BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 5.50 (From: Bt 4.50)

Upside : 22.2%

5 JANUARY 2023

Small Cap Research

The Erawan Group Pcl (ERW TB)

ได้ประโยชน์ที่สุดจากการกลับมาของชาวจีน

SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ERW และกลายเป็นหุ้น Top Pick ของเราในกลุ่มโรงแรมไทย ERW เป็นผู้ที่ได้ประโยชน์จากการกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งของจีนมากที่สุด ขณะที่เราคาดว่าผลการดำเนินงานยังกำลังพลิกกลับมามีกำไรใน 4Q22F โดยไม่ปัจจัยกังวลด้านงบดุลอีกต่อไป ราคาเป้าหมายปี 2023F อยู่ที่ 5.50 บาท/หุ้น

ปัจจุบันเป็นหุ้น Top Sector Pick ของเรา

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ERW และเป็น Top Pick ของเราในกลุ่มโรงแรมไทย แทนบมจ.โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา (CENTEL, "ซื้อ") 1) เรามองว่า ERW ได้ประโยชน์มากที่สุดในกลุ่มฯ จากการกลับมาเปิดประเทศของจีนด้วย 12% ของรายได้รวมปี 2019 มาจากชาวจีน เทียบกับ CENTEL ที่ 5% และบมจ.ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล (MINT, "ซื้อ") ที่ 5% 2) เราคาดว่า ERW จะกลับมามีกำไรแข็งแกร่งกว่าคาดใน 4Q22F และเราปรับกำไรขึ้น 12/5% ในปี 2023-24F และปรับผลขาดทุนในปี 2022F ลงเหลือ 411 ลบ. (จากขาดทุน 668 ลบ.) ด้วยอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่ 1.2 เท่า ในปี 2023F และมีกระแสเงินสดอิสระกลับมาเป็นบวกตั้งแต่ปี 2022F ความเสี่ยงด้านงบดุลจึงไม่ใช่ปัจจัยกังวลอีกต่อไป 3) ด้วยเป็น asset-based company ในอุตสาหกรรมที่เติบโตและให้ผลตอบแทนดี ERW จึงซื้อขายที่ PE สูง ที่ค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนโควิดที่ 37 เท่า และคาดว่าจะซื้อขายที่ 2024F PE ที่ 30.6 เท่า ราคาเป้าหมายปี 2023F อยู่ที่ 5.5 บาท (จาก 4.5 บาท)

ได้ประโยชน์จากการกลับมาเปิดประเทศของจีนมากที่สุด

เราคาดว่า ERW จะได้ประโยชน์จากจีนที่กลับมาเปิดประเทศอีกครั้งมากกว่า CENTEL และ MINT ใน 2 แง่มุม ได้แก่ 1) ERW ดำเนินเฉพาะธุรกิจโรงแรม โดย 96% ของรายได้มาจากธุรกิจโรงแรม เทียบกับ CENTEL ที่ 41% และ MINT ที่ 76% ด้วย CENTEL และ MINT มีธุรกิจอาหารด้วย และ 2) รายได้จากนักท่องเที่ยวจีนคิดเป็น 12% ของรายได้โรงแรมรวมของ ERW ในปี 2019 เทียบกับ 12% สำหรับ CENTEL และ 6% สำหรับ MINT โดยรายได้จากนักท่องเที่ยวจีนคิดเป็น 12% ของรายได้รวมในปี 2019 ของ ERW ขณะที่ CENTEL อยู่ที่ 5% และ MINT ที่ 5%

กลับมามีกำไรใน 4Q22

ขณะที่ CENTEL และ MINT กลับมามีกำไรในบางไตรมาสใน 9M22 จากการฟื้นตัวของธุรกิจอาหารและการฟื้นตัวของโรงแรมในยุโรปสำหรับ MINT แต่ ERW ซึ่งดำเนินเฉพาะธุรกิจโรงแรมคาดว่าจะพลิกกลับมามีกำไรที่หลังใน 4Q22F เราคาดว่าจะมีกำไร 46 ลบ. ใน 4Q22F เทียบกับขาดทุน 11 ลบ. ใน 3Q22 และขาดทุน 346 ลบ. ใน 4Q21 ด้วยผลของ operating leverage เราคาดว่ากำไรจะอยู่ที่ 301/720 ลบ. ในปี 2023-24F พลิกจากขาดทุน 411 ลบ. ในปี 2022F ดู Exhibit 10 และ 13 สำหรับการปรับประมาณการกำไร และสมมติฐานหลักของเรา

