

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 43.00

(From: Bt 39.00)

20 JUNE 2022

Upside : 28.4%

Minor International Pcl (MINT TB)

แนวโน้มดีขึ้นในทุกธุรกิจ

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" MINT เนื่องจากการฟื้นตัวในทุกสายธุรกิจและทุกประเทศในปัจจุบัน แรงกดดันด้านต้นทุนจากอัตราเงินเฟ้อถูกชดเชยด้วยการฟื้นตัวของธุรกิจ MINT นั้นไม่แพงที่ 23.4 เท่า PE ในปีที่มีการฟื้นตัวเต็มที่ในปี 2024F เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีในอดีตที่ 33 เท่า



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

แนวโน้มฟื้นตัวแข็งแกร่ง

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" MINT จากการฟื้นตัวในทุกสายธุรกิจในปัจจุบัน เช่น ธุรกิจโรงแรมและอาหาร และทุกทำเลที่ตั้ง เช่น ยุโรป อเมริกา ออสเตรเลีย จีน มัลดีฟส์ และไทย แม้ว่าบริษัท จะเห็นแรงกดดันด้านต้นทุนจากเงินเฟ้อ แต่เราปรับคาดการณ์กำไรปี 2022-24F ของเราลดลงเล็กน้อย เนื่องจากธุรกิจที่มีแนวโน้มดีขึ้นชดเชยผลกระทบจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้น เมื่อรวมกับการปรับมาใช้ฐาน 2023F แล้ว ราคาเป้าหมายของเราจึงถูกปรับขึ้นมาจาก 43 บาท (จาก 39 บาท) MINT ซื้อขายที่ PE ที่ 23.4 เท่า ในปีที่มีการฟื้นตัวเต็มที่ในปี 2024F เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนเกิดโควิดที่ 33 เท่า

ธุรกิจในประเทศมีแนวโน้มแข็งแกร่ง

ธุรกิจในประเทศของ MINT คิดเป็น 73% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2019 โดย 51% มาจากยุโรป, 7% จากเอเชียเหนือ, 5% จากอเมริกา และ 3% จากจีน NH Hotel ในยุโรปมีอัตราการเข้าพักเพิ่มขึ้นเป็น 63/70% ในเดือนเมษายน/พฤษภาคม จาก 40% ใน 1Q22 โดยอัตราค่าห้องพักเฉลี่ยสูงกว่าระดับก่อนเกิดโควิด และ RevPar กลับสู่ระดับก่อนเกิดโควิด MINT เห็นแนวโน้มการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องในเดือนมิถุนายน ธุรกิจโรงแรมและอาหารในออสเตรเลียก็ปรับตัวดีขึ้นเช่นกัน โดยยอดขายสาขาเดิมเติบโตในระดับตัวเลขหลักเดียวในเดือนเมษายนและพฤษภาคม ธุรกิจอาหารในจีนเริ่มดีขึ้นหลังคลายล็อกดาวน์ในเดือนมิถุนายน เราคาดว่ารายได้จากธุรกิจโรงแรมและอาหารในประเทศของ MINT จะเติบโต 65/19/5% ในปี 2022-24F

ได้แรงหนุนจากการกลับมาเปิดประเทศเต็มที่

ประเทศไทยคิดเป็น 27% ของรายได้รวมของ MINT ในปี 2019 ประเทศไทยค่อยๆ ผ่อนปรนข้อจำกัดการเดินทางในทุกเดือน เริ่มตั้งแต่เดือนมีนาคม โดยในเดือนมิถุนายนใกล้จะเปิดประเทศเต็มรูปแบบ อัตราการเข้าพักเฉลี่ยของโรงแรมในไทยของ MINT สูงกว่า 40% ในเดือนเมษายนและพฤษภาคม เทียบกับ 29% ใน 1Q22 เราคาดว่าอยู่ที่ 41.5/63.5/72.1% ในปี 2022-24F นักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางมาเพียง 4.28 แสนคนในปี 2021 ซึ่งเฉพาะใน 1Q22 เพิ่มขึ้นเป็น 4.98 แสนคน และ 1.118 ล้านคน ในเดือนเม.ย.-กลางมิ.ย. 2022 เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวที่เข้ามายังประเทศอยู่ที่ 6.5/26/39 ล้านคนในปี 2022-24F สำหรับการท่องเที่ยวในประเทศ จำนวนการเดินทางจนถึงตอนนี้กลับมาอยู่ที่ 81% ของระดับก่อนเกิดโควิด ธุรกิจอาหารมีการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ 12.4% y-y ใน 1Q22 และเป็นตัวเลขสองหลักในเดือนเมษายนและพฤษภาคม เราคาดว่ารายได้ของธุรกิจในประเทศไทยจะเติบโต 35/21/8% ในปี 2022-24F

