

Thailand Hotel Sector

กลับมาเติบโต

Sector Valuation			Current	Target	Norm EPS grw		Norm PE		EV/EBITDA		Div yield	
	BBG		price	price	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Company	Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Central Plaza Hotel	CEN TEL TB	BUY	32.50	38.00	(15.3)	13.5	27.6	24.3	11.2	10.9	1.6	1.9
The Erawan Group	ERW TB	BUY	2.82	3.60	(12.7)	18.0	16.9	14.3	9.0	8.4	2.1	2.4
Minor Int'l	MINT TB	BUY	23.80	37.00	11.4	16.3	18.1	15.6	5.8	5.5	3.2	3.7

Source: Thanachart estimates, Based on 19 September 2025 closing prices

หลังเผชิญแรงกดดันจากการปรับฐานนักท่องเที่ยวจีนในปีนี้ เราคาดว่ากลุ่มโรงแรมไทยจะกลับเข้าสู่เส้นทางขาขึ้น โดย EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 14% ในปี 2026-28F หนุนโดยอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง การเติบโตของรายได้ที่กลับสู่ปกติ และอัตราค่าไว้ที่ขยายตัว เราคงน้ำหนักลงทุนเป็น "OVERWEIGHT"

กลับสู่โหมดการเติบโตระดับเลขสองหลัก "OVERWEIGHT"

เรายังคงให้น้ำหนักลงทุนเป็น "OVERWEIGHT" กลุ่มโรงแรมไทย 1) จำนวนนักท่องเที่ยวได้แตะจุดต่ำสุดและเริ่มฟื้นตัวแล้ว 2) หลัง EPS เติบโตเพียงเล็กน้อยที่ 2% ในปี 2025F อันเป็นผลจากการปรับฐานของนักท่องเที่ยวจีน เราคาดว่ากลุ่มโรงแรมไทยจะกลับเข้าสู่เส้นทางขาขึ้น โดย EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 14% ในปี 2026-28F 3) การขยายและการปรับปรุงโรงแรมยังคงเป็นแรงหนุนการเติบโตระยะยาวโดยไม่กระทบต่อความแข็งแกร่งของงบดุล และเราคาดว่าอัตราหนี้สินสุทธิต่อทุนจะอยู่ที่ 0.6 เท่า ในปี 2028F เทียบกับ 0.8 เท่า ในปี 2024 และ 4) มูลค่าถูกปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ด้วยข้อขายที่ 2026F PE ที่ 16.1 เท่า เทียบกับ 34.1/24.5 เท่า ในปี 2023-24 ขณะที่ EV/EBITDA ปี 2026F อยู่ที่ 6.3 เท่า ต่ำกว่าระดับ 8.2/7.2 เท่า ในปี 2023-24

จำนวนนักท่องเที่ยวแตะจุดต่ำสุด และเริ่มฟื้นตัว

จำนวนนักท่องเที่ยวลดลง 7% y-y ใน 8M25 อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าภาคการท่องเที่ยวได้แตะจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q25 และเริ่มมีเสถียรภาพใน 3Q25F ก่อนเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่นใน 4Q25 และ 1Q26 เนื่องจากตัวเลขนักท่องเที่ยว 8M25 ที่อ่อนแอ เราจึงปรับคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวลง 1-2% ต่อปี เหลือ 33.2/34.2/35.2 /36.3 ล้านคน ในปี 2025-28F อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลกระทบต่อ RevPAR ในกลุ่มโรงแรมหรูมีจำกัด เนื่องจากกลุ่มนี้ยังคงแข็งแกร่งเป็นพิเศษ โดยเฉพาะความสามารถในการรักษา ARR ได้

EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 14%

เราคาดว่า EPS สำหรับกลุ่มโรงแรมจะเติบโต 14/13/14% ในปี 2026-28F โดยมีปัจจัยหนุนหลัก 3 ประการ ได้แก่ 1) ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงตามแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงทั้งในประเทศและต่างประเทศ รวมถึงระดับหนี้ที่ลดลง 2) คาดว่ารายได้รวมจะเติบโตอย่างสม่ำเสมอที่ 5% ต่อปี หนุนโดยการขยายโรงแรม การเติบโตเชิงโครงสร้างของจำนวนนักท่องเที่ยว และการปรับเพิ่มขึ้นของราคาเฉลี่ยต่อห้อง (ARR) และ 3) เราคาดว่าอัตราค่าไว้ขั้นต่ำจะเพิ่มขึ้นเป็น 44.6/45.0/45.2% ในปี 2026-28F จาก 44.4% ในปี 2025F และอัตราค่าไว้จากการดำเนินงานจะเพิ่มขึ้นเป็น 11.6/12.0/12.3% ในปี 2026-28F จาก 11.5% ในปี 2025F ได้แรงหนุนจากการประหยัดต่อขนาด การควบคุมต้นทุน และการขาดทุนจากโรงแรมเปิดใหม่ลดลง

MINT ยังคงเป็น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" หุ้นโรงแรมทั้งสามตัวที่เราทำบทวิเคราะห์ โดยให้ MINT เป็น Top Pick ตามด้วย CENTEL และ ERW เราคาดว่า MINT จะมี EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 16% ในปี 2026-28F ใกล้เคียงกับของ CENTEL ที่ 18% แต่ MINT ซื้อขายที่มูลค่าที่น่าสนใจกว่า (PE 15.6 เท่า และ EV/EBITDA 5.5 เท่า เทียบกับ CENTEL ที่ 24.3 เท่า และ 10.9 เท่า) ส่วน ERW มีการเติบโตต่ำกว่า (โตเฉลี่ย 11%) โดยซื้อขายที่ PE ที่ 14.3 เท่า และ EV/EBITDA ที่ 8.4 เท่า

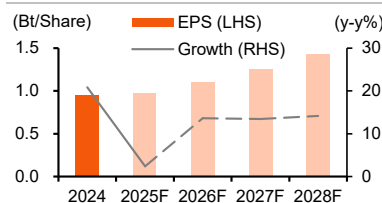


SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

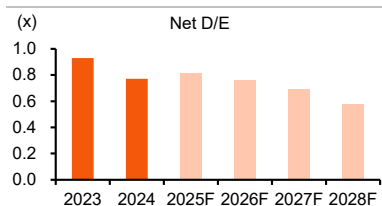
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Double Digit EPS Growth Resumes



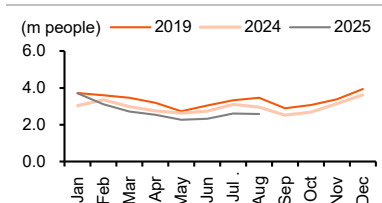
Sources: Company data, Thanachart estimates

Healthier Financial Status



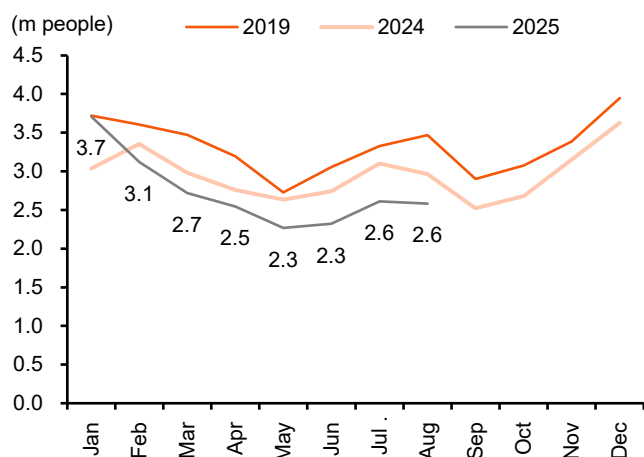
Sources: Company data, Thanachart estimates

Of International Tourists

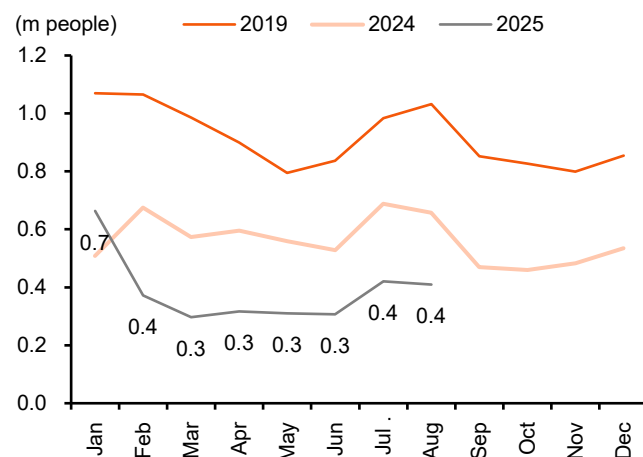


Source: Ministry of Tourism and Sports

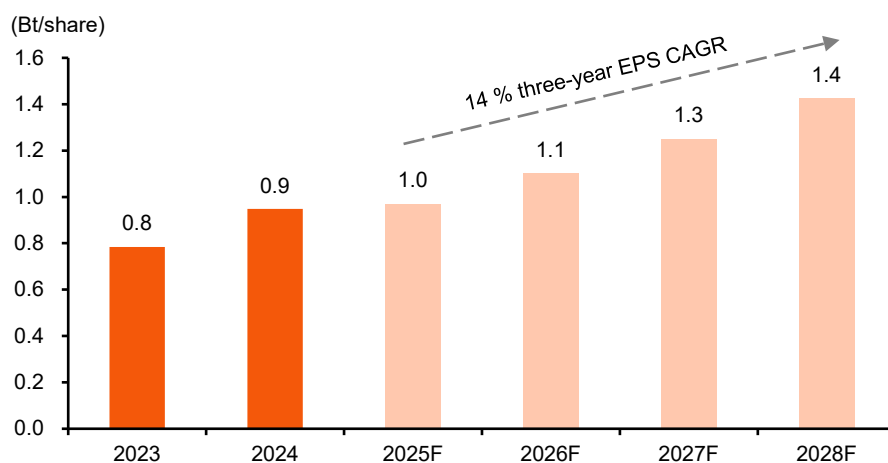
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Number Of International Tourists

