

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 48.00

(Unchanged)

Upside : 19.3%

24 MAY 2022

Small Cap Research

Central Plaza Hotel (CENTEL TB)

การฟื้นตัวเร่งตัวขึ้น

ด้วย 93% ของรายได้มาจากธุรกิจในประเทศไทย CENTEL จึงเป็นผู้ได้ประโยชน์โดยตรงจากการเปิดประเทศไทยอีกครั้ง เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะพลิกมาเป็นกำไรในปีนี้ และฟื้นตัวเต็มที่ในปี 2024F เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" ด้วยมองว่ามีมูลค่าไม่แพงที่ 23.9 เท่า PE ในปี 2024F เทียบกับระดับก่อนเกิดโควิด-19 ที่ 28.0 เท่า



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

เริ่มฟื้นตัว และกำลังเร่งตัวขึ้น

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจาก CENTEL (93% ของรายได้ปี 2019 มาจากธุรกิจในประเทศไทย) ได้เริ่มพลิกฟื้นตั้งแต่ 4Q21 และมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นจากการกลับมาเปิดประเทศอีกครั้ง การฟื้นตัวครั้งนี้มาจากการท่องเที่ยวทั้งในประเทศและต่างประเทศ และ CENTEL ได้ประโยชน์ทั้งจากธุรกิจโรงแรมและอาหาร แม้ว่านักท่องเที่ยวต่างชาติจะยังคงฟื้นตัวจากฐานที่ต่ำมาก แต่เราคาดว่า CENTEL จะสามารถพลิกมามีกำไรได้ตั้งแต่ปี 205 ลบ. โดยเพิ่มขึ้นแข็งแกร่งเป็น 1.6/2.3 พันลบ. ในปี 2023-24F แม้ว่าเราจะปรับกำไรลง 35/4% ในปี 2022-23F เพื่อสะท้อนต้นทุนที่สูงกว่าที่คาดไว้ เราคงราคาเป้าหมายไว้ที่ 48.0 บาท CENTEL ถือว่าไม่แพงที่ PE ที่ 23.9 เท่า ในปี 2024F ซึ่งคาดว่าจะมีกำไรมากกว่าระดับก่อนเกิดโควิด เทียบกับ 28.0 เท่า ในปี 2019

การฟื้นตัวของการท่องเที่ยวเร่งตัวขึ้น

การฟื้นตัวของธุรกิจของ CENTEL เริ่มต้นขึ้นเมื่อการล็อกดาวน์สิ้นสุดใน 4Q21 การฟื้นตัวส่วนใหญ่เกิดจากการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของการท่องเที่ยวภายในประเทศ ในปี 2019 การท่องเที่ยวในประเทศคิดเป็นเกือบ 7% ของ GDP และการท่องเที่ยวต่างประเทศคิดเป็น 11% การเดินทางภายในประเทศใน 4Q21 เท่ากับ 52% และ 1Q22 เท่ากับ 80% ของช่วงเวลาเดียวกันในปี 2019 การเดินทางภายในประเทศเพิ่มขึ้น 74% y-y ใน 1Q22 นักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางมายังไทยมีจำนวน 40 ล้านคน ในปี 2019 ขณะที่ปี 2021 มีจำนวนเพียง 4.28 แสนคน แต่เพิ่มขึ้นเป็น 4.98 แสนคน ใน 1Q22 3.0 แสนคนในเดือนเมษายน 2022 และ 3.0 แสนคน ในช่วง 1-19 พ.ค. หลังจากผ่อนคลายข้อจำกัดการเดินทางมากขึ้น

ต้นทุนสูงกว่าคาด

รายได้ 1Q22 ของ CENTEL ขยายตัว q-q แต่ต้นทุนเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด ทั้งธุรกิจโรงแรมและธุรกิจอาหาร ค่าใช้จ่ายของโรงแรมเพิ่มขึ้น เนื่องจากการกลับมาจ้างงานใหม่เพื่อเตรียมพร้อมสำหรับการฟื้นตัวในอนาคต ต้นทุนของธุรกิจอาหารเพิ่มขึ้นจากการกลับมาจ้างงาน และผลกระทบต่อต้นทุนของต้นทุนวัตถุดิบและสาธารณูปโภค เพื่อเป็นการลดผลกระทบอัตราค่าห้องพักโรงแรมได้กลับมาสู่ระดับปกติแล้ว ขณะที่ด้านอาหารบริษัท อยู่ระหว่างการปรับปรุงการจัดซื้อจัดจ้าง และการบริหารจัดการสินค้าคงคลัง นอกจากนี้บริษัท ยังกำลังทบทวนการส่งเสริมการขาย และมีแผนขึ้นราคาในธุรกิจอาหารอีกด้วย

