BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 48.00 (From: Bt 40.00)

Upside : 11.6%

22 APRIL 2022

Small Cap Research

Central Plaza Hotel (CENTEL TB)

เป็นอีกทางเลือกที่ดี

SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

เรามองว่า CENTEL เป็นอีกหนึ่งทางเลือกที่ดีในกลุ่มโรงแรมไทย ราคาหุ้นในช่วง YTD ปรับขึ้นมากกว่าคู่แข่ง แต่เรายังคงเห็น Upside ปัจจัยหนุนคือ การฟื้นตัวของกำไร และนโยบายการเปิดประเทศเต็มรูปแบบของรัฐบาล ขณะที่ CENTEL มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มฯ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 48 บาท

ได้ประโยชน์จากการกลับมาเปิดประเทศ

เราคงแนะนำ "ซื้อ" CENTEL โดยมีราคาเป้าหมายที่ 48 บาท (จากเดิม 40 บาท) เรามองว่า CENTEL เป็นอีกทางเลือกที่ดีในกลุ่มโรงแรมรองจาก บมจ.ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล (MINT, "ซื้อ") 1) CENTEL ได้ประโยชน์จากการกลับมาเปิดประเทศ จากความเป็นไปได้ที่รัฐบาลจะกลับมาเปิดประเทศเต็มรูปแบบในเดือน มิ.ย. 2022 2) CENTEL ได้แรงหนุนที่ดีจากการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งของการท่องเที่ยวในประเทศ และธุรกิจอาหาร แม้ว่ายังคงมีนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ต่ำมาก แต่เราคาดว่า CENTEL จะมีกำไร 313 ลบ. ในปีนี้ จากขาดทุน 1.7 พันลบ. ในปี 2021 3) เราปรับประมาณการกำไรขึ้น 14/9% ในปี 2023-24F สะท้อนธุรกิจโรงแรมและอาหารที่ดีกว่าคาด และ 4) CENTEL ยังคงถูกที่ 25.4 เท่า PE ในปี 2024F เมื่อกำไรผ่านระดับก่อนเกิดโควิด เทียบกับ 28.0 เท่า ในปี 2019

การท่องเที่ยวในประเทศฟื้นตัวแข็งแกร่ง

รายได้ปี 2019 ของ CENTEL มาจากธุรกิจโรงแรม 41% (ประเทศไทย 38%, มัลดีฟส์ 3%) และธุรกิจอาหาร 59% ขณะที่มัลดีฟส์ฟื้นตัวตั้งแต่ปีก่อน ธุรกิจโรงแรมในไทยเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q21 จากการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวในประเทศ ในช่วงก่อนโควิด คนไทยคิดเป็น 20% ของรายได้โรงแรมรวม เราคาดว่าผลขาดทุนจากโรงแรมของ CENTEL จะลดลงเป็น 140 ลบ. ในปี 2022 และมีกำไร 1.0/1.5 พันลบ. ในปี 2023-24F เทียบกับขาดทุนจากการดำเนินงาน 1.4/1.9 พันลบ. ในปี 2020-21 และมีกำไร 1.1 พันลบ. ในปี 2019 การฟื้นตัวจาก 4Q21 ได้แรงหนุนจากอุปสงค์ที่ถูกกักตัวไว้หลังการระบาดของโควิดหลายระลอกในช่วงสองปีที่ผ่านมา และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ "เราเที่ยวด้วยกัน ระยะที่ 4" ในเดือนก.พ.–พ.ค. 2022 ดูสมมติฐานอัตราการเข้าพักและอัตราค่าห้องพักของเราใน Exhibit 1 เราคาดว่านักท่องเที่ยวต่างชาติจะกลับสู่ระดับก่อนโควิดในปี 2025