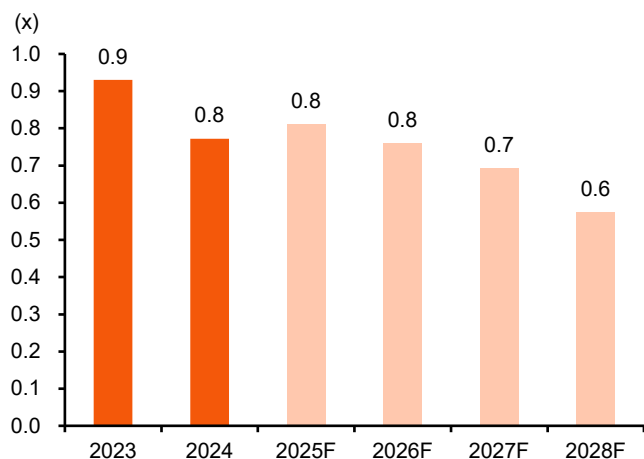
Source: Ministry of Tourism & Sports

Ex 2: Number Of Chinese Tourists

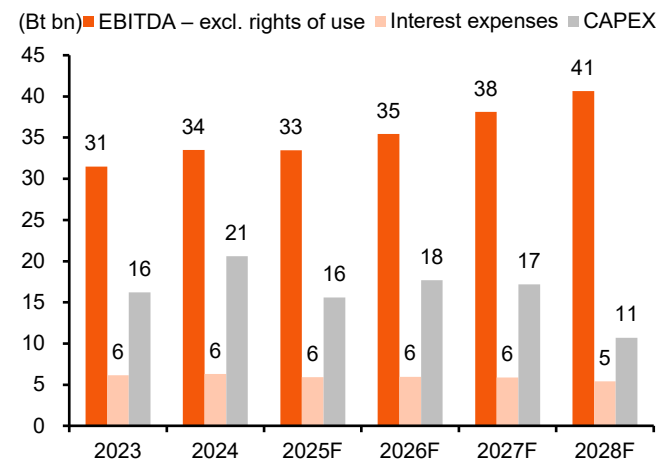
Source: Ministry of Tourism & Sports

Ex 3: Sector's EPS Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Sector's Net D/E Ratio

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Sector's EBITDA* Vs. Capex

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * EBITDA excludes rights of use (ROU)

Ex 6: Hotels' Expansion And Renovation Plans Over 2025-28

Companies	Projects		# Of room increase / (decrease)	Renovation period / Opening date
	New owned/leased hotels	Existing hotels		
CENTEL		Renovation of Centara Grand Beach Resort & Villas Hua Hin		Partial closure from April 2025 to 1Q27
		Expansion of Centara Grand Beach Resort & Villas Hua Hin	200	Opening in 2Q27
		Renovation of Centara Grand Beach Resort & Villas Krabi (upgrade to Reserve brand)	(72)	Fully closure from mid-May 2025 to late 2027
		Expansion of Centara Reserve Samui	50	Opening in 2028
		Expansion of Centara Mirage Beach Resort Dubai	100-150	Opening in 2028-29
ERW	Construction of 8-10 new HOP INN hotels per year in Thailand		600-800 rooms p.a.	Opening in 2025-28
	Construction of a midscale combo concept with two brands		449	Opening in 2029
		Renovation of The Naka Island, a Luxury Collection Resort & Spa, Phuket		Partial closure from 2Q-3Q25
		Renovation of Grand Hyatt Erawan		Partial closure from 2Q26 to 3Q27

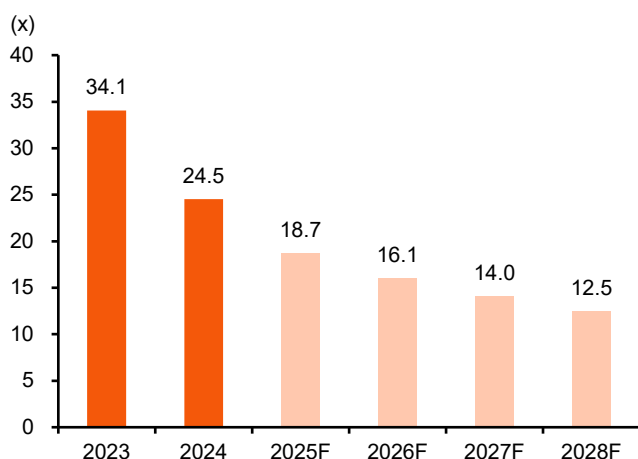
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Hotels' Expansions And Renovations Plans In 2025-28 (Con't)

Companies	Projects		# Of room increase (decrease)	Renovation period/ Opening date
	New owned/leased hotels	Existing hotels		
MINT	Construction of new hotels in high-potential countries		1,300	2025
	Construction of new hotels in high-potential countries		300	2026
	Construction of new hotels in high-potential countries		350	2027
		Renovation of key hotels in Thailand		From 2Q25- November 2025
		Renovation of existing hotels in overseas markets (upgrade brands)		2025-28

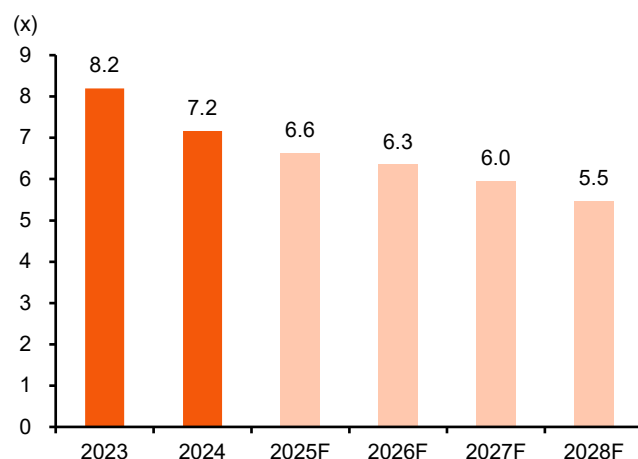
Sources: Company data, Thanachart compilation

Ex 7: Sector's PE



Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: Sector's EV/EBITDA



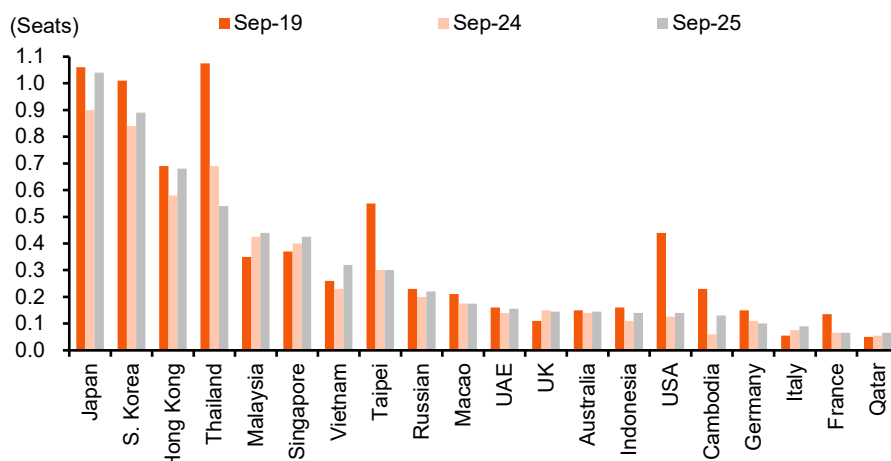
Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: Number Of International Tourists Visiting Thailand

	Total	Top five countries				
		China	Malaysia	Korea	Russia	India
2019	39,873,534	10,997,372	4,217,698	1,891,054	1,483,495	1,995,534
2023	28,150,016	3,521,095	4,626,422	1,660,042	1,482,611	1,628,542
2024	35,545,025	6,733,162	4,952,078	1,868,945	1,745,327	2,129,149
% 2024 to 2019	89%	61%	117%	99%	118%	107%
8M24	23,567,850	4,785,096	3,269,575	1,249,044	1,082,784	1,364,502
8M25	21,879,476	3,096,017	3,049,961	1,036,361	1,195,430	1,563,806
% y-y growth	-7%	-35%	-7%	-17%	10%	15%
8M19	26,563,001	7,665,901	2,629,253	1,253,912	918,618	1,315,220
8M25	21,879,476	3,096,017	3,049,961	1,036,361	1,195,430	1,563,806
% 8M25 to 8M19	82%	40%	116%	83%	130%	119%

