

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 39.00

(Unchanged)

19 APRIL 2022

Upside : 12.2%

Minor International Pcl (MINT TB)

2 วิธีการลงทุน

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” MINT และเป็น Top Pick ของเราในกลุ่มโรงแรมไทย MINT เป็นหุ้นที่ได้ประโยชน์จากการเปิดประเทศของไทย และหลังสงครามยุติด้วยธุรกิจยุโรปมีส่วนของรายได้ที่สูง เนื่องจากเป็นหุ้นที่ขยับขึ้นช้ากว่าเพื่อนเนื่องจากความกังวลต่อสงคราม MINT จึงถูกที่สุดในกลุ่มฯ ในมุมมองของเรา



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

หุ้นเริ่มสงครามยุติและการเปิดประเทศ และยังขยับขึ้นไม่มาก

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” MINT โดยให้ราคาเป้าหมายเดิมที่ 39.0 บาท เนื่องจาก 1) การดำเนินงานของ MINT พลิกฟื้นตั้งแต่ 2H21 จากการมีธุรกิจต่างประเทศในสัดส่วนที่สูง (73% ของรายได้ปี 2019) เนื่องจากรัฐบาลไทยมีนโยบายกลับมาเปิดประเทศอย่างจริงจังมากขึ้น ธุรกิจของไทยของ MINT จึงได้ประโยชน์จากการกลับมาเปิดประเทศอีกครั้ง 2) เราเชื่อว่าความกังวลต่อสงครามรัสเซีย-ยูเครนที่มีต่อธุรกิจในยุโรปของ MINT (51% ของรายได้ปี 2019) ได้ทำให้ราคาหุ้นของ MINT ยังคงขยับช้ากว่าคู่แข่ง (Exhibit 1) ความเป็นไปได้ที่สงครามจะสิ้นสุดลงในไตรมาสที่ 3 ทำให้ MINT เป็นหุ้นได้ประโยชน์หลังสงครามยุติ 3) การซื้อขายของ MINT ที่ 35.9/24.8 เท่า PE ในปี 2023/24F นั้นถูกกว่าของ ERW (“ขาย”) ที่ 67.9/25.8 เท่า ในขณะที่ MINT ซื้อขายที่ PE ใกล้เคียงกับของ CENTEL (“ซื้อ”) ในปี 2023-24F แต่ความแตกต่างของ PE ของ MINT ในปี 2024F และก่อนปีโควิดในปี 2019 ยังคงมากกว่าของ CENTEL (Exhibit 2)

กำไรและฐานะการเงินดีขึ้น

เราคาดว่ากำไรของ MINT จะฟื้นตัวอย่างรวดเร็วจากขาดทุน 19.4/9.3 พันลบ. ในปี 2020-21 เป็น 1.6/7.0/9.3 พันลบ. ในปี 2022-24F การฟื้นตัวในปีนี้ได้แรงหนุนจากทั้งธุรกิจโรงแรมและอาหารทั้งในไทยและต่างประเทศ MINT ได้เพิ่มทุนในปี 2020 และเมื่อรวมกับการจัดสรรเงินลงทุน การประเมินมูลค่าสินทรัพย์ใหม่ และการฟื้นตัวของธุรกิจ เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะอยู่ที่ 1.1 เท่า ในปี 2022F และลดลงเหลือ 1.0 เท่า ในปี 2024F เทียบกับ 1.45/1.35 เท่า ในปี 2020/21 อัตราส่วน covenant พิจารณาจากหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (GIBD/E) ซึ่งเราคาดว่าอยู่ที่ 1.38 เท่า ในปี 2022F เทียบกับ covenant ที่ 1.75 เท่า

