

BUY (From: SELL)

Change in Recommendation

TP: Bt 4.40

Upside : 11.1%

(From: Bt 2.80)

20 JUNE 2022

Small Cap Research

The Erawan Group Pcl (ERW TB)

ได้ประโยชน์จากการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ ERW เป็น “ซื้อ” จากอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวที่มีแนวโน้มดีขึ้น แม้ว่า ERW จะดูแพงกว่า MINT และ CENTEL แต่ดำเนินธุรกิจโรงแรมอย่างเดียว ด้วยแนวโน้มธุรกิจที่ดีขึ้น เราไม่เห็นความเสี่ยงเรื่องเพิ่มทุนอีกต่อไป เราให้ราคาเป้าหมายปี 2023F ที่ 4.40 บาท

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ ERW เป็น “ซื้อ” (จาก ขาย) เนื่องจากอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของไทยมีแนวโน้มดีขึ้น ERW ดำเนินธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว และได้รับผลกระทบมากกว่า MINT และ CENTEL ซึ่งทั้งสองบริษัทมีเบาะรองรับจากธุรกิจอาหารในช่วงโควิด ดังนั้นเราจึงคาดว่า ERW จะได้รับประโยชน์จาก operating leverage มากกว่าในช่วงที่อุตสาหกรรมฟื้นตัว เราปรับประมาณการกำไรของเราขึ้นเพื่อสะท้อนการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของนักท่องเที่ยวราว 3-4% ในปี 2023-24F และคาดว่ากำไรจะพลิกจากขาดทุน 739 ลบ. ในปีนี้ เป็น 245-680 ลบ. ในปี 2023-24F นอกจากนี้เรายังปรับมาใช้ราคาเป้าหมายปี 2023F ที่ 4.40 บาท (จาก 2.8 บาท) ERW ซื้อขายที่ PE ที่ 28.5 เท่า ในปี 2024F ซึ่งเราคาดว่าจะฟื้นตัวเต็มที่ ซึ่งยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนเกิดโควิดที่ 37.0 เท่า แต่แพงกว่า CENTEL (25.8 เท่า) และ MINT (23.4 เท่า)

เริ่มฟื้นตัว

ERW เห็นอัตราการเข้าพักในไทยเพิ่มขึ้นจาก 27% ในปี 2021 เป็น 46% ใน 1Q22 และ 62% ในเดือนเม.ย.-พ.ค. เราคาดว่าอยู่ที่ 57.4/70.8/77.3% ในปี 2022-24F เทียบกับ 76.0% ในปี 2019 อัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) เพิ่มขึ้นจาก 924 บาท/คืน ในปี 2021 เป็น 1,074 บาท ใน 1Q22 และ 1,160 บาท ในเดือนเม.ย.-พ.ค. เราคาดว่า ARR อยู่ที่ 1,207/1,391/1,592 บาท ในปี 2022-24F เทียบกับ 1,855 บาท ในปี 2019 Exhibit 8 แสดงสัดส่วนห้องพักของ ERW โดย 49% เป็นโรงแรม 1-2 ดาว, 42% เป็น 3-4 ดาว และ 9% เป็น 5 ดาว ด้วยสัดส่วนนี้ เราเชื่อว่า ERW จะยังคงมุ่งเน้นนักท่องเที่ยวชาวจีนมากขึ้น ซึ่งเราคาดว่าจะเริ่มกลับมาในปีหน้าเป็นต้นไป Exhibit 9 แสดงโครงสร้างรายได้แยกตามประเทศในปี 2019

มี upside จากการเติบโตของโรงแรมรายอเมเยา (Budget Hotel)

