

Thailand Hotel Sector

แนวโน้มแข็งแกร่ง

Sector Valuation			Current	Target	Norm EPS grw		— Norm PE —		— EV/EBITDA —		— Div yield —	
	BBG		price	price	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
Company	Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Central Plaza Hotel	CEN TEL TB	BUY	44.50	51.00	na	681.3	293.6	37.6	20.0	14.0	0.0	0.5
The Erawan Group	ERW TB	BUY	3.68	4.50	na	na	na	63.0	38.4	14.3	0.0	0.3
Minor Int'l	MINT TB	BUY	32.25	43.00	na	1,877.3	628.5	31.8	11.7	9.8	0.0	0.6

Source: Thanachart estimates, Based on 2 Sep 2022 closing prices

การฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยแข็งแกร่งกว่าคาด ซึ่งมาจากทั้งปริมาณการเข้าพักและราคาของกลุ่มโรงแรม การฟื้นตัวของกำไรยังช่วยลดความกังวลเกี่ยวกับกระแสเงินสดและงบดุลอีกด้วย CENTEL ยังคงเป็น Top Pick ของเรา

ทั้งปริมาณผู้เข้าพักและราคาห้องพักเป็นปัจจัยขับเคลื่อน

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยฟื้นตัวแข็งแกร่งกว่าคาด มาจากทั้งปริมาณเข้าพักและราคา (Exhibit 1-2) อัตราการเข้าพักและค่าห้องพักที่เพิ่มขึ้นช่วยชดเชยผลกระทบจากอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น และเราไม่เห็นความจำเป็นในการปรับลดกำไรจากผลกระทบด้านต้นทุนในปี 2023-24F ในทางกลับกันเรายังต้องปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2022F ขึ้น 7% เพื่อสะท้อนแนวโน้มการฟื้นตัวที่เร็วกว่าคาด เราคาดว่ากลุ่มโรงแรมจะกลับมาทำกำไร 12.3 พันลบ. ในปี 2024F เทียบกับขาดทุน 13.1 พันลบ. ในปี 2021 นอกจากนี้ เราคาดว่ากระแสเงินสดที่ปรับตัวดีขึ้นจะช่วยขจัดความเสี่ยงจากการเพิ่มทุนของหุ้นทั้ง 3 ตัวที่เราวิเคราะห์ และเราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของกลุ่มจะลดลงจาก 1.2 เท่า ในปี 2021 เป็น 1.0 เท่า ในปี 2024F นอกจากนี้ เราคาดว่ากลุ่มจะมีโอกาสที่จะได้รับการ re-rate โดย PE ในปี 2024F ซึ่งเป็นปีที่มีการฟื้นตัวเต็มอยู่ที่ 24.3 เท่า ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยก่อนโควิดที่ 32 เท่า เราให้นัหน้าหนักการลงทุนกลุ่มนี้ที่ "OVERWEIGHT" (จาก Neutral)

นักท่องเที่ยวฟื้นตัวแข็งแกร่งขึ้น

จำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางมายังประเทศไทยอยู่ที่ 3.2 ล้านคน ใน 7M22 เฉพาะในเดือนก.ค. ซึ่งแม้จะเป็นช่วงนอกฤดูท่องเที่ยว แต่ก็ยังมีนักท่องเที่ยวเข้ามาถึง 1.12 ล้านคนหรือ 34% ของเดือนก.ค.2019 การเดินทางภายในประเทศก็ดีกว่าที่เราคาด โดยมีการเดินทาง 16.7 ล้านทริป ในเดือนก.ค.2022 คิดเป็น 92% ของเดือนก.ค. 2019 เราปรับเพิ่มจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเป็น 9.0 ล้านคน (จาก 6.5 ล้านคน) และการเดินทางในประเทศเป็น 195 ล้านทริป (จาก 185 ล้านทริป) ในปีนี้ เรายังคงคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวที่มายังไทยอยู่ที่ 26/39 ล้านคน และการเดินทางภายในประเทศอยู่ที่ 211/237 ล้านทริป ในปี 2023-24F เช่นเดิม

ได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่ม

เราเห็นแนวโน้มของผู้ประกอบการโรงแรมที่เราทำบทวิเคราะห์มีส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นในช่วงปีต่างๆ ของการฟื้นตัว เนื่องจาก 1) เฟ้นักพักฟื้นโควิด โรงแรมที่มีแบรนด์ที่แข็งแกร่งมีแนวโน้มที่จะตอบสนองความต้องการที่เพิ่มขึ้นในด้านมาตรฐานสุขอนามัยและความปลอดภัยของอาหาร 2) ผู้ที่สามารถเดินทางในช่วงวิกฤตโควิดได้มักจะเป็นผู้มีรายได้ปานกลางถึงสูงซึ่งเป็นคนที่มีเงินออม พวกเขาสามารถเข้าพักในโรงแรมแบรนด์ดังได้ และ 3) ท่ามกลางต้นทุนและอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น โรงแรมที่ได้ประโยชน์จากขนาด และมีฐานะการเงินที่แข็งแกร่งจะสามารถให้บริการที่มีมาตรฐานสูงต่อไป

CEN TEL เป็น Top Pick

เราให้คำแนะนำ "ซื้อ" หุ้นโรงแรมทุกตัวที่เราทำบทวิเคราะห์ อย่างไรก็ตาม เราเลือก CENTEL เป็น Top Pick ของเรา ตามด้วย MINT แม้ว่าเราคาดว่า CENTEL และ MINT จะกลับมาทำกำไรในปี 2022F แต่ ERW น่าจะยังคงมีผลขาดทุน เราคิดว่า CENTEL สมควรซื้อขายที่ PE ที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับ MINT เนื่องจากมีฐานะทางการเงินและกระแสเงินสดที่แข็งแกร่งที่สุด

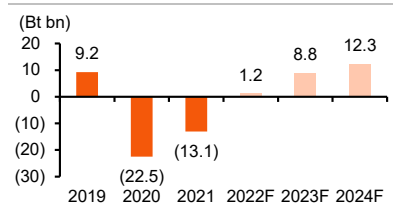


SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

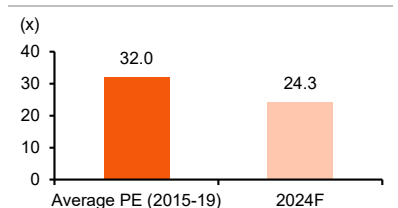
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Earnings Recovery



Sources: Company data, Thanachart estimates

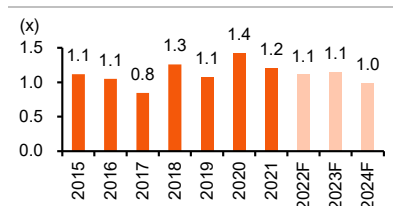
2024F PE vs. Pre-COVID Average*



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * 2015-19

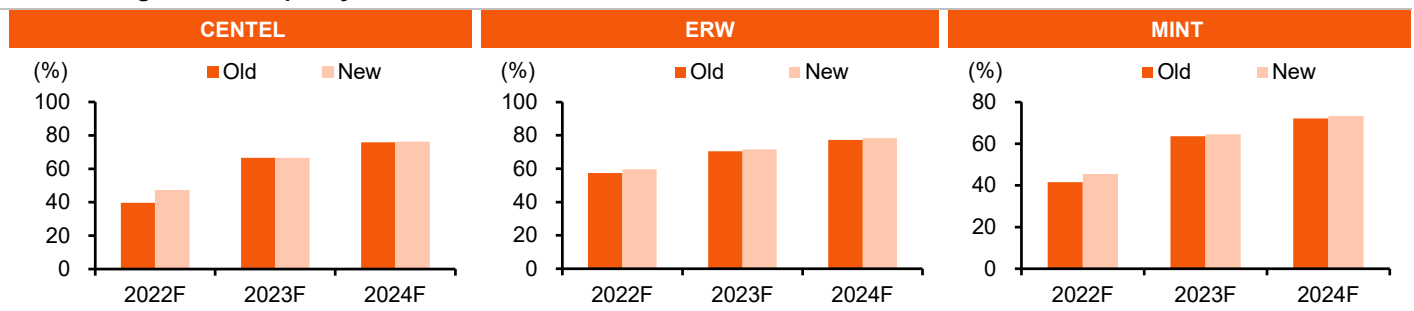
Falling Net Gearing Ratio



Sources: Company data, Thanachart estimates

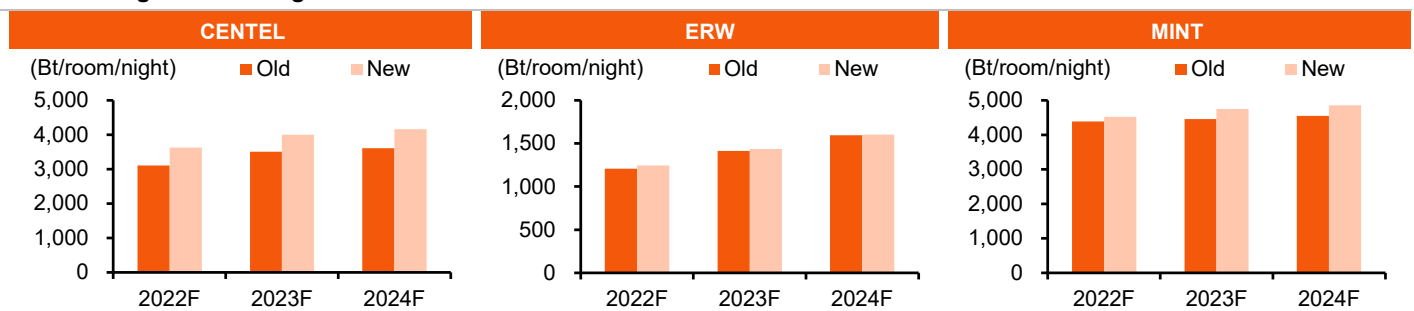


Ex 1: Strong Hotel Occupancy Rates In Thailand



Source: Thanachart estimates

Ex 2: Strong Hotel Average Room Rates



Source: Thanachart estimates

Ex 3: Our Earnings Revisions

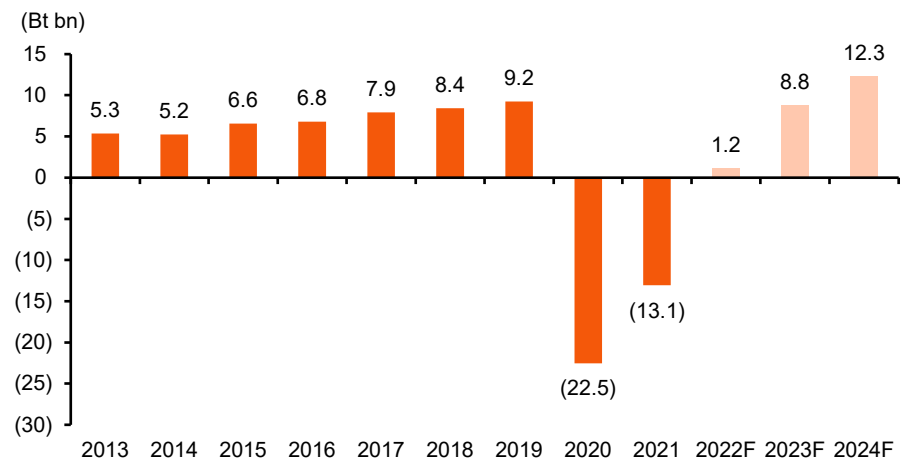
Stock code	Normalized earnings (Bt m)								
	New			Old			Change (%)		
	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
CENTEL	205	1,598	2,282	205	1,597	2,278	(0.2)	0.1	0.2
ERW	(668)	268	685	(739)	245	680	n.a.	9.8	0.6
MINT	1,620	6,955	9,372	1,619	6,952	9,376	0.1	0.0	(0.0)
Sector	1,157	8,822	12,339	1,084	8,793	12,334	6.7	0.3	0.0

Source: Thanachart estimates

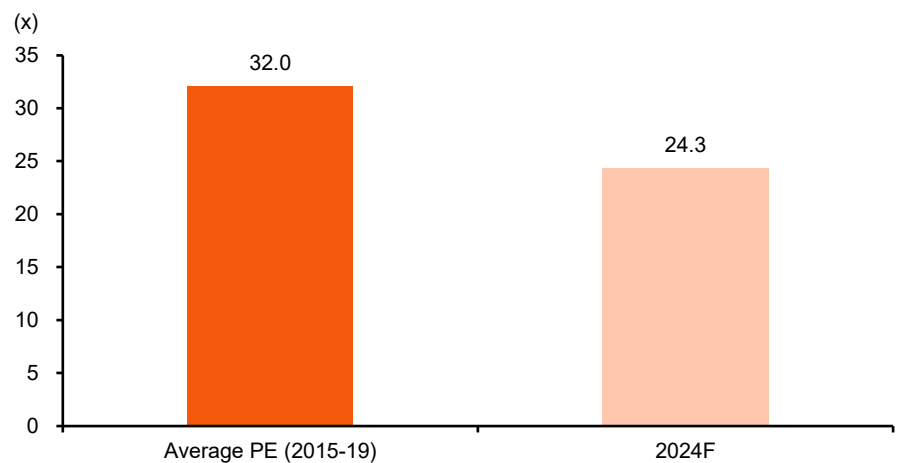
Ex 4: Our Recommendation And TP Changes

Stock	Recommendation		TP (Bt/share)		Changes in our key assumptions
	New	Old	New	Old	
CENTEL	BUY	BUY	51.0	48.0	- Though we factor in rising costs due to inflation in our model, the stronger-than-expected occupancy and ARR for its hotel business in Thailand leads us to fine-tune up our 2023-24F earnings forecasts. - We roll over our TP base year to 2023F.
ERW	BUY	BUY	4.5	4.4	
MINT	BUY	BUY	43.0	43.0	- We lift our earnings to reflect its stronger-than-expected hotel business in Thailand. - Given our earnings hikes, our DCF-based TP (2023F base year) is revised up. - Though we factor in rising costs in our model, the stronger-than-expected occupancy rate and ARR for its hotel business in Thailand leads us to only fine tune our earnings forecasts. - Our DCF-based TP was already rolled over to a 2023F base year previously.