ธุรกิจโรงแรมในต่างประเทศฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว

ในปี 2019 รายได้ของ MINT รว 76% มาจากธุรกิจโรงแรม และ 24% มาจากธุรกิจอาหารและไลฟ์สไตล์ และ 73% ของรายได้มาจากธุรกิจในต่างประเทศ เทียบกับธุรกิจไทยที่ 27% เฉพาะโรงแรมในต่างประเทศคิดเป็น 65% ของรายได้ และโรงแรมในยุโรปคิดเป็น 49% โรงแรมต่างประเทศมีการฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว โดย RevPar ใน 4Q21 ของ MINT ในยุโรปเพิ่มขึ้นกลับมาอยู่ที่ 65% ของระดับ 4Q19 เทียบกับโรงแรมในไทยที่ 34% การดำเนินงานของ MINT ในยุโรปใน 1Q22 ยังคงฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง แม้จะมีกระทบของโอไมครอนและสงคราม เราปรับกำไรเพื่อสะท้อนการดำเนินงานในต่างประเทศที่แข็งแกร่งกว่าคาดอันเนื่องมาจากอัตราการเข้าพักและอัตราค่าห้องพักเฉลี่ยที่สูงขึ้น ขณะที่เราปรับลดสมมติฐานนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เข้ามาในไทยลง (Exhibit 9)

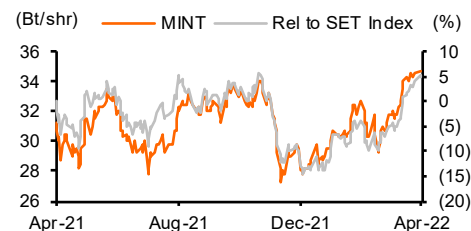
ธุรกิจอาหารมีทั้งดีขึ้นและยังคงอ่อนแอ

20% ของรายได้รวมปี 2019 มาจากธุรกิจอาหาร ซึ่งคิดเป็นธุรกิจอาหารในไทย 13%, จีน 3%, ออสเตรเลีย 2% และอื่นๆ 2% ยอดขายสาขาเดิมในไทยเริ่มเติบโต y-y ใน 1Q22 ขณะที่การหดตัวในออสเตรเลียชะลอตัวลง ธุรกิจอาหารในจีนของบริษัท ได้รับผลกระทบจากการปิดเมืองในหลายจังหวัด เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมเฉลี่ยของ MINT อยู่ที่ 9.2/8.2/5.6% ในปี 2022-24 เทียบกับ -15.5/-5.1% ในปี 2020-21

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	68,868	102,166	124,172	133,030
Net profit	(13,167)	1,642	6,954	9,334
Consensus NP	—	1,727	6,181	8,847
Diff frm cons (%)	—	(4.9)	12.5	5.5
Norm profit	(9,314)	1,642	6,954	9,334
Prev. Norm profit	—	1,637	6,936	9,280
Chg frm prev (%)	—	0.3	0.3	0.6
Norm EPS (Bt)	(2.1)	0.0	1.0	1.4
Norm EPS grw (%)	na	na	na	45.0
Norm PE (x)	na	na	35.9	24.8
EV/EBITDA (x)	35.2	14.8	11.1	10.0
P/BV (x)	2.7	2.4	2.5	2.4
Div yield (%)	0.0	0.0	0.6	1.4
ROE (%)	na	2.2	8.6	11.4
Net D/E (%)	135.3	109.4	117.2	104.1

PRICE PERFORMANCE



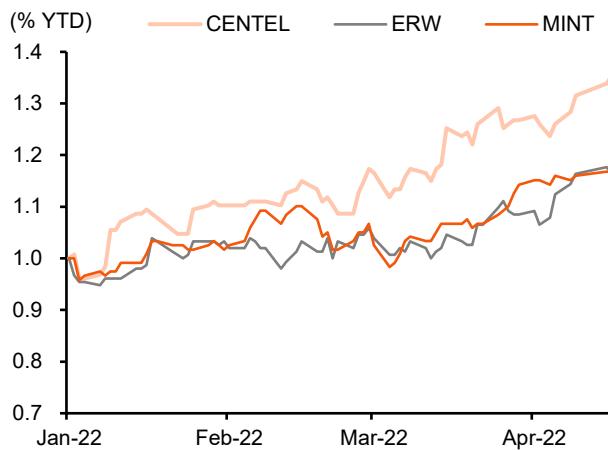
COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Apr-22 (Bt)	34.75
Market Cap (US\$ m)	5,372.1
Listed Shares (m shares)	5,218.3
Free Float (%)	61.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	17.1
12M Price H/L (Bt)	34.75/27.25
Sector	Food
Major Shareholder Group of Mr. William Heinecke	33%