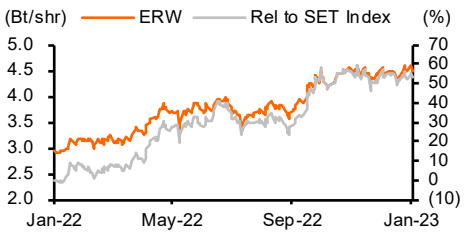
ฐานะการเงินไม่มีความเสี่ยงอีกต่อไป

เนื่องจากผลของโควิด ปี 2021 ERW จึงเพิ่มทุน 2 พันลบ. ขายโรงแรม 2 แห่ง ในสมุย มูลค่า 925 ลบ. และประเมินมูลค่าสินทรัพย์ใหม่ 2.7 พันลบ. และในปีนี้ บริษัทฯ ขายโรงแรม 3 แห่ง ในภูเก็ต หัวหิน และกระบี่ มูลค่ารวม 1.1 พันลบ. ซึ่งช่วยให้งบดุลและกระแสเงินสดดีขึ้นมาก และเราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนอยู่ที่ 1.4/1.2 เท่า ในปี 2022-23F เทียบกับ 2.8 เท่าในปี 2020 (2.5 เท่า debt covenant) เราคาดว่า EBITDA อยู่ที่ 948 ลบ./1.7 พันลบ./2.2 พันลบ.ในปี 2022-24F นอกจากนี้ เรายังรวมค่าใช้จ่ายลงทุนที่ 800 ลบ. ในปี 2022F สำหรับ 9 โรงแรมใหม่ และเราสมมติให้ค่าใช้จ่ายลงทุนอยู่ที่ 500/800 ลบ. ในปี 2023-24F สำหรับการปรับปรุงโรงแรมที่มีอยู่ และการเปิดโรงแรมใหม่ 3 แห่งในปี 2024F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,485	4,430	5,711	6,497
Net profit	(2,050)	(418)	301	720
Consensus NP	—	(463)	317	632
Diff frm cons (%)	—	*na*	*(4.9)*	*14.1*
Norm profit	(2,021)	(411)	301	720
Prev. Norm profit	—	(668)	268	685
Chg frm prev (%)	—	*na*	*12.1*	*5.2*
Norm EPS (Bt)	(0.5)	(0.1)	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	na	na	na	127.5
Norm PE (x)	na	na	69.5	30.6
EV/EBITDA (x)	na	30.6	16.4	12.4
P/BV (x)	3.5	3.7	3.6	2.9
Div yield (%)	0.0	0.0	0.3	1.0
ROE (%)	na	na	5.3	10.8
Net D/E (%)	164.5	143.3	124.8	72.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 5-Jan-23 (Bt)	4.50
Market Cap (US$ m)	600.6
Listed Shares (m shares)	4,531.6
Free Float (%)	58.8
Avg Daily Turnover (US$ m)	1.7
12M Price H/L (Bt)	4.60/2.90
Sector	Tourism
Major Shareholder	Vongkusolkit & Wattanavekin Group 55%

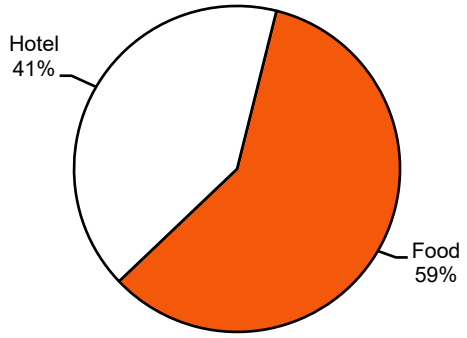
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