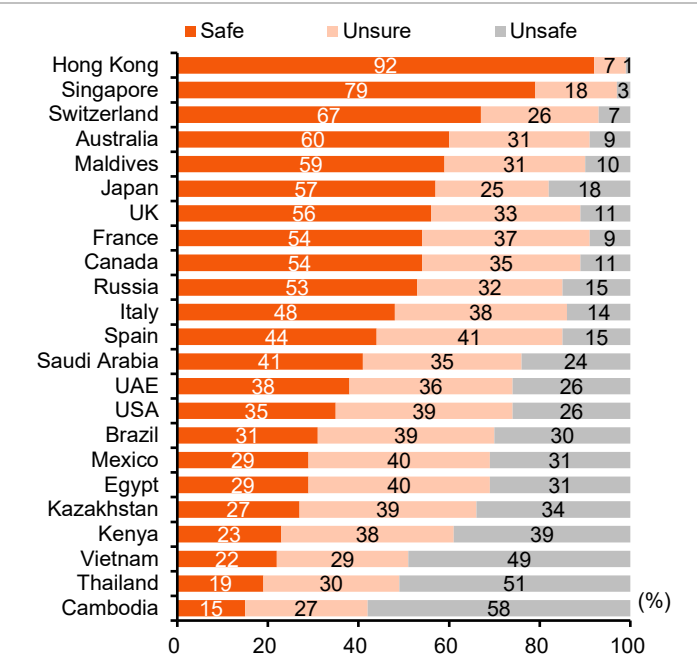
Source: Ministry of Tourism and Sports

Ex 10: Distribution Of China's Int'l Airline Capacity By Market And Territory (By Seats)



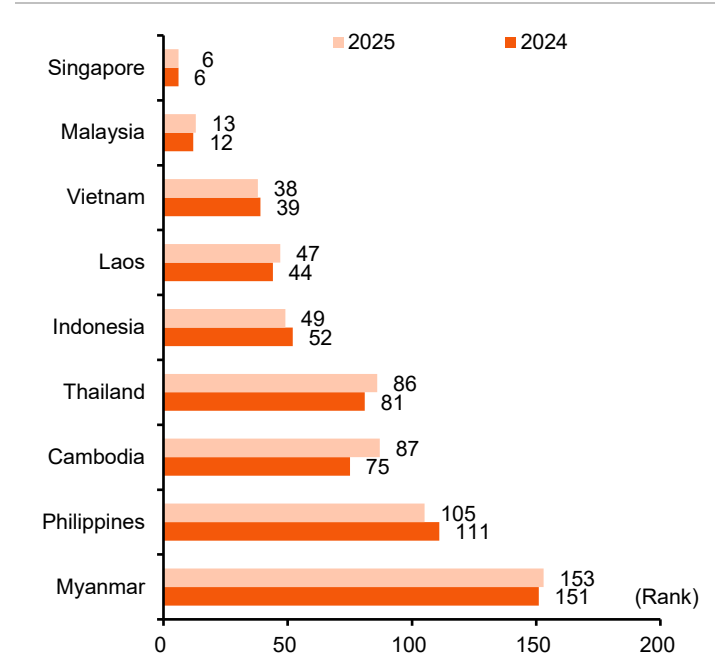
Source: OAG

Ex 11: Safety Perceptions Among Chinese Travelers



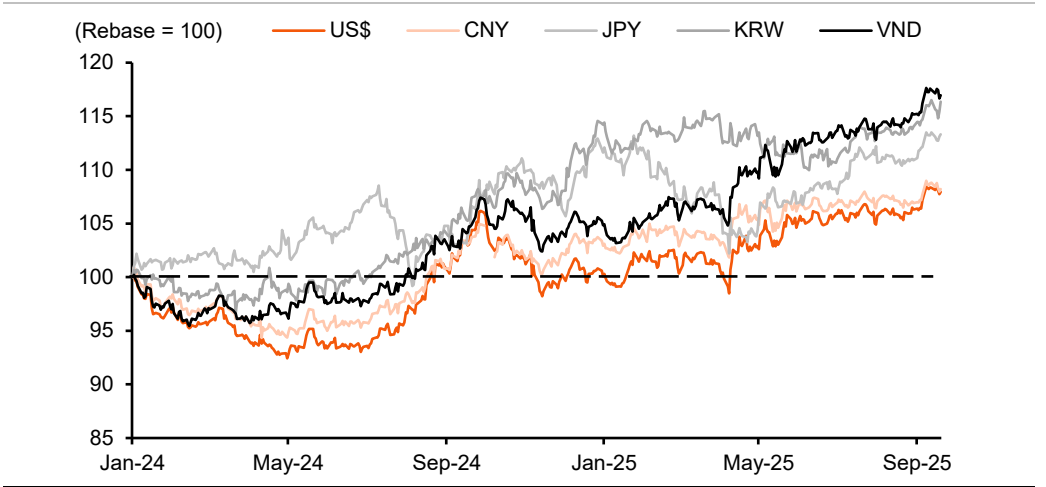
Source: Dragon Trail Chinese Traveler Sentiment Report, April 2025

Ex 12: ASEAN Peace Rankings In The Global Market



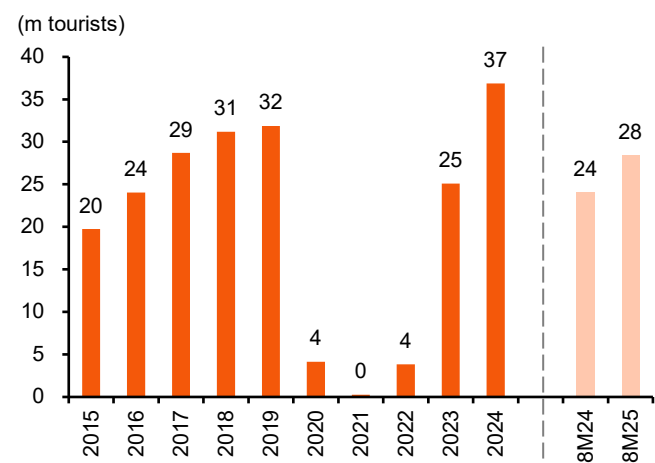
Source: Institute for Economics & Peace

Ex 13: Rebased Thai Baht Against US\$, Yuan, Yen, Won, And Dong



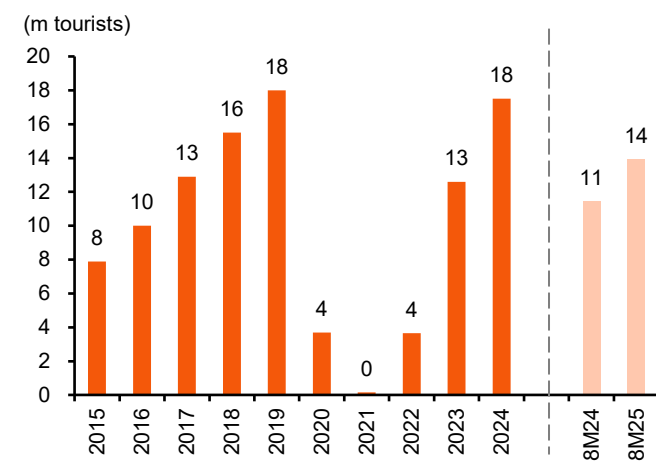
Source: Bloomberg

Ex 14: Japan’s Tourist Arrivals



Source: Japan National Tourism Organization

Ex 15: Vietnam’s Tourist Arrivals



Source: Vietnam National Authority of Tourism

Ex 16: Tourist Arrival Breakdown By Region

By Regions	ASEAN	N. Asia	S. Asia	Middle East	Europe	Americas	Oceania	Africa	Total
2019	10,693,823	16,639,800	2,397,407	702,595	6,720,249	1,634,979	886,337	198,344	39,873,534
2023	9,822,280	7,577,650	1,948,026	869,159	5,745,194	1,287,461	778,179	122,067	28,150,016
2024	10,660,779	11,706,765	2,510,376	1,088,974	7,057,019	1,477,077	877,736	166,987	35,545,713
% 2024 to 2019	100%	70%	105%	155%	105%	90%	99%	84%	89%
8M19	6,889,245	11,444,434	1,572,608	488,088	4,395,494	1,065,753	586,886	120,493	26,563,001
8M25	6,458,834	6,002,507	1,842,403	816,525	5,048,812	1,000,682	594,577	115,133	21,879,473
% 8M25 to 8M19	94%	52%	117%	167%	115%	94%	101%	96%	82%

Source: Ministry of Tourism and Sports

Ex 17: Top Five Country Contributions

	China	Malaysia	Korea	Russia	India
2019	28%	11%	5%	4%	5%
2023	13%	16%	6%	5%	6%
2024	19%	14%	5%	5%	6%
8M25	14%	14%	5%	5%	7%

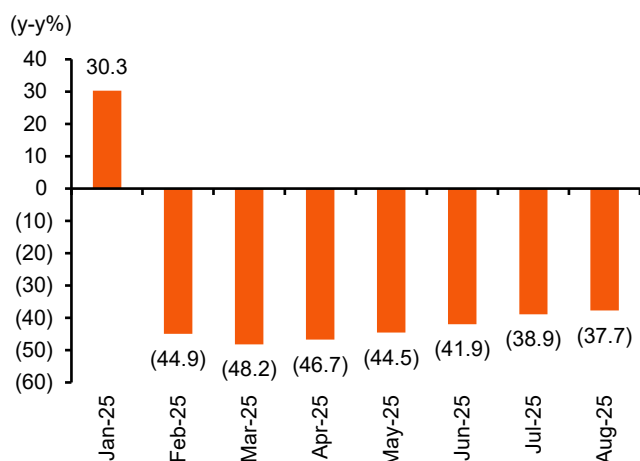
Source: Ministry of Tourism and Sports

Ex 18: Contribution Of International Tourists Breakdown By Region

	By Regions							
	ASEAN	N. Asia	S. Asia	Middle East	Europe	Americas	Oceania	Africa
2019	27%	42%	6%	2%	17%	4%	2%	0%
2023	35%	27%	7%	3%	20%	5%	3%	0%
2024	30%	33%	7%	3%	20%	4%	2%	0%
8M25	30%	27%	8%	4%	23%	5%	3%	1%