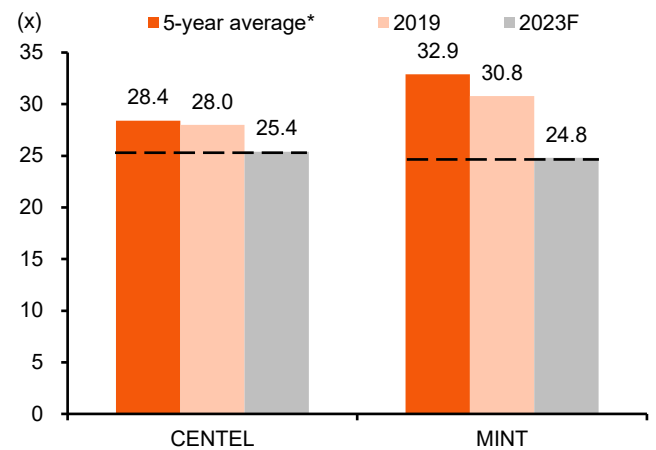
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

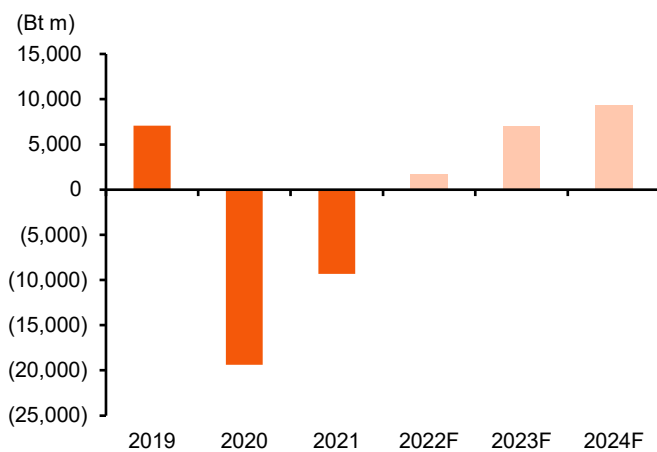
Ex 1: MINT's Share Price Laggard Compared To CENTEL

Source: Bloomberg

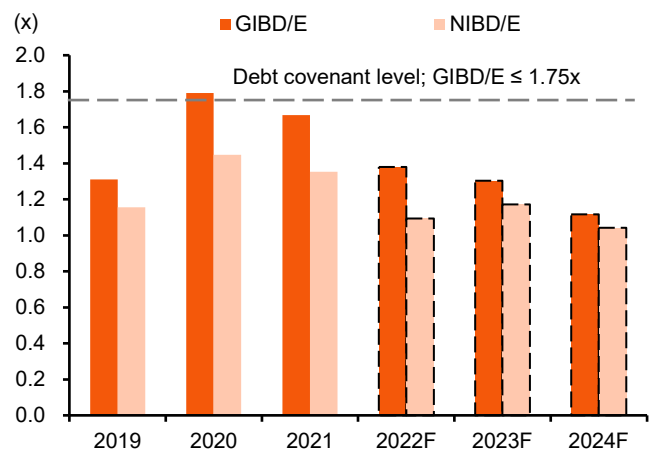
Ex 2: MINT's Valuation Gap Is Wider Than CENTEL's

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

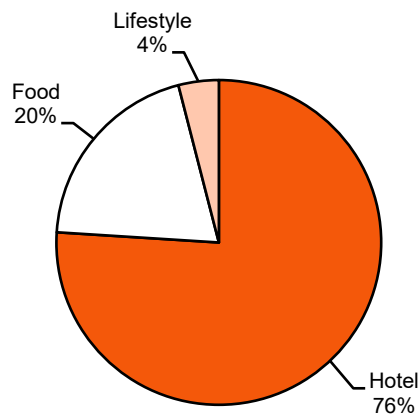
Note: * Average from year 2015 to 2019

Ex 3: MINT's Turnaround Earnings

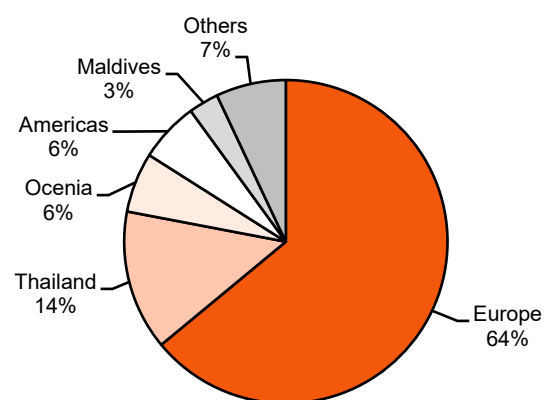
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Low Financial Risk