ธุรกิจฟื้นตัวแข็งแกร่ง

ธุรกิจอาหารของ CENTEL ฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q21 เนื่องจากการคลายล็อกดาวน์ โดยยอดขายสาขาเดิมติดลบ 2% y-y จากปี 2020/21 ที่ธุรกิจมีกำไร 49/211 ลบ. เราคาดว่าจะมีกำไรเพิ่มเป็น 454/711/836 ลบ. ในปี 2022-24F เทียบกับ 650 ลบ. ในปี 2019 สมมติฐานยอดขายสาขาเดิมของเราอยู่ที่ 15/7/3% ในปี 2022-24F เทียบกับ -22/-14% ในปี 2020-21 เมื่อรวมผลกระทบด้านเงินเฟ้อแล้ว เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจอาหารของ CENTEL จะทรงตัวจากปีที่แล้วที่ 44.2% ในปี 2022F และขยายตัวเป็น 44.6/45.0% ในปี 2023/24F จากการควบคุมต้นทุน การจัดการค่าใช้จ่ายด้านการตลาด และการประหยัดจากขนาด

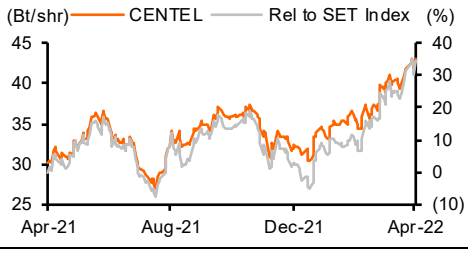
น่าจะแข็งแกร่งใน 1Q22F

เราคาดว่ากำไร 1Q22F ของ CENTEL อยู่ที่ 141 ลบ. เพิ่มขึ้นจากขาดทุน 476 ลบ. ใน 1Q21 แต่ลดลง 8% q-q ทั้งธุรกิจโรงแรมและอาหารฟื้นตัว อัตราการเข้าพักโรงแรม 1Q22 อยู่ที่ 29% เทียบกับ 14/30% ใน 1Q21/4Q21 อัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) เพิ่มขึ้น 15% y-y และ 14% q-q เป็น 5,639 บาท/คืน RevPar เติบโต 150% y-y และ 12% q-q เป็น 1,650 บาท ยอดขายสาขาเดิมของธุรกิจอาหารอยู่ที่ 9% ใน 1Q22

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	11,211	16,379	20,761	22,939
Net profit	(1,733)	313	1,671	2,288
Consensus NP	—	296	1,678	2,230
Diff frm cons (%)	—	*6.0*	*(0.5)*	*2.6*
Norm profit	(1,733)	313	1,671	2,288
Prev. Norm profit	—	(208)	1,468	2,093
Chg frm prev (%)	—	*na*	*13.8*	*9.3*
Norm EPS (Bt)	(1.3)	0.2	1.2	1.7
Norm EPS grw (%)	na	na	433.0	37.0
Norm PE (x)	na	185.2	34.7	25.4
EV/EBITDA (x)	41.3	18.0	13.3	11.7
P/BV (x)	3.2	3.2	2.9	2.6
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.8
ROE (%)	na	1.7	8.7	10.8
Net D/E (%)	64.1	84.2	78.4	70.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 22-Apr-22 (Bt)	43.00
Market Cap (US$ m)	1,709.5
Listed Shares (m shares)	1,350.0
Free Float (%)	72.4
Avg Daily Turnover (US$ m)	3.3
12M Price H/L (Bt)	43.00/27.00
Sector	Tourism
Major Shareholder	Chirathivat family 63.3%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