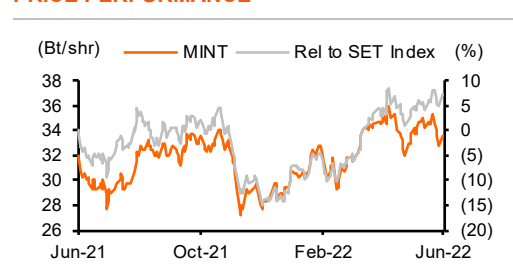
แรงกดดันด้านต้นทุน

ค่าใช้จ่ายของ MINT กำลังเพิ่มขึ้นในสองด้าน ประการหนึ่ง คือ ค่าใช้จ่ายดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น เช่น ค่าใช้จ่ายในการจ้างงานและค่าเช่า ซึ่งเป็นไปตามการฟื้นตัวของธุรกิจ อีกประการหนึ่งมาจากผลกระทบด้านเงินเฟ้อที่กดดันต้นทุนวัตถุดิบและสาธารณูปโภค เพื่อลดผลกระทบนี้ MINT อยู่ระหว่างการปรับปรุงการจัดซื้อจัดจ้างและการบริหารจัดการสินค้าคงคลัง นอกจากนี้ ยังกำลังทบทวนโปรแกรมการขายและพิจารณาการปรับเพิ่มราคาสำหรับธุรกิจอาหาร อย่างไรก็ตาม แนวโน้มการฟื้นตัวของธุรกิจที่แข็งแกร่งนั้นได้ชดเชยผลกระทบของแรงกดดันด้านต้นทุน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	68,868	102,497	122,141	131,475
Net profit	(13,167)	1,619	6,952	9,376
Consensus NP	—	1,882	6,162	8,771
Diff frm cons (%)	—	(14.0)	12.8	6.9
Norm profit	(9,314)	1,619	6,952	9,376
Prev. Norm profit	—	1,642	6,954	9,334
Chg frm prev (%)	—	(1.5)	(0.0)	0.4
Norm EPS (Bt)	(2.1)	0.0	1.0	1.4
Norm EPS grw (%)	na	na	na	44.8
Norm PE (x)	na	793.5	33.9	23.4
EV/EBITDA (x)	34.4	14.5	10.8	9.7
P/BV (x)	2.6	2.3	2.4	2.3
Div yield (%)	0.0	0.0	0.6	1.5
ROE (%)	na	2.1	8.6	11.4
Net D/E (%)	135.3	109.7	117.2	103.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 20-Jun-22 (Bt)	33.50
Market Cap (US\$ m)	4,989.6
Listed Shares (m shares)	5,257.4
Free Float (%)	61.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	16.8
12M Price H/L (Bt)	36.00/27.25
Sector	Food
Major Shareholder Group of Mr. William Heinecke	33%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

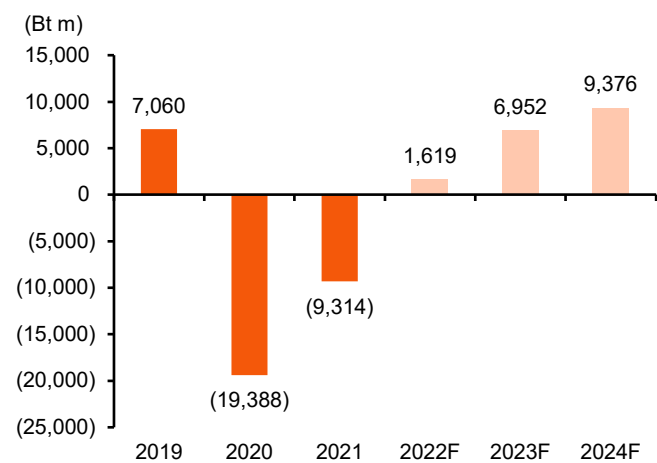
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