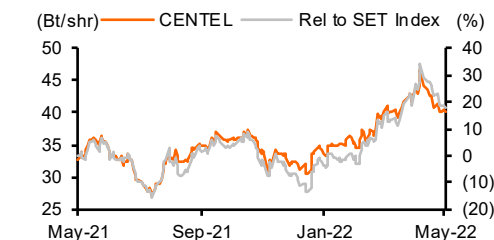
มองหาโอกาสในการเติบโต

CENTEL ยังคงมองหาโอกาสในการทำ M&As สำหรับธุรกิจอาหาร บริษัทฯ เพิ่งเข้าซื้อหุ้น 51% ใน The Food Selection Group (TFSG) เป็นเงิน 520 ลบ. TFSG ดำเนินธุรกิจร้านอาหารญี่ปุ่นภายใต้แบรนด์ "Shinkanzen Sushi" และ "Senma Sushi" CENTEL ตั้งเป้าเพิ่มร้านอาหารจาก 38 ร้าน เป็น 60-70 ร้าน ภายใน 3 ปี เราคาดว่า TFSG จะสร้างกำไรให้ CENTEL ที่ 29/37/47 ลบ. ในปี 2022-24F ปัจจุบัน CENTEL กำลังเจรจาเพื่อซื้อธุรกิจอาหารใหม่อีกหนึ่งธุรกิจ แต่ยังไม่อยู่ในขั้นเริ่มต้นของการเจรจา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	11,211	16,379	20,761	22,939
Net profit	(1,733)	205	1,597	2,278
Consensus NP	—	353	1,673	2,258
Diff frm cons (%)	—	(42.0)	(4.5)	0.9
Norm profit	(1,733)	205	1,597	2,278
Prev. Norm profit	—	313	1,671	2,288
Chg frm prev (%)	—	(34.6)	(4.4)	(0.4)
Norm EPS (Bt)	(1.3)	0.2	1.2	1.7
Norm EPS grw (%)	na	na	678.6	42.6
Norm PE (x)	na	264.9	34.0	23.9
EV/EBITDA (x)	39.1	17.7	12.9	11.2
P/BV (x)	3.0	3.0	2.7	2.5
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.8
ROE (%)	na	1.1	8.4	10.9
Net D/E (%)	64.1	87.7	81.9	73.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 24-May-22 (Bt)	40.25
Market Cap (US\$ m)	1,591.2
Listed Shares (m shares)	1,350.0
Free Float (%)	72.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.1
12M Price H/L (Bt)	46.50/27.00
Sector	Tourism
Major Shareholder	Chirathivat family 63.3%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

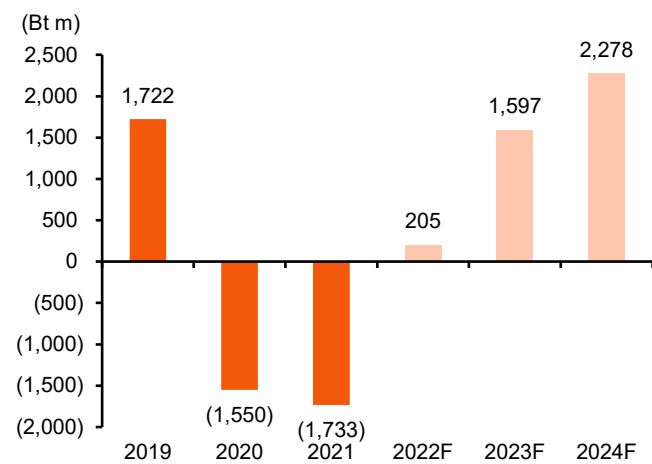
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลเท่านั้นและไม่ใช่ข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