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Revenue Breakdown By Business (2019)

Source: Company data

Ex 6: Hotel Revenue Breakdown By Location (2019)

Source: Company data

Ex 7: Example Of COVID Entry Rules For European Countries

Country	COVID Entry Rules
France	- Connected to the EU Digital COVID Certificate (EUDCC), which allows restriction-free travel across all EU and EEA countries following proof of vaccination and a negative COVID test. - No longer requires fully vaccinated travelers to present a negative COVID-19 test. - Non-vaccinated visitors from the EU need to present a negative test taken 24 hours before travel. Unvaccinated visitors from countries on France's 'orange list' will still need to give a compelling reason to travel to the country.
Germany	- Connected to the EU Digital COVID Certificate (EUDCC), which allows restriction-free travel across all EU and EEA countries following proof of vaccination and a negative COVID test. - UK tourists who are fully vaccinated can enter Germany for any reason and only need show their Digital COVID pass. Unvaccinated tourists must present a negative COVID test. - The move means that travelers, regardless of their country of origin, can now enter Germany without being subject to additional entry rules, such as pre-entry testing and quarantine requirements.
Italy	- Connected to the EU Digital COVID Certificate (EUDCC), which allows restriction-free travel across all EU and EEA countries following proof of vaccination and a negative COVID test. - Fully-vaccinated tourists only need to present proof of vaccination; otherwise a negative COVID test is required.
Spain	- Connected to the EU Digital COVID Certificate (EUDCC), which allows restriction-free travel across all EU and EEA countries following proof of vaccination and a negative COVID test. - ATK are now accepted instead of RT-PCR for travelers from countries on the list of risk zones - including France and Germany - while no tests are required for low-incidence areas. - Travelers from the UK must show proof of being fully vaccinated. This means travelers must have received the second dose at least 14 days before arrival. Children under 12 years old are exempt when travelling with an adult. This rule applies to the whole of Spain, including the Canary Islands and the Balearics. - If a traveler's last vaccination was more than 270 days ago, he/she will also need a booster to enter the country or will be considered unvaccinated.
Netherlands	- Connected to the EU Digital COVID Certificate (EUDCC), which allows restriction-free travel across all EU and EEA countries following proof of vaccination and a negative COVID test. - The Netherlands abolished COVID entry rules for all travelers from 23 March. - Face masks are no longer mandatory in most public settings or trains, but still required on planes and in airports.
Luxembourg	- Connected to the EU Digital COVID Certificate (EUDCC), which allows restriction-free travel across all EU and EEA countries following proof of vaccination and a negative COVID test. - Third-country nationals are not permitted to travel to Luxembourg for non-essential reasons - and this rule will remain in place until 30 June. The term 'third-country nationals' means citizens from outside the European Union/Schengen area, San Marino, Andorra, Monaco and the Vatican. - There is no requirement to quarantine when entering Luxembourg. However, if a traveler does not have evidence of a negative test or submit to a rapid antigen test at the airport, he/she will need to self-isolate for 14 days.