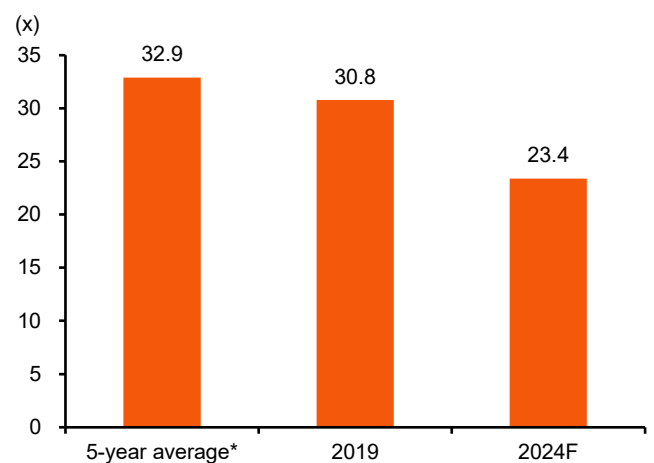
Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
MINT's occupancy rate (%)					
- New	44.7	41.5	55.8	67.5	72.3
- Old			53.5	64.0	69.3
- Change (pp)			2.3	3.5	3.0
MINT's ARR (Bt/night)					
- New	3,648	3,538	3,843	3,900	3,994
- Old			3,020	3,635	3,856
- Change (%)			27.3	7.3	3.6
NHH's occupancy rate (%)					
- New	25	34	58	67	71
- Old			63	70	73
- Change (pp)			(4.8)	(3.5)	(2.1)
NHH's ARR (Euro/night)					
- New	84	89	107	115	117
- Old			98	109	111
- Change (%)			9.1	5.1	5.1
SG&A to sales (%)					
- New	47.3	48.1	37.6	35.4	34.8
- Old			36.1	34.0	33.6
- Change (pp)			1.6	1.4	1.2
Normalized profit (Bt m)					
- New	(19,388)	(9,314)	1,619	6,952	9,376
- Old			1,642	6,954	9,334
- Change (%)			(1.5)	(0.0)	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Earnings Turnaround

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Inexpensive Valuation, In Our View

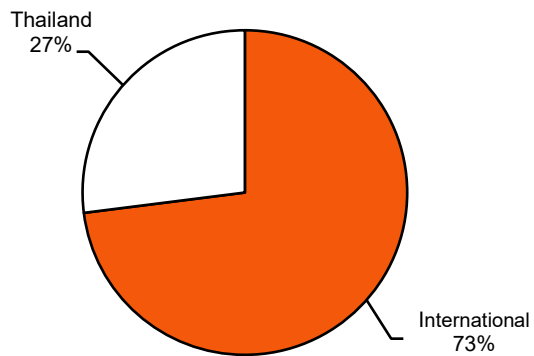
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2023F

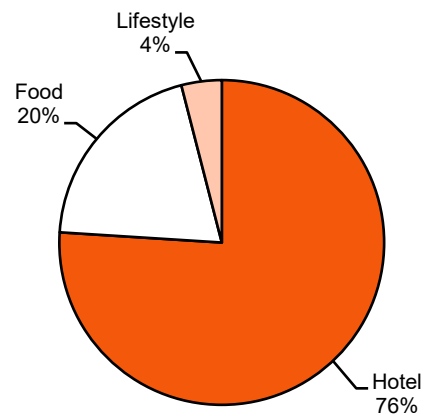
(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	19,276	22,220	24,237	26,043	27,408	28,791	30,240	31,747	33,197	34,823	36,514	—
Free cash flow	11,775	13,842	19,431	21,397	23,563	24,611	25,680	26,965	28,250	29,554	30,976	487,237
PV of free cash flow	11,742	11,931	15,550	15,689	15,988	15,450	14,918	14,495	14,052	13,084	12,641	198,837
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	7.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	364,196											
Net debt (2022F)	102,787											
Minority interest	11,018											
Equity value	250,391											
# of shares*	5,759											
Target price/share (Bt)	43.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Include MINT-W7, MINT-W8 and MINT-W9 exercise