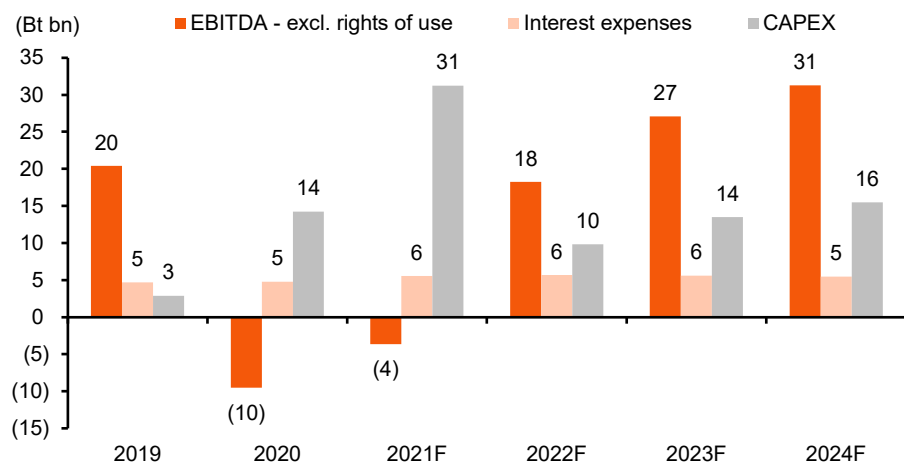
Source: Thanachart estimates

Ex 5: Earnings Recovery

Sources: Company data, Thanachart estimates

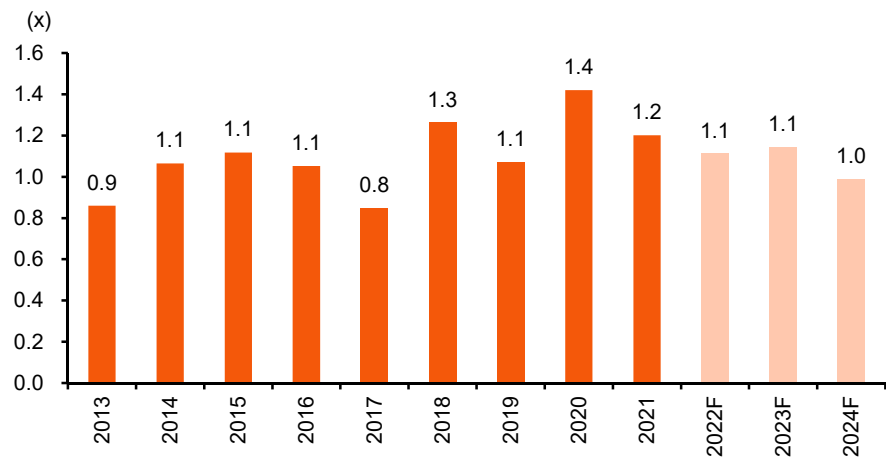
Ex 6: 2024F PE Has Not Yet Returned To Its Five-Year 2015-19 Pre-COVID Average

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

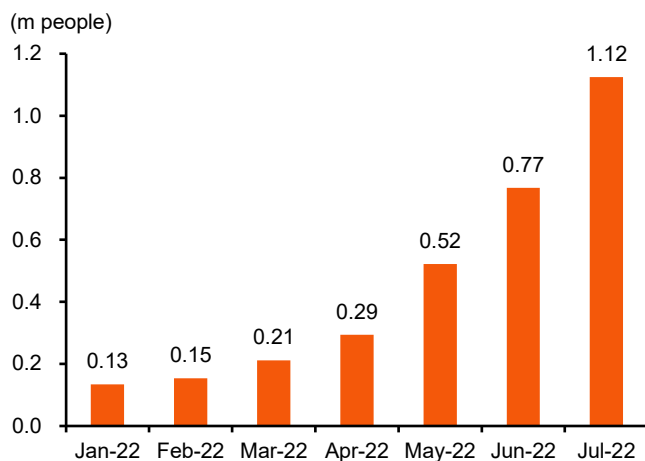
Ex 7: Improving Cash Flow Status

Sources: Company data, Thanachart estimates

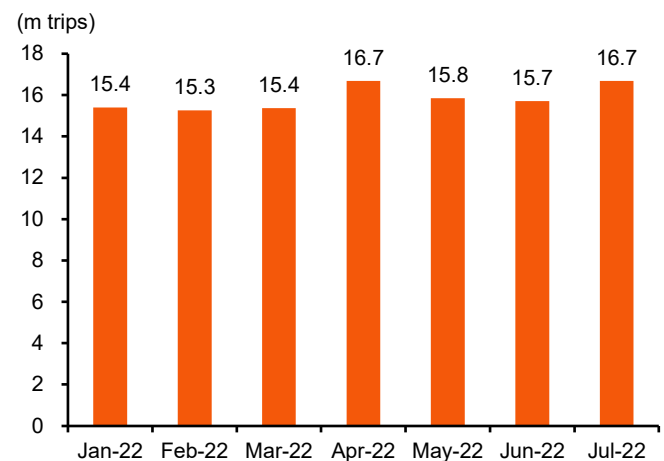
Note: EBITDA excl. rights of use, Interest expenses excl. interest expenses from lease agreements

Ex 8: Falling Net D/E Ratio

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: International Tourists (January-July 2022)

Source: Ministry of Tourism & Sports

Ex 10: Thai Tourists (January-July 2022)

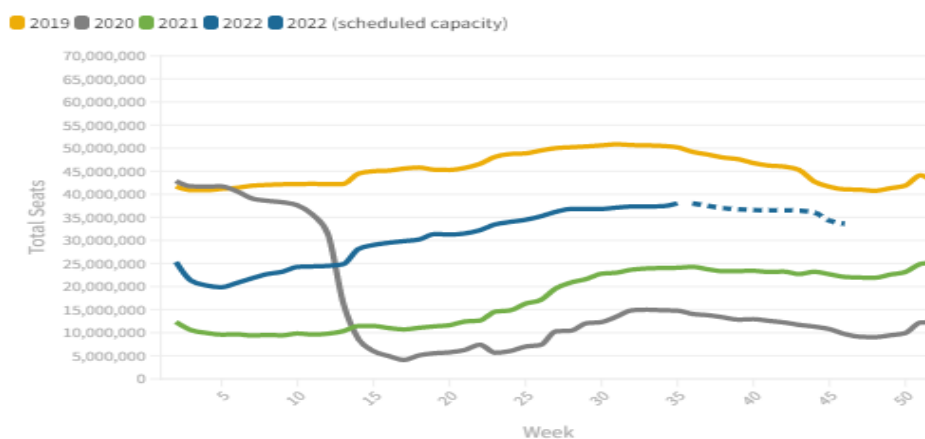
Source: Ministry of Tourism & Sports

Ex 11: Top 10 International Countries For Tourists Visiting Thailand In 7M22

Country	%	Country	%
Malaysia	13.1	Vietnam	4.1
India	10.7	Germany	3.9
Singapore	5.8	Korea	3.7
UK	5.1	Australia	3.6
US	4.7	Cambodia	3.6

Source: Ministry of Tourism & Sports

Ex 12: International Flight Passenger Seat Numbers



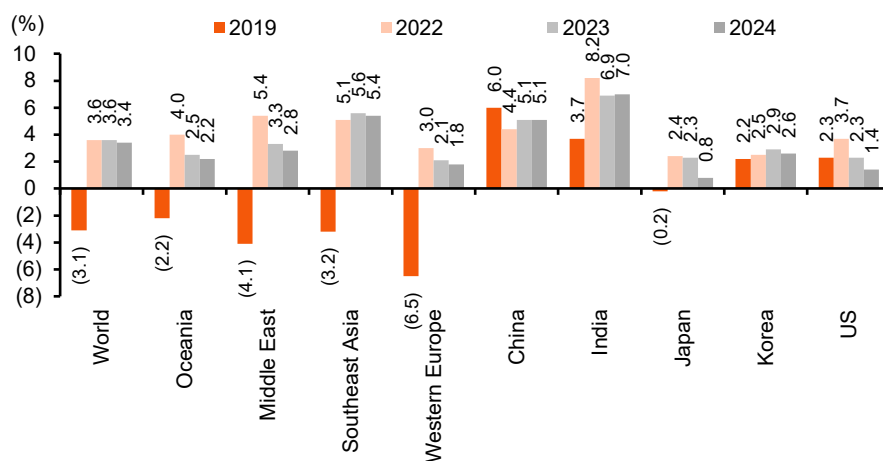
Source: OAG

Ex 13: Air Passenger Volume (RPKs) In June 2022

	% chg. vs. the same month in 2019
International	(35.0)
Africa	(34.7)
Asia-Pacific	(70.2)
Europe	(20.4)
Latin America	(27.0)
Middle East	(25.7)
North America	(16.5)

Source: IATA

Ex 14: Real GDP Growth



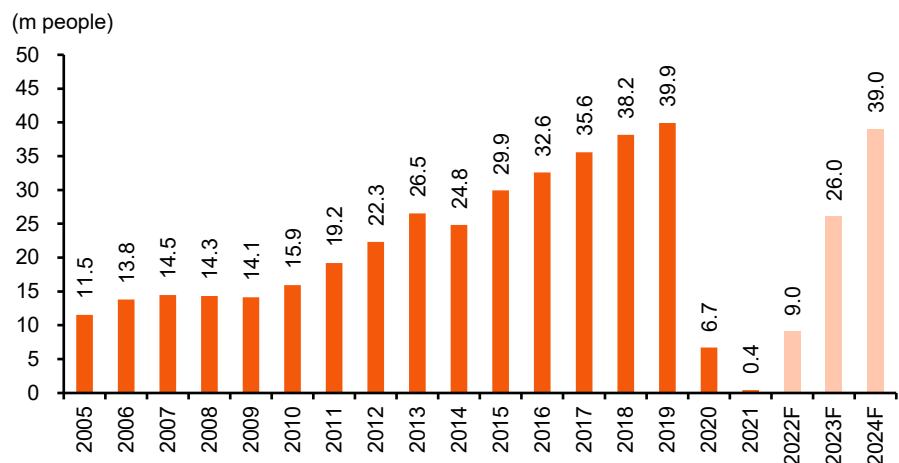
Source: IMF

Ex 15: Domestic Tourism Stimulus Schemes

Stimulus schemes	Details
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 2m room nights. The participants in the scheme have to book hotel rooms in advance, starting from 27 June 2022. Room bookings are limited to 10 nights or 10 rooms per person. - The government subsidizes 40% of the room rates, at no more than Bt3,000/room/night, and 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.
	27 Jun 2022 1 Jul 2022 8 Jul 2022 23 Oct 2022 31 Oct 2022 Register Hotel booking Check-in Last day for booking Last day for checkout

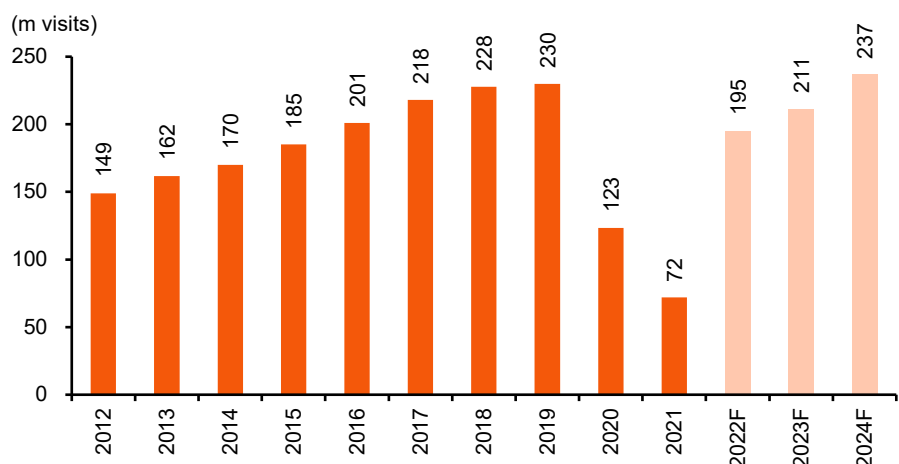
Source: TAT

Ex 16: International Tourists

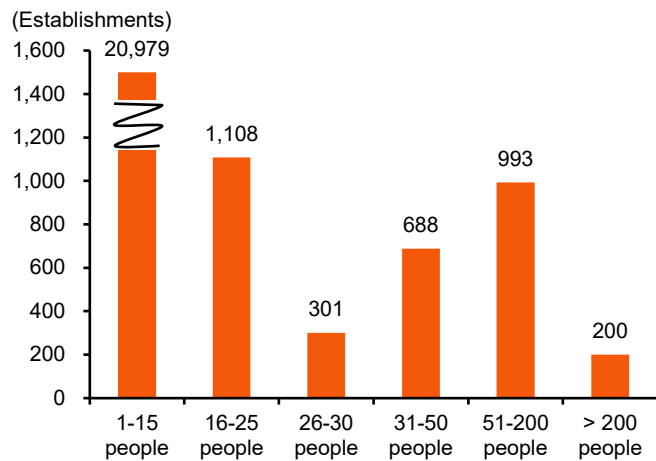


Sources: Ministry of Tourism & Sports, Thanachart estimates

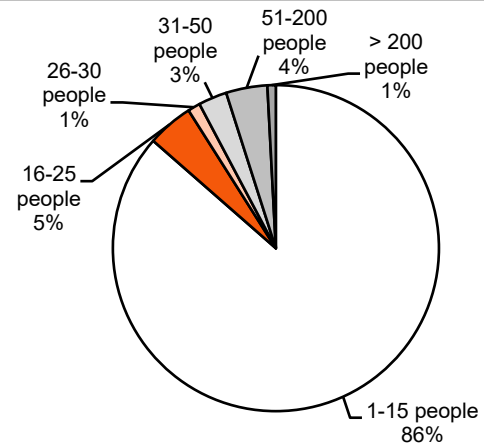
Ex 17: Thai Tourists



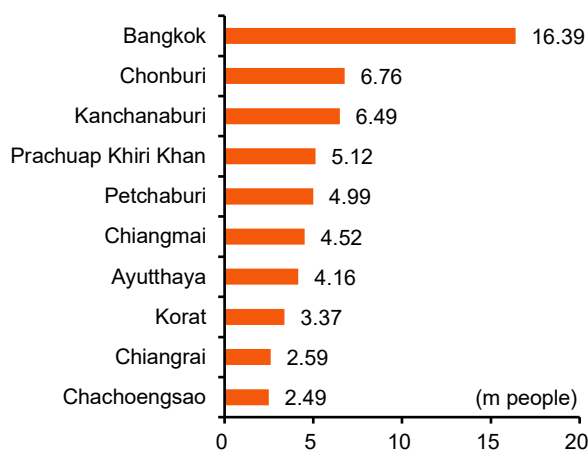
Sources: Ministry of Tourism & Sports, Thanachart estimates

Ex 18: Number Of Accommodation Establishments ...

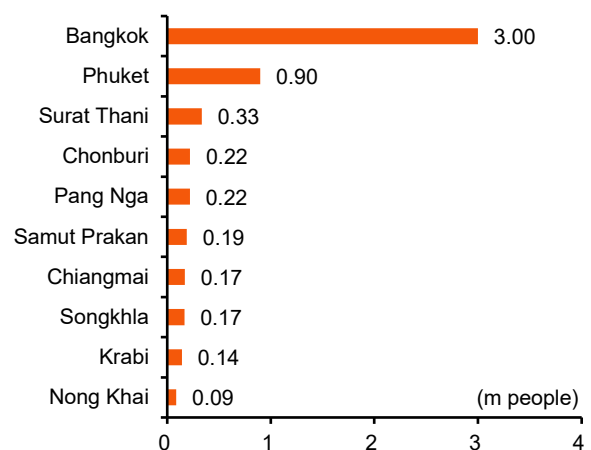
Source: National Statistic Office

Ex 19: ... Breakdown By Size Of Establishment

Source: National Statistic Office

Ex 20: Top Ten Tourist Destination For Thai Tourists ...

Source: Ministry of Tourism & Sports

Ex 21: ... And For International Tourists In 1H22

Source: Ministry of Tourism & Sports

Ex 22: Financial Summary

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	11,211	16,842	21,109	23,422
Net profit	(1,733)	205	1,598	2,282
Consensus NP	—	436	1,620	2,304
Diff from cons (%)	—	(53.0)	(1.3)	(0.9)
Norm profit	(1,733)	205	1,598	2,282
Prev. Norm profit	—	205	1,597	2,278
Chg from prev (%)	—	(0.2)	0.1	0.2
Norm EPS (Bt)	(1.3)	0.2	1.2	1.7
Norm EPS growth (%)	na	na	681.3	42.8
Norm PE (x)	na	293.6	37.6	26.3
EV/EBITDA (x)	42.5	20.0	14.0	12.2
P/BV (x)	3.3	3.3	3.0	2.8
Div yield (%)	0.0	0.0	0.5	1.1
ROE (%)	na	1.1	8.4	11.1
Net D/E (%)	64.1	87.8	83.4	76.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Based on -- 2 Sep 2022 closing prices

Ex 24: Financial Summary

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	68,868	105,103	123,676	133,088
Net profit	(13,167)	1,620	6,955	9,372
Consensus NP	—	1,819	6,052	8,448
Diff from cons (%)	—	(10.9)	14.9	10.9
Norm profit	(9,314)	1,620	6,955	9,372
Prev. Norm profit	—	1,619	6,952	9,376
Chg from prev (%)	—	0.1	0.0	(0.0)
Norm EPS (Bt)	(2.1)	0.1	1.0	1.5
Norm EPS growth (%)	na	na	1,877.3	43.6
Norm PE (x)	na	628.5	31.8	22.1
EV/EBITDA (x)	33.6	11.7	9.8	8.8
P/BV (x)	2.5	2.3	2.4	2.2
Div yield (%)	0.0	0.0	0.6	1.4
ROE (%)	na	2.2	8.9	11.8
Net D/E (%)	135.3	117.9	124.3	109.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Based on -- 2 Sep 2022 closing prices

Ex 23: CENTEL (Market cap: US\$1.6bn; TP: Bt51.00; BUY)

- With its 93% revenue exposure to Thailand, we see CENTEL as a good play to leverage on the kick-starting of Thailand's tourism turnaround.
- Its strong food business also helps to strengthen its earnings, cash inflow stream and financial status.
- The momentum of its business turnaround has been more than offsetting rising costs and we still project a strong earnings turnaround to Bt0.2/1.6/2.3bn in 2022-24F vs. losses of Bt1.6bn and Bt1.7bn in 2020-21.
- CENTEL's net D/E is low at 0.8x in 2022F despite the COVID crisis during the past two years and that it isn't affected much by the rising interest rate environment.