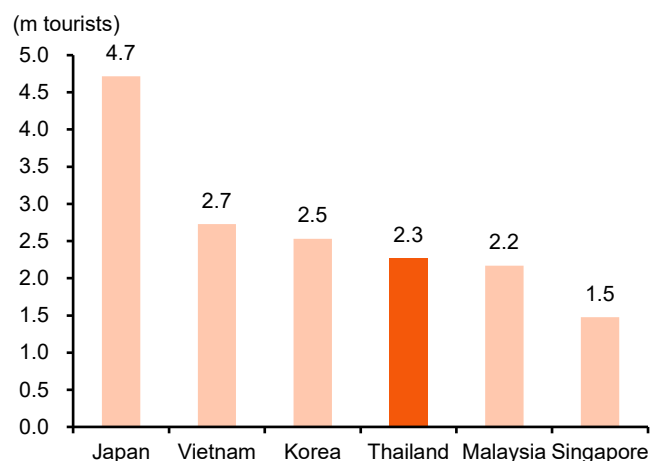
Source: Ministry of Tourism and Sports

Ex 19: % Decrease In Chinese Tourists Has Declined



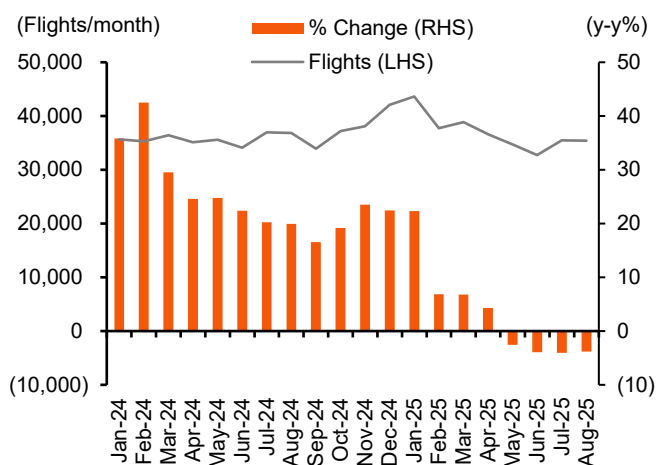
Source: Ministry of Tourism and Sports

Ex 20: Chinese Tourist Arrivals in Each Country In 6M25



Source: Thanachart Compilation

Ex 21: AOT's International Flights



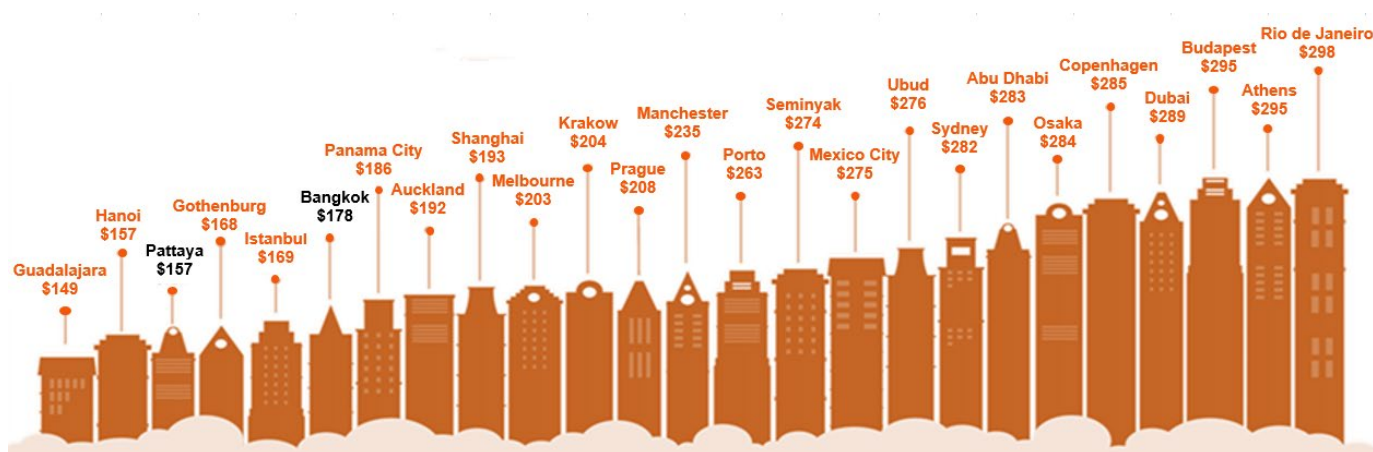
Source: AOT

Ex 22: Travel+Leisure's Top 15 Best Cities In Asia For 2025

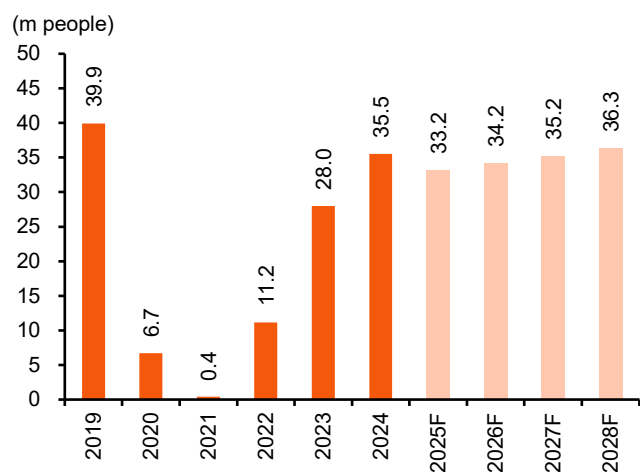


Source: Travel + Leisure

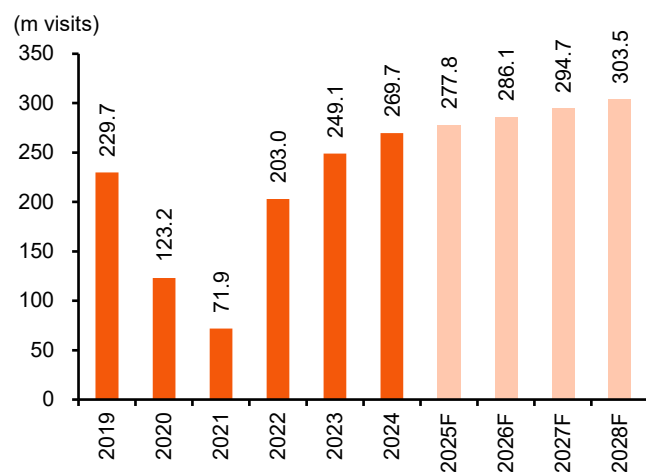
Ex 23: Average Hotel Price For 5-Star Hotels In Key Cities In 2025



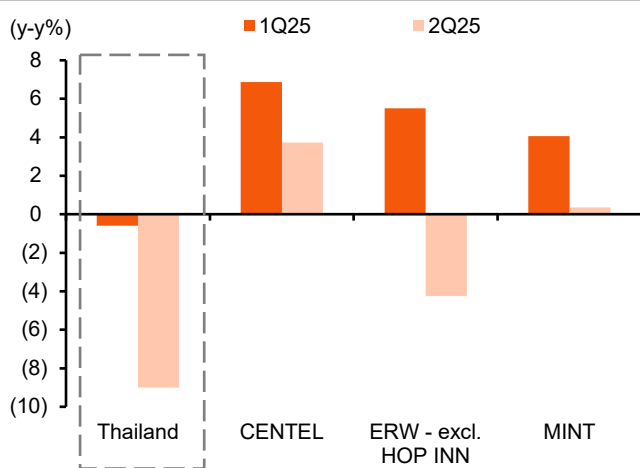
Source: hotel.com

Ex 24: Number Of International Tourists

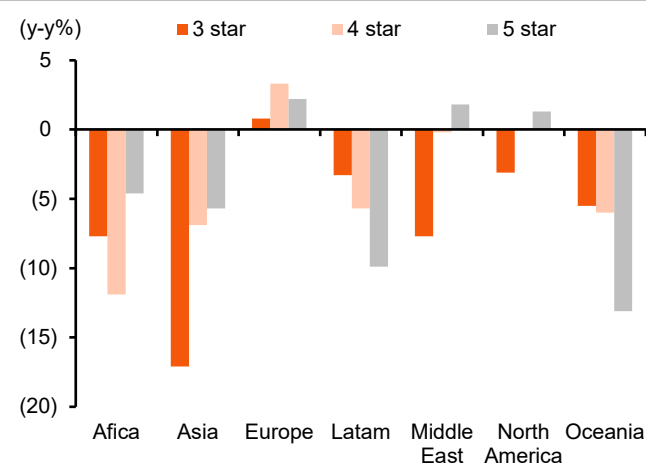
Sources: Ministry of Tourism and Sports, Thanachart estimates