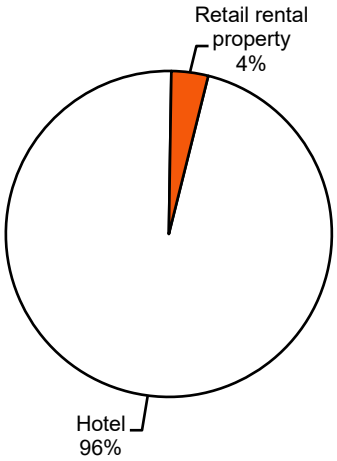
Thanachart Securities

Ex 1: CENTEL's Revenue Breakdown By Business In 2019



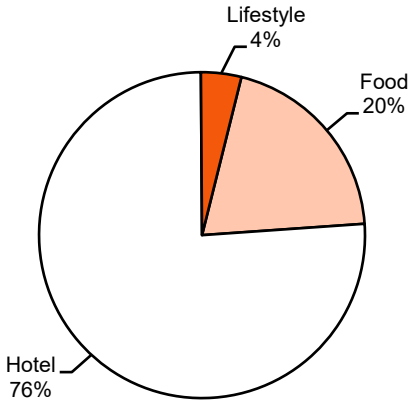
Source: Company data

Ex 2: ERW's Revenue Breakdown By Business In 2019



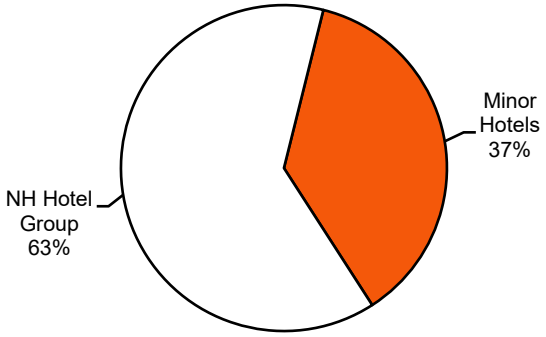
Source: Company data

Ex 3: MINT's Revenue Breakdown By Business In 2019



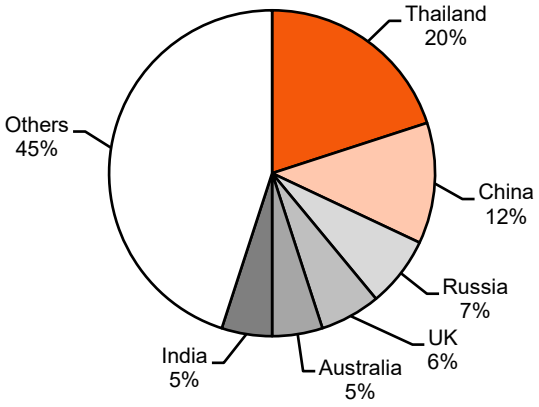
Source: Company data

Ex 4: MINT's Hotel Revenue Breakdown In 2019



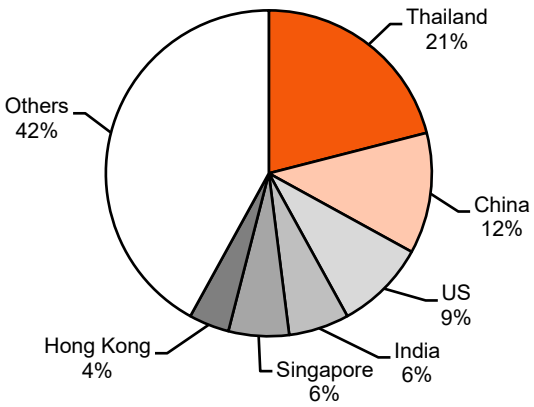
Source: Company data

Ex 5: CENTEL's Hotel Revenue Breakdown By Nationality*



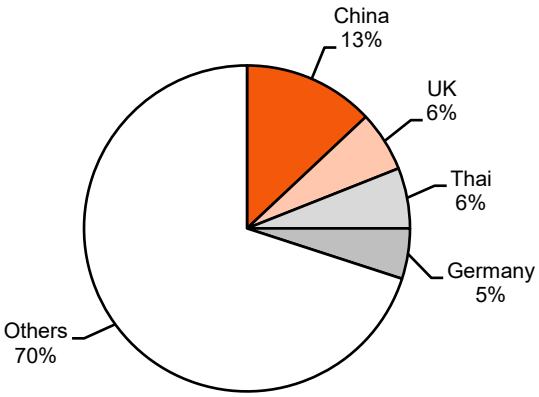
Source: Company data
Note: * In 2019

Ex 6: ERW's Hotel Revenue Breakdown By Nationality*



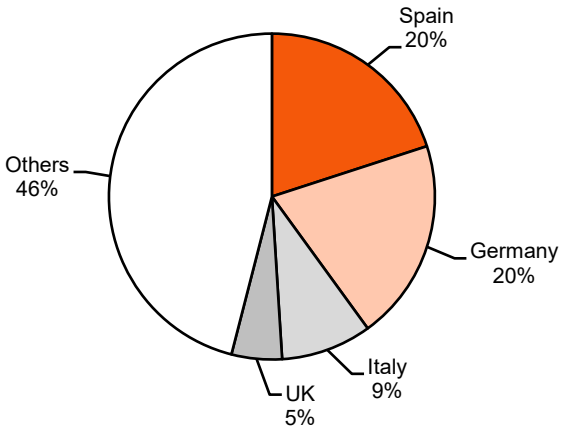
Source: Company data
Note: * In 2019

Ex 7: MINT's Hotel Revenue Breakdown By Nationality*



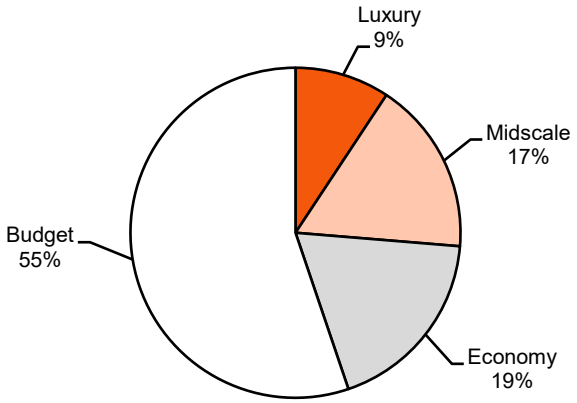
Source: Company data
Note: * Only Minor Hotels (excluding NH's revenue) in 2019