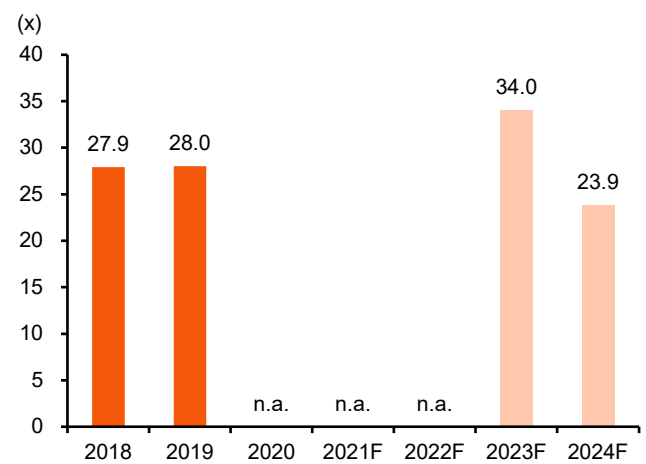
Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Equity income (Bt m)					
- New	(21)	(64)	(23)	46	80
- Old			(36)	16	40
- Change (%)			n.a.	192.7	99.9
Gross margin (%)					
- New	31.5	32.1	39.3	44.4	45.7
- Old			40.5	44.9	46.1
- Change (pp)			(1.1)	(0.5)	(0.4)
Norm profit (Btm)					
- New	(1,550)	(1,733)	205	1,597	2,278
- Old			313	1,671	2,288
- Change (%)			(34.6)	(4.4)	(0.4)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Earnings Turnaround

Sources: Company data, Thanachart estimates

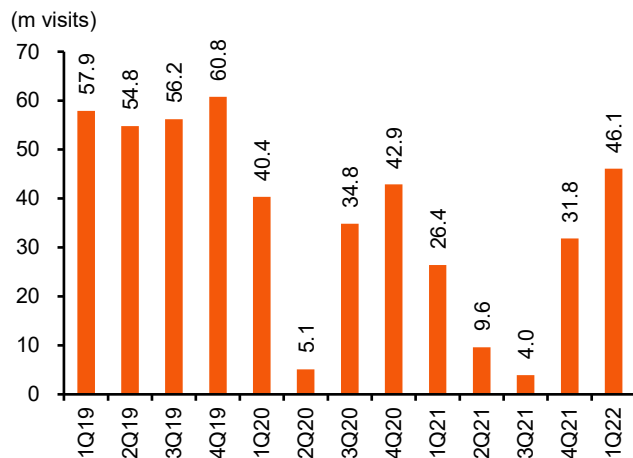
Ex 3: Inexpensive Valuation In Our View

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

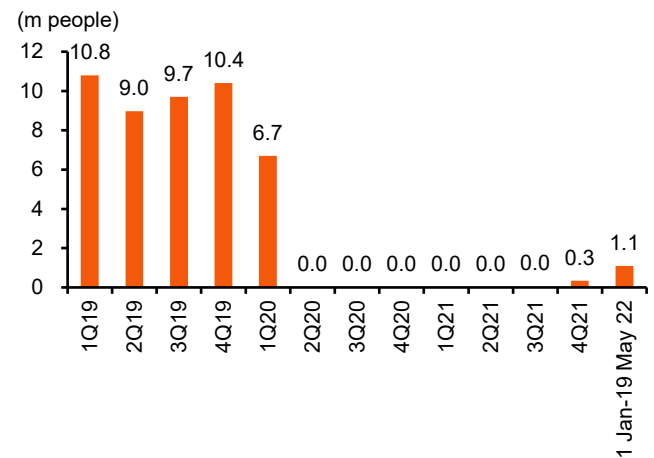
Ex 4: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	2,283	3,746	4,517	5,094	5,508	5,849	6,125	6,373	6,618	6,867	7,122	7,386	—
Free cash flow	(2,017)	349	995	1,860	3,141	4,028	4,792	5,531	5,768	6,008	6,255	6,504	125,032
PV of free cash flow	(2,012)	307	820	1,426	2,254	2,704	3,010	3,251	3,173	2,968	2,879	2,790	53,623
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	6.6												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	77,192												
Net debt (2021)	11,816												
Minority interest	355												
Equity value	65,021												
# of shares	1,350												
Target price/share (Bt)	48.00												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: # Of Trips For Thai Tourists

Source: TAT

Ex 6: # Of International Tourists

Source: TAT

Ex 7: Thailand's Entry Rules

	From 1 May 2022	From 1 June 2022
Registration	Thailand Pass	- Thailand Pass (except for Thai people) - Reduce data requirements in Thailand Pass for foreign tourists (vaccine/test, insurance [US\$10,000] and passport)
Fully vaccinated travelers	- Show vaccine certificate - No need to do RT-PCR or ATK test - Have insurance coverage $\geq$ US\$10,000	- Show vaccine certificate - No need to do RT-PCR or ATK test - Have insurance coverage $\geq$ US\$10,000
Unvaccinated travelers:		
Group 1: Unvaccinated travelers have pre-departure RT-PCR test ($\leq$ 72 hours)	- Show pre-departure RT-PCR test with a negative result - No need to do RT-PCR or ATK test - Have insurance coverage $\geq$ US\$10,000	- No mandatory quarantine - Show pre-departure RT-PCR or professional ATK test with a negative result or do a professional ATK test at the airport
Group 2: Unvaccinated travelers 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 $\geq$ US\$10,000	Have insurance coverage $\geq$ US\$10,000