Source: European Union's website

Ex 8: Revenue Exposure To Russia

MINT	Thailand	Maldives	Europe & LATAM	Sri Lanka	Middle East
2%	2%	13%	0.5%	7%	3%

Source: Company data

Ex 9: Change In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Numbers of Foreign tourists (people)						
- New	39,856,997	6,702,396	427,869	4,500,000	20,000,000	35,000,000
- Old				6,377,120	25,907,048	38,661,287
- Change (%)				(29.4)	(22.8)	(9.5)
Numbers of Thai tourists (visits)						
- New	229,748,960	123,214,821	71,858,377	176,469,667	211,369,043	236,641,429
- Old				172,311,720	206,774,064	230,897,705
- Change (%)				2.4	2.2	2.5
MINT's occupancy rate (%)						
- New	70.9	44.5	45.3	53.5	64.0	69.3
- Old				52.0	62.2	66.7
- Change (pp)				1.4	1.8	2.5
MINT's ARR (Bt/night)						
- New	3,900	2,876	2,435	3,020	3,635	3,856
- Old				2,959	3,474	3,752
- Change (%)				2.1	4.6	2.8
NHH's occupancy rate (%)						
- New	71.6	25.0	34.3	63.0	70.4	72.8
- Old				62.7	69.9	72.5
- Change (pp)				0.3	0.5	0.3
NHH's ARR (Euro/night)						
- New	103	84	99	98	109	111
- Old				92	103	105
- Change (%)				5.8	5.9	6.1
% SSSG						
- New	(4.4)	(14.2)	3.2	7.0	5.0	3.0
- Old				5.0	3.0	1.0
- Change (pp)				2.0	2.0	2.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Change In Our Key Assumptions And Earnings Revisions (Con't)

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Gross margin (%)						
- New	44.4	15.3	31.1	38.1	41.9	42.9
- Old				36.5	40.9	43.2
- Change (pp)				1.6	0.9	(0.3)
SG&A to sales (%)						
- New	39.4	47.3	48.1	36.1	34.0	33.6
- Old				32.2	32.0	33.1
- Change (pp)				3.9	2.0	0.5
Norm profit (Bt m)						
- New	7,060	(19,388)	(9,314)	1,642	6,954	9,334
- Old				1,637	6,936	9,280
- Change (%)				0.3	0.3	0.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

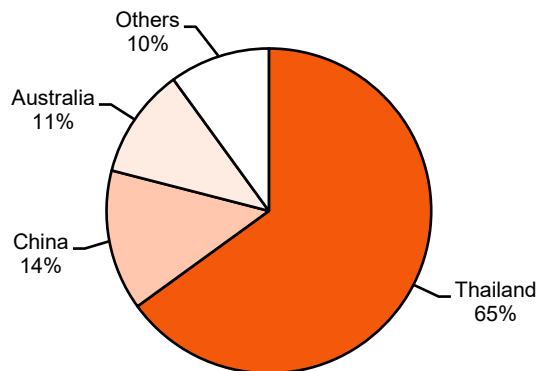
Ex 10: Thailand's Reopening Measures

	March 2022	1 April 2022	1 May 2022*	1 June 2022*
Registration	Thailand Pass	Thailand Pass	Thailand Pass	Thailand Pass, Test & Go and Sandbox program to be canceled
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 ≥ US\$20,000	- RT-PCR test upon arrival - Antigen self-test (ATK) on Day 5 - Travel all over Thailand - Insurance coverage ≥ US\$20,000	- Professional antigen self-test (ATK) test upon arrival - Travel all over Thailand - Insurance coverage may be below US\$20,000	Professional antigen self-test (ATK) test upon arrival
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 ≥ US\$20,000	- RT-PCR test upon arrival - Antigen self-test (ATK) on Day 5 - Require 5 nights stay in Sandbox area - Insurance coverage ≥ US\$20,000	- Professional antigen self-test (ATK) test upon arrival - Require 5 nights stay in Sandbox area - Insurance coverage may be below US\$20,000	
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 ≥ US\$20,000	- RT-PCR test upon arrival - RT-PCR test on Day 5 - Mandatory quarantine of 5 nights in a quarantine hotel - Insurance coverage ≥ US\$20,000	- RT-PCR test upon arrival - RT-PCR test on Day 5 - Mandatory quarantine of 5 nights in a quarantine hotel - Insurance coverage may be below US\$20,000	- RT-PCR test upon arrival - RT-PCR test on Day 5 - Mandatory quarantine of 5 nights in a quarantine hotel - Insurance coverage to be below US\$20,000