ERW เข้าสู่กลุ่มรายอเมเยาในปี 2014 ภายใต้แบรนด์ “HOP INN” ERW มีโรงแรม 49 แห่ง ในไทย และ 6 แห่ง ในฟิลิปปินส์ ในปี 2021 EBITDA คิดเป็น 16% ของ EBITDA รวมปี 2019 และเป็นบวก 157 ลบ. ในปี 2021 เทียบกับกลุ่มอื่นที่มีผลขาดทุนในระดับ EBITDA HOP INN เป็นกลุ่มที่ ERW มองว่าจะเติบโตมากที่สุด เนื่องจากความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนของ ERW และนักท่องเที่ยวในประเทศที่แข็งแกร่ง ERW มีแผนที่จะขยาย HOP INN ทั้งในไทย และเอเชีย และตั้งเป้าว่ากลุ่มจะมีสัดส่วน 40% ของ EBITDA ภายในปี 2025 อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้รวมการเติบโตนี้ เพราะ ERW ยังไม่ได้ประกาศว่าจะมีการขยายสาขาเป็นจำนวนเท่าไร

ฐานะทางการเงินดีขึ้น

หลังจากเพิ่มทุน 2.0 พันลบ. และการประเมินมูลค่าทรัพย์สินใหม่ที่ 2.7 พันลบ. ใน 2Q21 ยอดขายโรงแรมสองแห่งบนเกาะสมุยที่ 925 ลบ. ใน 4Q21 และโรงแรมสามแห่งในภูเก็ต หัวหิน และกระบี่ ที่ 1 พันลบ. ใน 2Q22 ฐานะการเงินและกระแสเงินสดของ ERW จึงดีขึ้นอย่างมาก เงินสดรับจากการขายสินทรัพย์สามารถช่วยเป็นเงินลงทุน 800 ลบ. สำหรับการลงทุนใน 8 โรงแรมใหม่ (7 Hop Inn และ Holiday Inn 1 แห่ง) และการบำรุงรักษาโรงแรมในปีนี้ เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนอยู่ที่ 1.6/1.4 เท่า ในปี 2022-23F เทียบกับ 1.6 เท่า ในปี 2021 และ debt covenant ที่ 2.5 เท่า



SIRIPORN ARUNOTHAI

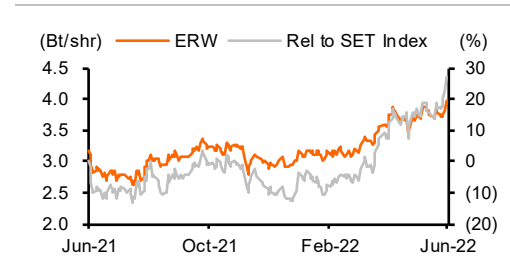
662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,485	3,823	5,198	6,255
Net profit	(2,050)	(689)	245	680
Consensus NP	—	(744)	185	542
Diff frm cons (%)	—	na	32.2	25.5
Norm profit	(2,021)	(739)	245	680
Prev. Norm profit	—	(802)	237	657
Chg frm prev (%)	—	na	3.0	3.6
Norm EPS (Bt)	(0.5)	(0.2)	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	na	na	na	161.6
Norm PE (x)	na	na	74.5	28.5
EV/EBITDA (x)	na	42.6	14.8	11.2
P/BV (x)	3.0	3.4	3.3	2.7
Div yield (%)	0.0	0.0	0.3	1.4
ROE (%)	na	na	4.5	10.7
Net D/E (%)	164.5	158.8	145.6	82.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 20-Jun-22 (Bt)	3.96
Market Cap (US\$ m)	508.4
Listed Shares (m shares)	4,531.6
Free Float (%)	58.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.1
12M Price H/L (Bt)	3.88/2.64
Sector	Tourism
Major Shareholder	Vongkusolkrit & Wattanavekin
	Group 55%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Thai And International Tourist Assumptions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Numbers of foreign tourists (people)					
- New	6,702,396	427,869	6,500,000	26,000,000	39,000,000
- Old			4,500,000	20,000,000	35,000,000
- Change (%)			44.4	30.0	11.4
Numbers of Thai tourists (visits)					
- New	123,214,821	71,858,377	184,846,382	211,369,043	236,641,429
- Old			176,469,667	211,369,043	236,641,429
- Change (%)			4.7	—	—

Sources: TAT, Thanachart estimates

Ex 2: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Occupancy rate (%)					
- New	36.6	29.3	57.4	70.8	77.3
- Old			48.2	69.1	77.0
- Change (pp)			9.2	1.7	0.3
ARR (Bt/room/night)					
- New	1,136	913	1,207	1,414	1,596
- Old			1,155	1,389	1,590
- Change (%)			4.5	1.8	0.4
Normalized profit (Bt m)					
- New	(1,585)	(2,021)	(739)	245	680
- Old			(802)	237	657
- Change (%)			n.a.	3.0	3.6

