขายโรงแรม 2 แห่งบนเกาะสมุยเมื่อปีที่แล้ว เพื่อปรับปรุงสมดุลและกระแสเงินสด บริษัทฯ ได้ประกาศแผนการขายโรงแรมอีก 3 แห่งใน 2Q22 ให้กับ One Origin Hospitality Co., Ltd ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ บมจ. ออริจิน พร็อพเพอร์ตี้ (ORI) โดย 3 โรงแรม ได้แก่ ไอบิส ภูเก็ต เกาะตะ (258 ห้อง), ไอบิส หัวหิน (200 ห้อง) และ ไอบิส สโตร์ กระบี่ อ่าวนาง (206 ห้อง) ซึ่งคิดเป็น 7% ของห้องพักโรงแรมทั้งหมดของ ERW และ 3% ของรายได้ปี 2019 เราไม่ทราบมูลค่าธุรกรรม แต่มูลค่าตามบัญชีรวมอยู่ที่ 1 พันลบ. บริษัทฯ คาดว่าจะมีกำไรเล็กน้อยจากการขายสินทรัพย์

เป็นกาวอย่างที่ติ

เรามองว่าแผนนี้เป็นกาวอย่างที่ติของ ERW 1) ERW มีแผนที่จะใช้เงินส่วนหนึ่งในการชำระหนี้ ซึ่งจะช่วยลดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและปรับปรุงกำไร เราปรับเพิ่มกำไรปี 2022-23F ของเรา ใน Exhibit 1 อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุน คาดว่าจะลดลงจาก 2.8 เท่า ในปี 2020 และ 1.6 เท่า ในปี 2021 เป็น 1.6 เท่า ในปี 2022F อัตราส่วน debt covenant อยู่ที่ 2.5 เท่า 2) ส่วนหนึ่งของเงินที่ได้น่าจะถูกนำไปใช้ในการลงทุนครั้งใหม่ ERW ตั้งเป้าใช้จ่ายราว 800 ลบ. ในโรงแรม HOP INN 9 แห่งใหม่ และโรงแรมที่มีอยู่ในปีนี้ และ 3) โรงแรมทั้ง 3 แห่ง ไม่ได้ทำกำไรในปี 2019 และขาดทุนเล็กน้อยในปี 2021

การท่องเที่ยวในประเทศฟื้นตัว

อัตราการเข้าพักใน 4Q21 ของ ERW อยู่ที่ 42% เป็นไตรมาสที่สูงที่สุดในปี 2021 และอัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) เพิ่มขึ้นเช่นกันที่ 16% y-y โดยได้แรงหนุนจากแผนกระตุ้นการท่องเที่ยวภายในประเทศ และการกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งตั้งแต่เดือนพ.ย.2021 เราคาดว่าแนวโน้มจะยังคงดำเนินไปในปีนี้ โดยได้แรงหนุนจากโครงการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศ (“เราเที่ยวด้วยกัน – ระยะที่ 4” ตั้งแต่เดือนก.พ. - พ.ค. 2022) การกลับมาใช้ “โครงการ TEST&GO” ตั้งแต่วันที่ 1 ก.พ. 2022 และอาการที่รุนแรงน้อยกว่าของสายพันธุ์โอมิครอน เราคาดว่าอัตราการเข้าพักของ ERW อยู่ที่ 48/69/77% ในปี 2022-24F เทียบกับ 76% ในปี 2019 และคาดว่า ARR จะเพิ่มขึ้น 26/20/14% ในปีดังกล่าวด้วย

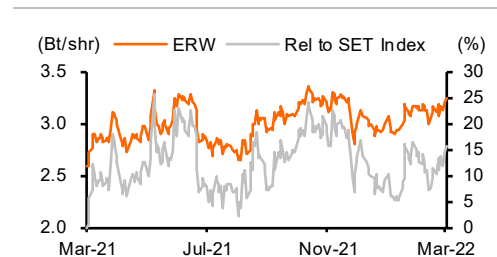
คำแนะนำ “ขาย”