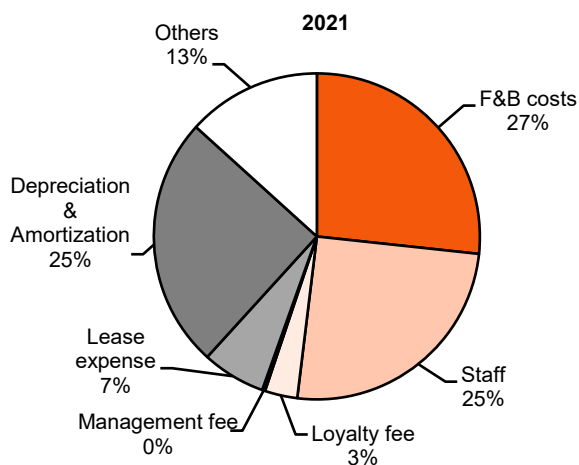
Source: CCSA

Ex 8: Thai And Foreign Tourist Assumptions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Thai tourists (m visits)	229.7	123.2	71.9	176.5	211.4	236.6
Foreign tourists (m people)	39.9	6.7	0.4	4.5	20.0	35.0

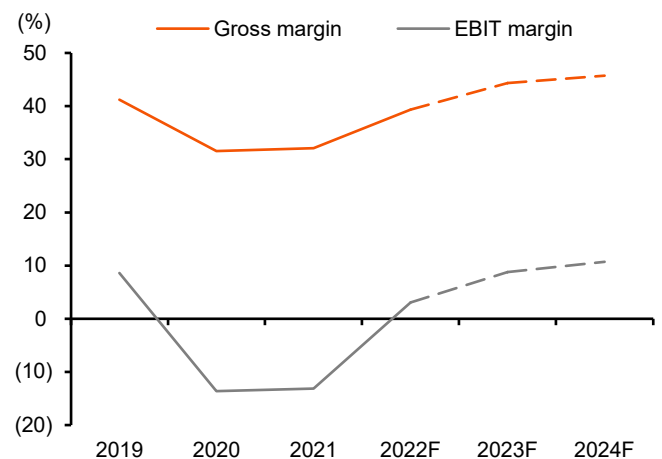
Sources: TAT, Thanachart estimates

Ex 9: Cost Breakdown



Source: Company data

Ex 10: Gross Margin And Operating Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Shinkanzen Sushi Outlets



Source: Company data

Ex 12: Senma Sushi Outlets



Source: Company data

Valuation Comparison

Ex 13: 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	12.3	211.8	82.7	26.5	2.0	1.9	18.2	12.6	1.1	2.4
Indian Hotels	IH IN	India	na	na	na	53.0	5.4	4.2	64.1	25.1	0.2	0.2
Resorttrust	4681 JP	Japan	20.9	26.7	32.0	25.2	1.9	2.0	12.9	11.1	1.4	1.7
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	114.4	146.9	48.0	19.4	4.5	3.7	15.8	11.5	0.3	0.4
NH Hotel Group	NHH SM	Spain	na	na	na	17.7	2.1	1.8	10.6	7.9	0.0	0.4
Shanghai Jin Jiang Capital	2006 HK	Hong Kong	na	278.9	162.6	42.9	1.8	1.8	na	na	0.0	na
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	na	na	na	205.6	3.4	3.3	34.1	18.7	0.0	0.0
InterContinental Hotels	IHG US	US	na	25.8	22.6	18.0	na	na	14.7	12.6	1.8	2.1
Marriott International	MAR US	US	74.1	25.1	27.0	21.6	18.7	16.8	17.0	14.5	0.6	1.0
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	174.0	41.0	32.9	23.3	na	na	19.1	15.5	0.3	0.4
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	na	na	na	113.5	2.0	2.0	71.3	39.2	0.1	0.3
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	na	678.6	264.9	34.0	3.0	2.7	17.7	12.9	0.0	0.0
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	na	na	na	70.2	3.2	3.0	43.5	14.0	0.0	0.3
Minor International	MINT TB*	Thailand	na	na	na	34.9	2.4	2.5	14.5	10.9	0.0	0.6
Average			79.2	179.4	84.1	50.4	4.2	3.8	27.2	15.9	0.4	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 24-May-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