Ex 25: MINT (Market cap: US\$4.6bn; TP: Bt43.00; BUY)

- MINT's turnaround is now happening across its business lines (food and hotel businesses) and locations (Europe, the Maldives, Australia and Thailand).
- We foresee a sharp turnaround in MINT's earnings from Bt19.4/9.3bn in losses in 2020-21 to Bt1.6/7.0/9.4bn in 2022-24F.
- MINT also looks inexpensive to us at 22.1x PE in 2024F vs. a five-year pre-COVID average PE of 33x.
- The key downside risk to MINT is the Russia-Ukraine conflict that may negatively impact MINT's operations in Europe.

Ex 26: Financial Summary

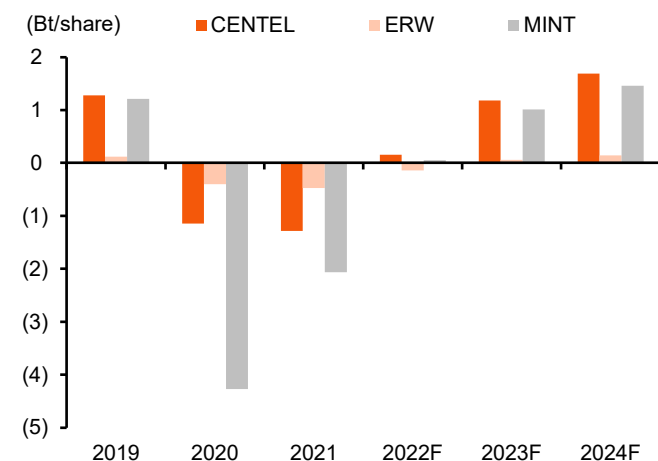
Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,485	4,030	5,371	6,496
Net profit	(2,050)	(674)	268	685
Consensus NP	—	(670)	247	565
Diff from cons (%)	—	na	8.8	21.2
Norm profit	(2,021)	(668)	268	685
Prev. Norm profit	—	(739)	245	680
Chg from prev (%)	—	na	9.8	0.6
Norm EPS (Bt)	(0.5)	(0.1)	0.1	0.1
Norm EPS growth (%)	na	na	na	139.8
Norm PE (x)	na	na	63.0	26.3
EV/EBITDA (x)	na	38.4	14.3	10.6
P/BV (x)	2.8	3.2	3.0	2.5
Div yield (%)	0.0	0.0	0.3	1.1
ROE (%)	na	na	4.9	10.7
Net D/E (%)	164.5	156.1	142.2	79.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

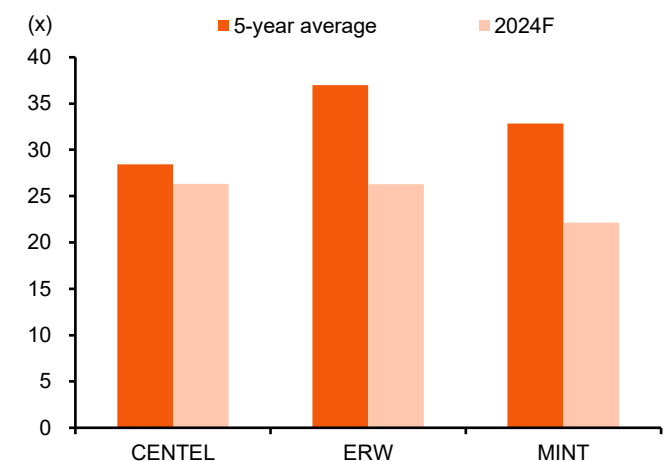
Note: Based on -- 2 Sep 2022 closing prices

Ex 27: ERW (Market cap: US\$454m; TP: Bt4.50; BUY)

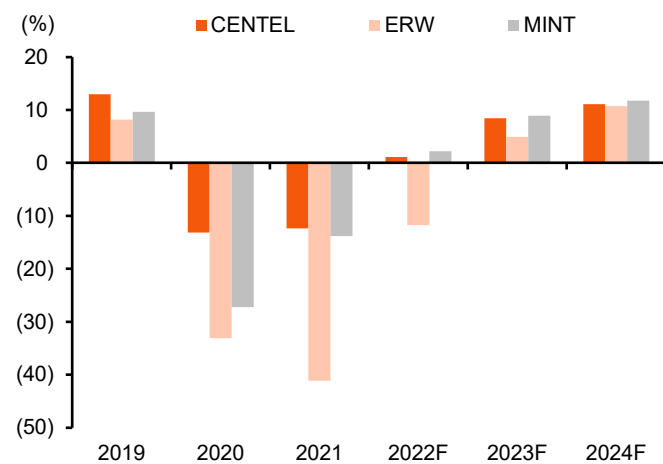
- With c.90% of its revenue exposed to the swift-recovery hotel business in Thailand, we see ERW as a pure hotel play enjoying the Thai tourism turnaround.
- We estimate ERW to still make a loss of Bt668m in 2022 before turning profitable at Bt268/685m in 2023-24F.
- Its balance sheet has improved significantly and with improving cash flows, we estimate net D/E to fall to 1.5/1.4x in 2022-23F from 2.8x in 2020 (vs. its debt covenant of 2.5x).
- ERW's 26.3x PE in 2024F, when we expect a full turnaround, is still below its five-year pre-COVID average of 37.0x.

Ex 28: Core EPS Comparison

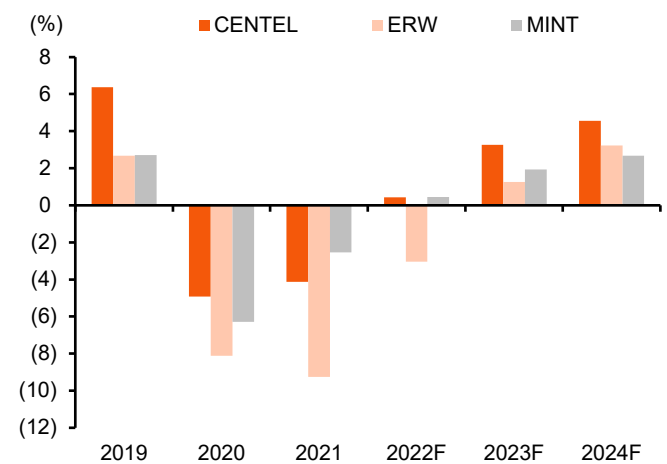
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 29: PE Comparison

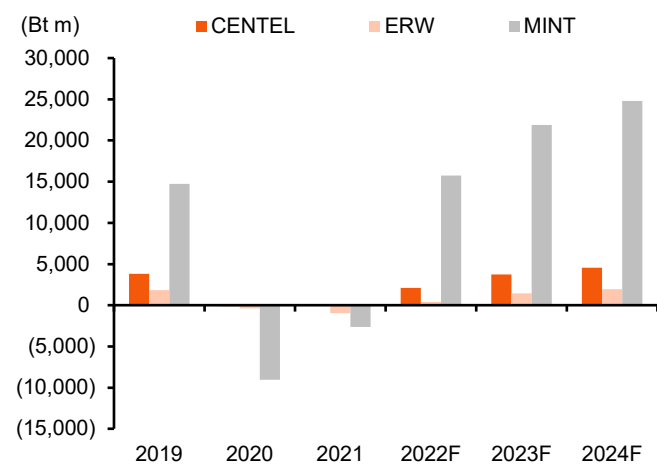
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 30: ROE Comparison

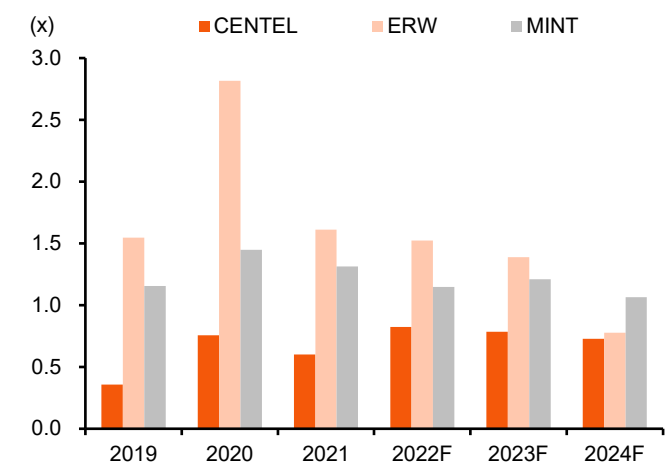
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 31: ROA Comparison

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 32: EBITDA – Excluding Rights Of Use

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 33: Net Interest-Bearing D/E*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Excludes lease liabilities and COVID-19 impairment

Ex 34: Sector Valuation Comparison

		CENTEL	ERW	MINT	Sector
Rating		BUY	BUY	BUY	Overweight
Target price	Thanachart	51.00	4.50	43.00	
	Consensus	46.24	4.22	40.79	
Consensus rec.	Buy	12.0	13.0	22.0	
	Hold	6.0	6.0	1.0	
	Sell	2.0	0.0	1.0	
Market cap. (US\$ m)		1,636	454	4,633	
Sales (Bt m)	2021A	11,211	1,485	68,868	81,565
	2022F	16,842	4,030	105,103	125,976
	2023F	21,109	5,371	123,676	150,156
	2024F	23,422	6,496	133,088	163,005
Norm profits (Bt m)	2021A	(1,733)	(2,021)	(9,314)	(13,068)
	2022F	205	(668)	1,620	1,157
	2023F	1,598	268	6,955	8,822
	2024F	2,282	685	9,372	12,339
Sales growth (%)	2021A	(13.1)	(35.6)	23.4	14.8
	2022F	50.2	171.3	52.6	54.4
	2023F	25.3	33.3	17.7	19.2
	2024F	11.0	20.9	7.6	8.6
Norm EPS growth (%)	2021A	na	na	na	n.a.
	2022F	na	na	na	n.a.
	2023F	681.3	na	1,877.3	662.4
	2024F	42.8	139.8	43.6	36.5
Gross margin (%)	2021A	32.1	13.6	31.1	31.0
	2022F	40.1	44.2	43.5	43.1
	2023F	44.6	53.9	44.2	44.6
	2024F	46.1	54.4	44.8	45.4
SG&A/Sales (%)	2021A	45.3	124.6	48.1	49.1
	2022F	38.2	52.2	37.2	37.8
	2023F	36.1	40.5	34.1	34.6
	2024F	35.5	36.1	33.6	33.9
Norm profit margin (%)	2021A	(15.5)	(136.0)	(13.5)	(16.0)
	2022F	1.2	(16.6)	1.5	0.9
	2023F	7.6	5.0	5.6	5.9
	2024F	9.7	10.5	7.0	7.6
ROE (%)	2021A	na	na	na	na
	2022F	1.1	na	2.2	1.2
	2023F	8.4	4.9	8.9	8.6
	2024F	11.1	10.7	11.8	11.6
Norm PE (x)	2021A	na	na	na	na
	2022F	293.6	na	628.5	333.0
	2023F	37.6	63.0	31.8	44.7
	2024F	26.3	26.3	22.1	24.3
Dividend yield (%)	2021A	0.0	0.0	0.0	0.0
	2022F	0.0	0.0	0.0	0.0
	2023F	0.5	0.3	0.6	0.6
	2024F	1.1	1.1	1.4	1.3
Net D/E (x) *	2021A	0.6	1.6	1.3	1.2
	2022F	0.8	1.5	1.1	1.1
	2023F	0.8	1.4	1.2	1.1
	2024F	0.7	0.8	1.1	1.0

Source: Companies, Thanachart estimates

Note: * Excludes lease liabilities and COVID-19 impairments

Valuation Comparison

Ex 35: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield—	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Accor SA	AC FP	France	53.9	128.2	47.6	20.8	1.5	1.5	14.7	10.7	1.4	2.8
Indian Hotels	IH IN	India	na	na	na	53.4	7.1	5.5	83.0	28.0	0.1	0.2
Resorttrust	4681 JP	Japan	20.9	66.0	33.6	20.3	2.1	2.1	13.0	12.2	1.4	1.9
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	90.0	157.7	53.4	20.7	4.7	3.9	16.5	11.9	0.3	0.4
NH Hotel Group	NHH SM	Spain	na	na	na	13.0	1.7	1.4	9.5	7.1	0.0	0.9
Shanghai Jin Jiang Capital	2006 HK	Hong Kong	na	278.9	na	na	na	na	na	na	na	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	219.6	3.9	3.8	39.6	18.2	0.0	0.0
InterContinental Hotels	IHG US	US	na	23.3	19.2	15.5	na	na	12.8	11.1	2.4	2.7
Marriott International	MAR US	US	93.1	17.5	23.7	20.2	40.9	46.4	15.6	14.1	0.6	1.0
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	196.3	28.8	29.3	22.8	na	na	17.3	15.1	0.4	0.5
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	na	na	na	114.6	2.2	2.2	82.2	43.0	0.2	0.3
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	na	681.3	293.6	37.6	3.3	3.0	20.0	14.0	0.0	0.5
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	na	na	na	63.0	3.2	3.0	38.4	14.3	0.0	0.3
Minor International	MINT TB*	Thailand	na	1,877.3	628.5	31.8	2.3	2.4	11.7	9.8	0.0	0.6
Average			90.9	362.1	141.1	50.3	6.6	6.8	28.8	16.1	0.5	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 2-Sep-22 closing prices

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET Index	2.1	(1.5)	(1.6)	(2.1)	—	—	—	—
HOTEL	5.4	4.3	24.4	24.2	3.3	5.8	25.9	26.3
CENTEL	6.6	8.5	38.0	42.4	4.5	10.1	39.5	44.5
ERW	0.0	(2.1)	24.3	22.7	(2.1)	(0.6)	25.9	24.8
MINT	(4.4)	(5.8)	(0.8)	12.2	(6.5)	(4.3)	0.8	14.3

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength	W — Weakness
▪ ประเทศไทยเป็นประเทศท่องเที่ยวที่คุ้มค่ากับการเดินทางมาท่องเที่ยว ▪ เป็นศูนย์กลางของเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ▪ มีโครงสร้างพื้นฐานและระบบขนส่งสาธารณะที่ดี ▪ คุณภาพและมาตรฐานการบริการที่สูง	▪ ผลกระทบตามฤดูกาล ▪ อุปทานส่วนเกินของโรงแรมระดับ 5 ดาว ▪ ใช้เงินลงทุนสูง
O — Opportunity	T — Threat
▪ การเติบโตของ AEC ▪ ความต้องการท่องเที่ยวที่สูงในสถานการณ์ปกติ ▪ เงินบาทอ่อนค่า ▪ เศรษฐกิจโลกปรับตัวดีขึ้น	▪ ภัยธรรมชาติและการระบาดของโรค ▪ ความไม่สงบทางการเมือง ▪ ค่าใช้จ่ายแรงงานสูงขึ้นและการขาดแคลนแรงงานมีฝีมือ ▪ เงินบาทที่แข็งค่า