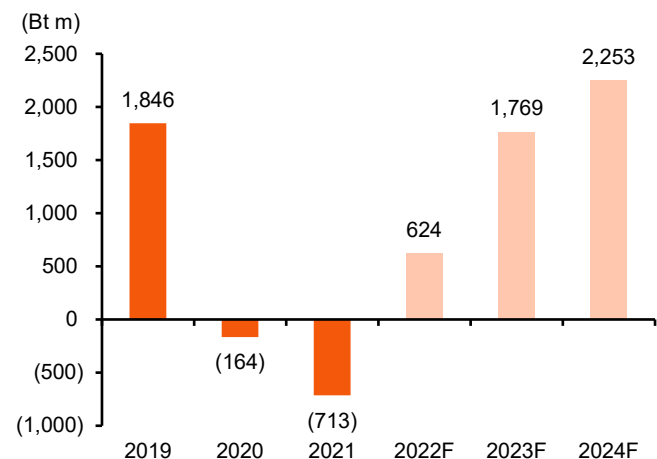
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2023F

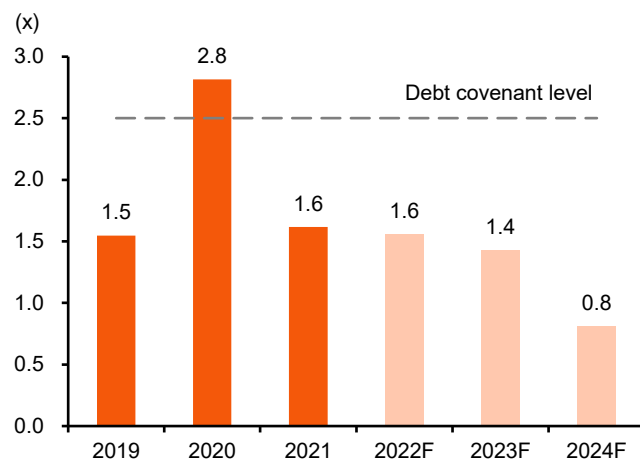
(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	1,499	1,977	2,191	2,324	2,433	2,526	2,612	2,698	2,788	2,880	2,976	—
Free cash flow	371	1,274	1,485	1,642	1,758	1,771	1,882	1,952	2,025	2,101	2,179	38,992
PV of free cash flow	370	1,113	1,200	1,235	1,231	1,155	1,143	1,105	1,039	1,000	963	17,237
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	7.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	28,792											
Net debt (2022F)	7,299											
Minority interest	(46)											
Equity value	21,539											
# of shares*	4,891											
Target price/share (Bt)	4.40											