Ex 8: NH's Hotel Revenue Breakdown By Nationality*



Source: Company data
Note: * In 2019

Ex 9: Room Capacity Breakdown (As Of 3Q22)



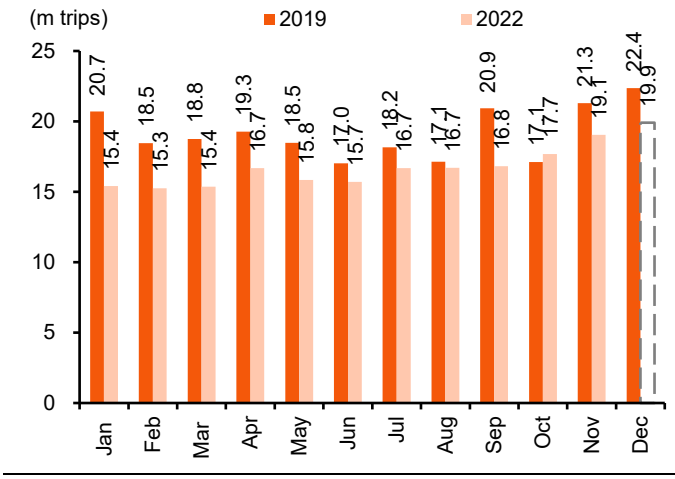
Source: Company data

Ex 10: Thai And International Tourist Assumptions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Numbers of foreign tourists (people)						
- New	39,916,251	6,702,396	427,869	11,800,000	28,000,000	39,900,000
- Old				9,000,000	26,000,000	39,000,000
- Change (%)				*31.1*	*7.7*	*2.3*
Numbers of Thai tourists (visits)						
- New	229,748,960	123,214,821	71,858,377	201,161,203	218,261,512	236,641,429
- Old				194,987,146	211,369,043	236,641,429
- Change (%)				*3.2*	*3.3*	—

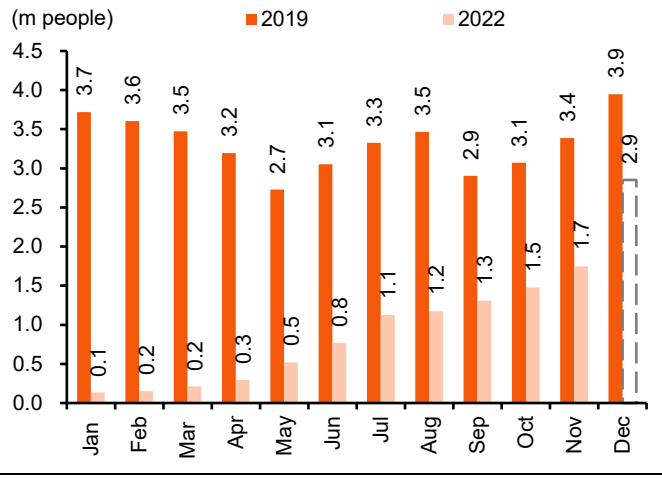
Sources: TAT, Thanachart estimates

Ex 11: Number Of Thai Tourists



Source: Ministry of Tourism and Sports

Ex 12: Number Of International Tourists



Source: Ministry of Tourism and Sports

Ex 13: 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				10,188	10,188	10,677
- Change (%)				—	—	—
Occupancy rate (%)						
- New	76.4	36.6	29.3	63.2	72.3	77.2
- Old				59.1	71.2	77.2
- Change (pp)				*4.0*	*1.1*	—
ARR (Bt/room/night)						
- New	1,764	1,136	913	1,380	1,557	1,636
- Old				1,244	1,435	1,603
- Change (%)				*10.9*	*8.5*	*2.0*
Gross margin (%)						
- New	54.5	36.5	13.6	49.2	53.9	55.4
- Old				44.2	53.9	54.4
- Change (pp)				*5.0*	—	*1.0*
SG&A to sales (%)						
- New	38.6	87.5	124.6	49.8	41.2	37.2
- Old				52.2	40.5	36.1
- Change (pp)				*(2.4)*	*0.7*	*1.1*
Normalized profit (Bt m)						
- New	464	(1,585)	(2,021)	(411)	301	720
- Old				(668)	268	685
- Change (%)				*n.a.*	*12.1*	*5.2*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2023F