REGIONAL COMPARISON

Name	— EPS growth —		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
France	53.9	128.2	47.6	20.8	1.5	1.5	14.7	10.7	1.4	2.8
India	na	na	na	53.4	7.1	5.5	83.0	28.0	0.1	0.2
Japan	20.9	66.0	33.6	20.3	2.1	2.1	13.0	12.2	1.4	1.9
S. Korea	90.0	157.7	53.4	20.7	4.7	3.9	16.5	11.9	0.3	0.4
Spain	na	na	na	13.0	1.7	1.4	9.5	7.1	0.0	0.9
Hong Kong	na	278.9	na	219.6	3.9	3.8	39.6	18.2	0.0	0.0
US	144.7	23.2	24.1	19.5	40.9	46.4	15.2	13.4	1.1	1.4
Thailand	na	1,279.3	461.1	61.7	2.7	2.7	38.1	20.3	0.1	0.4
Average	90.9	362.1	141.1	50.3	6.6	6.8	28.8	16.1	0.5	0.9
CENTEL TB	na	681.3	293.6	37.6	3.3	3.0	20.0	14.0	0.0	0.5
ERW TB	na	na	na	63.0	3.2	3.0	38.4	14.3	0.0	0.3
MINT TB	na	1,877.3	628.5	31.8	2.3	2.4	11.7	9.8	0.0	0.6
Average *- Thailand	na	1,279.3	461.1	61.7	2.7	2.7	38.1	20.3	0.1	0.4

Sources: Bloomberg Consensus
Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 51.00
Upside : 14.6%

(From: Bt 48.00)
5 SEPTEMBER 2022

Small Cap Research

Central Plaza Hotel (CENTEL TB)

เป็นตัวเลือกที่ดีที่สุด

CENTEL เป็น Top Pick ของเราในกลุ่มโรงแรม ด้วยได้ประโยชน์ที่ดีในการเริ่มต้นรอบการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวของไทย เนื่องจากรายได้ 93% มาจากธุรกิจในประเทศไทย เราคาดว่ากำไรต่อหุ้นจะเติบโต 681/43% ในปี 2023-24F หลังกำไรพลิกฟื้นในปี



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

แนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 51 บาท

บทวิเคราะห์ที่เราได้รวมความคิดเห็น ESG ของเรา และเป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงแรม – “แนวโน้มแข็งแกร่ง” วันที่ 5 ก.ย.2022 เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” CENTEL ด้วยเป็นหุ้น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ และปรับมาใช้ราคาเป้าหมายปี 2023F ที่ 51 บาท (จาก 48 บาท) 1) ด้วยรายได้ 93% มาจากประเทศไทย เรามองว่า CENTEL เป็นผู้ได้ประโยชน์ที่ดีจากการเริ่มการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวของประเทศไทย 2) ธุรกิจที่มีแนวโน้มฟื้นตัวได้ช่วยชดเชยผลกระทบของต้นทุนที่เพิ่มขึ้น และเรายังคงคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งเป็น 0.2/1.6/2.3 พันลบ. ในปี 2022-24F เทียบกับขาดทุนที่ 1.6/1.7 พันลบ. ในปี 2020-21 และ 3) อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ CENTEL อยู่ในระดับต่ำที่ 0.8 เท่า ในปี 2022F แม้ว่าจะมีวิกฤตการณ์โควิดในช่วงสองปีที่ผ่านมา และไม่ได้รับผลกระทบมากนักจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น

ธุรกิจโรงแรมพลิกฟื้นได้อย่างรวดเร็ว

ธุรกิจโรงแรมคิดเป็น 30% ของรายได้ของ CENTEL ใน 1H22 และเราคาดว่าจะอยู่ที่ 32% ใน 2H22F และ 38/40% ในปี 2023-24F โรงแรมไทยคิดเป็น 67% ของรายได้โรงแรมใน 1H22 และมีผลดีที่ 33% โรงแรมที่มีผลดีต่อผลประกอบการค่อนข้างเต็มทีตั้งแต่ปีที่แล้ว ในขณะที่ประเทศไทยเริ่มตั้งแต่ 4Q21 อัตราการเข้าพักในไทยเพิ่มขึ้นจาก 15% ในปี 2021 เป็น 26/45% ใน 1Q-2Q22 และเราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเป็น 57.5% ใน 2H22F และ 66.5/76.2% ในปี 2023-24F อัตราการเข้าพักอยู่ที่ 76.8% ในปี 2019 อัตราค่าห้องพักเฉลี่ยของไทย (ARR) เพิ่มขึ้นจาก 2,621 บาท/คืน ในปี 2021 เป็น 3,378/3,410 บาท ใน 1Q-2Q22 และเราคาดว่าอัตราค่าห้องพักเฉลี่ยของ CENTEL จะอยู่ที่ 3,850 บาท ใน 2H22F และ 3,996/4,160 บาท ในปี 2023-24F เทียบกับ 3,619 บาท ในปี 2019

ธุรกิจอาหารแข็งแกร่ง

ธุรกิจอาหารของ CENTEL ฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q21 เนื่องจากการผ่อนคลายการล็อกดาวน์ การเติบโตของยอดขายสาขาเดิมอยู่ที่ -2/+10/+19% y-y ใน 4Q21-2Q22 ด้วยการกลับมาเปิดประเทศอย่างเต็มรูปแบบ เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของ CENTEL จะเติบโต 17/5/3% ในปี 2022-24F เทียบกับ -22/-14% ในปี 2020-21 เมื่อพิจารณาปัจจัยด้านเงินเฟ้อและผลกระทบจากการปรับขึ้นค่าแรงแล้ว เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจอาหารของ CENTEL จะลดลงจาก 44.2% ในปี 2021 เป็น 43.0% ในปี 2022F แล้วจึงขยายเป็น 43.8/44.6% ในปี 2023/24F จากการควบคุมต้นทุน การจัดการค่าใช้จ่ายด้านการตลาด และผลของขนาด

บริหารจัดการโรงแรมในพอร์ตมากขึ้น

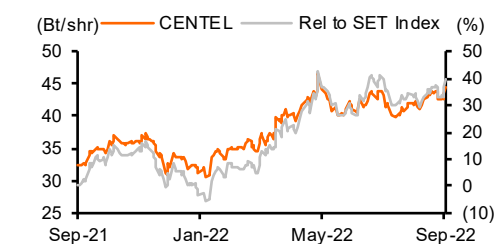
CENTEL จับมือกับบริษัทในเครือบมจ. เซ็นทรัลพัฒนา (CPN, “ซื้อ”) บริหารจัดการโรงแรม 37 แห่ง ของ CPN จาก 37 โรงแรม 25 แห่ง เป็นแบรนด์โรงแรมระดับพรีเมียมแอส - Go! Hotel, 8 แห่ง เป็นแบรนด์โลฟส์เทลในระดับกลาง - Centara One และ 4 แห่ง เป็นแบรนด์ระดับฟูลเซอร์วิส - Centara โรงแรมทั้ง 37 แห่งตั้งเป้าแล้วเสร็จในปี 2026 CENTEL จะได้รับค่าธรรมเนียมการจัดการ และเราคาดว่าจะมีกำไร 100-110 ลบ. ต่อปี อย่างไรก็ตาม เรารวมโรงแรมเพียง 3 แห่งในประมาณการของเรา และให้ที่เหลือเป็น upside

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	11,211	16,842	21,109	23,422
Net profit	(1,733)	205	1,598	2,282
Consensus NP	—	436	1,620	2,304
Diff frm cons (%)	—	(53.0)	(1.3)	(0.9)
Norm profit	(1,733)	205	1,598	2,282
Prev. Norm profit	—	205	1,597	2,278
Chg frm prev (%)	—	(0.2)	0.1	0.2
Norm EPS (Bt)	(1.3)	0.2	1.2	1.7
Norm EPS grw (%)	na	na	681.3	42.8
Norm PE (x)	na	293.6	37.6	26.3
EV/EBITDA (x)	42.5	20.0	14.0	12.2
P/BV (x)	3.3	3.3	3.0	2.8
Div yield (%)	0.0	0.0	0.5	1.1
ROE (%)	na	1.1	8.4	11.1
Net D/E (%)	64.1	87.8	83.4	76.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 2-Sep-22 (Bt)	44.50
Market Cap (US\$ m)	1,636.1
Listed Shares (m shares)	1,350.0
Free Float (%)	72.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.6
12M Price H/L (Bt)	46.50/30.50
Sector	Tourism
Major Shareholder	Chirathivat family 63.3%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

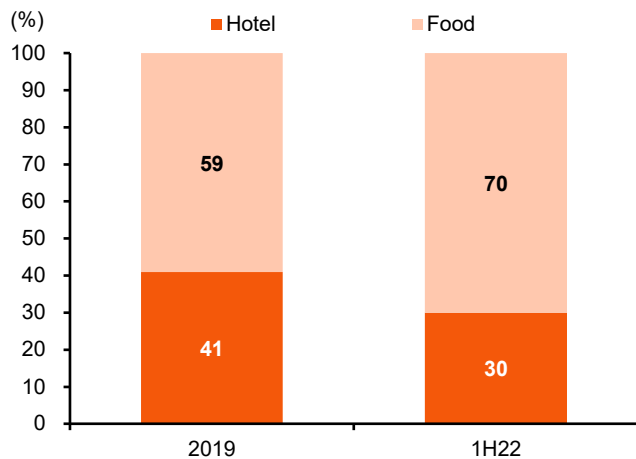
ESG Summary Report P19

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
# of rooms (owned & leased)						
- New	4,475	4,260	4,443	4,443	4,286	4,337
- Old				4,286	4,192	4,322
- Change (%)				3.7	2.2	0.3
Occupancy rate (%)						
- New	77.2	27.0	18.0	48.7	67.4	76.2
- Old				42.0	67.4	76.4
- Change (pp)				6.7	0.0	(0.3)
ARR (Bt/room/night)						
- New	4,477	4,149	4,322	4,797	5,157	5,358
- Old				4,467	4,902	5,049
- Change (%)				7.4	5.2	6.1
# food stores						
- New	1,064	1,164	1,362	1,571	1,723	1,822
- Old				1,542	1,675	1,774
- Change (%)				1.9	2.9	2.7
% SSSG						
- New	(22.0)	(22.0)	(14.0)	17.0	5.0	3.0
- Old				15.0	7.0	3.0
- Change (pp)				2.0	(2.0)	0.0
Gross margin (%)						
- New	41.2	31.5	32.1	40.1	44.6	46.1
- Old				39.3	44.4	45.7
- Change (pp)				0.7	0.2	0.3
SG&A to sales (%)						
- New	32.6	45.2	45.3	38.2	36.1	35.5
- Old				36.3	35.6	35.0
- Change (pp)				1.8	0.5	0.4
Normalized profit (Bt m)						
- New	1,722	(1,550)	(1,733)	205	1,598	2,282
- Old				205	1,597	2,278
- Change (%)				(0.2)	0.1	0.2

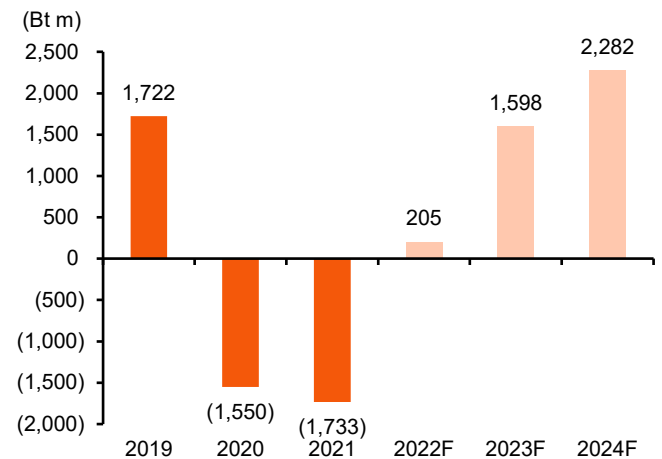
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Revenue Breakdown By Business



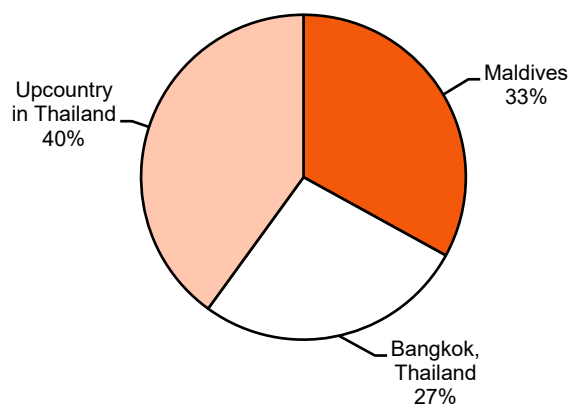
Source: Company data

Ex 3: Earnings Turnaround



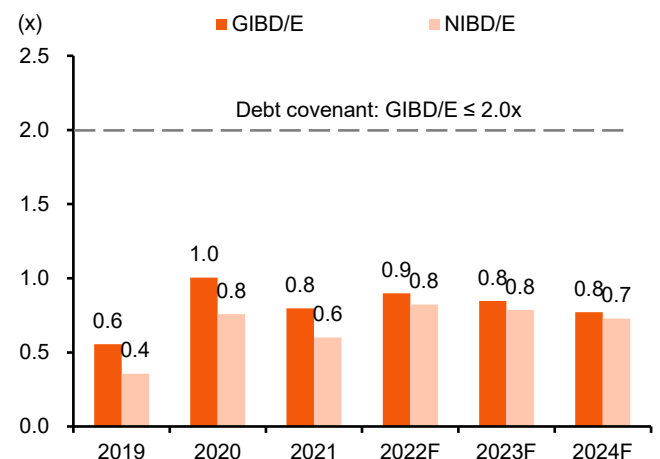
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Hotel Revenue Breakdown By Region In 1H22



Source: Company data

Ex 5: Strong Financial Status



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 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	3,733	4,543	5,205	5,748	6,113	6,335	6,543	6,746	6,953	7,165	7,382	—
Free cash flow	327	982	1,717	3,210	4,224	4,900	5,605	5,805	6,009	6,218	6,427	124,858
PV of free cash flow	326	864	1,408	2,464	3,035	3,296	3,529	3,421	3,200	3,087	2,975	57,794
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	6.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	85,398											
Net debt (2022F)	16,374											
Minority interest	365											
Equity value	68,658											
# of shares	1,350											
Target price/share (Bt)	51.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

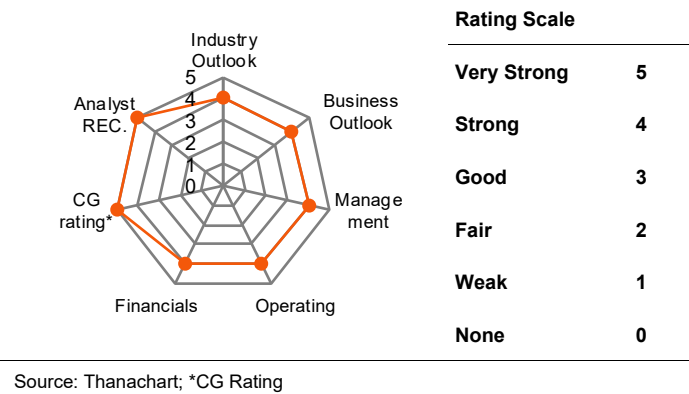
S — Strength

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

O — Opportunity

- กลยุทธ์การลงทุนและการซื้อกิจการทั้งในประเทศและทั่วโลก
- การท่องเที่ยวและการบริโภคที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะในประเทศไทย และประเทศอื่นๆทั่วโลก ที่มีการท่องเที่ยวเติบโตสูง