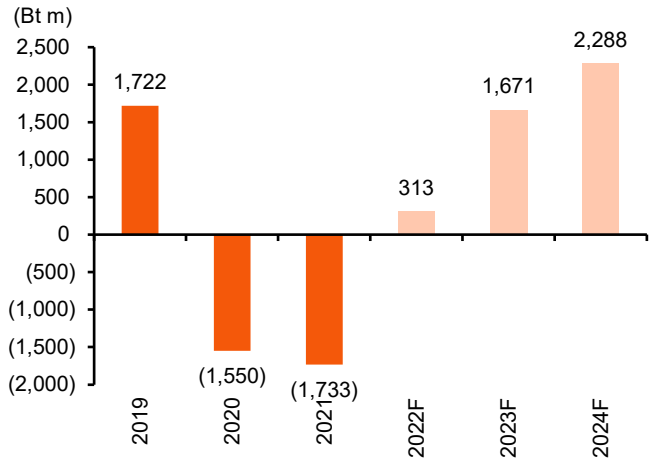
Thanachart Securities

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Occupancy rate (%)					
- New	27.0	18.0	42.0	67.4	76.4
- Old			37.0	62.9	73.3
- Change (pp)			*5.0*	*4.5*	*3.1*
ARR growth (%)					
- New	(10.9)	(21.6)	27.0	13.0	3.0
- Old			14.0	10.0	5.7
- Change (pp)			*13.0*	*3.0*	*(2.7)*
# food stores					
- New	1,164	1,362	1,542	1,675	1,774
- Old			1,255	1,295	1,327
- Change (%)			*22.9*	*29.3*	*33.7*
% SSSG					
- New	(22.0)	(14.0)	15.0	7.0	3.0
- Old			7.3	7.8	3.4
- Change (pp)			*7.7*	*(0.8)*	*(0.4)*
Gross margin (%)					
- New	31.5	32.1	40.5	44.9	46.1
- Old			39.1	41.4	42.1
- Change (pp)			*1.3*	*3.6*	*4.0*
Norm profit (Bt m)					
- New	(1,550)	(1,733)	313	1,671	2,288
- Old			(208)	1,468	2,093
- Change (%)			*n.a.*	*13.8*	*9.3*

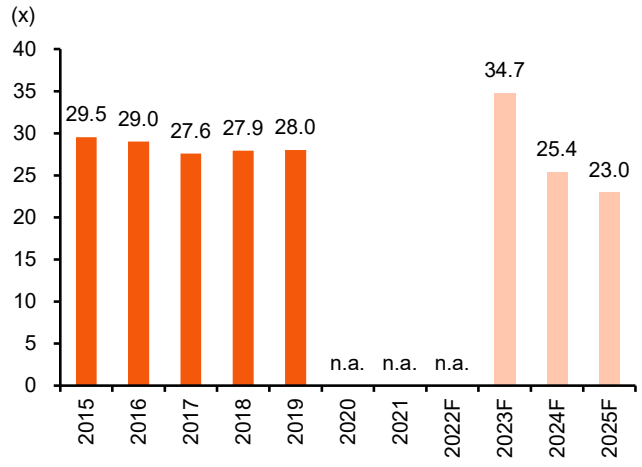
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Earnings Turnaround



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: CENTEL's PE Multiple



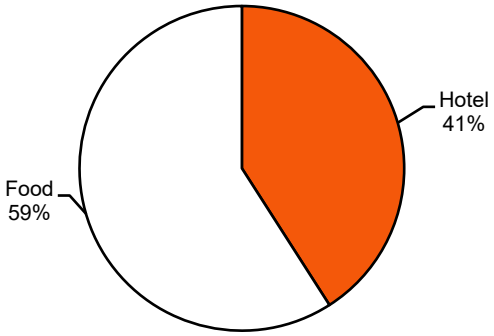
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: Thai And Foreign Tourist Assumptions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Thai tourists (visits)	229,748,960	123,214,821	71,858,377	176,469,667	211,369,043	236,641,429
Foreign tourists (people)	39,856,997	6,702,396	427,869	4,500,000	20,000,000	35,000,000