Ex 25: Number Of Thai Tourists

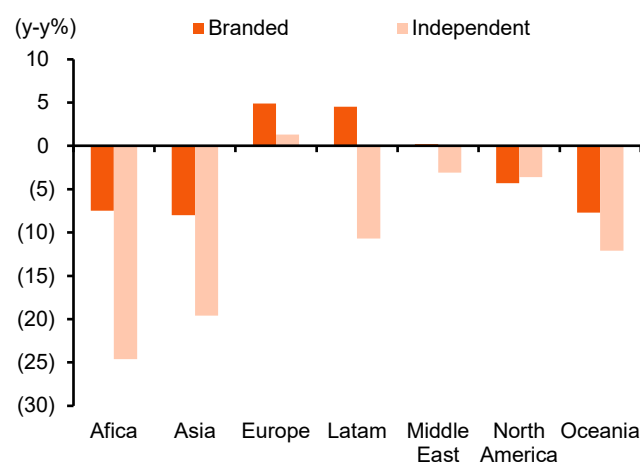
Sources: Ministry of Tourism and Sports, Thanachart estimates

Ex 26: Change In Hotel Prices In Thailand In 1Q25 & 2Q25

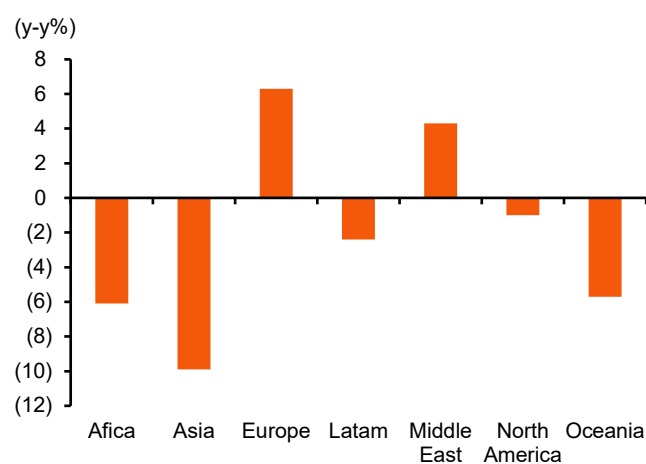
Sources: Company data, Bank of Thailand

Ex 27: Change In Hotel Prices In 1H25

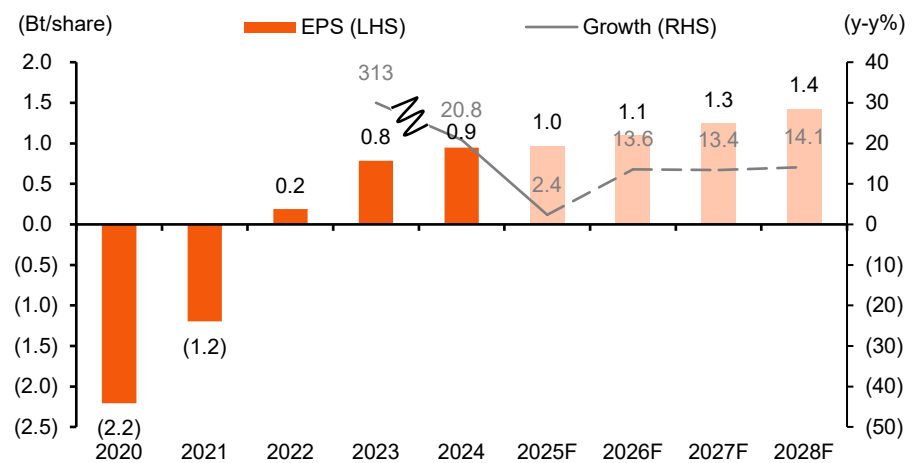
Source: Lighthouse

Ex 28: Independent Vs. Branded Hotel Price Changes

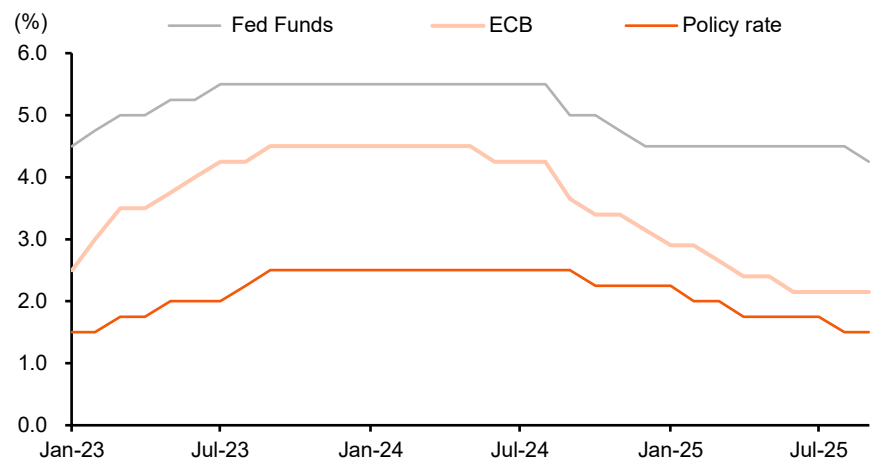
Source: Lighthouse

Ex 29: Change In Hotel Prices In 2H25

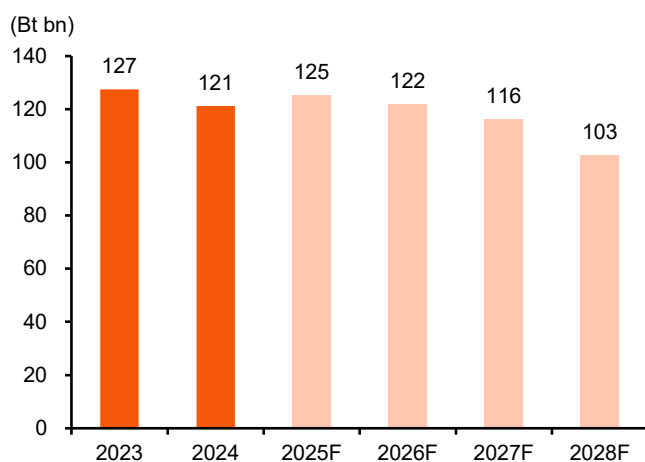
Source: Lighthouse

Ex 30: Resumption Of Double-Digit EPS Growth

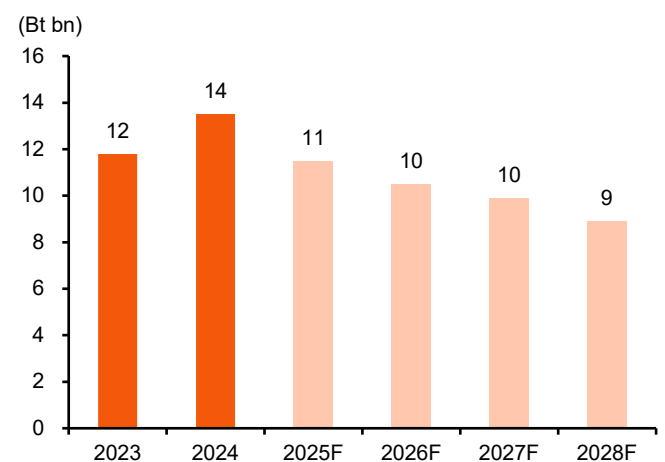
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 31: Falling Interest Rate Trend

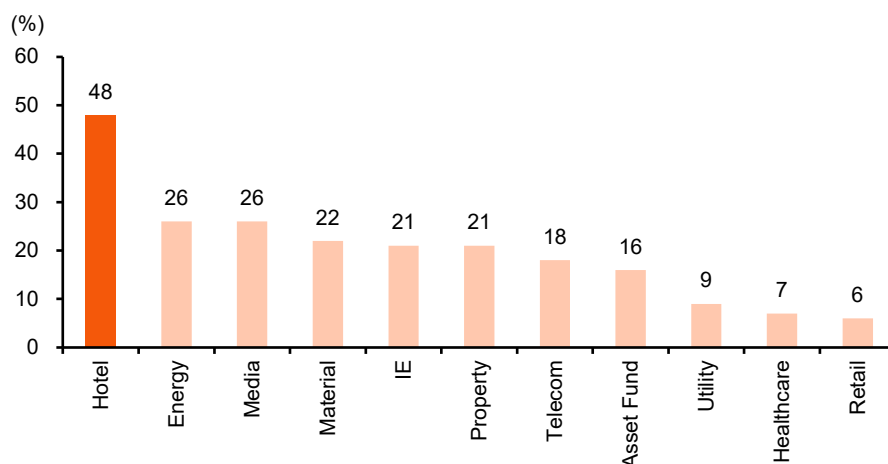
Source: Trading economies

Ex 32: Interest-Bearing Debt

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 33: Interest Expenses

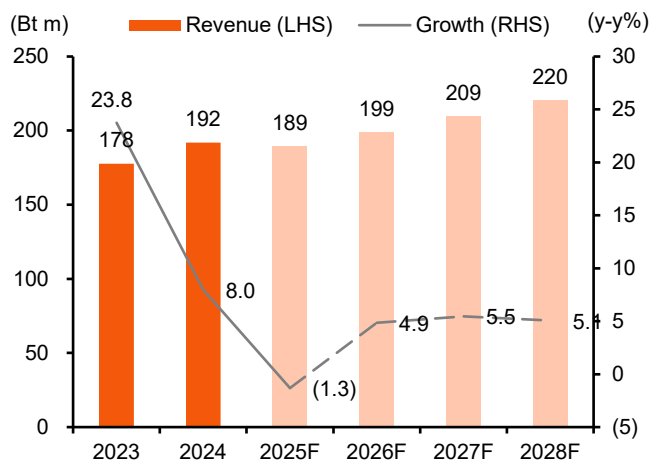
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 34: % Of Earnings Growth Contribution From Falling Interest Expenses *