COMPANY RATING



W — Weakness

- ฟังพาดูตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทยสูง
- อุปทานโรงแรมหรูลดในตลาดในประเทศไทย
- ฟังฟังการบริโภคในประเทศ

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นของผู้ประกอบการโรงแรม ซึ่งนำไปสู่อุปสรรคในการปลดลดการทำกำไรของบริษัทฯ
- การแข่งขันระหว่างผู้ประกอบการร้านอาหาร
- ภัยธรรมชาติและโรคระบาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	46.24	51.00	10%
Net profit 22F (Bt m)	436	205	-53%
Net profit 23F (Bt m)	1,620	1,598	-1%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 6	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อเส้นทางการเติบโตในระยะยาว

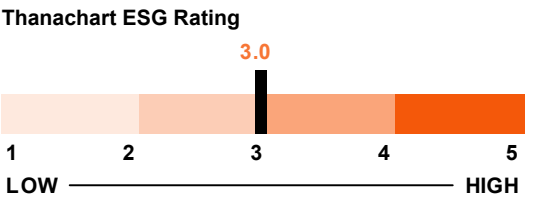
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของไทย และภัยธรรมชาติ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของเศรษฐกิจและการบริโภคในประเทศและของโลกที่อ่อนแอกว่าคาดจะเป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลลบต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

CENTEL ดำเนินธุรกิจโรงแรมภายใต้แบรนด์เซ็นทาราแกรนด์ เซ็นทารา และ COSI นอกจากนี้ยังมีธุรกิจอาหาร เช่น แฟรนไชส์แบรนด์ KFC, Mister Donut, Auntie Anne's และ Ootoya เราให้คะแนน ESG ในระดับที่ดีที่ 3.0 สำหรับ CENTEL เนื่องจากให้ความสำคัญต่อประเด็น ESG อย่างเหมาะสมด้วยมีเป้าหมายในการปรับปรุงด้านต่าง ๆ อย่างไรก็ตาม เรามองว่ายังมีโอกาสที่จะปรับปรุงมากขึ้นไปอีก



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CENTEL	YES	YES	-	-	56.04	78.2	43.86	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)	
ด้านสังคม (SOCIAL)	
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)	

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

*Earnings to turn positive
from 2022F onwards*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	12,907	11,211	16,842	21,109	23,422
Cost of sales	8,837	7,613	10,093	11,687	12,632
Gross profit	4,070	3,598	6,749	9,421	10,790
% gross margin	31.5%	32.1%	40.1%	44.6%	46.1%
Selling & administration expenses	5,831	5,075	6,425	7,610	8,303
Operating profit	(1,761)	(1,477)	324	1,812	2,487
% operating margin	-13.6%	-13.2%	1.9%	8.6%	10.6%
Depreciation & amortization	3,421	3,167	3,507	3,685	3,842
EBITDA	1,660	1,690	3,831	5,496	6,328
% EBITDA margin	12.9%	15.1%	22.7%	26.0%	27.0%
Non-operating income	342	424	630	502	539
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(669)	(718)	(717)	(711)	(724)
Pre-tax profit	(2,087)	(1,771)	237	1,602	2,302
Income tax	(435)	(78)	0	0	0
After-tax profit	(1,652)	(1,693)	237	1,602	2,302
% net margin	-12.8%	-15.1%	1.4%	7.6%	9.8%
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	1,598	2,282
Normalized profit	(1,550)	(1,733)	205	1,598	2,282
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

Healthy balance sheet

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	4,406	5,732	3,977	3,972	3,549
Cash & cash equivalent	2,824	3,855	1,500	1,300	1,000
Account receivables	514	801	1,154	1,157	963
Inventories	782	748	830	897	900
Others	286	328	493	618	686
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	48,505	49,675	50,575
LIABILITIES:					
Current liabilities:	7,798	9,664	9,487	9,551	9,249
Account payables	1,873	2,669	2,765	2,882	2,769
Bank overdraft & ST loans	1,725	1,970	2,247	2,274	2,251
Current LT debt	2,024	3,114	3,126	3,164	3,132
Others current liabilities	2,176	1,911	1,350	1,232	1,097
Total LT debt	7,740	10,587	12,502	12,655	12,528
Others LT liabilities	9,597	9,910	7,869	7,334	6,783
Total liabilities	25,135	30,161	29,859	29,540	28,560
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	6,012	7,451	9,231
Shareholders' equity	9,923	18,076	18,281	19,720	21,499
Liabilities & equity	35,350	48,593	48,505	49,675	50,575

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Improving cash flow from operations over 2022-24F

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(2,087)	(1,771)	237	1,602	2,302
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	(338)	47	78
Chg In other CA & CL / minorities	1,756	(301)	(745)	(208)	(121)
Cash flow from operations	2,991	1,732	2,658	5,136	6,099
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	2,204	218	(181)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	0	(160)	(502)
Warrants & other surplus	(1,002)	0	0	0	0
Cash flow from financing	2,623	4,182	2,204	59	(683)
Free cash flow	1,920	(12,218)	(1,362)	1,436	2,099

VALUATION

Inexpensive valuation, in our view

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	293.6	37.6	26.3
Normalized PE - at target price (x)	na	na	336.5	43.1	30.2
PE (x)	na	na	293.6	37.6	26.3
PE - at target price (x)	na	na	336.5	43.1	30.2
EV/EBITDA (x)	41.4	42.5	20.0	14.0	12.2
EV/EBITDA - at target price (x)	46.7	47.7	22.2	15.6	13.6
P/BV (x)	6.1	3.3	3.3	3.0	2.8
P/BV - at target price (x)	6.9	3.8	3.8	3.5	3.2
P/CFO (x)	20.1	34.7	22.6	11.7	9.9
Price/sales (x)	4.7	5.4	3.6	2.8	2.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.5	1.1
FCF Yield (%)	3.2	(20.3)	(2.3)	2.4	3.5
(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	0.2	0.5
BV/share	7.4	13.4	13.5	14.6	15.9
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

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(37.8)	(13.1)	50.2	25.3	11.0
Net profit (%)	na	na	na	681.3	42.8
EPS (%)	na	na	na	681.3	42.8
Normalized profit (%)	na	na	na	681.3	42.8
Normalized EPS (%)	na	na	na	681.3	42.8
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	20.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.5	32.1	40.1	44.6	46.1
Operating margin (%)	(13.6)	(13.2)	1.9	8.6	10.6
EBITDA margin (%)	12.9	15.1	22.7	26.0	27.0
Net margin (%)	(12.8)	(15.1)	1.4	7.6	9.8
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	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	0.5	2.5	3.4
Interest coverage - EBITDA (x)	2.5	2.4	5.3	7.7	8.7
ROA - using norm profit (%)	na	na	0.4	3.3	4.6
ROE - using norm profit (%)	na	na	1.1	8.4	11.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	1.3	8.4	11.2
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
- operating margin (%)	na	na	5.7	11.0	12.9
- leverage (x)	2.7	3.0	2.7	2.6	2.4
- interest burden (%)	147.1	168.2	24.9	69.3	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)	1.1	5.2	6.8
NOPAT (Bt m)	(1,761)	(1,477)	324	1,812	2,487
invested capital (Bt m)	18,587	29,892	34,655	36,512	38,410

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 4.50

(From Bt4.40)

Upside : 22.3%

5 SEPTEMBER 2022

Small Cap Research

The Erawan Group Pcl (ERW TB)

ผู้ได้รับประโยชน์เต็มที่

ERW ดำเนินเฉพาะธุรกิจโรงแรมซึ่งได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวไทย และได้ประโยชน์เต็มที่จากการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย เราคาดว่า **ERW** จะมีกำไรในปี 2023F และไม่มีความเสี่ยงจากการเพิ่มทุน คงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 4.5 บาท

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

บทวิเคราะห์ที่เราได้รวมความคิดเห็น ESG ของเรา และเป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงแรม – “แนวโน้มแข็งแกร่ง” วันที่ 5 ก.ย.2022 เรา ยังคงแนะนำ “ซื้อ” ERW เนื่องจากดำเนินเฉพาะธุรกิจโรงแรมที่ได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวไทย เนื่องจากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมที่เร็วกว่าคาด เราจึงปรับลดผลขาดทุนของ ERW ลงเป็น 668 ลบ. (จาก 739 ลบ.) ในปี 2022F และปรับกำไรปี 2023F ขึ้น 10% และปรับประมาณการปี 2024F เล็กน้อย การปรับเพิ่มประมาณการมาจากทั้งอัตราการเข้าพักและอัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) ที่สูงกว่าที่คาด ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2023F) ปรับขึ้นเป็น 4.50 บาท (จาก 4.40 บาท) การซื้อขายที่ PE ที่ 26.3 เท่า ของ ERW ในปี 2024F ซึ่งเป็นปีที่เราคาดว่าจะฟื้นตัวเต็มที่นั้น ยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนเกิดโควิดที่ 37.0 เท่า

ฟื้นตัวแข็งแกร่ง

อัตราการเข้าพักของ ERW ในไทยเพิ่มขึ้นจาก 27% ในปี 2021 เป็น 46/64% ใน 1Q-2Q22 อัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) ในไทยเพิ่มขึ้นจาก 924 บาท/คืน ในปี 2021 เป็น 1,074/1,320 บาท ใน 1Q-2Q22 เรายังคงเห็นนักท่องเที่ยวชาวไทยและต่างชาติหลั่งไหลเข้ามาอย่างแข็งแกร่งหลังการเปิดประเทศเต็มรูปแบบตั้งแต่วันที่ 1 ก.ค. เราคาดว่าอัตราการเข้าพักทั้งหมดเฉลี่ยของ ERW อยู่ที่ 59/71/77% ในปี 2022-24F เทียบกับ 76% ในปี 2019 และคาดว่า ARR เฉลี่ยอยู่ที่ 1,244/1,435/1,603 ในปี 2022-24F เทียบกับ 1,855 บาท ในปี 2019

โรงแรม HOP INN แข็งแกร่ง

ERW เริ่มเจาะกลุ่มโรงแรมรายย่อยในปี 2014 และปัจจุบันมีโรงแรม HOP INN 51 แห่ง ในไทย และอีก 7 แห่ง ในฟิลิปปินส์ กลุ่มนี้ขึ้นอยู่กับนักท่องเที่ยวในท้องถิ่นเป็นส่วนใหญ่ (ราว 90%) และมีความแข็งแกร่งในช่วงโควิด อัตราการเข้าพักของ HOP INN ฟื้นตัวเร็วกว่ากลุ่มอื่นๆ ที่ 57/63/69% ใน 4Q21-2Q22 ERW ยังคงมีแผนที่จะขยาย HOP INN ทั้งในไทยและเอเชีย เนื่องจากความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนและความยืดหยุ่น EBITDA ของ HOP INN คิดเป็น 16% ของ EBITDA รวม ในปี 2019 และมี EBITDA เป็นบวกที่ 157 ลบ. ในปี 2021 และ 176 ลบ. ใน 1H22 เทียบกับโรงแรมในกลุ่มอื่นที่มีผลขาดทุนในระดับ EBITDA ที่ 809 ลบ. และ EBITDA เป็นบวก 58 ลบ. ในปี 2021-1H22

ฐานะการเงินดีขึ้น

ในฐานะที่ดำเนินเฉพาะธุรกิจโรงแรม ERW ประสบปัญหาอย่างมากในช่วงโควิด ปีที่ผ่านมา บริษัทฯ ได้เพิ่มทุน 2 พันลบ. ประเมินราคาทรัพย์สินใหม่ 2.7 พันลบ. และขายสินทรัพย์โรงแรม 2 แห่งในสมัย มูลค่า 925 ลบ. ในปีนี้ บริษัทฯ ได้ขายโรงแรม 3 แห่งในภูเก็ต หัวหิน และกระบี่ มูลค่ารวม 1.1 พันลบ. ใน 2Q22 ฐานะการเงินของบริษัทฯ ดีขึ้นมาก และด้วยแนวโน้มกระแสเงินสดที่ดีขึ้น เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะลดลงเหลือ 1.5/1.4 เท่าในปี 2022-23F จาก 2.8 เท่า ในปี 2020 (เทียบกับ debt covenant ที่ 2.5 เท่า) เราวางแผนลงทุน 800 ลบ. ในปีนี้สำหรับโรงแรมใหม่ 9 แห่ง (HOP INN 8 แห่ง และโรงแรม Holiday Inn 1 แห่ง) และคาดว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะดีขึ้นหนุนการลงทุนนี้ เราคาดว่า EBITDA อยู่ที่ 657/1,735/2,237 ลบ. ในปี 2022-24F



SIRIPORN ARUNOTHAI

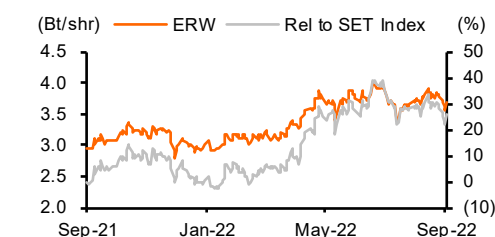
662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,485	4,030	5,371	6,496
Net profit	(2,050)	(674)	268	685
Consensus NP	—	(670)	247	565
Diff frm cons (%)	—	na	8.8	21.2
Norm profit	(2,021)	(668)	268	685
Prev. Norm profit	—	(739)	245	680
Chg frm prev (%)	—	na	9.8	0.6
Norm EPS (Bt)	(0.5)	(0.1)	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	na	na	na	139.8
Norm PE (x)	na	na	63.0	26.3
EV/EBITDA (x)	na	38.4	14.3	10.6
P/BV (x)	2.8	3.2	3.0	2.5
Div yield (%)	0.0	0.0	0.3	1.1
ROE (%)	na	na	4.9	10.7
Net D/E (%)	164.5	156.1	142.2	79.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 2-Sep-22 (Bt)	3.68
Market Cap (US\$ m)	454.2
Listed Shares (m shares)	4,531.6
Free Float (%)	58.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.3
12M Price H/L (Bt)	3.98/2.80
Sector	Tourism
Major Shareholder	Vongkusolkrit & Wattanavekin
	Group 55%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P28

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



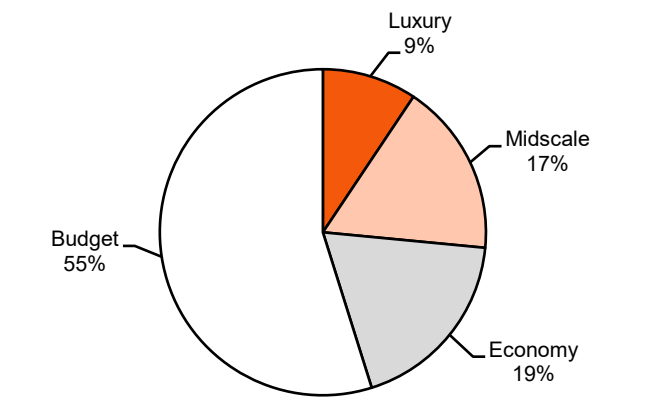
Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
# of rooms						
- New	9,569	9,802	10,094	10,188	10,188	10,677
- Old				10,055	10,188	10,188
- Change (%)				1.3	-	4.8
Occupancy rate (%)						
- New	76.4	36.6	29.3	59.1	71.2	77.2
- Old				57.4	70.8	77.3
- Change (pp)				1.7	0.4	(0.1)*
ARR (Bt/room/night)						
- New	1,764	1,136	913	1,244	1,435	1,603
- Old				1,207	1,414	1,596
- Change (%)				3.1	1.5	0.4
Gross margin (%)						
- New	54.5	36.5	13.6	44.2	53.9	54.4
- Old				40.4	52.4	53.0
- Change (pp)				3.8	1.5	1.5
SG&A to sales (%)						
- New	38.6	87.5	124.6	52.2	40.5	36.1
- Old				49.6	38.0	33.6
- Change (pp)				2.5	2.6	2.4
Interest expenses (Bt m)						
- New	402	536	521	459	473	455
- Old				460	469	447
- Change (%)				(0.2)	0.9	1.8
Normalized profit (Bt m)						
- New	464	(1,585)	(2,021)	(668)	268	685
- Old				(739)	245	680
- Change (%)				n.a.	9.8	0.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