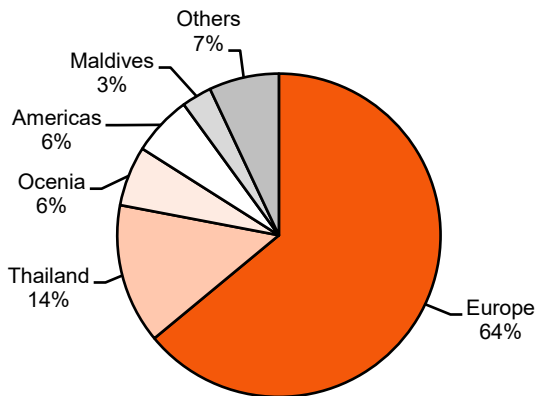
Ex 5: MINT's Revenue Breakdown By Geography In 2019

Source: Company data

Ex 6: Revenue Breakdown By Business In 2019

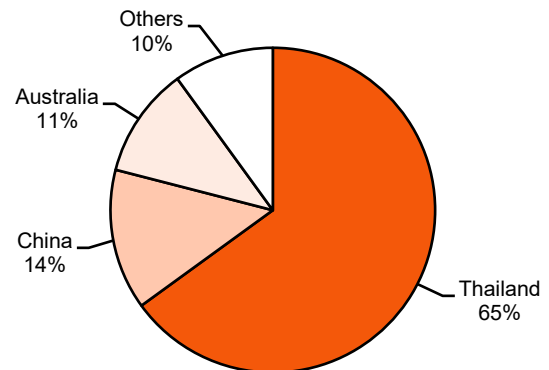
Source: Company data

Ex 7: Hotel Revenue Breakdown In 2019



Source: Company data

Ex 8: Food Revenue Breakdown In 2019



Source: Company data

Ex 9: Thailand's Entry Rules

	March 2022	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 $\geq$ USD20,000	- RT-PCR test upon arrival - Antigen self-test (ATK) on Day 5 - Travel all over Thailand - Insurance coverage $\geq$ USD20,000
Sandbox (For fully vaccinated travelers)	- Pre-departure RT-PCR test - RT-PCR test upon arrival - Antigen self-test (ATK) on Day 5 7 nights' stay in Sandbox area required - Insurance coverage $\geq$ USD20,000	- RT-PCR test upon arrival - Antigen self-test (ATK) on Day 5 5 nights' stay in Sandbox area required - Insurance coverage $\geq$ USD20,000
Quarantine (For partially vaccinated and unvaccinated travelers)	- Pre-departure RT-PCR test - RT-PCR test upon arrival - RT-PCR test on Day 5 - Mandatory quarantine of 10 nights in a quarantine hotel - Insurance coverage $\geq$ USD20,000	- RT-PCR test upon arrival - RT-PCR test on Day 5 - Mandatory quarantine of 5 nights in a quarantine hotel - Insurance coverage $\geq$ USD20,000

Source: CCSA

Ex 10: Thailand's Entry Rules

	May 2022	June 2022	From 1 July 2022
Registration	Thailand Pass	- Thailand Pass (except for Thai people) - Reduced data requirements in Thailand Pass for foreign tourists (vaccine/test, insurance [USD10,000] and passport)	Scrapping of Thailand Pass registration scheme and the USD10,000 health insurance requirement for foreign visitors
Fully vaccinated travelers	- Show vaccine certificate - No need to do RT-PCR or ATK test - Have insurance coverage $\geq$ USD10,000	- Show vaccine certificate - No need to do RT-PCR or ATK test - Have insurance coverage $\geq$ USD10,000	- Show vaccine certificate - No need to do RT-PCR or ATK test
Unvaccinated travelers:			
<i>Group 1:</i> Unvaccinated travelers have pre-departure RT-PCR test (≤ 72 hours)	- Show pre-departure RT-PCR test with a negative result - No need to do RT-PCR or ATK test - Have insurance coverage $\geq$ USD10,000	- 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	- No mandatory quarantine - Unvaccinated/not fully vaccinated travelers who are randomly checked and who are unable to show proof of a pre-arrival negative test will be required to undergo a professional ATK test at the point of entry.
<i>Group 2:</i> 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 $\geq$ USD10,000	Have insurance coverage $\geq$ USD10,000	