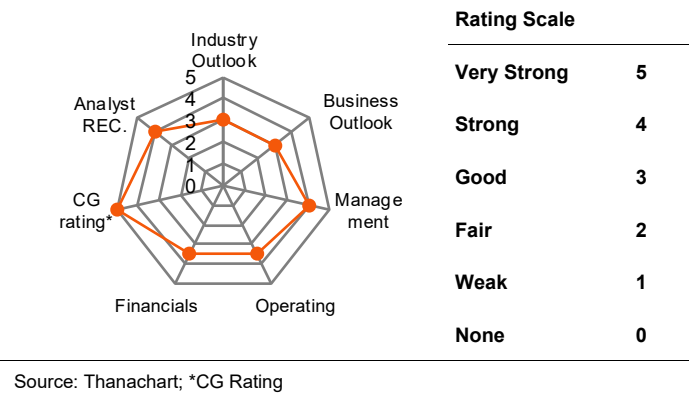
S — Strength

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

O — Opportunity

- กลยุทธ์การลงทุนและการซื้อกิจการทั้งในประเทศและทั่วโลก
- การท่องเที่ยวและการบริโภคที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะในประเทศไทย และประเทศอื่นๆทั่วโลก ที่มีการท่องเที่ยวเติบโตสูง

COMPANY RATING



W — Weakness

- ฟังพาดูอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทยสูง
- อุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย
- ฟังฟังการบริโภคในประเทศ

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นของผู้ประกอบการโรงแรม ซึ่งนำไปสู่อุปสรรคในการปลดล๊อคการทำกำไรของบริษัทฯ
- การแข่งขันระหว่างผู้ประกอบการร้านอาหาร
- ภัยธรรมชาติและโรคระบาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	42.98	48.00	12%
Net profit 22F (Bt m)	353	205	-42%
Net profit 23F (Bt m)	1,673	1,597	-5%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 6	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อธุรกิจโรงแรมและอาหารในระยะยาว

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของไทย และภัยธรรมชาติ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของเศรษฐกิจและการบริโภคในประเทศและของโลกที่อ่อนแอกว่าคาดจะเป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลลบต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

*Hotel and food business
turnaround in 2022-24F*

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	9,936	11,545	12,449
Gross profit	4,070	3,598	6,443	9,216	10,490
% gross margin	31.5%	32.1%	39.3%	44.4%	45.7%
Selling & administration expenses	5,831	5,075	5,946	7,391	8,029
Operating profit	(1,761)	(1,477)	497	1,825	2,461
% operating margin	-13.6%	-13.2%	3.0%	8.8%	10.7%
Depreciation & amortization	3,421	3,167	3,507	3,685	3,842
EBITDA	1,660	1,690	4,004	5,509	6,303
% EBITDA margin	12.9%	15.1%	24.4%	26.5%	27.5%
Non-operating income	342	424	461	489	556
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(669)	(718)	(720)	(713)	(720)
Pre-tax profit	(2,087)	(1,771)	238	1,601	2,298
Income tax	(435)	(78)	0	0	0
After-tax profit	(1,652)	(1,693)	238	1,601	2,298
% net margin	-12.8%	-15.1%	1.5%	7.7%	10.0%
Shares in affiliates' Earnings	(21)	(64)	(23)	46	80
Minority interests	123	24	(10)	(50)	(100)
Extraordinary items	(1,225)	0	0	0	0
NET PROFIT	(2,775)	(1,733)	205	1,597	2,278
Normalized profit	(1,550)	(1,733)	205	1,597	2,278
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

*Strongest balance sheet
in the sector*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	4,406	5,732	3,918	3,932	3,502
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	817	886	887
Others	286	328	480	608	672
Investments & loans	513	500	500	500	500
Net fixed assets	17,368	29,875	32,109	33,888	35,832
Other assets	13,063	12,484	11,919	11,315	10,694
Total assets	35,350	48,593	48,447	49,635	50,528
LIABILITIES:					
Current liabilities:	7,798	9,664	9,439	9,467	9,078
Account payables	1,873	2,669	2,722	2,847	2,729
Bank overdraft & ST loans	1,725	1,970	2,245	2,253	2,196
Current LT debt	2,024	3,114	3,123	3,135	3,056
Others current liabilities	2,176	1,911	1,350	1,231	1,097
Total LT debt	7,740	10,587	12,492	12,541	12,224
Others LT liabilities	9,597	9,910	7,869	7,334	6,783
Total liabilities	25,135	30,161	29,800	29,341	28,084
Minority interest	293	355	365	415	515
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	6,013	7,610	9,660
Shareholders' equity	9,923	18,076	18,282	19,878	21,928
Liabilities & equity	35,350	48,593	48,447	49,635	50,528