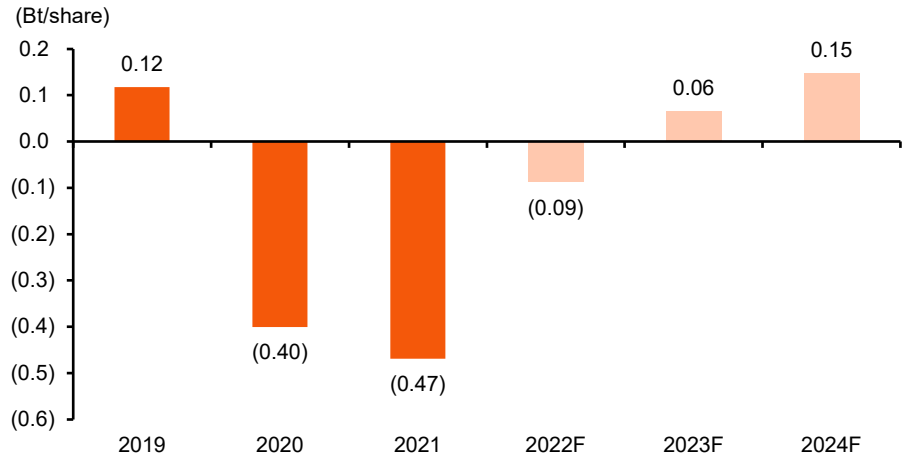
(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	1,463	1,947	2,200	2,351	2,489	2,600	2,704	2,810	2,918	3,031	3,148	—
Free cash flow	833	1,024	1,697	1,816	2,097	2,071	2,199	2,337	2,476	2,569	2,666	46,629
PV of free cash flow	831	892	1,368	1,363	1,464	1,346	1,330	1,315	1,256	1,208	1,163	20,338

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.2
WACC (%)	7.1
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	33,874
Net debt (2022F)	6,951
Minority interest	11
Equity value	26,912
# of shares*	4,891
Target price/share (Bt)	**5.50**

Sources: Company data, Thanachart estimates

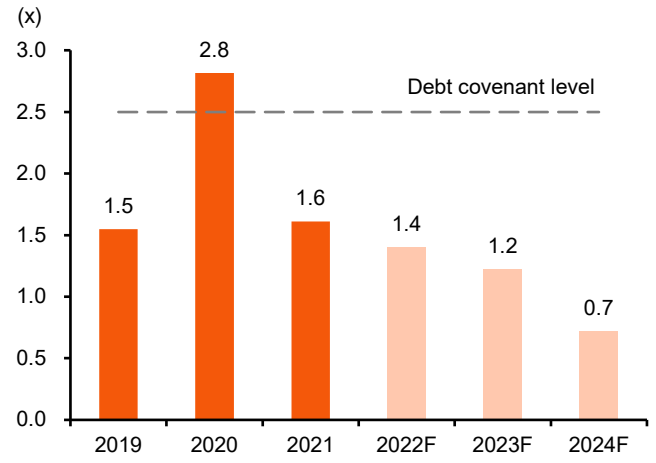
Note: * Include the exercise of ERW-W3

Ex 15: ERW's EPS Turnaround



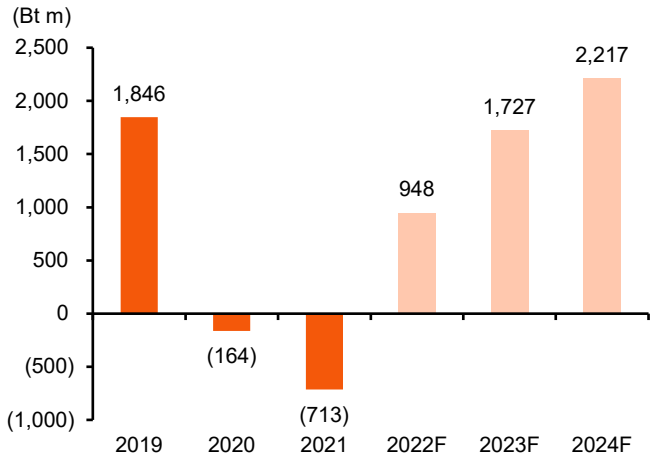
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: Net D/E Ratio



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: Improving EBITDA



Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 18: Valuation Comparison With Regional Peers

			EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
Name	BBG code	Country	22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Accor SA	AC FP	France	125.9	45.5	33.8	23.3	1.5	1.4	13.9	11.7	1.5	2.6
Indian Hotels	IH IN	India	na	na	na	56.1	7.6	5.8	87.5	30.4	0.1	0.2
Resorttrust	4681 JP	Japan	20.9	106.6	34.5	16.7	2.1	2.1	13.2	12.1	1.3	1.9
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	62.4	167.2	73.3	27.4	5.4	4.6	19.1	13.9	0.2	0.3
NH Hotel Group	NHH SM	Spain	na	na	133.5	16.2	1.6	1.2	8.6	7.0	na	na
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	306.8	7.5	7.3	41.5	18.5	0.0	0.0
InterContinental Hotels	IHG US	US	na	18.9	21.0	17.7	na	na	13.4	12.2	2.2	2.5
Marriott International	MAR US	US	95.4	14.7	22.8	19.9	98.3	130.3	14.7	13.5	0.6	1.1
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	207.9	25.6	28.2	22.5	na	na	16.6	14.8	0.4	0.5
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	(33.3)	144.4	355.6	145.5	2.5	2.5	99.6	51.0	0.4	0.2
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	na	681.3	338.2	43.3	3.8	3.5	22.3	15.6	0.0	0.5
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	na	na	na	69.5	3.7	3.6	30.6	16.4	0.0	0.3
Minor International	MINT TB*	Thailand	na	na	na	47.3	2.3	2.4	10.9	9.4	0.0	0.4
Average			**79.9**	**164.8**	**115.7**	**62.5**	**12.4**	**15.0**	**30.2**	**17.4**	**0.6**	**0.9**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 5-Jan-23 closing prices

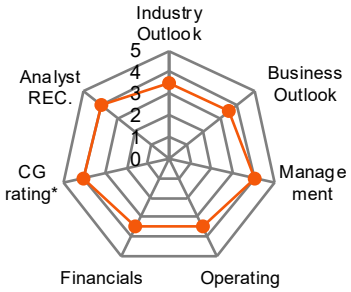
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดิเอราวัณกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (ERW) ก่อตั้งเมื่อวันที่ 29 ธ.ค.1982 ERW ธุรกิจหลักของบริษัทฯ คือการลงทุนและพัฒนาโรงแรมในหลากหลายพื้นที่และหลากหลายกลุ่ม (ระดับ 5 ดาว, ระดับกลาง, ระดับประหยัด และระดับราคาย่อมเยา) ทั่วประเทศไทย ปัจจุบัน ERW เป็นเจ้าของโรงแรม 73 แห่ง ณ สิ้น 3Q22 และดำเนินธุรกิจอื่นๆ รวมทั้ง ให้เช่าพื้นที่ค้าปลีก และบริหารจัดการอาคารสำนักงาน

Source: Thanachart

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

W — Weakness

- โรงแรมยังกระจุกตัวในกรุงเทพฯ ประเทศไทย
- อุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย

O — Opportunity

- เน้นกลุ่มที่มีการเติบโตสูง; โรงแรมขนาดกลาง โรงแรมราคาประหยัด และระดับราคาย่อมเยา
- โอกาสในการขยายตัวในอาเซียน

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงระหว่างผู้ประกอบการโรงแรม
- ERW ต้องการแหล่งเงินทุนและเงินกู้เพื่อสนับสนุนการลงทุนและพัฒนาโรงแรมของบริษัทฯ
- ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.88	5.50	13%
Net profit 22F (Bt m)	(463)	(418)	na
Net profit 23F (Bt m)	317	301	-5%
Consensus REC	**BUY: 13**	**HOLD: 4**	**SELL: 0**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราแข็งแกร่งกว่าที่ตลาดคาด เนื่องจากมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นเกี่ยวกับการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวไทยในระยะยาว ในขณะเดียวกัน การคาดการณ์กำไรปี 2023F ของเราที่ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับของตลาดนั้นเกิดจากมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นในด้านต้นทุน

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของประเทศไทย และโรคระบาด เป็นความเสี่ยงหลักของประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลลบต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

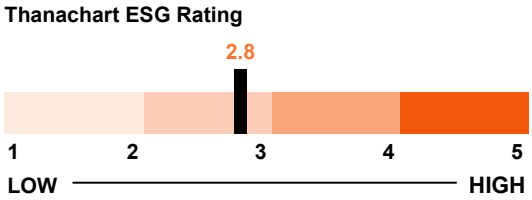
ERW

The Erawan Group Public Co. Ltd.