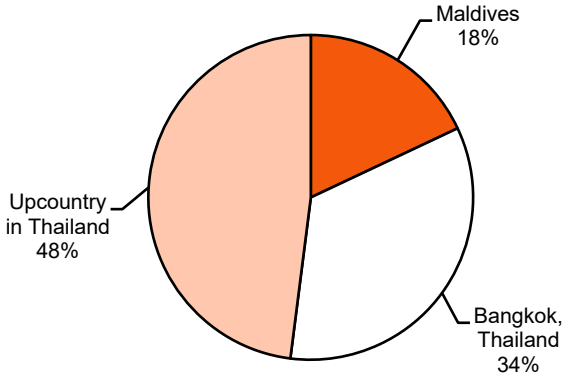
Sources: TAT, Thanachart estimates

Ex 5: Revenue Breakdown By Business In 2019



Source: Thanachart estimates

Ex 6: Hotel Revenue Breakdown By Location In 2019



Source: Thanachart estimates

Ex 7: Thailand's Reopening Measures Before 1 May 2022

	March 2022	1-30 April 2022
Registration	▪ Thailand Pass	▪ Thailand Pass
Test & Go (For fully vaccinated travelers)	▪ Pre-Departure RT-PCR test ▪ RT-PCR test upon arrival ▪ Antigen self-test (ATK) on Day 5 ▪ Travel all over Thailand ▪ Insurance coverage ≥ USD20,000	▪ RT-PCR test upon arrival ▪ Antigen self-test (ATK) on Day 5 ▪ Travel all over Thailand ▪ Insurance coverage ≥ USD20,000
Sandbox (For fully vaccinated travelers)	▪ Pre-Departure RT-PCR test ▪ RT-PCR test upon arrival ▪ Antigen self-test (ATK) on Day 5 ▪ Require 7 nights stay in Sandbox area ▪ Insurance coverage ≥ USD20,000	▪ RT-PCR test upon arrival ▪ Antigen self-test (ATK) on Day 5 ▪ Require 5 nights stay in Sandbox area ▪ Insurance coverage ≥ USD20,000
Quarantine (For partially vaccinated and unvaccinated travelers)	▪ Pre-Departure RT-PCR test ▪ RT-PCR test upon arrival ▪ RT-PCR test Day 5 ▪ Mandatory quarantine of 10 nights in a quarantine hotel ▪ Insurance coverage ≥ USD20,000	▪ RT-PCR test upon arrival ▪ RT-PCR test on Day 5 ▪ Mandatory quarantine of 5 nights in a quarantine hotel ▪ Insurance coverage ≥ USD20,000

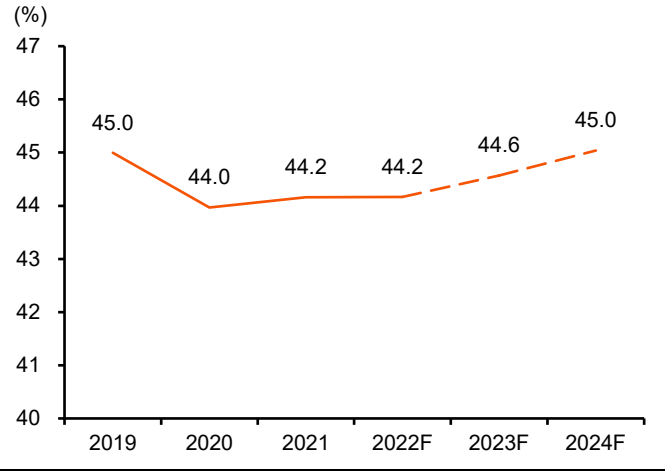
Source: CCSA

Ex 8: The New Entry Rules

	From 1 May 2022
Registration	▪ Thailand Pass ▪ Test & Go and Sandbox programs are cancelled
Fully-vaccinated travelers	▪ Show vaccine certificate ▪ No RT-PCR or ATK testing requirement ▪ Have insurance coverage ≥ USD10,000
Unvaccinated travelers:	
Group 1: Unvaccinated travelers have pre-departure RT-PCR test (≤ 72 hours)	▪ Show pre-departure RT-PCR test with negative results ▪ No RT-PCR or ATK testing requirement ▪ Have insurance coverage ≥ USD10,000
Group 2: Unvaccinated traveler do not have pre-departure RT-PCR test	▪ Mandatory quarantine of 5 nights in a quarantine hotel ▪ RT-PCR test on Day 4-5 ▪ Have insurance coverage ≥ USD10,000