Sources: Company data, Thanachart estimates

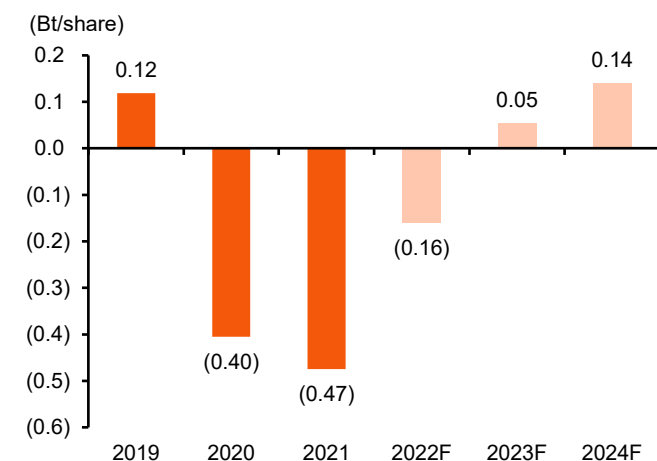
Note: * Include ERW-W3 exercise

Ex 4: Improving EBITDA

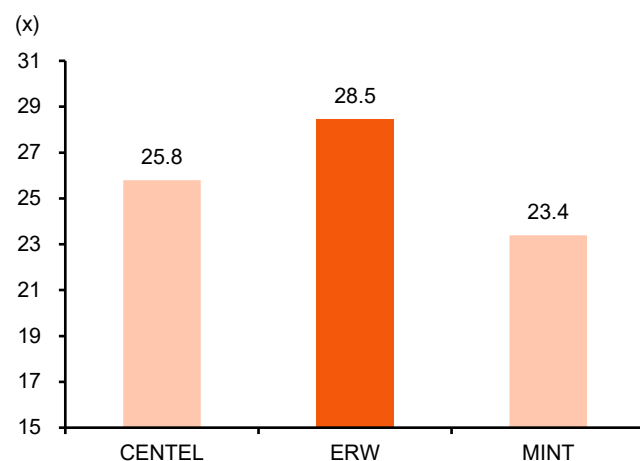
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Improving Net D/E

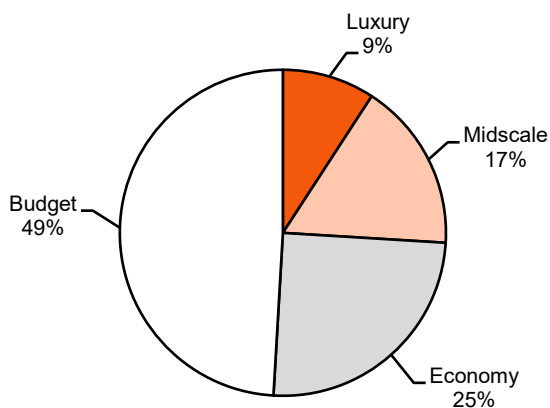
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: ERW's Earnings Turnaround

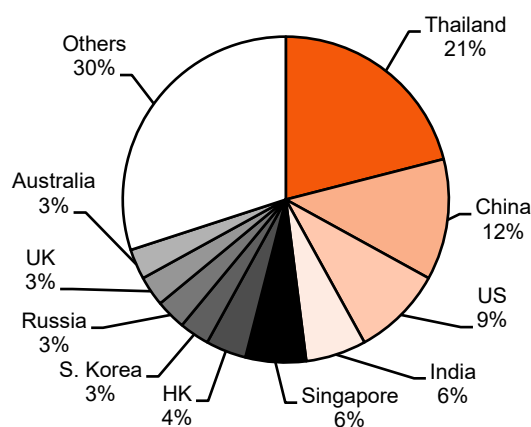
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: ERW's Valuation Compared To Peers' In 2024F

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

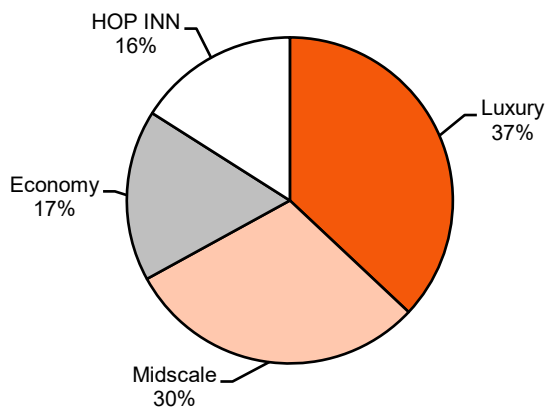
Ex 8: Room Capacity Breakdown (As Of 1Q22)