เรารวมการจำหน่ายสินทรัพย์ในประมาณการของเรา และคาดว่าผลขาดทุนของ ERW จะลดลงจาก 919 ลบ. เป็น 802 ลบ. ในปี 2022F นอกจากนี้เรายังปรับเพิ่มกำไรขึ้น 7% ในปี 2023F และคงประมาณการกำไรปี 2024F เช่นเดิม ราคาเป้าหมายของเรายังคงเดิมที่ 2.8 บาท แม้ว่าเราจะรู้สึกสบายใจมากขึ้นต่อความเสี่ยงด้านฐานะการเงิน และกระแสเงินสดของ ERW แต่เรายังคงแนะนำ “ขาย” เนื่องจากยังคงคาดว่าจะมีผลขาดทุนในปี 2022F และมีมูลค่าที่แพงเมื่อเทียบกับคู่แข่ง โดยซื้อขายที่ 72.9 เท่า EV/adj.EBITDA ในปี 2022F เทียบกับ 24.0 เท่า ของ MINT และ 38.4 เท่า ของ CENTEL

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,485	3,040	4,974	6,211
Net profit	(2,050)	(752)	237	657
Consensus NP	—	(703)	239	501
Diff frm cons (%)	—	na	(0.7)	31.0
Norm profit	(2,021)	(802)	237	657
Prev. Norm profit	—	(919)	222	659
Chg frm prev (%)	—	na	6.9	(0.2)
Norm EPS (Bt)	(0.48)	(0.18)	0.05	0.14
Norm EPS grw (%)	na	na	na	176.7
Norm PE (x)	na	na	61.8	22.3
EV/EBITDA (x)	na	40.1	12.9	9.7
P/BV (x)	2.4	2.8	2.7	2.5
Div yield (%)	0.0	0.0	0.3	1.8
ROE (%)	na	na	4.4	11.5
Net D/E (%)	164.5	163.6	149.2	117.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 3-Mar-22 (Bt)	3.24
Market Cap (US\$ m)	450.1
Listed Shares (m shares)	4,531.6
Free Float (%)	61.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.3
12M Price H/L (Bt)	3.36/2.58
Sector	Tourism
Major Shareholder	Vongkusolkrit & Wattanavekin
	Group 55%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
# of rooms					
- New	9,802	10,094	10,055	10,188	10,188
- Old			10,719	11,154	11,154
- Change (%)			(6.2)	(8.7)	(8.7)
Occupancy rate (%)					
- New	36.6	29.3	48.2	69.1	77.0
- Old			47.4	68.7	76.7
- Change (pp)			0.8	0.4	0.3
ARR (Bt/room/night)					
- New	1,136	913	1,155	1,389	1,590
- Old			1,131	1,391	1,589
- Change (%)			2.2	(0.1)	0.0
Gross margin (%)					
- New	36.5	13.6	49.4	54.1	54.4
- Old			48.9	53.7	53.9
- Change (pp)			0.5	0.5	0.5
SG&A to sales (%)					
- New	87.5	124.6	62.5	39.1	35.0
- Old			65.4	39.2	35.1
- Change (pp)			(2.9)	(0.2)	(0.1)
Interest expense (Bt m)					
- New	536	521	462	473	469
- Old			539	580	588
- Change (%)			(14.3)	(18.4)	(20.1)
Normalized profit (Bt m)					
- New	(1,585)	(2,021)	(802)	237	657
- Old			(919)	222	659
- Change (%)			n.a.	6.9	(0.2)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 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	2033F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	318	1,496	1,974	2,196	2,270	2,350	2,419	2,474	2,535	2,597	2,656	2,717	—
Free cash flow	(697)	381	1,269	1,481	1,634	1,676	1,625	1,671	1,722	1,773	1,823	1,873	33,267
PV of free cash flow	(695)	333	1,033	1,111	1,141	1,089	982	940	902	841	802	765	13,589
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	7.1												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	22,833												
Net debt (2021)	9,909												
Minority interest	11												
Equity value	12,913												
# of shares	4,532												
Target price/share (Bt)	2.80												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 3: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield—	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Accor SA	AC FP	France	(8.0)	266.6	97.0	26.5	2.0	1.9	18.1	12.2	1.0	2.4
Indian Hotels	IH IN	India	na	na	na	55.0	5.6	5.2	65.9	25.0	0.2	0.3
Resorttrust	4681 JP	Japan	na	14.1	30.0	26.3	1.8	1.7	12.5	10.8	1.5	1.7
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	247.9	67.2	33.6	20.1	4.4	3.6	13.7	11.0	0.2	0.3
NH Hotel Group	NHH SM	Spain	na	na	na	25.5	2.3	2.1	10.5	8.3	0.0	0.1
Shanghai Jin Jiang Capital	2006 HK	Hong Kong	23.1	na	45.0	95.8	1.6	1.5	10.5	na	1.3	na
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	na	na	280.6	na	na	na	32.5	na	0.7	na
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	na	na	na	173.2	3.8	3.8	26.2	17.8	0.2	0.3
InterContinental Hotels	IHG US	US	na	26.7	26.0	20.5	na	na	16.4	14.0	1.5	1.9
Marriott International	MAR US	US	62.0	29.1	30.9	23.9	21.4	20.7	18.8	15.7	0.4	0.9
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	179.5	33.8	35.5	26.5	na	593.1	20.5	17.0	0.3	0.4
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	na	na	na	122.0	2.2	2.1	60.8	37.7	0.0	0.3
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	na	na	na	34.3	2.9	2.7	19.4	12.5	0.0	0.6
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	na	na	na	61.8	2.8	2.7	40.1	12.9	0.0	0.3
Minor International	MINT TB*	Thailand	na	na	727.2	32.2	2.7	2.9	13.7	11.0	0.0	1.1
Average			100.9	72.9	145.1	53.1	4.5	49.5	25.3	15.8	0.5	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 3-Mar-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