Source: CCSA

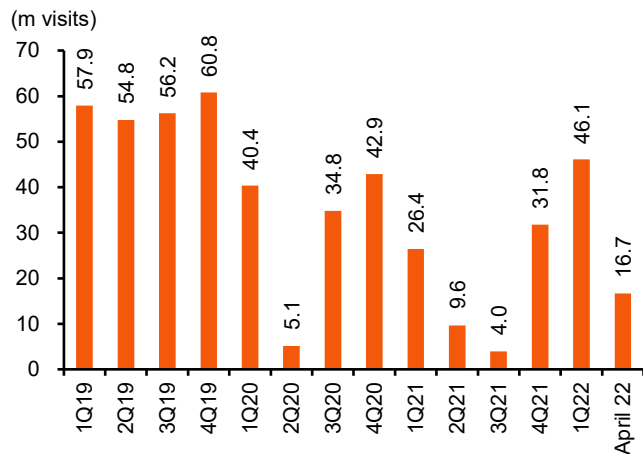
Ex 11: Domestic Tourism Stimulus Package “We Travel Together, 4th Phase Extension”

- The scheme is scheduled to run from 27 June 2022 to 31 October 2022.
- For Thai people aged 18 years and above.
- It will cover 1.5m new rights. The participants in the scheme will have to book hotel rooms in advance, starting from 27 June 2022. Room booking is limited to 10 nights or 10 rooms per person.
- The government subsidizes 40% of the room rate, at no more than Bt3,000/room/night, subsidizes 40% of the airfare, at no more than Bt3,000/person, limited to two seats per room and gives e-vouchers for food worth Bt600/night.



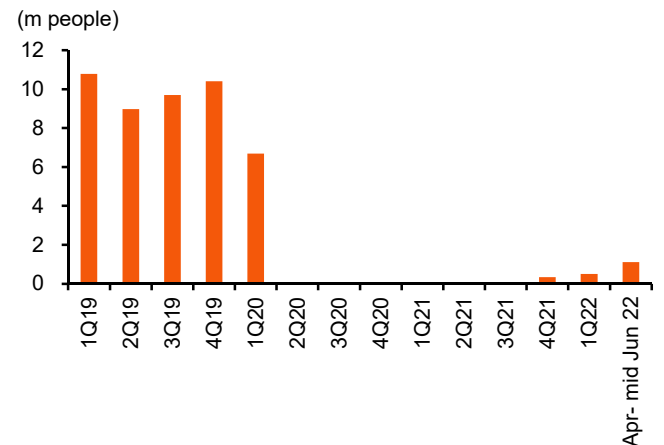
Source: TAT

Ex 12: # Of Trips For Thai Tourists



Source: TAT

Ex 13: # Of International Tourists



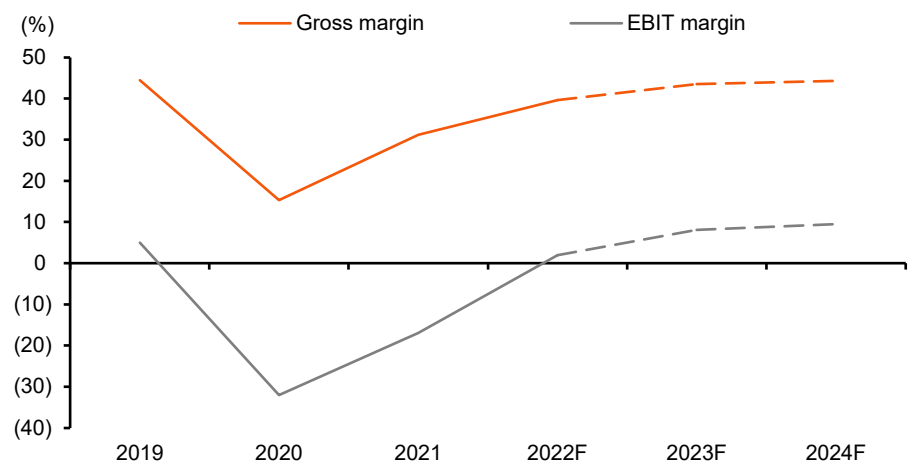
Source: TAT

Ex 14: 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	6.5	26.0	39.0

Sources: TAT, Thanachart estimates

Ex 15: Gross Margin And EBIT Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