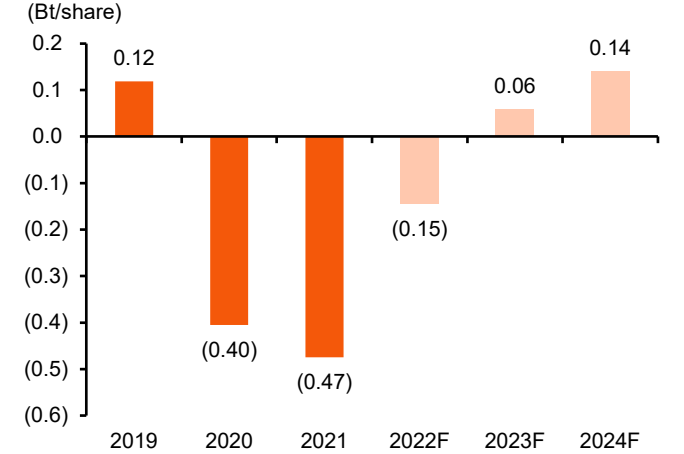
Note: * More new hotels opening

Ex 2: Room Breakdown By Segment In 2Q22



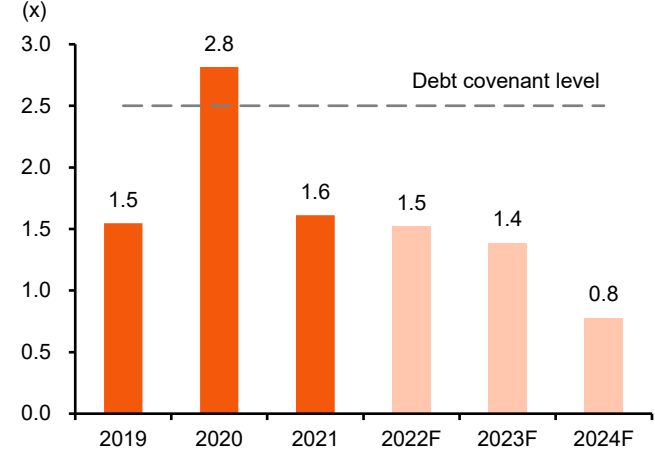
Source: Company data

Ex 3: Earnings Turnaround



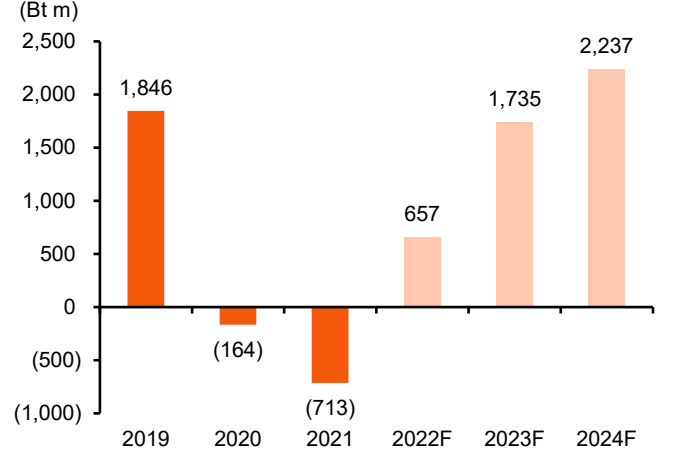
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 4: Falling Net Gearing Ratio



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: EBITDA Turns Positive



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 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	1,465	1,961	2,176	2,315	2,442	2,539	2,628	2,718	2,811	2,908	3,007	—
Free cash flow	477	1,297	1,493	1,625	1,757	1,773	1,886	1,959	2,035	2,114	2,195	39,281
PV of free cash flow	475	1,133	1,206	1,223	1,231	1,156	1,146	1,109	1,044	1,006	970	17,365
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	7.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	29,065											
Net debt (2022F)	7,241											
Minority interest	(8)											
Equity value	21,833											
# of shares*	4,891											
Target price/share (Bt)	4.50											

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: * Include ERW-W3 exercise

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดีเอราวิธกรุ๊ป 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 2Q22 และดำเนินธุรกิจอื่นๆ รวมทั้ง ให้เช่าพื้นที่ค้าปลีก และบริหารจัดการอาคารสำนักงาน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

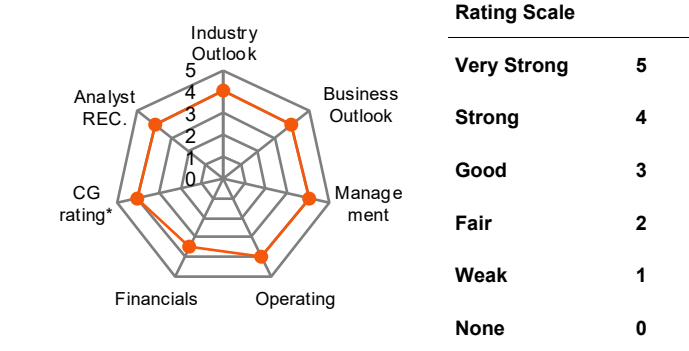
S — Strength

- มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จัก ด้วยมีกลุ่มเครือข่ายโรงแรมที่แข็งแกร่ง เช่น Hyatt, Marriott, Novotel, Holiday Inn และ Mercure ซึ่งเป็นพันธมิตรทางธุรกิจในประเทศไทยของ ERW
- มีสินทรัพย์อยู่ในทำเลที่เป็นแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยว

O — Opportunity

- เน้นกลุ่มที่มีการเติบโตสูง; โรงแรมขนาดกลาง โรงแรมราคาประหยัด และระดับราคาย่อมเยา
- โอกาสในการขยายตัวในอาเซียน

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- โรงแรมยังกระจุกตัวในกรุงเทพฯ ประเทศไทย
- อุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงระหว่างผู้ประกอบการโรงแรม
- ERW ต้องการแหล่งเงินทุนและเงินกู้เพื่อสนับสนุนการลงทุนและพัฒนาโรงแรมของบริษัท
- ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.22	4.50	7%
Net profit 22F (Bt m)	(670)	(674)	na
Net profit 23F (Bt m)	247	268	9%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามีมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของ ERW

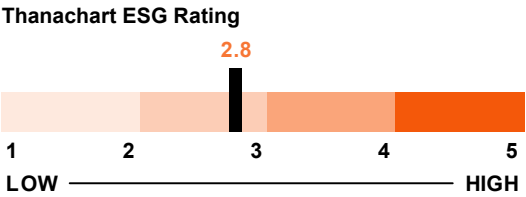
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของประเทศไทย และโรคระบาด เป็นความเสี่ยงหลักของประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

ERW เป็นผู้ประกอบการโรงแรมในประเทศไทยภายใต้แบรนด์ Hyatt, Marriott, Holiday Inn, Mercure, Novotel และ Ibis นอกจากนี้ยังมีแบรนด์ของตัวเอง "Hop Inn" ในกลุ่มโรงแรมรายอเมเยา เราให้คะแนน ESG สำหรับ ERW ที่ 2.8 ซึ่งถือว่าปานกลาง แม้ว่าธุรกิจของบริษัทฯ จะไม่ได้ก่อให้เกิดการปล่อยคาร์บอนมากนัก และเราเชื่อการดำเนินธุรกิจของ ERW โดยทั่วไปนั้นดี แต่ยังไม่เห็นแผนชัดเจนเกี่ยวกับประเด็น ESG โดยรวม



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
ERW	-	-	-	-	38.97	40.88	13.05	-	4.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	▪ ERW มีห้องพักในโรงแรม 8,253 ห้อง ในประเทศไทย และ 1,471 ห้อง ในฟิลิปปินส์ ธุรกิจของบริษัทฯ ไม่ได้สร้างก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก และมีการดำเนินธุรกิจที่ดี อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ไม่มีแผนที่ชัดเจนสำหรับเป้าหมายหลักใน ESG แม้ว่าจะมีแผนเฉพาะในบางด้าน ▪ ERW กำลังศึกษา ตรวจสอบ และรวบรวมข้อมูลเพื่อลดและปรับปรุงประสิทธิภาพการใช้ไฟฟ้า ▪ ERW ได้แยกกระดาษเพื่อนำมารีไซเคิลมาตั้งแต่ปี 2008 โดยในปี 2021 เนื่องจากมาตรการการทำงานที่บ้าน (WFH) ปริมาณกระดาษรีไซเคิลจึงลดลงเหลือ 790 กก. ซึ่งเท่ากับการลดการตัดต้นไม้ 13 ต้น และปล่อย CO2 น้อยลง 537 กก. ▪ ERW มีส่วนร่วมในโครงการ Light-blue ซึ่งจัดการกับขยะประเภทอาหาร ในปี 2021 บริษัทฯ ลดขยะอาหารลง 108 ตัน ขยะอินทรีย์ได้รับการบำบัดเพื่อลดของเสียลงหลุมฝังกลบ ซึ่งหมายถึงการลดการปล่อย CO2 เทียบเท่า 205 ตัน
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ ERW มีนโยบายด้านสิทธิมนุษยชน โดยบริษัทฯ กล่าวว่าการทำงานพิจารณาจากค่าจ้างที่ยุติธรรมและสมเหตุสมผล สิทธิและผลประโยชน์ที่เป็นธรรม และชั่วโมงการทำงานที่เหมาะสม บริษัทฯ ไม่มีการจ้างพนักงานที่มีอายุต่ำกว่า 18 ปี ไม่มีการเลือกปฏิบัติในด้าน สถานะที่เกิด เชื้อชาติ เพศ อายุ สีดวง ศาสนา และความทุพพลภาพ ▪ บริษัทฯ มีวัฒนธรรมการหมุนเวียนงาน การโยกย้ายงาน หรือการเลื่อนตำแหน่งไปยังตำแหน่งอื่นตามความเหมาะสมเพื่อเพิ่มทักษะและความก้าวหน้าในเส้นทางอาชีพ มีแพลตฟอร์มการฝึกอบรมออนไลน์ "The ERW Digital Learning Center" ▪ ERW มุ่งมั่นที่จะดูแลด้านความปลอดภัยอาชีวอนามัยและสภาพแวดล้อมในการทำงาน สำหรับพนักงาน ในช่วงการระบาดของโควิด บริษัทฯ มีการฝึกอบรมการป้องกันตนเองผ่านการปรึกษาแพทย์ออนไลน์ มาตรการ WFH และการหมุนเวียนงานในสำนักงาน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	▪ คณะกรรมการบริหารประกอบด้วยสมาชิก 11 คน (เป็นหญิง 3 คน และชาย 8 คน) จากผู้มีทักษะ ประสบการณ์ และความสามารถที่หลากหลาย ▪ ERW มีนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) และหลักยึดมั่น รวมถึงการปฏิบัติตามกฎหมาย การยึดมั่นในคุณธรรม และจริยธรรมและจรรยาบรรณทางธุรกิจ และการเปิดเผยข้อมูลเพื่อความโปร่งใส ▪ ERW มีคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง คณะกรรมการทบทวนแผนการบริหารจัดการความเสี่ยง กำหนดและติดตามทิศทางการบริหารความเสี่ยง การรับมือกับผลกระทบ ส่งเสริมการตอบสนองความเสี่ยงที่ประเมินได้และมีประสิทธิภาพเพื่อบรรเทาผลกระทบ ▪ ERW มีทีมงานริเริ่มโครงการที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีและนวัตกรรม บริษัทฯ ได้ทำการศึกษาเพื่อแนะนำเทคนิคใหม่ๆ เช่น การใช้อินเทอร์เน็ตแบบไร้สัมผัส การใช้สมาร์ทโฟนแทนคีย์การ์ดหรือ การชำระเงินแบบอิเล็กทรอนิกส์ เป็นต้น

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Revenue to rebound on
Thailand's tourism
recovery

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,306	1,485	4,030	5,371	6,496
Cost of sales	1,465	1,284	2,250	2,475	2,960
Gross profit	841	201	1,780	2,896	3,536
% gross margin	36.5%	13.6%	44.2%	53.9%	54.4%
Selling & administration expenses	2,017	1,850	2,102	2,177	2,344
Operating profit	(1,176)	(1,649)	(322)	719	1,192
% operating margin	-51.0%	-111.0%	-8.0%	13.4%	18.4%
Depreciation & amortization	1,012	936	979	1,016	1,045
EBITDA	(164)	(713)	657	1,735	2,237
% EBITDA margin	-7.1%	-48.0%	16.3%	32.3%	34.4%
Non-operating income	42	80	55	53	52
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(536)	(521)	(459)	(473)	(455)
Pre-tax profit	(1,669)	(2,090)	(726)	298	789
Income tax	(39)	46	(29)	0	39
After-tax profit	(1,630)	(2,136)	(697)	298	750
% net margin	-70.7%	-143.8%	-17.3%	5.6%	11.5%
Shares in affiliates' Earnings	(18)	9	10	0	0
Minority interests	63	105	19	(30)	(65)
Extraordinary items	(130)	(29)	(6)	0	0
NET PROFIT	(1,715)	(2,050)	(674)	268	685
Normalized profit	(1,585)	(2,021)	(668)	268	685
EPS (Bt)	(0.4)	(0.5)	(0.1)	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	(0.4)	(0.5)	(0.1)	0.1	0.1

BALANCE SHEET

Plans to open 12 new
hotels in 2022-24

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	1,962	2,655	1,567	1,587	1,574
Cash & cash equivalent	1,623	1,242	1,000	1,000	1,000
Account receivables	77	100	221	221	178
Inventories	46	39	68	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	21,399	21,422	20,932
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,812	1,489	1,484	1,650	1,725
Account payables	145	143	247	237	284
Bank overdraft & ST loans	1,410	690	466	627	679
Current LT debt	726	105	177	167	122
Others current liabilities	532	551	594	618	640
Total LT debt	10,551	10,356	8,677	8,170	5,985
Others LT liabilities	3,923	4,582	5,909	6,000	5,922
Total liabilities	17,286	16,427	16,069	15,820	13,631
Minority interest	116	11	(8)	22	87
Preferreds 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)	(2,161)	(1,920)	(1,365)
Shareholders' equity	3,813	6,012	5,338	5,580	7,214
Liabilities & equity	21,215	22,450	21,399	21,422	20,932

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)	(726)	298	789
Tax paid	39	(45)	29	0	(39)
Depreciation & amortization	1,012	936	979	1,016	1,045
Chg In working capital	25	(18)	(46)	(16)	75
Chg In other CA & CL / minorities	(543)	(1,029)	1,025	(15)	(17)
Cash flow from operations	(1,136)	(2,247)	1,262	1,284	1,852
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	1,327	99	(73)
Cash flow from investments	(500)	(847)	327	(901)	(623)
Debt financing	2,524	(1,536)	(1,832)	(356)	(2,178)
Capital increase	0	2,014	(0)	0	1,079
Dividends paid	(176)	0	0	(27)	(130)
Warrants & other surplus	(58)	2,236	0	0	0
Cash flow from financing	2,290	2,714	(1,832)	(383)	(1,229)
Free cash flow	(1,774)	(3,156)	462	484	1,352