Sector: Services | Hotel

ESG & Sustainability Report

ERW เป็นผู้ประกอบการโรงแรมในประเทศไทยภายใต้แบรนด์ Hyatt, Marriott, Holiday Inn, Mercure, Novotel และ Ibis นอกจากนี้ยังมีแบรนด์ของตัวเอง "Hop Inn" ในกลุ่มโรงแรมราคาย่อมเยา เราให้คะแนน ESG สำหรับ ERW ที่ 2.8 ซึ่งถือว่าปานกลาง แม้ว่าธุรกิจของบริษัทฯ จะไม่ได้ก่อให้เกิดการปล่อยคาร์บอนมากนัก และเราเชื่อการดำเนินธุรกิจของ ERW โดยทั่วไปนั้นดี แต่ยังไม่มีแผนที่ชัดเจนเกี่ยวกับประเด็น 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	-	-	-	-	37.99	41.31	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 – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ ERW มีห้องพักในโรงแรม 8,332 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 กล่าวว่าการจ้างงานพิจารณาจากค่าจ้างที่ยุติธรรมและสมเหตุสมผล สิทธิและผลประโยชน์ที่เป็นธรรม และชั่วโมงการทำงานที่เหมาะสม บริษัทฯ ไม่มีการจ้างพนักงานที่มีอายุต่ำกว่า 18 ปี ไม่มีการเลือกปฏิบัติในด้าน สถานที่เกิด เชื้อชาติ เพศ อายุ สีผิว 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 ประสบการณ์และความสามารถที่หลากหลาย ▪ ERW มีนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) และหลักยึดมั่น รวมถึงการปฏิบัติตามกฎหมาย การยึดมั่นในคุณธรรม และจริยธรรมและจรรยาบรรณทางธุรกิจ และการเปิดเผยข้อมูลเพื่อความโปร่งใส ▪ ERW มีคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง คณะกรรมการทบทวนแผนการบริหารจัดการความเสี่ยง กำหนดและติดตามทิศทางการบริหารความเสี่ยง การรับมือกับผลกระทบ ส่งเสริมการตอบสนองความเสี่ยงที่ประเมินได้และมีประสิทธิภาพเพื่อบรรเทาผลกระทบ ▪ ERW มีทีมงานริเริ่มโครงการที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีและนวัตกรรม บริษัทฯ ได้ทำการศึกษาเพื่อแนะนำเทคนิคใหม่ๆ เช่น การเช็คอินและเช็คเอาต์แบบไร้สัมผัส การใช้สมาร์ทโฟนแทนคีย์การ์ดหรือ การชำระเงินแบบอิเล็กทรอนิคส์ เป็นต้น

Source: Thanachart

Revenues rebound from Thailand's tourism recovery

Plans to open 12 new hotels in 2022-24

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,306	1,485	4,430	5,711	6,497
Cost of sales	1,465	1,284	2,250	2,633	2,895
Gross profit	**841**	**201**	**2,180**	**3,078**	**3,602**
% gross margin	36.5%	13.6%	49.2%	53.9%	55.4%
Selling & administration expenses	2,017	1,850	2,206	2,356	2,418
Operating profit	**(1,176)**	**(1,649)**	**(25)**	**722**	**1,184**
% operating margin	-51.0%	-111.0%	-0.6%	12.6%	18.2%
Depreciation & amortization	1,012	936	973	1,005	1,033
EBITDA	**(164)**	**(713)**	**948**	**1,727**	**2,217**
% EBITDA margin	-7.1%	-48.0%	21.4%	30.2%	34.1%
Non-operating income	42	80	51	61	64
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(536)	(521)	(453)	(468)	(448)
Pre-tax profit	**(1,669)**	**(2,090)**	**(427)**	**316**	**801**
Income tax	(39)	46	2	9	56
After-tax profit	**(1,630)**	**(2,136)**	**(429)**	**306**	**745**
% net margin	-70.7%	-143.8%	-9.7%	5.4%	11.5%
Shares in affiliates' Earnings	(18)	9	18	10	10
Minority interests	63	105	0	(15)	(35)
Extraordinary items	(130)	(29)	(6)	0	0
NET PROFIT	**(1,715)**	**(2,050)**	**(418)**	**301**	**720**
Normalized profit	**(1,585)**	**(2,021)**	**(411)**	**301**	**720**
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

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	1,962	2,655	1,489	1,506	1,472
Cash & cash equivalent	1,623	1,242	900	900	900
Account receivables	77	100	243	235	178
Inventories	46	39	68	79	87
Others	217	1,274	278	292	307
Investments & loans	48	48	48	48	48
Net fixed assets	14,281	14,494	14,576	14,336	14,373
Other assets	4,923	5,252	5,214	5,167	4,966
Total assets	**21,215**	**22,450**	**21,327**	**21,057**	**20,858**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,812	1,489	1,457	1,602	1,675
Account payables	145	143	247	253	278
Bank overdraft & ST loans	1,410	690	447	578	641
Current LT debt	726	105	170	153	115
Others current liabilities	532	551	594	619	641
Total LT debt	**10,551**	**10,356**	**8,314**	**7,521**	**5,657**
Others LT liabilities	3,923	4,582	5,950	6,042	5,939
Total liabilities	**17,286**	**16,427**	**15,722**	**15,166**	**13,271**
Minority interest	116	11	11	26	61
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)**	**(1,905)**	**(1,634)**	**(1,052)**
Shareholders' equity	3,813	6,012	5,595	5,866	7,527
Liabilities & equity	**21,215**	**22,450**	**21,327**	**21,057**	**20,858**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Selling three Ibis hotels to strengthen cash inflow stream in 2022