Source: CCSA

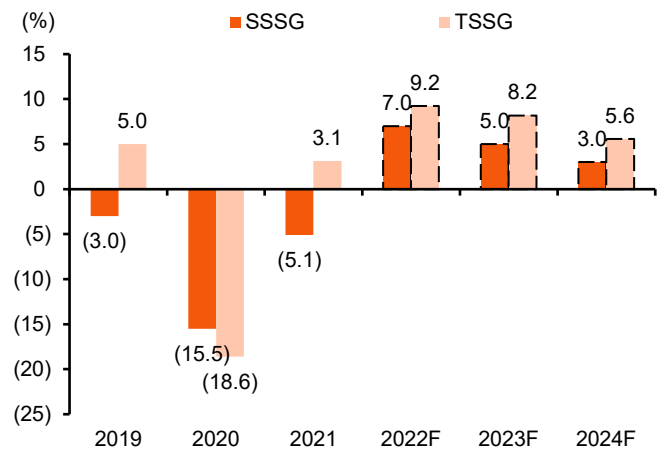
Note: * Under consideration

Ex 11: Food Revenue Breakdown By Location In 2019



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: SSSG And TSSG



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: 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	11,172	19,192	22,106	24,098	25,895	27,267	28,680	30,130	31,600	33,001	34,581	36,225	—
Free cash flow	2,895	7,149	9,123	14,817	16,830	17,987	20,180	22,398	24,622	25,851	27,088	28,446	503,291
PV of free cash flow	2,887	6,246	7,449	11,308	11,792	11,738	12,262	12,675	12,977	12,689	11,894	11,591	205,073
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	7.0												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	341,100												
Net debt (2021)	107,532												
Minority interest	11,470												
Equity value	222,099												
# 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

Valuation Comparison

Ex 14: 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	2.8	228.7	86.9	26.4	1.9	1.9	18.0	12.1	1.1	2.5
Indian Hotels	IH IN	India	na	na	na	62.5	6.4	5.9	81.0	30.5	0.1	0.3
Resorttrust	4681 JP	Japan	na	14.1	33.2	29.1	2.0	1.9	13.6	11.8	1.4	1.5
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	200.5	88.9	39.0	20.6	4.6	3.8	14.5	11.5	0.3	0.3
NH Hotel Group	NHH SM	Spain	na	na	na	19.3	2.0	1.7	10.4	7.9	0.0	0.3
Shanghai Jin Jiang Capital	2006 HK	Hong Kong	na	(20.0)	33.7	42.1	1.8	1.7	10.5	na	1.3	na
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	na	na	na	35.1	na	na	35.9	23.8	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	25.7	20.2	na	na	16.5	14.0	1.6	1.9
Marriott International	MAR US	US	63.0	28.9	33.4	25.9	20.3	18.9	20.2	16.9	0.3	0.8
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	180.8	34.5	37.9	28.2	na	na	21.8	18.0	0.3	0.4
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	na	na	na	119.0	2.1	2.1	67.9	39.2	0.0	0.3
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	na	na	na	39.6	3.4	3.1	21.7	14.0	0.0	0.5
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	na	na	na	67.9	3.1	2.9	42.6	13.7	0.0	0.3
Minor International	MINT TB*	Thailand	na	na	na	35.9	2.4	2.5	14.8	11.1	0.0	0.6
Average			111.8	57.5	41.4	52.8	4.5	4.2	28.4	17.4	0.5	0.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 19-Apr-22 closing prices

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

CONSENSUS COMPARISON

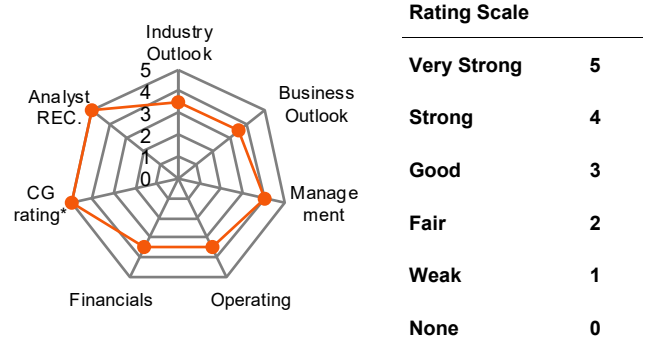
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	38.64	39.00	1%
Net profit 22F (Bt m)	1,727	1,642	-5%
Net profit 23F (Bt m)	6,181	6,954	13%
Consensus REC	BUY: 21	HOLD: 2	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023F และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจาก เรามองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวของ MINT