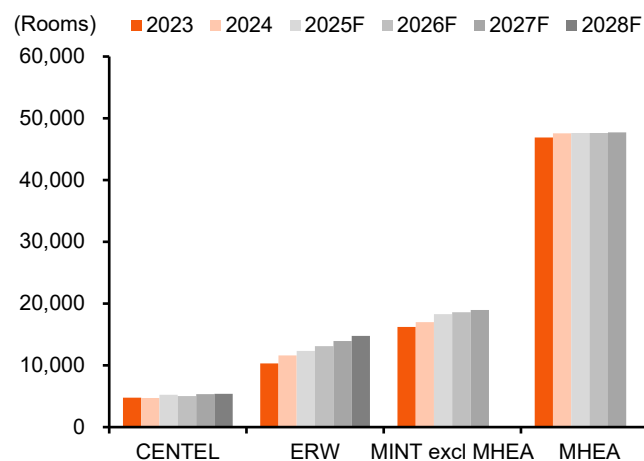
Source: Thanachart estimates

Note: * Average in 2026-28F

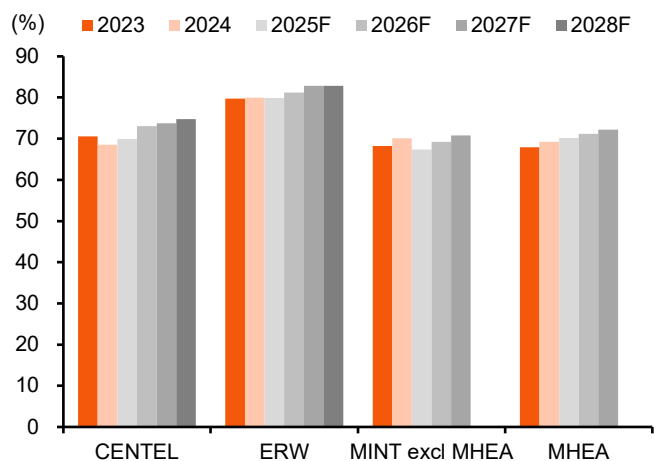
Food and Transportation sectors have negative earnings growth

Ex 35: Revenue And Growth

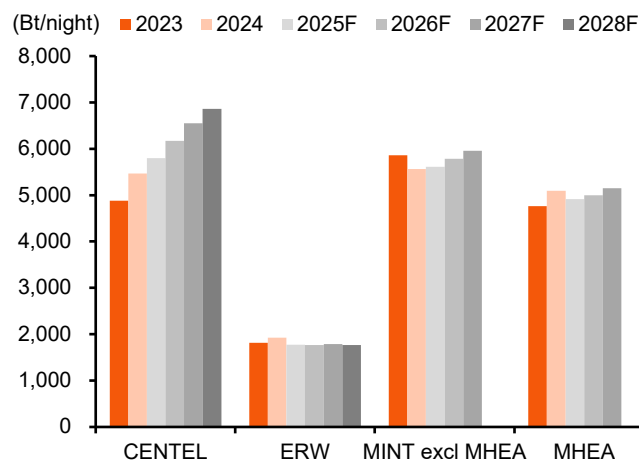
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 36: Number Of Hotel Rooms

Sources: Company data, Thanachart estimates

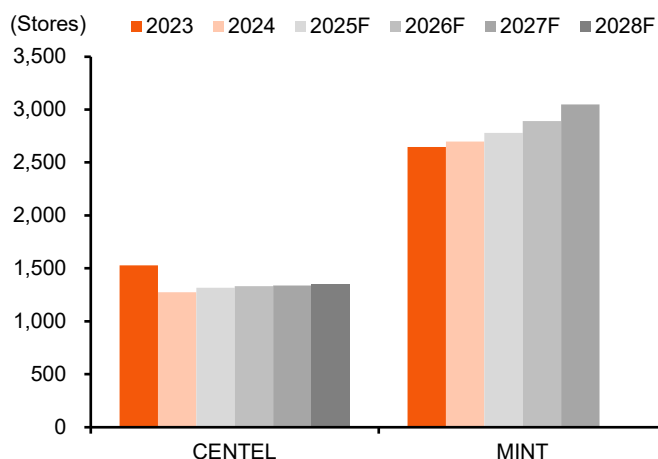
Ex 37: Occupancy Rate

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 38: ARR

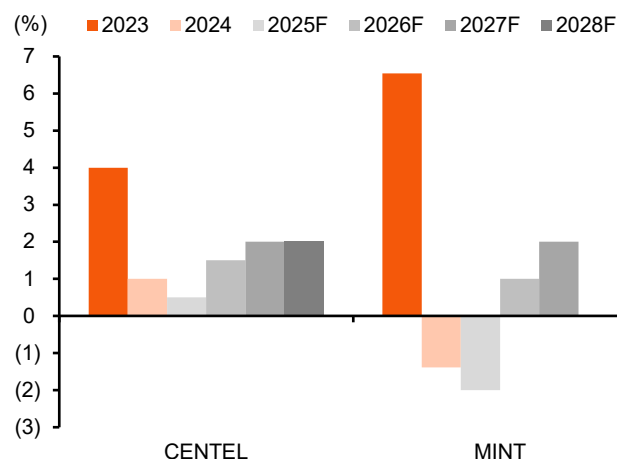
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 39: Store Expansions



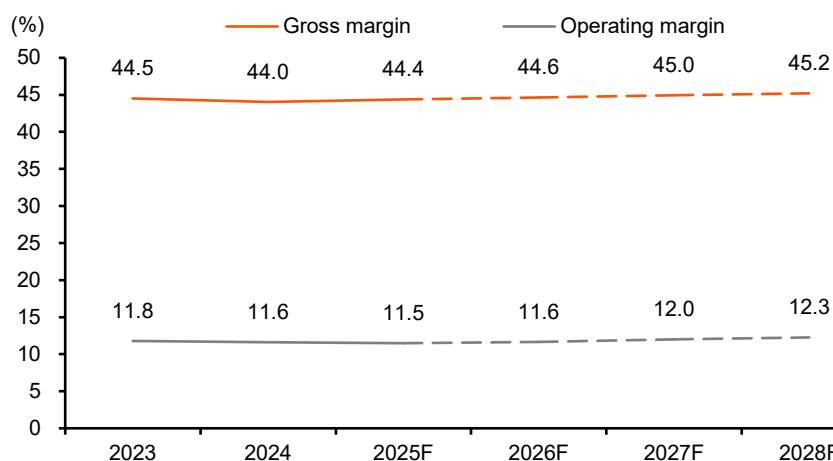
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 40: SSSG



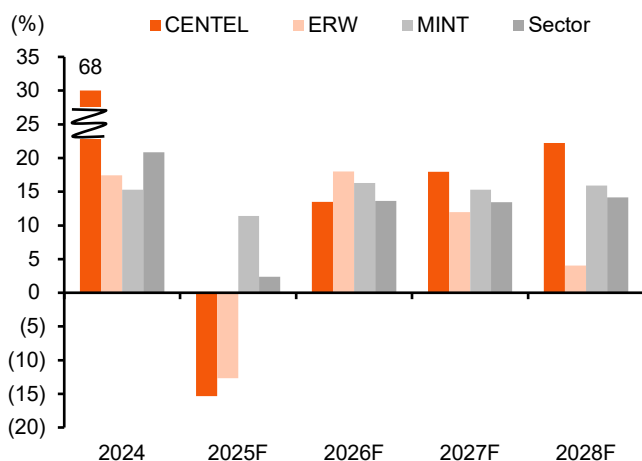
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 41: Gross Margin And Operating Margin



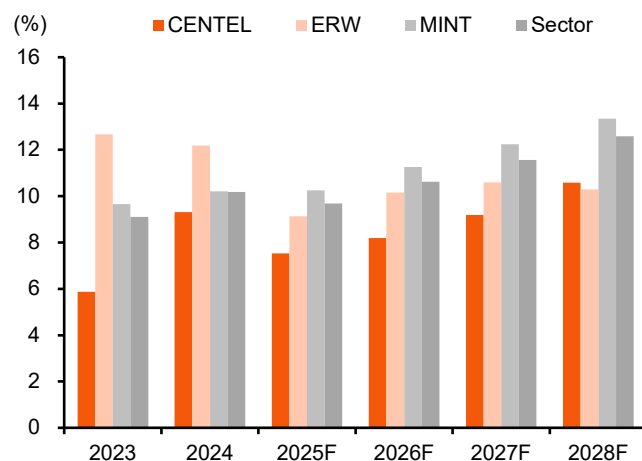
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 42: EPS Growth Comparison