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(1,669)	(2,090)	(427)	316	801
Tax paid	39	(45)	(2)	(9)	(56)
Depreciation & amortization	1,012	936	973	1,005	1,033
Chg In w orking capital	25	(18)	(68)	2	74
Chg In other CA & CL / minorities	(543)	(1,029)	1,034	(5)	(6)
Cash flow from operations	**(1,136)**	**(2,247)**	**1,510**	**1,309**	**1,847**
Capex	(637)	(909)	(800)	(500)	(800)
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	1,369	99	(99)
Cash flow from investments	**(500)**	**(847)**	**369**	**(601)**	**(949)**
Debt financing	2,524	(1,536)	(2,221)	(678)	(1,839)
Capital increase	0	2,014	(0)	0	1,079
Dividends paid	(176)	0	0	(30)	(138)
Warrants & other surplus	(58)	2,236	0	0	0
Cash flow from financing	**2,290**	**2,714**	**(2,221)**	**(708)**	**(898)**
Free cash flow	**(1,774)**	**(3,156)**	**710**	**809**	**1,047**

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	na	69.5	30.6
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	85.0	37.3
PE (x)	na	na	na	69.5	30.6
PE - at target price (x)	na	na	na	85.0	37.3
EV/EBITDA (x)	na	na	30.6	16.4	12.4
EV/EBITDA - at target price (x)	na	na	35.5	19.1	14.6
P/BV (x)	4.7	3.5	3.7	3.6	2.9
P/BV - at target price (x)	5.7	4.3	4.6	4.4	3.6
P/CFO (x)	(15.7)	(8.6)	13.9	16.0	11.9
Price/sales (x)	8.8	13.7	4.6	3.6	3.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.3	1.0
FCF Yield (%)	(10.0)	(16.3)	3.4	3.9	4.8
(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	1.3	1.5
CFO/share	(0.3)	(0.5)	0.3	0.3	0.4
FCF/share	(0.4)	(0.7)	0.2	0.2	0.2

Inexpensive valuation, in our view

Sources: Company data, Thanachart estimates

Improving financial status

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(63.9)	(35.6)	198.2	28.9	13.8
Net profit (%)	na	na	na	na	139.2
EPS (%)	na	na	na	na	127.5
Normalized profit (%)	na	na	na	na	139.2
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	127.5
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	20.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	36.5	13.6	49.2	53.9	55.4
Operating margin (%)	(51.0)	(111.0)	(0.6)	12.6	18.2
EBITDA margin (%)	(7.1)	(48.0)	21.4	30.2	34.1
Net margin (%)	(70.7)	(143.8)	(9.7)	5.4	11.5
D/E (incl. minor) (x)	3.2	1.9	1.6	1.4	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	2.8	1.6	1.4	1.2	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	1.54	2.6
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	2.1	3.7	5.0
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	1.4	3.4
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	5.3	10.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	5.3	11.1
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
- operating margin (%)	na	na	na	13.7	19.2
- leverage (x)	4.1	4.4	3.8	3.7	3.1
- interest burden (%)	147.3	133.2	(1,673.9)	40.3	64.2
- tax burden (%)	na	na	na	97.0	93.0
WACC (%)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
ROIC (%)	(7.9)	(11.1)	(0.2)	5.1	8.3
NOPAT (Bt m)	(1,176)	(1,649)	(26)	700	1,101
invested capital (Bt m)	14,877	15,921	13,625	13,218	13,040

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 redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non 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

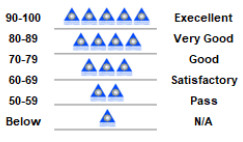
Moody's ESG Solutions
© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.
CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE 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.moodys.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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 54 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2301A, JMART16C2303A, JMT16C2302A, KBANK16C2304A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2303A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2301A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2302A, SCB16C2301A, SCGP16C2303A, SET5016P2303A, SET5016C2303A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPN, CRC, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, MTC, PTTEP, RCL. SAWAD, SCB, SCGP, SET50, VGI). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทุนธนชาต จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลอิควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลอิควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

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

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรัชดา ศรทรง
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, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลิ์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

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

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

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

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
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