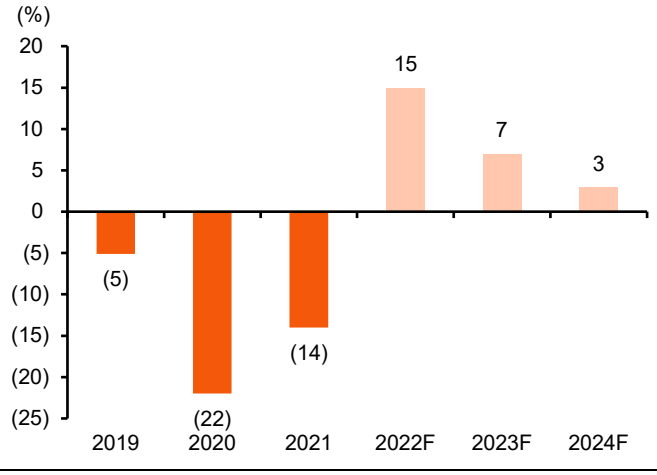
Source: CCSA

Ex 9: Food Business' Gross Margin Is Flat This Year



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: CENTEL's SSSG Turns Positive In 2022-24F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: 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	2,379	3,787	4,532	5,114	5,530	5,873	6,150	6,399	6,645	6,894	7,151	7,416	—
Free cash flow	(1,450)	376	974	1,829	3,110	3,995	4,759	5,497	5,733	5,972	6,218	6,466	124,298
PV of free cash flow	(1,446)	331	804	1,402	2,231	2,683	2,989	3,231	3,154	2,950	2,862	2,773	53,309

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.0
WACC (%)	6.6
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	77,271
Net debt (2021)	11,816
Minority interest	355
Equity value	65,100
# of shares	1,350
Target price/share (Bt)	**48.00**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

			EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
Name	**BBG code**	**Country**	**22F**	**23F**	**22F**	**23F**	**22F**	**23F**	**22F**	**23F**	**22F**	**23F**
			(%)	**(%)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(%)**	**(%)**
Accor SA	AC FP	France	2.8	228.7	92.6	28.2	2.0	2.0	18.9	12.7	1.0	2.3
Indian Hotels	IH IN	India	na	na	na	61.9	6.3	5.9	80.5	30.3	0.1	0.3
Resorttrust	4681 JP	Japan	na	14.1	33.4	29.3	2.0	1.9	13.7	11.9	1.4	1.5
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	208.2	84.3	37.4	20.3	4.5	3.7	14.3	11.4	0.3	0.3
NH Hotel Group	NHH SM	Spain	na	na	na	19.6	2.0	1.8	10.4	8.0	0.0	0.3
Shanghai Jin Jiang Capital	2006 HK	Hong Kong	na	(20.0)	34.0	42.5	1.8	1.7	10.6	na	1.3	na
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	na	na	na	35.1	na	na	35.9	23.9	0.5	0.7
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	na	na	na	220.7	3.6	3.5	37.0	19.1	0.0	0.0
InterContinental Hotels	IHG US	US	na	27.3	25.8	20.2	na	na	16.5	14.0	1.6	1.9
Marriott International	MAR US	US	62.6	28.9	33.7	26.1	20.4	19.0	20.3	17.0	0.3	0.8
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	178.8	34.9	38.3	28.4	na	na	21.9	18.1	0.3	0.4
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	na	na	na	116.3	2.1	2.1	67.9	39.2	0.0	0.3
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	na	433.0	185.2	34.7	3.2	2.9	18.0	13.3	0.0	0.0
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	na	na	na	71.8	3.2	3.1	44.1	14.3	0.0	0.3
Minor International	MINT TB*	Thailand	na	na	na	36.5	2.5	2.6	14.9	11.2	0.0	0.5
Average			**113.1**	**103.9**	**60.0**	**52.8**	**4.5**	**4.2**	**28.3**	**17.5**	**0.4**	**0.7**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 22-Apr-22 closing prices

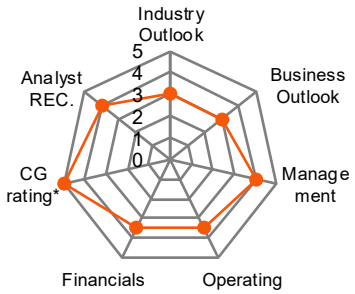
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

W — Weakness

- พึ่งพาอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทยสูง
- อุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย
- พึ่งพิงการบริโภคในประเทศ

O — Opportunity

- กลยุทธ์การลงทุนและการซื้อกิจการทั้งในประเทศและทั่วโลก
- การท่องเที่ยวและการบริโภคที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะในประเทศไทย และประเทศอื่นๆทั่วโลก ที่มีการท่องเที่ยวเติบโตสูง
- หันไปเจาะตลาดโรงแรมราคาประหยัดที่มีการเติบโตสูง