Source: Company data

Ex 9: Revenue Breakdown By Country In 2019

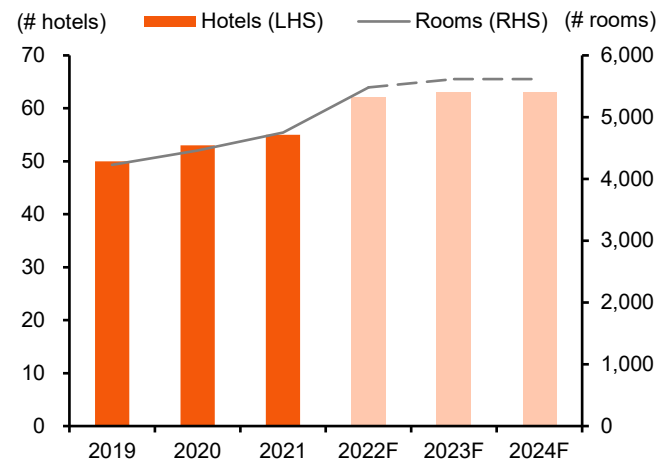
Source: Company data

Ex 10: EBITDA Breakdown By Segment In 2019



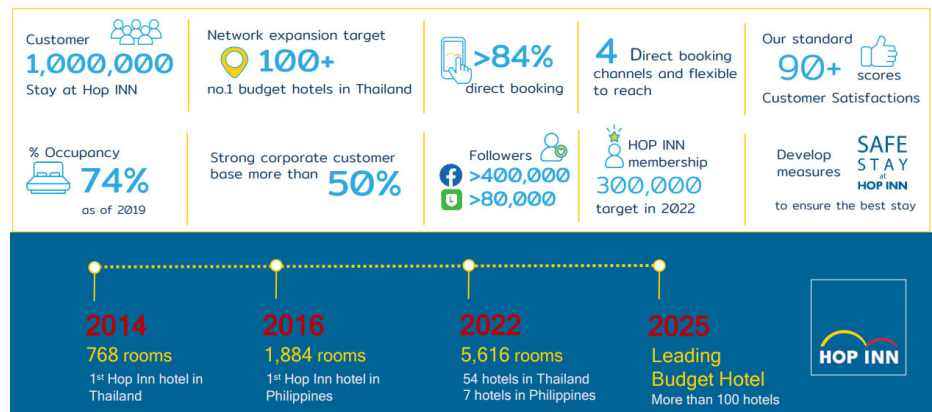
Source: Company data

Ex 11: # Of HOP INN Hotel And Rooms



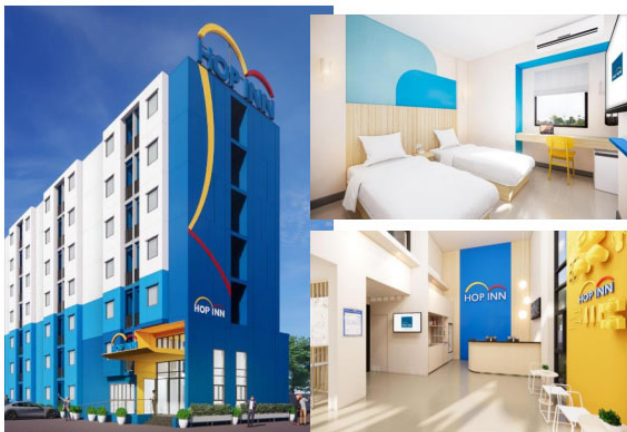
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Strong Track Record In Eight Year Journey



Source: Company data

Ex 13: New Design For HOP INN Hotels



Source: Company data

Ex 14: Launched 'HOP INN Franchise'



Source: Company data

Ex 15: New Hotels In The Pipeline

Brand & Location	Country	# of rooms	Tentative opening
HOP INN Nan	Thailand	62	
HOP INN Chaiyaphum	Thailand	61	1H22
HOP INN Mahasarakham	Thailand	61	
Holiday Inn Cebu Business Park	Philippines	180	
HOP INN Cebu Business Park	Philippines	217	
HOP INN Nakhon Ratchasima (2 nd branch)	Thailand	79	2H22
HOP INN Bangkok – Krung Thonburi Station	Thailand	120	
HOP INN Bangkok – Bangna	Thailand	132	
HOP INN Bangkok – Onnut	Thailand	133	2023
HOP INN Ilolio	Philippines	150	
HOP INN Dawao	Philippines	152	2024
HOP INN North Esda	Philippines	187	