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ภาวะอุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูง หลังการเข้าซื้อกิจการครั้งใหญ่ในปี 2018

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงของผู้ประกอบธุรกิจโรงแรม ซึ่งเป็นอุปสรรคในการปลดปล่อยความสามารถในการทำกำไร
- การแข่งขันของผู้ประกอบธุรกิจร้านอาหารทั้งใน และต่างประเทศ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- 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

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Earnings turnaround in
2022-24F

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	55,812	68,868	102,166	124,172	133,030
Cost of sales	47,254	47,417	63,268	72,184	76,026
Gross profit	8,558	21,451	38,898	51,988	57,004
% gross margin	15.3%	31.1%	38.1%	41.9%	42.9%
Selling & administration expenses	26,426	33,137	36,834	42,185	44,687
Operating profit	(17,868)	(11,686)	2,063	9,803	12,318
% operating margin	-32.0%	-17.0%	2.0%	7.9%	9.3%
Depreciation & amortization	18,241	19,942	17,836	17,774	17,823
EBITDA	374	8,256	19,899	27,578	30,141
% EBITDA margin	0.7%	12.0%	19.5%	22.2%	22.7%
Non-operating income	2,742	6,730	6,797	5,281	5,100
Non-operating expenses	(625)	1,469	0	0	0
Interest expense	(7,452)	(8,118)	(7,753)	(7,087)	(6,759)
Pre-tax profit	(23,204)	(11,605)	1,108	7,998	10,659
Income tax	(2,983)	(1,490)	111	800	1,066
After-tax profit	(20,220)	(10,114)	997	7,198	9,593
% net margin	-36.2%	-14.7%	1.0%	5.8%	7.2%
Shares in affiliates' Earnings	(464)	(209)	190	445	551
Minority interests	1,296	1,009	456	(689)	(809)
Extraordinary items	(2,019)	(3,853)	0	0	0
NET PROFIT	(21,407)	(13,167)	1,642	6,954	9,334
Normalized profit	(19,388)	(9,314)	1,642	6,954	9,334
EPS (Bt)	(4.7)	(2.8)	0.0	1.0	1.4
Normalized EPS (Bt)	(4.3)	(2.1)	0.0	1.0	1.4

BALANCE SHEET

Improving balance sheet

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	52,064	48,827	62,843	54,568	52,294
Cash & cash equivalent	26,188	25,097	30,000	15,000	10,000
Account receivables	12,286	14,638	22,392	27,216	29,157
Inventories	3,683	3,490	4,680	5,340	5,624
Others	9,908	5,602	5,770	7,013	7,513
Investments & loans	16,052	16,249	16,249	16,249	16,249
Net fixed assets	122,718	130,050	125,941	125,552	126,763
Other assets	171,492	174,508	167,494	160,632	154,136
Total assets	362,327	369,633	372,526	357,000	349,442
LIABILITIES:					
Current liabilities:	41,238	58,058	61,018	62,570	62,050
Account payables	15,310	18,394	24,267	27,687	29,161
Bank overdraft & ST loans	140	482	529	486	446
Current LT debt	6,656	17,663	17,138	15,730	14,434
Others current liabilities	19,131	21,520	19,083	18,666	18,009
Total LT debt	129,897	114,483	114,694	105,273	96,596
Others LT liabilities	114,868	117,599	103,217	98,280	93,362
Total liabilities	286,003	290,140	278,930	266,123	252,007
Minority interest	9,343	11,470	11,014	11,703	12,512
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,182	5,214	5,759	5,759	5,759
Share premium	24,196	24,893	38,737	38,737	38,737
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	21,927	38,046	38,046	29,765	29,765
Retained earnings	15,676	(130)	40	4,913	10,661
Shareholders' equity	66,981	68,023	82,582	79,174	84,923
Liabilities & equity	362,327	369,633	372,526	357,000	349,442