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นของผู้ประกอบการโรงแรม ซึ่งนำไปสู่อุปสรรคในการปลดล็อคการทำกำไรของบริษัทฯ
- การแข่งขันระหว่างผู้ประกอบการร้านอาหาร
- ภัยธรรมชาติและโรคระบาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	41.47	48.00	16%
Net profit 22F (Bt m)	296	313	6%
Net profit 23F (Bt m)	1,678	1,671	0%
Consensus REC	**BUY: 13**	**HOLD: 5**	**SELL: 2**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อธุรกิจโรงแรมและอาหารในระยะยาว

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของไทย และภัยธรรมชาติ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของเศรษฐกิจและการบริโภคในประเทศและของโลกที่อ่อนแอกว่าคาดจะเป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลลบต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

Earnings turn positive in 2022F

Healthy balance sheet

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	12,907	11,211	16,379	20,761	22,939
Cost of sales	8,837	7,613	9,750	11,435	12,359
Gross profit	**4,070**	**3,598**	**6,629**	**9,326**	**10,580**
% gross margin	31.5%	32.1%	40.5%	44.9%	46.1%
Selling & administration expenses	5,831	5,075	6,027	7,443	8,086
Operating profit	**(1,761)**	**(1,477)**	**602**	**1,883**	**2,494**
% operating margin	-13.6%	-13.2%	3.7%	9.1%	10.9%
Depreciation & amortization	3,421	3,167	3,498	3,666	3,824
EBITDA	**1,660**	**1,690**	**4,100**	**5,550**	**6,317**
% EBITDA margin	12.9%	15.1%	25.0%	26.7%	27.5%
Non-operating income	342	424	461	489	556
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(669)	(718)	(714)	(698)	(702)
Pre-tax profit	**(2,087)**	**(1,771)**	**349**	**1,675**	**2,348**
Income tax	(435)	(78)	0	0	0
After-tax profit	**(1,652)**	**(1,693)**	**349**	**1,675**	**2,348**
% net margin	-12.8%	-15.1%	2.1%	8.1%	10.2%
Shares in affiliates' Earnings	(21)	(64)	(36)	16	40
Minority interests	123	24	0	(20)	(100)
Extraordinary items	(1,225)	0	0	0	0
NET PROFIT	**(2,775)**	**(1,733)**	**313**	**1,671**	**2,288**
Normalized profit	**(1,550)**	**(1,733)**	**313**	**1,671**	**2,288**
EPS (Bt)	(2.1)	(1.3)	0.2	1.2	1.7
Normalized EPS (Bt)	(1.1)	(1.3)	0.2	1.2	1.7

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	4,406	5,732	3,903	3,923	3,495
Cash & cash equivalent	2,824	3,855	1,500	1,300	1,000
Account receivables	514	801	1,122	1,138	943
Inventories	782	748	801	877	880
Others	286	328	480	608	672
Investments & loans	513	500	500	500	500
Net fixed assets	17,368	29,875	31,598	33,395	35,357
Other assets	13,063	12,484	11,919	11,315	10,694
Total assets	**35,350**	**48,593**	**47,921**	**49,134**	**50,047**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	7,798	9,664	9,216	9,254	8,874
Account payables	1,873	2,669	2,671	2,820	2,709
Bank overdraft & ST loans	1,725	1,970	2,173	2,176	2,119
Current LT debt	2,024	3,114	3,023	3,027	2,949
Others current liabilities	2,176	1,911	1,350	1,231	1,097
Total LT debt	**7,740**	**10,587**	**12,090**	**12,110**	**11,795**
Others LT liabilities	9,597	9,910	7,869	7,334	6,783
Total liabilities	**25,135**	**30,161**	**29,175**	**28,698**	**27,452**
Minority interest	293	355	355	375	475
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	62	9,949	9,949	9,949	9,949
Retained earnings	**7,541**	**5,808**	**6,121**	**7,792**	**9,851**
Shareholders' equity	9,923	18,076	18,390	20,060	22,120
Liabilities & equity	**35,350**	**48,593**	**47,921**	**49,134**	**50,047**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Improving cash flow from operations over 2022-24F