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 17-Jun-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไมเนอร์อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) เป็นเจ้าของ และดำเนินงานบริหารโรงแรมและร้านอาหารในประเทศไทยและต่างประเทศ บริษัทฯ ให้บริการธุรกิจให้บริการในต่างประเทศ ได้แก่ โรงแรม และรีสอร์ท, สปา, ร้านอาหารประเภทฟรันทไชน์, และธุรกิจจัดจำหน่ายและผลิตสินค้า นอกจากนี้ ธุรกิจอาหารแบรนด์มีความหลากหลายและเป็นที่รู้จัก ด้วยมีการขยายสาขาในไทยและต่างประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นเจ้าของธุรกิจโรงแรม ซึ่งได้รับการยอมรับเป็นอย่างดี อาทิเช่น อนันตรา, Oaks, Avani, Tivoli และ NH Hotels
- แรนด์ร้านอาหารของ MINT เป็นผู้นำในแต่ละประเภท
- มีความหลากหลายของทำเลที่ตั้งของโรงแรม

O — Opportunity

- การลงทุนเชิงกลยุทธ์และการซื้อกิจการทั่วโลก
- การเติบโตที่แข็งแกร่งของการบริโภคทั่วโลก
- การพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเพื่อเพิ่มผลกำไรของโครงการ

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ภาวะอุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูง หลังการเข้าซื้อกิจการครั้งใหญ่ในปี 2018

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงของผู้ประกอบธุรกิจโรงแรม ซึ่งเป็นอุปสรรคในการปลดปล่อยความสามารถในการทำกำไร
- การแข่งขันของผู้ประกอบธุรกิจร้านอาหารทั้งใน และต่างประเทศ
- การแพร่ระบาดของโควิด 19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	40.04	43.00	7%
Net profit 22F (Bt m)	1,882	1,619	-14%
Net profit 23F (Bt m)	6,162	6,952	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

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	102,497	122,141	131,475
Cost of sales	47,254	47,417	61,889	69,035	73,264
Gross profit	8,558	21,451	40,609	53,106	58,211
% gross margin	15.3%	31.1%	39.6%	43.5%	44.3%
Selling & administration expenses	26,426	33,137	38,581	43,219	45,780
Operating profit	(17,868)	(11,686)	2,028	9,887	12,431
% operating margin	-32.0%	-17.0%	2.0%	8.1%	9.5%
Depreciation & amortization	18,241	19,942	17,836	17,774	17,823
EBITDA	374	8,256	19,863	27,661	30,254
% EBITDA margin	0.7%	12.0%	19.4%	22.6%	23.0%
Non-operating income	2,742	6,730	6,817	5,205	5,045
Non-operating expenses	(625)	1,469	0	0	0
Interest expense	(7,452)	(8,118)	(7,760)	(7,098)	(6,765)
Pre-tax profit	(23,204)	(11,605)	1,085	7,994	10,711
Income tax	(2,983)	(1,490)	109	799	1,071
After-tax profit	(20,220)	(10,114)	977	7,195	9,640
% net margin	-36.2%	-14.7%	1.0%	5.9%	7.3%
Shares in affiliates' Earnings	(464)	(209)	190	445	551
Minority interests	1,296	1,009	452	(688)	(815)
Extraordinary items	(2,019)	(3,853)	0	0	0
NET PROFIT	(21,407)	(13,167)	1,619	6,952	9,376
Normalized profit	(19,388)	(9,314)	1,619	6,952	9,376
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	62,813	53,753	51,637
Cash & cash equivalent	26,188	25,097	30,000	15,000	10,000
Account receivables	12,286	14,638	22,465	26,771	28,816
Inventories	3,683	3,490	4,578	5,107	5,420
Others	9,908	5,602	5,770	6,876	7,401
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	372,496	356,185	348,785
LIABILITIES:					
Current liabilities:	41,238	58,058	60,546	61,378	60,987
Account payables	15,310	18,394	23,738	26,479	28,101
Bank overdraft & ST loans	140	482	531	487	446
Current LT debt	6,656	17,663	17,193	15,765	14,446
Others current liabilities	19,131	21,520	19,083	18,647	17,994
Total LT debt	129,897	114,483	115,062	105,506	96,677
Others LT liabilities	114,868	117,599	103,225	98,231	93,325
Total liabilities	286,003	290,140	278,833	265,115	250,989
Minority interest	9,343	11,470	11,018	11,706	12,520
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)	103	5,103	11,014
Shareholders' equity	66,981	68,023	82,645	79,364	85,276
Liabilities & equity	362,327	369,633	372,496	356,185	348,785