VALUATION

*Inexpensive valuation, in
our view*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	na	63.0	26.3
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	77.1	32.1
PE (x)	na	na	na	63.0	26.3
PE - at target price (x)	na	na	na	77.1	32.1
EV/EBITDA (x)	na	na	38.4	14.3	10.6
EV/EBITDA - at target price (x)	na	na	44.2	16.5	12.4
P/BV (x)	3.8	2.8	3.2	3.0	2.5
P/BV - at target price (x)	4.6	3.4	3.9	3.7	3.1
P/CFO (x)	(12.7)	(7.0)	13.4	13.2	9.7
Price/sales (x)	7.2	11.2	4.1	3.1	2.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.3	1.1
FCF Yield (%)	(12.3)	(20.1)	2.7	2.9	7.5
(Bt)					
Normalized EPS	(0.4)	(0.5)	(0.1)	0.1	0.1
EPS	(0.4)	(0.5)	(0.1)	0.1	0.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
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

Improving financial
status

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(63.9)	(35.6)	171.3	33.3	20.9
Net profit (%)	na	na	na	na	155.0
EPS (%)	na	na	na	na	139.8
Normalized profit (%)	na	na	na	na	155.0
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	139.8
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	20.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	36.5	13.6	44.2	53.9	54.4
Operating margin (%)	(51.0)	(111.0)	(8.0)	13.4	18.4
EBITDA margin (%)	(7.1)	(48.0)	16.3	32.3	34.4
Net margin (%)	(70.7)	(143.8)	(17.3)	5.6	11.5
D/E (incl. minor) (x)	3.2	1.9	1.7	1.6	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	2.8	1.6	1.6	1.4	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	1.52	2.6
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	1.4	3.7	4.9
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	1.3	3.2
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	4.9	10.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	5.5	11.7
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
- operating margin (%)	na	na	na	14.4	19.2
- leverage (x)	4.1	4.4	3.9	3.9	3.3
- interest burden (%)	147.3	133.2	272.0	38.7	63.4
- tax burden (%)	na	na	na	100.0	95.0
WACC (%)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
ROIC (%)	(7.9)	(11.1)	(1.9)	5.3	8.4
NOPAT (Bt m)	(1,176)	(1,649)	(309)	719	1,133
invested capital (Bt m)	14,877	15,921	13,658	13,544	13,000

Sources: Company data, Thanachart estimates

Minor International Pcl (MINT TB)

เข้าสู่การฟื้นตัวรอบต่อไป

MINT ฟื้นตัวเร็วกว่าคู่แข่งในไทย เนื่องจากการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของ โรงแรมไทย ปัจจุบัน MINT กำลังเข้าสู่การฟื้นตัวรอบที่สองจากธุรกิจ ในไทย เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” MINT ซึ่งยังคงซื้อขายที่ 22.1 เท่า PE เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนเกิดโควิดที่ 33 เท่า



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กำไรฟื้นตัว แนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์ที่เราได้รวมความคิดเห็น ESG ของเรา และเป็นส่วนหนึ่งของ บทวิเคราะห์กลุ่มโรงแรม – “แนวโน้มแข็งแกร่ง” วันที่ 5 ก.ย.2022 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” MINT เนื่องจากการฟื้นตัวกำลังเกิดขึ้นในทุกสาย ธุรกิจและทุกที่ในปัจจุบัน เราคาดว่ากำไรของ MINT จะฟื้นตัวอย่างมาก จากขาดทุน 19.4/9.3 พันลบ. ในปี 2022-24F เป็นมีกำไร 1.6/7.0/9.4 พันลบ. ในปี 2022-24F MINT ยังดูไม่แพงสำหรับเราที่ 22.1 เท่า PE ในปี 2024F เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนโควิดที่ 33 เท่า

การดำเนินงานโรงแรมในไทยฟื้นตัว

รายได้ของ MINT ในปี 2019 มาจากธุรกิจโรงแรม 76% (ยุโรป 64%, ประเทศไทย 14%, โอเชียเนีย 6%, อเมริกา 6%, มัลดีฟส์ 3% และอื่นๆ 7%) อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวยุโรปพลิกฟื้นเร็วกว่าประเทศไทย และยุโรปคิดเป็น 56% ของรายได้รวมใน 1H22 RevPar เฉลี่ยของ MINT ใน 2Q22 มากกว่าระดับ 2Q19 รว 8% โดยได้แรงหนุนจากการเติบโตของ RevPar ในต่างประเทศที่ 12% จากระดับ 2Q19 RevPar ของประเทศไทยยังคงต่ำกว่า 2Q19 รว 45% สำหรับ 2H22F เราคาดว่าความต้องการของไทยจะฟื้นตัวแข็งแกร่ง นักท่องเที่ยวเดินทางมายังไทยเพิ่มขึ้นเป็น 1.1 ล้านคนในเดือนก.ค. เทียบกับ 0.35 ล้านคนต่อเดือนใน 1H22 นักท่องเที่ยวในประเศยังแข็งแกร่ง โดยได้รับแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวภายในประเทศ เราคาดว่ารายได้โรงแรมทั้งหมดของ MINT ในปี 2022F คิดเป็น 87% ของรายได้ปี 2019 และมากกว่าปี 2019 ในปี 2023F

ธุรกิจอาหารฟื้นตัว

ธุรกิจอาหารของ MINT คิดเป็น 20% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2019 และ 24% ใน 1H22 ยอดขายสาขาเดิมเติบโต 6.0% y-y ใน 1H22 เทียบกับหดตัว 5.1% ในปี 2021 แม้ว่าธุรกิจอาหารในจีนยังคงมียอดขายสาขาเดิมที่ติดลบ 27.8% ใน 1H22 จากการล็อกดาวน์ของประเทศ รายได้จากธุรกิจอาหารของ MINT ในปี 2019 มีสัดส่วน 65% มาจากประเทศไทย, 14% มาจากจีน, 11% มาจากออสเตรเลีย และจากที่อื่น 10% ด้วยการคลายล็อกดาวน์ในจีน และธุรกิจอาหารที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องในไทย และออสเตรเลีย เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของ MINT จะเติบโต 13.5/7/3% ในปี 2022-24F เพิ่มขึ้นจาก -5% ในปี 2021 เราคาดว่ารายได้อาหารของ MINT ในปี 2022-23F จะแข็งแกร่งกว่าในปี 2019 รว 10/15%

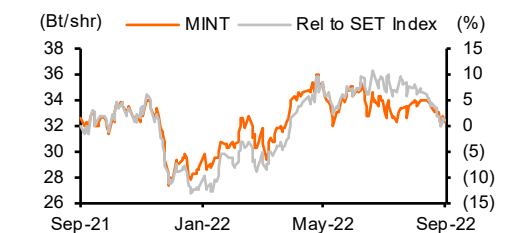
ฐานะการเงินดีขึ้น

MINT กำลังรีไฟแนนซ์หนี้ระยะยาวมูลค่า 15 พันลบ. (ที่อัตราดอกเบี้ย 5.8%) โดยการออกหุ้นกู้ระยะยาวใหม่มูลค่า 12 พันลบ. (อัตราดอกเบี้ย 6.1%) ในต้นเดือนก.ย.นี้ ด้วยจำนวนหนี้ที่ลดลง ทำให้ MINT สามารถประหยัดดอกเบี้ยจ่ายได้ 146 ลบ. ต่อปี ด้วยเราคาดว่าผลการดำเนินงานของ MINT จะฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนอยู่ที่ 1.15 เท่า ในปี 2022F ลดลงเหลือ 1.07 เท่า ในปี 2024F เทียบกับ 1.45/1.31 เท่า ในปี 2020/21 สำหรับ covenant ratio ซึ่งพิจารณาจากหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (GIBD/E) เราคาดว่าอยู่ที่ 1.42 เท่า สำหรับปี 2022F เทียบกับข้อกำหนด covenant ที่ 1.75 เท่า

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	68,868	105,103	123,676	133,088
Net profit	(13,167)	1,620	6,955	9,372
Consensus NP	—	1,819	6,052	8,448
Diff frm cons (%)	—	(10.9)	14.9	10.9
Norm profit	(9,314)	1,620	6,955	9,372
Prev. Norm profit	—	1,619	6,952	9,376
Chg frm prev (%)	—	0.1	0.0	(0.0)
Norm EPS (Bt)	(2.1)	0.1	1.0	1.5
Norm EPS grw (%)	na	na	1,877.3	43.6
Norm PE (x)	na	628.5	31.8	22.1
EV/EBITDA (x)	33.6	11.7	9.8	8.8
P/BV (x)	2.5	2.3	2.4	2.2
Div yield (%)	0.0	0.0	0.6	1.4
ROE (%)	na	2.2	8.9	11.8
Net D/E (%)	135.3	117.9	124.3	109.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 2-Sep-22 (Bt)	32.25
Market Cap (US\$ m)	4,633.0
Listed Shares (m shares)	5,275.0
Free Float (%)	61.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	15.4
12M Price H/L (Bt)	36.00/27.25
Sector	Food
Major Shareholder Group of Mr. William Heinecke	33%

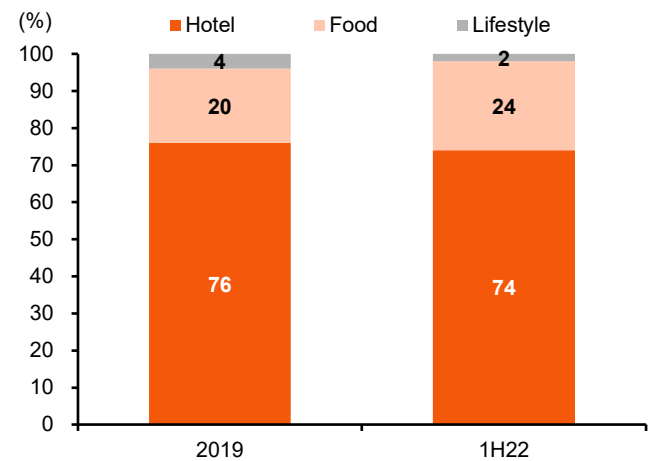
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
MINT's occupancy rate (%)						
- New	75.3	44.7	41.5	59.6	68.0	73.5
- Old				55.8	67.5	72.3
- Change (pp)				3.8	0.5	1.2
MINT's ARR (Bt/night)						
- New	4,471	3,648	3,538	3,994	4,117	4,207
- Old				3,843	3,900	3,994
- Change (%)				3.9	5.6	5.3
NH's occupancy rate (%)						
- New	72	25	34	58	67	71
- Old				58	67	71
- Change (pp)				0.1	0.1	0.1
NH's ARR (Euro/night)						
- New	103	84	89	108	116	118
- Old				107	115	117
- Change (%)				0.8	0.9	0.9
# food stores (owned+franchise)						
- New	2,377	2,370	2,389	2,485	2,559	2,610
- Previous				2,461	2,534	2,585
- Change (%)				0.97	0.97	0.97
% SSSG						
- New	(3.0)	(15.5)	(5.1)	13.5	7.0	3.0
- Old				7.0	5.0	3.0
- Change (pp)				6.50	2.00	-
Gross margin (%)						
- New	44.4	15.3	31.1	43.5	44.2	44.8
- Old				39.6	43.5	44.3
- Change (pp)				3.9	0.7	0.6
SG&A to sales (%)						
- New	39.4	47.3	48.1	37.2	34.1	33.6
- Old				37.6	35.4	34.8
- Change (pp)				(0.5)	(1.3)	(1.3)
Other income (%)						
- New	4,572	2,165	6,096	2,601	2,845	3,061
- Old				6,150	4,580	4,602
- Change (pp)				(57.7)	(37.9)	(33.5)
Normalized profit (Bt m)						
- New	7,060	(19,388)	(9,314)	1,620	6,955	9,372
- Old				1,619	6,952	9,376
- Change (%)				0.1	0.0	(0.0)

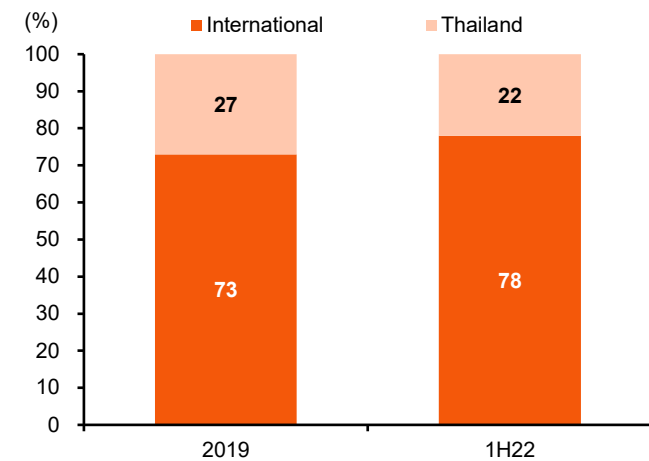
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: MINT's Revenue Breakdown By Business



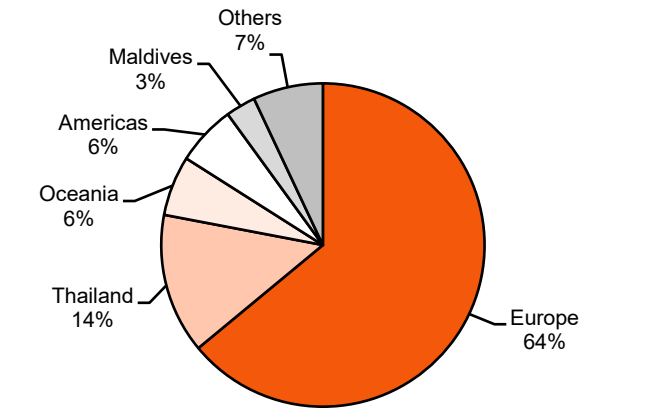
Source: Company data

Ex 3: MINT's Geographical Revenue Breakdown



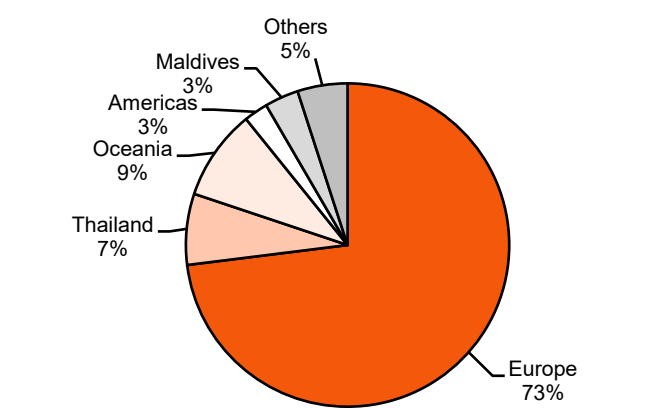
Source: Company data

Ex 4: Hotel Revenue Breakdown By Region In 2019



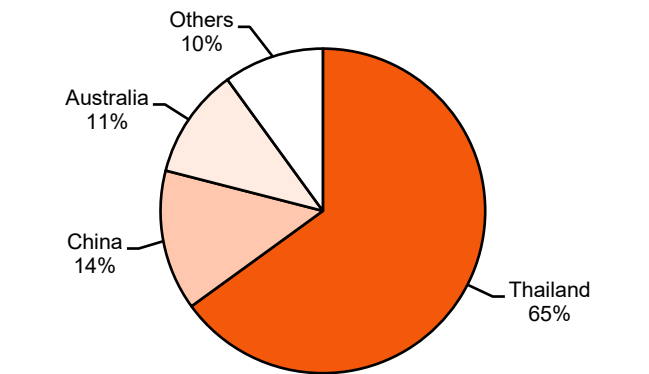
Source: Company data

Ex 5: Hotel Revenue Breakdown By Region In 1H22



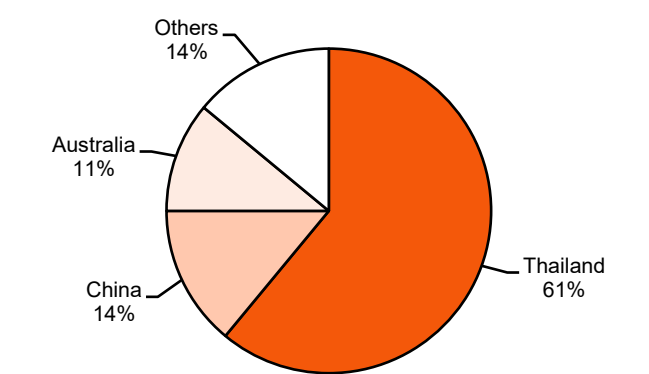
Source: Company data

Ex 6: Food Revenue Breakdown By Region In 2019



Source: Company data

Ex 7: Food Revenue Breakdown By Region In 1H22



Source: Company data

Ex 8: 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	21,878	24,786	26,904	28,481	29,806	31,152	32,548	33,999	35,375	36,937	38,559	—
Free cash flow	13,392	14,472	20,153	22,092	24,089	25,113	26,153	27,435	28,713	30,015	31,437	491,639
PV of free cash flow	13,355	12,465	16,109	16,176	16,316	15,731	15,154	14,706	14,237	13,242	12,780	199,870
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	7.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	363,912											
Net debt (2022F)	106,968											
Minority interest	11,067											
Equity value	245,876											
# of shares*	5,759											
Target price/share (Bt)	43.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: * Includes MINT-W7, MINT-W8 and MINT-W9 exercises