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(2,087)	(1,771)	349	1,675	2,348
Tax paid	336	94	(4)	11	(2)
Depreciation & amortization	3,421	3,167	3,498	3,666	3,824
Chg In w orking capital	(436)	543	(372)	57	81
Chg In other CA & CL / minorities	1,756	(301)	(744)	(242)	(157)
Cash flow from operations	**2,991**	**1,732**	**2,726**	**5,167**	**6,094**
Capex	(1,071)	(13,950)	(3,500)	(3,700)	(4,000)
Right of use	(10,397)	281	(1,000)	(1,000)	(1,000)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	11	13	0	0	0
Adj for asset revaluation	29	9,887	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	5,825	(1,114)	(2,196)	(695)	(715)
Cash flow from investments	**(5,602)**	**(4,884)**	**(6,696)**	**(5,395)**	**(5,715)**
Debt financing	3,625	4,182	1,615	28	(450)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	0	0	(229)
Warrants & other surplus	(1,002)	0	0	0	0
Cash flow from financing	**2,623**	**4,182**	**1,615**	**28**	**(679)**
Free cash flow	**1,920**	**(12,218)**	**(774)**	**1,467**	**2,094**

Inexpensive valuation, in our view

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	185.2	34.7	25.4
Normalized PE - at target price (x)	na	na	206.7	38.8	28.3
PE (x)	na	na	185.2	34.7	25.4
PE - at target price (x)	na	na	206.7	38.8	28.3
EV/EBITDA (x)	40.2	41.3	18.0	13.3	11.7
EV/EBITDA - at target price (x)	44.2	45.3	19.7	14.6	12.8
P/BV (x)	5.9	3.2	3.2	2.9	2.6
P/BV - at target price (x)	6.5	3.6	3.5	3.2	2.9
P/CFO (x)	19.4	33.5	21.3	11.2	9.5
Price/sales (x)	4.5	5.2	3.5	2.8	2.5
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8
FCF Yield (%)	3.3	(21.0)	(1.3)	2.5	3.6
(Bt)					
Normalized EPS	(1.1)	(1.3)	0.2	1.2	1.7
EPS	(2.1)	(1.3)	0.2	1.2	1.7
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3
BV/share	7.4	13.4	13.6	14.9	16.4
CFO/share	2.2	1.3	2.0	3.8	4.5
FCF/share	1.4	(9.1)	(0.6)	1.1	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Improving margins due to scale benefits and cost control

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(37.8)	(13.1)	46.1	26.8	10.5
Net profit (%)	na	na	na	433.0	37.0
EPS (%)	na	na	na	433.0	37.0
Normalized profit (%)	na	na	na	433.0	37.0
Normalized EPS (%)	na	na	na	433.0	37.0
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.5	32.1	40.5	44.9	46.1
Operating margin (%)	(13.6)	(13.2)	3.7	9.1	10.9
EBITDA margin (%)	12.9	15.1	25.0	26.7	27.5
Net margin (%)	(12.8)	(15.1)	2.1	8.1	10.2
D/E (incl. minor) (x)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.6	0.8	0.8	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	0.84	2.70	3.6
Interest coverage - EBITDA (x)	2.5	2.4	5.7	8.0	9.0
ROA - using norm profit (%)	na	na	0.6	3.4	4.6
ROE - using norm profit (%)	na	na	1.7	8.7	10.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	1.9	8.7	11.1
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
- operating margin (%)	na	na	6.5	11.4	13.3
- leverage (x)	2.7	3.0	2.6	2.5	2.4
- interest burden (%)	147.1	168.2	32.8	70.6	77.0
- tax burden (%)	na	na	100.0	100.0	100.0
WACC (%)	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
ROIC (%)	(9.4)	(7.9)	2.0	5.5	6.9
NOPAT (Bt m)	(1,761)	(1,477)	602	1,883	2,494
invested capital (Bt m)	18,587	29,892	34,175	36,074	37,983

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 79 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BANP16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2204A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A, BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2208A, COM716C2205A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A, KBAN16C2204A , KBAN16C2206A , KCE16C2208A, KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2208A, TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTT, PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STEC , SYNEX , TOP, TRUE, TTA, TU , WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาต จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Data Support Team

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

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

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

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

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

สุจินตนา สถาพร
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