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)	1,085	7,994	10,711
Tax paid	1,554	1,748	12	(516)	(1,057)
Depreciation & amortization	18,241	19,942	17,836	17,774	17,823
Chg In working capital	(1,001)	924	(3,571)	(2,093)	(737)
Chg In other CA & CL / minorities	10,654	9,362	(2,535)	(1,381)	(642)
Cash flow from operations	6,244	20,371	12,827	21,779	26,099
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)	(15,086)	(5,517)	(5,446)
Cash flow from investments	(30,409)	(29,257)	(21,086)	(15,517)	(17,446)
Debt financing	24,095	(6,413)	159	(11,029)	(10,189)
Capital increase	9,741	728	14,390	0	0
Dividends paid	(1,461)	(1,546)	(1,385)	(1,952)	(3,465)
Warrants & other surplus	4,647	15,026	0	(8,281)	0
Cash flow from financing	37,022	7,795	13,163	(21,262)	(13,653)
Free cash flow	(2,182)	3,994	7,827	12,779	15,099

We see no risk of a capital call

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	793.5	33.9	23.4
Normalized PE - at target price (x)	na	na	1,018.5	43.5	30.0
PE (x)	na	na	793.5	33.9	23.4
PE - at target price (x)	na	na	1,018.5	43.5	30.0
EV/EBITDA (x)	733.4	34.4	14.5	10.8	9.7
EV/EBITDA - at target price (x)	857.5	40.4	17.1	12.8	11.5
P/BV (x)	2.6	2.6	2.3	2.4	2.3
P/BV - at target price (x)	3.4	3.3	3.0	3.1	2.9
P/CFO (x)	26.2	8.7	14.4	8.9	7.4
Price/sales (x)	3.2	2.6	1.7	1.4	1.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.6	1.5
FCF Yield (%)	(1.3)	2.3	4.2	6.6	7.8
(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	14.4	13.8	14.8
CFO/share	1.3	3.9	2.3	3.8	4.5
FCF/share	(0.4)	0.8	1.4	2.2	2.6

Inexpensive valuation, in our view

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Rising asset utilization
and cost controls to drive
margins*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(52.4)	23.4	48.8	19.2	7.6
Net profit (%)	na	na	na	329.5	34.9
EPS (%)	na	na	na	2,242.5	44.8
Normalized profit (%)	na	na	na	329.5	34.9
Normalized EPS (%)	na	na	na	2,242.5	44.8
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	20.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	15.3	31.1	39.6	43.5	44.3
Operating margin (%)	(32.0)	(17.0)	2.0	8.1	9.5
EBITDA margin (%)	0.7	12.0	19.4	22.6	23.0
Net margin (%)	(36.2)	(14.7)	1.0	5.9	7.3
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	0.3	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	2.7
ROE - using norm profit (%)	na	na	2.1	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	8.6	12.4	13.3
- leverage (x)	4.3	5.4	4.9	4.5	4.3
- interest burden (%)	147.3	332.8	12.3	53.0	61.3
- tax burden (%)	na	na	90.0	90.0	90.0
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	(10.2)	(6.6)	1.0	4.8	6.0
NOPAT (Bt m)	(17,868)	(11,686)	1,825	8,898	11,188
invested capital (Bt m)	177,485	175,554	185,432	186,123	186,845

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ 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)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง 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 ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ 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 นิการุณ, 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

Strategy, ประกัน, กระดาษ
จักร เรืองสินัญญา
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
ภัทรวลลีย์ หวังมั่งมาศ
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
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

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

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

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

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

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

สุจินตนา สดภาพ
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th