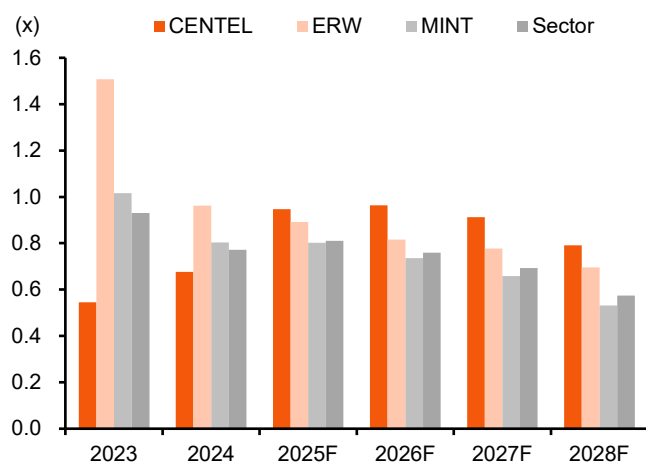
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 43: ROE Comparison



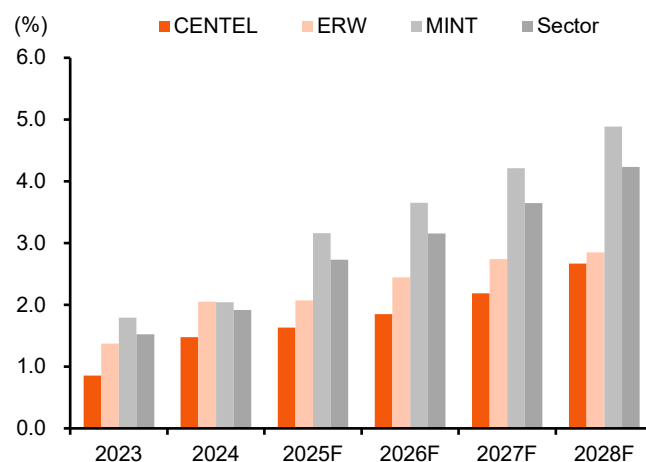
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 44: Net Debt-To-Equity Ratios



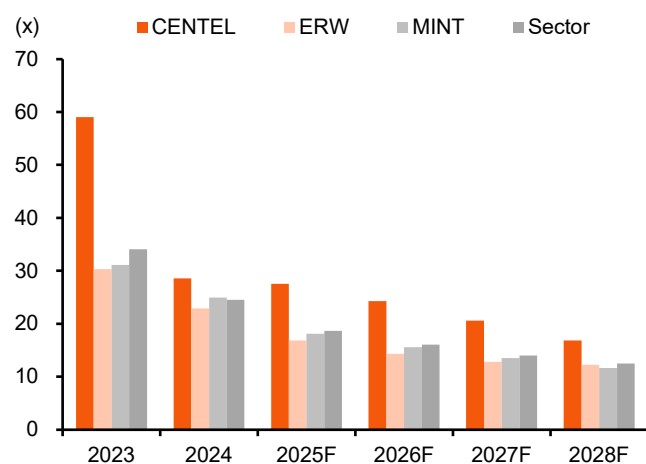
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 45: Dividend Yields



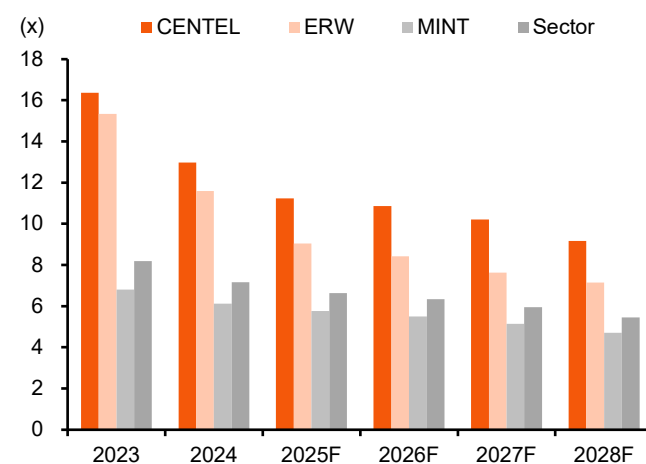
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 46: PE Comparison



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 47: EV/EBITDA Comparison



Sources: Company data, Thanachart estimates

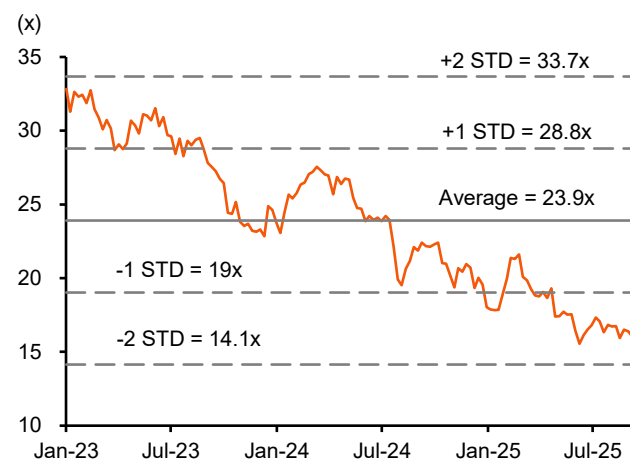
Ex 48: MINT (Market cap: US\$4,239m; TP: Bt37.0; BUY)

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	160,976	157,523	164,768	173,255
Net profit	7,750	9,188	10,358	11,683
Norm profit	8,390	9,146	10,358	11,683
Norm EPS (Bt)	1.2	1.3	1.5	1.8
Norm EPS growth (%)	15.3	11.4	16.3	15.3
Norm PE (x)	20.2	18.1	15.6	13.5
EV/EBITDA (x)	5.3	5.8	5.5	5.1
P/BV (x)	1.5	1.5	1.4	1.4
Div yield (%)	2.5	3.2	3.7	4.2
ROE (%)	10.2	10.3	11.3	12.2
Net D/E (%)	80.3	80.2	73.6	65.9

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Note: Based on -- 19 September 2025 closing prices

Ex 49: MINT – PE Band



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 50: CENTEL (Market cap: US\$1,378m; TP: Bt38.0; BUY)

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	23,049	24,111	25,588	27,170
Net profit	1,753	1,592	1,807	2,131
Norm profit	1,881	1,592	1,807	2,131
Norm EPS (Bt)	1.4	1.2	1.3	1.6
Norm EPS growth (%)	67.9	(15.3)	13.5	17.9
Norm PE (x)	23.3	27.6	24.3	20.6
EV/EBITDA (x)	11.1	11.2	10.9	10.2
P/BV (x)	2.1	2.0	1.9	1.8
Div yield (%)	1.8	1.6	1.9	2.2
ROE (%)	9.3	7.5	8.2	9.2
Net D/E (%)	67.6	94.7	96.3	91.2

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

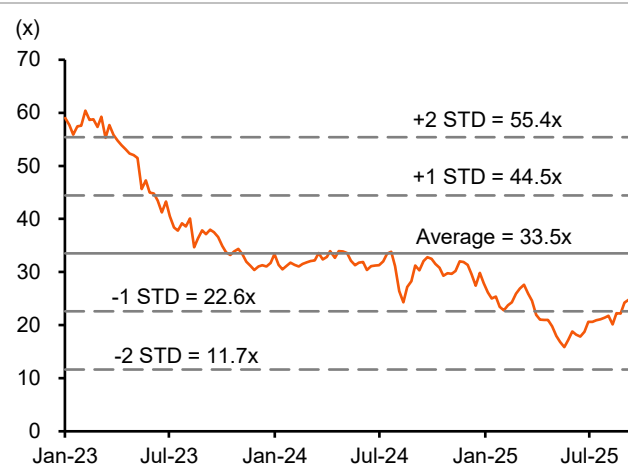
Note: Based on -- 19 September 2025 closing prices

Ex 52: ERW (Market cap: US\$433m; TP: Bt3.6; BUY)

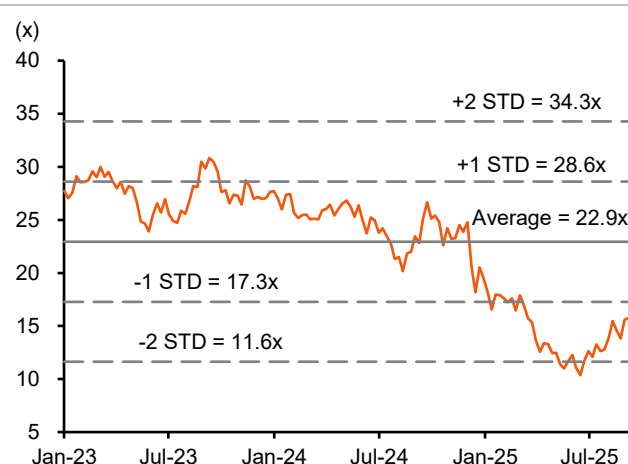
Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	7,872	7,766	8,260	9,053
Net profit	1,281	817	963	1,079
Norm profit	917	817	963	1,079
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2
Norm EPS growth (%)	17.4	(12.7)	18.0	12.0
Norm PE (x)	14.7	16.9	14.3	12.8
EV/EBITDA (x)	8.7	9.0	8.4	7.6
P/BV (x)	1.6	1.5	1.4	1.3
Div yield (%)	3.2	2.1	2.4	2.7
ROE (%)	12.2	9.1	10.2	10.6
Net D/E (%)	96.3	89.2	81.6	77.7

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Note: Based on -- 19 September 2025 closing prices

Ex 51: CENTEL – PE Band

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 53: ERW – PE Band

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 54: Sector Valuation Comparison