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



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- โรงแรมยังกระจุกตัวในกรุงเทพฯ ประเทศไทย
- ผลกระทบจากปัจจัยฤดูกาลจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวของไทย
- อุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงระหว่างผู้ประกอบการโรงแรม
- ERW ต้องการแหล่งเงินทุนและเงินกู้เพื่อสนับสนุนการลงทุนและพัฒนาโรงแรมของบริษัท
- ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	3.34	2.80	-16%
Net profit 22F (Bt m)	(703)	(752)	na
Net profit 23F (Bt m)	239	237	-1%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 6	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของการดำเนินงานของ ERW

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของประเทศไทย ภัยธรรมชาติ และโรคระบาด เป็นความเสี่ยงหลักของประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่เร็วกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่น้อยลงของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Revenue rebound from
Thailand's tourism
recovery from 2022F

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,306	1,485	3,040	4,974	6,211
Cost of sales	1,465	1,284	1,540	2,281	2,834
Gross profit	841	201	1,501	2,693	3,377
% gross margin	36.5%	13.6%	49.4%	54.1%	54.4%
Selling & administration expenses	2,017	1,850	1,900	1,943	2,171
Operating profit	(1,176)	(1,649)	(399)	751	1,206
% operating margin	-51.0%	-111.0%	-13.1%	15.1%	19.4%
Depreciation & amortization	1,012	936	979	1,016	1,045
EBITDA	(164)	(713)	579	1,767	2,250
% EBITDA margin	-7.1%	-48.0%	19.1%	35.5%	36.2%
Non-operating income	42	80	51	49	53
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(536)	(521)	(462)	(473)	(469)
Pre-tax profit	(1,669)	(2,090)	(811)	326	789
Income tax	(39)	46	49	59	67
After-tax profit	(1,630)	(2,136)	(859)	267	722
% net margin	-70.7%	-143.8%	-28.3%	5.4%	11.6%
Shares in affiliates' Earnings	(18)	9	0	0	0
Minority interests	63	105	57	(30)	(65)
Extraordinary items	(130)	(29)	50	0	0
NET PROFIT	(1,715)	(2,050)	(752)	237	657
Normalized profit	(1,585)	(2,021)	(802)	237	657
EPS (Bt)	(0.4)	(0.5)	(0.2)	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	(0.4)	(0.5)	(0.2)	0.1	0.1

BALANCE SHEET

Plans to open nine new
HOP INN hotels over
2022-23

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	1,962	2,655	1,491	1,565	1,562
Cash & cash equivalent	1,623	1,242	1,000	1,000	1,000
Account receivables	77	100	167	204	170
Inventories	46	39	46	69	85
Others	217	1,274	278	292	307
Investments & loans	48	48	48	48	48
Net fixed assets	14,281	14,494	14,576	14,631	14,362
Other assets	4,923	5,252	5,208	5,156	4,948
Total assets	21,215	22,450	21,324	21,399	20,920
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,812	1,489	1,420	1,647	1,867
Account payables	145	143	169	219	272
Bank overdraft & ST loans	1,410	690	476	640	809
Current LT debt	726	105	181	170	146
Others current liabilities	532	551	594	618	640
Total LT debt	10,551	10,356	8,871	8,331	7,134
Others LT liabilities	3,923	4,582	5,819	5,964	5,896
Total liabilities	17,286	16,427	16,110	15,942	14,896
Minority interest	116	11	(46)	(16)	49
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,518	4,532	4,532	4,532	4,532
Share premium	910	910	910	910	910
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(133)	2,058	2,058	2,058	2,058
Retained earnings	519	(1,488)	(2,240)	(2,026)	(1,524)
Shareholders' equity	3,813	6,012	5,260	5,474	5,975
Liabilities & equity	21,215	22,450	21,324	21,399	20,920