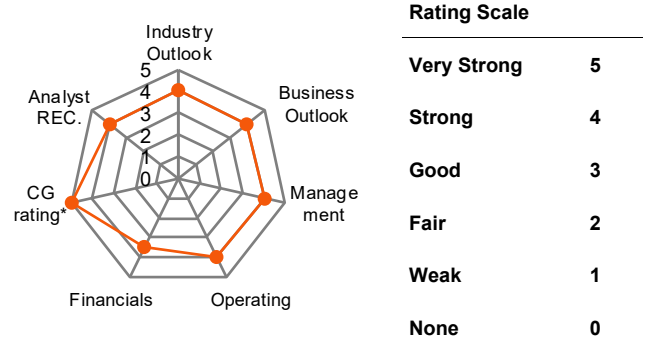
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

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

W — Weakness

- ภาวะอุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูง หลังการเข้าซื้อกิจการครั้งใหญ่ในปี 2018

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงของผู้ประกอบธุรกิจโรงแรม ซึ่งเป็นอุปสรรคในการปลดปล่อยความสามารถในการทำกำไร
- การแข่งขันของผู้ประกอบธุรกิจร้านอาหารทั้งใน และต่างประเทศ
- การแพร่ระบาดของโควิด 19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	40.79	43.00	5%
Net profit 22F (Bt m)	1,819	1,620	-11%
Net profit 23F (Bt m)	6,052	6,955	15%
Consensus REC	BUY: 22	HOLD: 1	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023F และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจาก เรามองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มการฟื้นตัวของธุรกิจโรงแรมและอาหารของ MINT

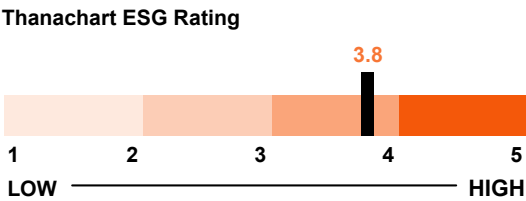
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การควบรวม NH ถือเป็นส่วนสำคัญของผลการดำเนินงานของ MINT การหดตัวของกำไรดำเนินงานของ 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

MINT ดำเนินธุรกิจโรงแรม อาหาร และไลฟ์สไตล์ในหลายประเทศทั่วโลก บริษัทให้ความสำคัญต่อประเด็น ESG และรายงาน ESG ได้อย่างโปร่งใสมายและแผนอย่างชัดเจน เราให้คะแนน ESG สำหรับ MINT ค่อนข้างสูงที่ 3.8 และคาดว่า MINT จะสามารถมีคะแนนที่เพิ่มขึ้นได้ในอนาคตเมื่อบรรลุเป้าหมายของบริษัทฯ มากขึ้น



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
MINT	YES	YES	YES	AA	60.39	90.95	66.99	37.0	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- MINT ดำเนินธุรกิจโรงแรมและอาหารในกว่า 60 ประเทศ โดย 74% ของรายได้ใน 1H22 มาจากโรงแรม, 24% จากอาหาร และ 2% จากธุรกิจไลฟ์สไตล์ หากแบ่งตามภูมิศาสตร์ 78% ของรายได้ 1H22 มาจากต่างประเทศ ส่วนใหญ่เป็นยุโรป และ 22% มาจากประเทศไทย ในฐานะบริษัทข้ามชาติ MINT มีแผนที่ชัดเจนเกี่ยวกับ ESG - MINT มีเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อม 5 ประการ 1) ลดความเข้มข้นของพลังงานในโรงแรม 20% จากระดับปี 2016 ภายในปี 2023 2) ลดการปล่อย CO2 ลง 20% ภายในปี 2023 3) ลดการใช้น้ำ 20% ในโรงแรมภายในปี 2023 4) ลดการใช้พลาสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้ง 75% จากปี 2018 ภายในปี 2024 และ 5) มีโครงการอนุรักษ์ระยะยาวอย่างน้อยหนึ่งโครงการภายในปี 2023 - MINT ให้คำมั่นที่จะเป็น "องค์กรที่ปล่อยคาร์บอนสุทธิเท่ากับศูนย์ภายในปี 2050" ลดขยะจากโรงแรมลง 50% ภายในปี 2023 จากปี 2021 และการใช้ทรัพยากรธรรมชาติอย่างมีประสิทธิภาพ
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- MINT สนับสนุนให้ผู้ถือหุ้นยึดถือและนำหลักนโยบายสิทธิมนุษยชนมาใช้ ซึ่งครอบคลุมการเลือกปฏิบัติ การล่วงละเมิดทางเพศ การกลั่นแกล้งและการล่วงละเมิด และการตกเป็นเหยื่อ และมีเป้าหมายในการป้องกันและลดพฤติกรรมที่อาจส่งผลกระทบต่อความสามัคคีในที่ทำงาน - MINT มีโครงการเรียนรู้และพัฒนาความสามารถและความเป็นผู้นำทั้งทางออนไลน์และออนไลน์ เช่น Digital Academy, Finance Academy เป็นต้น - MINT ได้จัดทำโปรแกรม "More You" เพื่อสร้างความมั่นใจต่อสภาพแวดล้อมในการทำงานที่ปลอดภัยและถูกสุขอนามัย และสอดคล้องกับอาชีวอนามัยและความปลอดภัย (OHS) และกรอบความเป็นอยู่ที่ดีของบริษัท และข้อบังคับทางกฎหมายที่เกี่ยวข้อง - MINT สนับสนุนการพัฒนาเด็กและสมาชิกในชุมชนที่ด้อยโอกาสผ่านการลงทุนของชุมชน การริเริ่มเชิงพาณิชย์ และการบริจาคเพื่อการกุศล
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัทประกอบด้วยสมาชิก 11 คน (หญิง 2 คน ชาย 9 คน) จากคุณสมบัติที่หลากหลาย รวมทั้งทักษะ ประสบการณ์ และความสามารถ - MINT มีโครงสร้างการกำกับดูแล กฎเกณฑ์ แนวทางปฏิบัติ และแนวทางปฏิบัติเพื่อให้เกิดความโปร่งใสภายในองค์กร - MINT มุ่งมั่นที่จะปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎระเบียบให้ความคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคลของผู้บริโภค (GDPR), พระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล (PDPA) และระเบียบข้อบังคับด้านความเป็นส่วนตัวของข้อมูลอื่นๆ นอกจากนี้ยังมีคณะกรรมการบริหารการปกป้องข้อมูล (DPEC) เพื่อให้บรรลุและรักษาการปฏิบัติตามข้อกำหนดนี้ - MINT มีนวัตกรรมสินค้าและบริการ เช่น Naughty & Rice, poke rice bowl เพื่อสุขภาพ, Jolly น้ำผลไม้สดเย็น และ "โปรแกรมเพื่อสุขภาพหลายมิติ"

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

*Earnings turnaround in
2022-24F*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	55,812	68,868	105,103	123,676	133,088
Cost of sales	47,254	47,417	59,392	69,048	73,416
Gross profit	8,558	21,451	45,711	54,628	59,672
% gross margin	15.3%	31.1%	43.5%	44.2%	44.8%
Selling & administration expenses	26,426	33,137	39,084	42,139	44,674
Operating profit	(17,868)	(11,686)	6,627	12,489	14,997
% operating margin	-32.0%	-17.0%	6.3%	10.1%	11.3%
Depreciation & amortization	18,241	19,942	17,836	17,774	17,823
EBITDA	374	8,256	24,463	30,263	32,820
% EBITDA margin	0.7%	12.0%	23.3%	24.5%	24.7%
Non-operating income	2,742	6,730	3,216	3,356	3,440
Non-operating expenses	(625)	1,469	(450)	0	0
Interest expense	(7,452)	(8,118)	(7,921)	(7,433)	(7,198)
Pre-tax profit	(23,204)	(11,605)	1,472	8,411	11,239
Income tax	(2,983)	(1,490)	147	841	1,247
After-tax profit	(20,220)	(10,114)	1,325	7,570	9,991
% net margin	-36.2%	-14.7%	1.3%	6.1%	7.5%
Shares in affiliates' Earnings	(464)	(209)	(108)	59	176
Minority interests	1,296	1,009	403	(675)	(795)
Extraordinary items	(2,019)	(3,853)	0	0	0
NET PROFIT	(21,407)	(13,167)	1,620	6,955	9,372
Normalized profit	(19,388)	(9,314)	1,620	6,955	9,372
EPS (Bt)	(4.7)	(2.8)	0.1	1.0	1.5
Normalized EPS (Bt)	(4.3)	(2.1)	0.1	1.0	1.5

BALANCE SHEET

Improving balance sheet

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	52,064	48,827	58,200	49,004	51,907
Cash & cash equivalent	26,188	25,097	25,000	10,000	10,000
Account receivables	12,286	14,638	23,036	27,107	29,170
Inventories	3,683	3,490	4,393	5,108	5,431
Others	9,908	5,602	5,770	6,790	7,306
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	367,883	351,436	349,055
LIABILITIES:					
Current liabilities:	41,238	58,058	59,479	61,114	61,385
Account payables	15,310	18,394	22,780	26,484	28,160
Bank overdraft & ST loans	140	482	528	479	457
Current LT debt	6,656	17,663	17,087	15,503	14,781
Others current liabilities	19,131	21,520	19,083	18,648	17,988
Total LT debt	129,897	114,483	114,353	103,750	98,920
Others LT liabilities	114,868	117,599	103,288	98,268	93,363
Total liabilities	286,003	290,140	277,120	263,132	253,668
Minority interest	9,343	11,470	11,067	11,742	12,537
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	35,046	26,765	26,765
Retained earnings	15,676	(130)	153	5,301	11,589
Shareholders' equity	66,981	68,023	79,696	76,563	82,850
Liabilities & equity	362,327	369,633	367,883	351,436	349,055

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)	1,472	8,411	11,239
Tax paid	1,554	1,748	(27)	(556)	(1,241)
Depreciation & amortization	18,241	19,942	17,836	17,774	17,823
Chg In working capital	(1,001)	924	(4,915)	(1,081)	(711)
Chg In other CA & CL / minorities	10,654	9,362	(2,832)	(1,681)	(1,008)
Cash flow from operations	6,244	20,371	11,534	22,868	26,102
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	(6,446)	(15,024)	(5,543)	(5,444)
Cash flow from investments	(30,409)	(31,606)	(21,024)	(15,543)	(17,444)
Debt financing	24,095	(4,064)	(660)	(12,237)	(5,574)
Capital increase	9,741	728	14,390	0	0
Dividends paid	(1,461)	(1,546)	(1,337)	(1,807)	(3,084)
Warrants & other surplus	4,647	15,026	(3,000)	(8,281)	0
Cash flow from financing	37,022	10,144	9,393	(22,325)	(8,658)
Free cash flow	(2,182)	3,994	6,534	13,868	15,102

No risk of a capital call, in our view

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	628.5	31.8	22.1
Normalized PE - at target price (x)	na	na	837.9	42.4	29.5
PE (x)	na	na	628.5	31.8	22.1
PE - at target price (x)	na	na	837.9	42.4	29.5
EV/EBITDA (x)	717.1	33.6	11.7	9.8	8.8
EV/EBITDA - at target price (x)	857.5	40.4	14.1	11.8	10.7
P/BV (x)	2.5	2.5	2.3	2.4	2.2
P/BV - at target price (x)	3.4	3.3	3.1	3.2	3.0
P/CFO (x)	25.2	8.3	15.4	8.1	7.1
Price/sales (x)	3.0	2.5	1.6	1.4	1.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.6	1.4
FCF Yield (%)	(1.4)	2.4	3.7	7.5	8.1
(Bt)					
Normalized EPS	(4.3)	(2.1)	0.1	1.0	1.5
EPS	(4.7)	(2.8)	0.1	1.0	1.5
DPS	0.0	0.0	0.0	0.2	0.4
BV/share	12.7	12.9	13.8	13.3	14.4
CFO/share	1.3	3.9	2.1	4.0	4.5
FCF/share	(0.4)	0.8	1.2	2.4	2.6

Inexpensive valuation, in our opinion

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Rising asset utilization
and cost control to drive
up margins*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(52.4)	23.4	52.6	17.7	7.6
Net profit (%)	na	na	na	329.2	34.8
EPS (%)	na	na	na	1,877.3	43.6
Normalized profit (%)	na	na	na	329.2	34.8
Normalized EPS (%)	na	na	na	1,877.3	43.6
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	20.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	15.3	31.1	43.5	44.2	44.8
Operating margin (%)	(32.0)	(17.0)	6.3	10.1	11.3
EBITDA margin (%)	0.7	12.0	23.3	24.5	24.7
Net margin (%)	(36.2)	(14.7)	1.3	6.1	7.5
D/E (incl. minor) (x)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.4	1.4	1.2	1.2	1.1
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	0.8	1.7	2.1
Interest coverage - EBITDA (x)	0.1	1.0	3.1	4.1	4.6
ROA - using norm profit (%)	na	na	0.4	1.9	2.7
ROE - using norm profit (%)	na	na	2.2	8.9	11.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	1.8	9.7	12.5
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
- operating margin (%)	na	na	8.9	12.8	13.9
- leverage (x)	4.3	5.4	5.0	4.6	4.4
- interest burden (%)	147.3	332.8	15.7	53.1	61.0
- tax burden (%)	na	na	90.0	90.0	88.9
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC (%)	(10.2)	(6.6)	3.4	6.0	7.2
NOPAT (Bt m)	(17,868)	(11,686)	5,965	11,240	13,333
invested capital (Bt m)	177,485	175,554	186,664	186,294	187,008

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

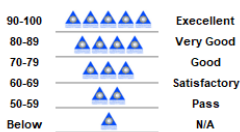
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed [here](#).

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ADVANC16C2301A, ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMATA16C2212A, AMAT16C2209A, AOT16C2212A, AOT16C2209A, BANPU16C2212A, BANPU16C2210A, BBL16C2212A, BBL16C2211A, BH16C2212B, BH16C2212A, BGRIM16C2212A, BGRI16C2209A, BLA16C2212A, BLA16C2209A, CBG16C2301A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, DTAC16C2212A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GUNK16C2209A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2212A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2211A, MTC16C2212A, MTC16C2209A, PSL16C2212A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTEP16C2212A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, SAWAD16C2211A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2211A, SCGP16C2212A, SET5016P2212A, SET5016C2209B, SET5016C2212A, SET5016P2209B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TRUE16C2212A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BGRIM, BH, BLA, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, DTAC, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, PSL, PTG, PTTEP, RBF, SAWAD, SCB, SET50, SCGP, SINGER, SPRC, STEC, TIDLOR, TOP, TRUE, 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 ปทุมไรสมิล 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 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 สหกลีทวีเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีทวีเมนท์ 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, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา 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 ภัทรวลลี้ 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 สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@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	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 ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สถาพร Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

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