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Improving cash inflow stream

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(2,087)	(1,771)	238	1,601	2,298
Tax paid	336	94	(4)	11	(2)
Depreciation & amortization	3,421	3,167	3,507	3,685	3,842
Chg In working capital	(436)	543	(336)	40	76
Chg In other CA & CL / minorities	1,756	(301)	(732)	(211)	(117)
Cash flow from operations	2,991	1,732	2,673	5,125	6,097
Capex	(1,071)	(13,950)	(4,020)	(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)	(7,216)	(5,395)	(5,715)
Debt financing	3,625	4,182	2,189	70	(453)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	0	0	(228)
Warrants & other surplus	(1,002)	0	0	0	0
Cash flow from financing	2,623	4,182	2,189	70	(681)
Free cash flow	1,920	(12,218)	(1,347)	1,425	2,097

VALUATION

Inexpensive valuation, in our view

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	264.9	34.0	23.9
Normalized PE - at target price (x)	na	na	316.0	40.6	28.4
PE (x)	na	na	264.9	34.0	23.9
PE - at target price (x)	na	na	316.0	40.6	28.4
EV/EBITDA (x)	37.9	39.1	17.7	12.9	11.2
EV/EBITDA - at target price (x)	44.2	45.3	20.3	14.8	12.9
P/BV (x)	5.5	3.0	3.0	2.7	2.5
P/BV - at target price (x)	6.5	3.6	3.5	3.3	3.0
P/CFO (x)	18.2	31.4	20.3	10.6	8.9
Price/sales (x)	4.2	4.8	3.3	2.6	2.4
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8
FCF Yield (%)	3.5	(22.5)	(2.5)	2.6	3.9
(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	13.5	14.7	16.2
CFO/share	2.2	1.3	2.0	3.8	4.5
FCF/share	1.4	(9.1)	(1.0)	1.1	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Earnings turnaround
from 2022F onwards*

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	678.6	42.6
EPS (%)	na	na	na	678.6	42.6
Normalized profit (%)	na	na	na	678.6	42.6
Normalized EPS (%)	na	na	na	678.6	42.6
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.5	32.1	39.3	44.4	45.7
Operating margin (%)	(13.6)	(13.2)	3.0	8.8	10.7
EBITDA margin (%)	12.9	15.1	24.4	26.5	27.5
Net margin (%)	(12.8)	(15.1)	1.5	7.7	10.0
D/E (incl. minor) (x)	1.1	0.9	1.0	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.6	0.9	0.8	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	0.7	2.6	3.4
Interest coverage - EBITDA (x)	2.5	2.4	5.6	7.7	8.8
ROA - using norm profit (%)	na	na	0.4	3.3	4.5
ROE - using norm profit (%)	na	na	1.1	8.4	10.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	1.3	8.4	11.0
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
- operating margin (%)	na	na	5.9	11.1	13.2
- leverage (x)	2.7	3.0	2.7	2.6	2.4
- interest burden (%)	147.1	168.2	24.8	69.2	76.1
- 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)	1.7	5.3	6.7
NOPAT (Bt m)	(1,761)	(1,477)	497	1,825	2,461
invested capital (Bt m)	18,587	29,892	34,640	36,507	38,404

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 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2205A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2205A, COM716C2208A, COM716C2209A, CPF16C2205A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KCE16C2208A, KCE16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, OR16C2205A, PTG16C2209A, PTT16C2205A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2205A, RCL16C2208A, RS16C2205A, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2205A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TTA16C2208A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPF, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, RS, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, SYNEX, TOP, TRUE, TTA). 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. มีส่วนการถือหุ้น 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 มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวีณ์ ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สกกลอิกวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สกกลอิกวิปเมนท์ 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, เติ่นเรือ
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรัชชา ศรทรง
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, พาณิชย
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, แพล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลี 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, บ้านเท่ง
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 ธรรมป่ารุ่ง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิกรณ์ 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 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 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