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Selling three Ibis hotels
to strengthen cash inflow
streams*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(1,669)	(2,090)	(811)	326	789
Tax paid	39	(45)	(49)	(58)	(67)
Depreciation & amortization	1,012	936	979	1,016	1,045
Chg In working capital	25	(18)	(48)	(10)	71
Chg In other CA & CL / minorities	(543)	(1,029)	1,015	(15)	(17)
Cash flow from operations	(1,136)	(2,247)	1,087	1,259	1,820
Capex	(637)	(909)	(800)	(800)	(500)
Right of use	(4,619)	(749)	(200)	(200)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	31	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	4,725	811	1,294	153	(63)
Cash flow from investments	(500)	(847)	294	(847)	(613)
Debt financing	2,524	(1,536)	(1,623)	(387)	(1,052)
Capital increase	0	2,014	(0)	0	0
Dividends paid	(176)	0	0	(24)	(155)
Warrants & other surplus	(58)	2,236	0	0	0
Cash flow from financing	2,290	2,714	(1,623)	(411)	(1,207)
Free cash flow	(1,774)	(3,156)	287	459	1,320

VALUATION

*Still expensive valuation,
in our view*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	na	61.8	22.3
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	53.4	19.3
PE (x)	na	na	na	61.83	22.3
PE - at target price (x)	na	na	na	53.44	19.3
EV/EBITDA (x)	na	na	40.06	12.9	9.7
EV/EBITDA - at target price (x)	na	na	36.61	11.8	8.8
P/BV (x)	3.3	2.4	2.8	2.7	2.5
P/BV - at target price (x)	2.8	2.1	2.4	2.3	2.1
P/CFO (x)	(11.0)	(6.1)	13.5	11.7	8.1
Price/sales (x)	6.4	9.9	4.8	3.0	2.4
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.3	1.8
FCF Yield (%)	(14.2)	(23.2)	2.0	3.1	9.0
(Bt)					
Normalized EPS	(0.4)	(0.5)	(0.2)	0.1	0.1
EPS	(0.4)	(0.5)	(0.2)	0.1	0.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
BV/share	1.0	1.3	1.2	1.2	1.3
CFO/share	(0.3)	(0.5)	0.2	0.3	0.4
FCF/share	(0.5)	(0.8)	0.1	0.1	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(63.9)	(35.6)	104.7	63.6	24.9
Net profit (%)	na	na	na	na	176.68
EPS (%)	na	na	na	na	176.68
Normalized profit (%)	na	na	na	na	176.68
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	176.68
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	20.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	36.5	13.6	49.4	54.1	54.4
Operating margin (%)	(51.0)	(111.0)	(13.1)	15.1	19.4
EBITDA margin (%)	(7.1)	(48.0)	19.1	35.5	36.2
Net margin (%)	(70.7)	(143.8)	(28.3)	5.4	11.6
D/E (incl. minor) (x)	3.2	1.9	1.8	1.7	1.3
Net D/E (incl. minor) (x)	2.8	1.6	1.6	1.5	1.2
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	1.59	2.6
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	1.25	3.7	4.8
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	1.1	3.1
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	4.4	11.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	5.0	12.6
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
- operating margin (%)	na	na	na	16.1	20.3
- leverage (x)	4.1	4.4	3.9	4.0	3.7
- interest burden (%)	147.3	133.2	232.7	40.8	62.7
- tax burden (%)	na	na	na	82.0	91.5
WACC (%)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
ROIC (%)	(7.9)	(11.1)	(2.7)	4.5	8.1
NOPAT (Bt m)	(1,176)	(1,649.1)	(423.3)	615.4	1,103
invested capital (Bt m)	14,877	15,921.4	13,787.9	13,614.2	13,064

Sources: Company data, Thanachart estimates

Improving financial
status is a positive

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 83 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2204A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STA16C2203A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205B, TRUE16C2205A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNTEC, SET50, STA, STEC, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

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

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

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

พลังงาน, ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

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

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
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 ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

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

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

เกษมรัตน์ จิตกุล
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 สดภาพ
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