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(23,204)	(11,605)	1,108	7,998	10,659
Tax paid	1,554	1,748	9	(497)	(1,056)
Depreciation & amortization	18,241	19,942	17,836	17,774	17,823
Chg In working capital	(1,001)	924	(3,071)	(2,063)	(752)
Chg In other CA & CL / minorities	10,654	9,362	(2,535)	(1,518)	(617)
Cash flow from operations	6,244	20,371	13,347	21,694	26,057
Capex	(8,426)	(16,377)	(5,000)	(9,000)	(11,000)
Right of use	(98,480)	(8,587)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(2,208)	(197)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	78,706	(4,097)	(15,094)	(5,460)	(5,457)
Cash flow from investments	(30,409)	(29,257)	(21,094)	(15,460)	(17,457)
Debt financing	24,095	(6,413)	(266)	(10,873)	(10,014)
Capital increase	9,741	728	14,390	0	0
Dividends paid	(1,461)	(1,546)	(1,473)	(2,081)	(3,586)
Warrants & other surplus	4,647	15,026	0	(8,281)	0
Cash flow from financing	37,022	7,795	12,651	(21,234)	(13,600)
Free cash flow	(2,182)	3,994	8,347	12,694	15,057

No risk of capital call, in our view

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	1,130.4	35.9	24.8
Normalized PE - at target price (x)	na	na	1,268.6	40.3	27.8
PE (x)	na	na	1,130.4	35.9	24.8
PE - at target price (x)	na	na	1,268.6	40.3	27.8
EV/EBITDA (x)	749.8	35.2	14.8	11.1	10.0
EV/EBITDA - at target price (x)	805.3	37.9	16.0	12.0	10.8
P/BV (x)	2.7	2.7	2.4	2.5	2.4
P/BV - at target price (x)	3.1	3.0	2.7	2.8	2.6
P/CFO (x)	27.2	9.0	14.4	9.2	7.7
Price/sales (x)	3.2	2.6	1.8	1.5	1.4
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.6	1.4
FCF Yield (%)	(1.3)	2.2	4.3	6.3	7.5
(Bt)					
Normalized EPS	(4.3)	(2.1)	0.0	1.0	1.4
EPS	(4.7)	(2.8)	0.0	1.0	1.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.2	0.5
BV/share	12.7	12.9	14.3	13.7	14.7
CFO/share	1.3	3.9	2.4	3.8	4.5
FCF/share	(0.4)	0.8	1.5	2.2	2.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Inexpensive valuation, in our view

FINANCIAL RATIOS

*Rising asset utilization
and cost control to drive
margins*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(52.4)	23.4	48.3	21.5	7.1
Net profit (%)	na	na	na	323.4	34.2
EPS (%)	na	na	na	3,045.5	45.0
Normalized profit (%)	na	na	na	323.4	34.2
Normalized EPS (%)	na	na	na	3,045.5	45.0
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	20.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	15.3	31.1	38.1	41.9	42.9
Operating margin (%)	(32.0)	(17.0)	2.0	7.9	9.3
EBITDA margin (%)	0.7	12.0	19.5	22.2	22.7
Net margin (%)	(36.2)	(14.7)	1.0	5.8	7.2
D/E (incl. minor) (x)	1.8	1.7	1.4	1.3	1.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.4	1.4	1.1	1.2	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	0.27	1.4	1.8
Interest coverage - EBITDA (x)	0.1	1.0	2.6	3.9	4.5
ROA - using norm profit (%)	na	na	0.4	1.9	2.6
ROE - using norm profit (%)	na	na	2.2	8.6	11.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	1.3	8.9	11.7
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
- operating margin (%)	na	na	8.7	12.1	13.1
- leverage (x)	4.3	5.4	4.9	4.5	4.3
- interest burden (%)	147.3	332.8	12.5	53.0	61.2
- tax burden (%)	na	na	90.0	90.0	90.0
WACC (%)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
ROIC (%)	(10.2)	(6.6)	1.1	4.8	6.0
NOPAT (Bt m)	(17,868)	(11,686)	1,857	8,823	11,086
invested capital (Bt m)	177,485	175,554	184,944	185,664	186,398

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , 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 , RS16C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , 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 ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

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

บริษัท ทุนธนชาติ 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 ทุนธนชาติ 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) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ 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) 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 นิการกุล, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
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 ผู้พัฒนทรัพย์กุล, 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, บ้าน
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
นลินกรณ 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