Source: Company data

Valuation Comparison

Ex 16: 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	21.0	193.9	71.8	24.4	1.8	1.8	17.1	11.9	1.1	2.4
Indian Hotels	IH IN	India	na	na	na	49.6	5.2	4.1	61.6	25.3	0.2	0.2
Resorttrust	4681 JP	Japan	20.9	38.3	31.4	22.7	1.9	2.0	12.7	11.5	1.5	2.0
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	107.9	148.6	47.2	19.0	4.4	3.6	15.2	11.1	0.3	0.4
NH Hotel Group	NHH SM	Spain	na	na	na	18.2	2.1	1.8	10.5	7.9	0.0	1.3
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	225.2	3.7	3.6	35.1	19.2	0.0	0.0
InterContinental Hotels	IHG US	US	na	26.5	19.9	15.7	na	na	13.0	11.1	2.2	2.5
Marriott International	MAR US	US	78.0	24.4	24.3	19.5	17.4	16.1	15.7	13.4	0.6	1.1
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	175.9	39.5	28.7	20.6	na	na	17.2	13.9	0.4	0.5
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	na	na	na	105.7	2.0	2.0	73.2	39.7	0.0	0.3
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	na	678.6	286.3	36.8	3.2	3.0	18.8	13.7	0.0	0.0
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	na	na	na	74.5	3.4	3.3	42.6	14.8	0.0	0.3
Minor International	MINT TB*	Thailand	na	na	793.5	33.9	2.3	2.4	14.5	10.8	0.0	0.6
Average			80.7	178.6	162.9	50.6	4.1	3.8	26.7	15.7	0.5	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 20-Jun-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดีเอราวิ้นกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (ERW) ก่อตั้งเมื่อวันที่ 29 ธ.ค.1982 ERW ธุรกิจหลักของบริษัท คือการลงทุนและพัฒนาโรงแรมในหลากหลายพื้นที่และหลากหลายกลุ่ม (ระดับ 5 ดาว, ระดับกลาง, ระดับประหยัด และระดับราคาย่อมเยา) ทั่วประเทศไทย ปัจจุบัน ERW เป็นเจ้าของโรงแรม 75 แห่ง ณ สิ้น 1Q22 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 โรงแรมราคาประหยัด และระดับราคาย่อมเยา
- 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
- อุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงระหว่างผู้ประกอบการโรงแรม
- ERW ต้องการแหล่งเงินทุนและเงินกู้เพื่อสนับสนุนการลงทุนและพัฒนาโรงแรมของบริษัท
- ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	3.87	4.40	14%
Net profit 22F (Bt m)	(744)	(689)	na
Net profit 23F (Bt m)	185	245	32%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 7	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มกำไรของ ERW

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของประเทศไทย และโรคระบาด เป็นความเสี่ยงหลักของประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Revenue rebound from
Thailand's tourism
recovery

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,306	1,485	3,823	5,198	6,255
Cost of sales	1,465	1,284	2,280	2,472	2,943
Gross profit	841	201	1,543	2,726	3,312
% gross margin	36.5%	13.6%	40.4%	52.4%	53.0%
Selling & administration expenses	2,017	1,850	1,898	1,973	2,104
Operating profit	(1,176)	(1,649)	(355)	753	1,209
% operating margin	-51.0%	-111.0%	-9.3%	14.5%	19.3%
Depreciation & amortization	1,012	936	979	1,016	1,045
EBITDA	(164)	(713)	624	1,769	2,253
% EBITDA margin	-7.1%	-48.0%	16.3%	34.0%	36.0%
Non-operating income	42	80	64	51	53
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(536)	(521)	(460)	(469)	(447)
Pre-tax profit	(1,669)	(2,090)	(751)	335	815
Income tax	(39)	46	45	60	69
After-tax profit	(1,630)	(2,136)	(796)	275	745
% net margin	-70.7%	-143.8%	-20.8%	5.3%	11.9%
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)	(689)	245	680
Normalized profit	(1,585)	(2,021)	(739)	245	680
EPS (Bt)	(0.4)	(0.5)	(0.1)	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	(0.4)	(0.5)	(0.2)	0.1	0.1

BALANCE SHEET

Plans to open nine new
hotels in 2022-23

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	1,962	2,655	1,556	1,580	1,567
Cash & cash equivalent	1,623	1,242	1,000	1,000	1,000
Account receivables	77	100	209	214	171
Inventories	46	39	69	75	89
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	21,389	21,414	20,925
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,812	1,489	1,491	1,657	1,738
Account payables	145	143	250	237	282
Bank overdraft & ST loans	1,410	690	469	633	691
Current LT debt	726	105	178	168	124
Others current liabilities	532	551	594	618	640
Total LT debt	10,551	10,356	8,731	8,246	6,097
Others LT liabilities	3,923	4,582	5,890	5,985	5,900
Total liabilities	17,286	16,427	16,112	15,888	13,735
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	4,891
Share premium	910	910	910	910	1,629
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(133)	2,058	2,058	2,058	2,058
Retained earnings	519	(1,488)	(2,177)	(1,957)	(1,437)
Shareholders' equity	3,813	6,012	5,323	5,543	7,142
Liabilities & equity	21,215	22,450	21,389	21,414	20,925

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Selling three Ibis hotels
to strengthen cash inflow
stream in 2022F*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(1,669)	(2,090)	(751)	335	815
Tax paid	39	(45)	(45)	(60)	(69)
Depreciation & amortization	1,012	936	979	1,016	1,045
Chg In working capital	25	(18)	(32)	(23)	73
Chg In other CA & CL / minorities	(543)	(1,029)	1,015	(15)	(16)
Cash flow from operations	(1,136)	(2,247)	1,166	1,253	1,847
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	1,365	102	(80)
Cash flow from investments	(500)	(847)	365	(898)	(630)
Debt financing	2,524	(1,536)	(1,773)	(331)	(2,135)
Capital increase	0	2,014	(0)	0	1,079
Dividends paid	(176)	0	0	(24)	(161)
Warrants & other surplus	(58)	2,236	0	0	0
Cash flow from financing	2,290	2,714	(1,773)	(355)	(1,217)
Free cash flow	(1,774)	(3,156)	366	453	1,347

VALUATION

*Inexpensive valuation, in
our view*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	na	74.5	28.5
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	82.7	31.6
PE (x)	na	na	na	74.5	28.5
PE - at target price (x)	na	na	na	82.7	31.6
EV/EBITDA (x)	na	na	42.6	14.8	11.2
EV/EBITDA - at target price (x)	na	na	45.9	16.0	12.2
P/BV (x)	4.1	3.0	3.4	3.3	2.7
P/BV - at target price (x)	4.5	3.4	3.8	3.7	3.0
P/CFO (x)	(13.6)	(7.5)	15.6	14.5	10.5
Price/sales (x)	7.8	12.1	4.7	3.5	2.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.3	1.4
FCF Yield (%)	(11.4)	(18.7)	2.0	2.5	7.0
(Bt)					
Normalized EPS	(0.4)	(0.5)	(0.2)	0.1	0.1
EPS	(0.4)	(0.5)	(0.1)	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	1.5
CFO/share	(0.3)	(0.5)	0.3	0.3	0.4
FCF/share	(0.5)	(0.7)	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)	157.4	36.0	20.3
Net profit (%)	na	na	na	na	178.2
EPS (%)	na	na	na	na	161.6
Normalized profit (%)	na	na	na	na	178.2
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	161.6
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	20.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	36.5	13.6	40.4	52.4	53.0
Operating margin (%)	(51.0)	(111.0)	(9.3)	14.5	19.3
EBITDA margin (%)	(7.1)	(48.0)	16.3	34.0	36.0
Net margin (%)	(70.7)	(143.8)	(20.8)	5.3	11.9
D/E (incl. minor) (x)	3.2	1.9	1.8	1.6	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	2.8	1.6	1.6	1.5	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	1.61	2.7
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	1.4	3.8	5.0
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	1.1	3.2
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	4.5	10.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	5.1	11.8
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
- operating margin (%)	na	na	na	15.5	20.2
- leverage (x)	4.1	4.4	3.9	3.9	3.3
- interest burden (%)	147.3	133.2	257.9	41.6	64.6
- tax burden (%)	na	na	na	82.0	91.5
WACC (%)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
ROIC (%)	(7.9)	(11.1)	(2.4)	4.5	8.1
NOPAT (Bt m)	(1,176)	(1,649)	(376)	618	1,106
invested capital (Bt m)	14,877	15,921	13,701	13,591	13,054

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 73 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2209A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANPU16C2210A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2207A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209B, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, IVL16C2206A, JMART16C2210A, JMAR16C2206A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016P2209B, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TTA16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, TU, WHA). 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ 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	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน เรขารดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง 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, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลิ์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@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	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@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