		CENTEL	ERW	MINT	Sector
Rating		BUY	BUY	BUY	Overweight
Target price	Thanachart	38.00	3.60	37.00	
	Consensus	34.34	3.26	34.55	
Consensus rec.	Buy	17.0	20.0	23.0	
	Hold	6.0	4.0	4.0	
	Sell	0.0	0.0	0.0	
Market cap. (US\$ m)		1,378	433	4,239	
Sales (Bt m)	2024A	23,049	7,872	160,976	191,897
	2025F	24,111	7,766	157,523	189,400
	2026F	25,588	8,260	164,768	198,617
	2027F	27,170	9,053	173,255	209,478
Norm profits (Bt m)	2024A	1,881	917	8,390	11,188
	2025F	1,592	817	9,146	11,555
	2026F	1,807	963	10,358	13,129
	2027F	2,131	1,079	11,683	14,893
Sales growth (%)	2024A	6.9	12.7	7.9	8.0
	2025F	4.6	(1.3)	(2.1)	(1.3)
	2026F	6.1	6.4	4.6	4.9
	2027F	6.2	9.6	5.2	5.5
Norm EPS growth (%)	2024A	67.9	17.4	15.3	20.8
	2025F	(15.3)	(12.7)	11.4	2.4
	2026F	13.5	18.0	16.3	13.6
	2027F	17.9	12.0	15.3	13.4
Gross margin (%)	2024A	41.8	58.4	43.7	44.0
	2025F	42.9	57.7	44.0	44.4
	2026F	43.3	57.9	44.2	44.6
	2027F	44.0	58.0	44.4	45.0
SG&A/Sales (%)	2024A	33.3	38.0	32.0	32.4
	2025F	35.3	38.5	32.3	32.9
	2026F	35.1	38.9	32.4	33.0
	2027F	34.9	37.9	32.4	32.9
Norm profit margin (%)	2024A	8.2	11.6	5.2	5.8
	2025F	6.6	10.5	5.8	6.1
	2026F	7.1	11.7	6.3	6.6
	2027F	7.8	11.9	6.7	7.1
ROE (%)	2024A	9.3	12.2	10.2	10.2
	2025F	7.5	9.1	10.3	9.7
	2026F	8.2	10.2	11.3	10.6
	2027F	9.2	10.6	12.2	11.6
Norm PE (x)	2024A	23.3	14.7	20.2	24.5
	2025F	27.6	16.9	18.1	18.7
	2026F	24.3	14.3	15.6	16.1
	2027F	20.6	12.8	13.5	14.0
Dividend yield (%)	2024A	1.8	3.2	2.5	1.9
	2025F	1.6	2.1	3.2	2.7
	2026F	1.9	2.4	3.7	3.2
	2027F	2.2	2.7	4.2	3.6
Net D/E (x)	2024A	0.7	1.0	0.8	0.8
	2025F	0.9	0.9	0.8	0.8
	2026F	1.0	0.8	0.7	0.8
	2027F	0.9	0.8	0.7	0.7

Source: Companies, Thanachart estimates

Note: Based on 19 September 2025 closing prices

Valuation Comparison

Ex 55: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield—	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Accor SA	AC FP	France	(13.8)	20.9	19.5	16.1	2.1	2.2	11.5	10.6	3.2	3.6
Indian Hotels	IH IN	India	(11.3)	21.8	65.2	53.6	10.0	8.6	39.8	32.6	0.3	0.3
Resorttrust	4681 JP	Japan	(7.5)	9.2	20.7	18.9	2.7	2.5	10.8	10.0	1.6	1.8
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	na	na	118.5	26.4	1.7	1.6	17.1	12.0	0.3	0.4
Minor Hotels Europe & Americas	NHH SM	Spain	(34.2)	0.0	20.3	20.3	2.3	2.1	7.5	7.3	0.0	na
Shanghai Jin Jiang Capital	2006 HK	Hong Kong	na	na	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	(5.3)	16.3	107.0	92.0	3.1	3.1	15.7	14.9	0.5	0.5
InterContinental Hotels	IHG US	US	35.3	12.6	22.4	19.9	na	na	16.2	14.9	1.7	1.9
Marriott International	MAR US	US	20.7	11.9	26.2	23.4	na	na	16.2	15.2	1.0	1.1
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	29.4	12.5	33.2	29.5	na	na	19.9	18.5	0.2	0.2
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	(59.5)	27.0	32.4	25.5	0.8	0.8	24.1	20.3	1.9	1.9
Central Plaza Hotel *	CENTEL TB	Thailand	(15.3)	13.5	27.6	24.3	2.0	1.9	11.2	10.9	1.6	1.9
Erawan Group *	ERW TB	Thailand	(12.7)	18.0	16.9	14.3	1.5	1.4	9.0	8.4	2.1	2.4
Minor International *	MINT TB	Thailand	11.4	16.3	18.1	15.6	1.5	1.4	5.8	5.5	3.2	3.7
Average			(5.2)	15.0	40.6	29.2	2.8	2.6	15.8	13.9	1.4	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS
Based on 19 September 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET Index	4.6	21.0	(11.1)	(7.7)	—	—	—	—
HOTEL	6.3	19.6	(18.6)	(9.2)	1.7	(1.3)	(7.5)	(1.5)
CENTEL	16.1	51.2	(18.8)	(5.8)	11.5	30.2	(7.6)	1.9
ERW	8.5	54.9	(35.3)	(26.2)	3.9	34.0	(24.2)	(18.5)
MINT	(1.2)	6.7	(17.9)	(8.5)	(5.9)	(14.2)	(6.8)	(0.8)

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ประเทศไทยเป็นประเทศท่องเที่ยวที่คุ้มค่ากับการเดินทางมาท่องเที่ยว
- เป็นศูนย์กลางของเอเชียตะวันออกเฉียงใต้
- มีโครงสร้างพื้นฐานและระบบขนส่งสาธารณะที่ดี
- คุณภาพและมาตรฐานการบริการที่สูง

O — Opportunity

- การเติบโตของ AEC
- ความต้องการท่องเที่ยวที่สูงในสถานการณ์ปกติ
- เงินบาทอ่อนค่า
- เศรษฐกิจโลกปรับตัวดีขึ้น

W — Weakness

- ผลกระทบตามฤดูกาล
- อุปทานส่วนเกินของโรงแรมระดับ 5 ดาว
- ใช้เงินลงทุนสูง

T — Threat

- ภัยธรรมชาติและการระบาดของโรค
- ความไม่สงบทางการเมือง
- ค่าใช้จ่ายแรงงานสูงขึ้นและการขาดแคลนแรงงานฝีมือ
- เงินบาทที่แข็งค่า

REGIONAL COMPARISON

Market/Company	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
France	(13.8)	20.9	19.5	16.1	2.1	2.2	11.5	10.6	3.2	3.6
India	(11.3)	21.8	65.2	53.6	10.0	8.6	39.8	32.6	0.3	0.3
Japan	(7.5)	9.2	20.7	18.9	2.7	2.5	10.8	10.0	1.6	1.8
S. Korea	na	na	118.5	26.4	1.7	1.6	17.1	12.0	0.3	0.4
Spain	(34.2)	0.0	20.3	20.3	2.3	2.1	7.5	7.3	0.0	na
Hong Kong	(5.3)	16.3	107.0	92.0	3.1	3.1	15.7	14.9	0.5	0.5
US	28.5	12.3	27.2	24.3	na	na	17.4	16.2	1.0	1.1
Thailand	(5.5)	15.9	20.9	18.1	1.7	1.6	8.7	8.3	2.3	2.7
Average	(5.2)	15.0	40.6	29.2	2.8	2.6	15.8	13.9	1.4	1.6
CENTEL TB	(15.3)	13.5	27.6	24.3	2.0	1.9	11.2	10.9	1.6	1.9
ERW TB	(12.7)	18.0	16.9	14.3	1.5	1.4	9.0	8.4	2.1	2.4
MINT TB	11.4	16.3	18.1	15.6	1.5	1.4	5.8	5.5	3.2	3.7
Average *- Thailand	(5.5)	15.9	20.9	18.1	1.7	1.6	8.7	8.3	2.3	2.7

Sources: Bloomberg Consensus

Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 38.00

(From: Bt 35.00)

22 SEPTEMBER 2025

Upside : 16.9%

Central Plaza Hotel Pcl (CENTEL TB)

เริ่มฟื้นตัว

เราคาดว่ากำไรของ CENTEL ได้แตะจุดต่ำสุดแล้วใน 2Q25 และจะเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ 3Q25F โดยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 18% ในการเติบโตรอบใหม่ในปี 2026-28F โดยมีกำไรเติบโตจากทั้งธุรกิจโรงแรมและธุรกิจอาหาร เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 38.0 บาท



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

2Q25 เป็นจุดต่ำสุดของผลประกอบการแล้ว – แนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มโรงแรม “กลับมาเติบโต” วันที่ 22 กันยายน 2025 เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” CENTEL เนื่องจาก 1) ผลการดำเนินงานใน 2Q25 อ่อนแอแตะจุดต่ำสุดแล้ว และน่าจะฟื้นตัวใน 3Q25F เนื่องจากขาดทุนจากโรงแรมใหม่ในมัลดีฟส์ 2) เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 18% ในปี 2026-28F หนุนโดยธุรกิจอาหารและธุรกิจโรงแรม 3) CENTEL ยังคงสมควรซื้อขายที่ระดับที่มีพรีเมียมเหนือกว่า บมจ. ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล (MINT, “ซื้อ”) เนื่องจากมีรูปแบบธุรกิจที่เรียบง่ายกว่า โดย 87% ของรายได้ใน 1H25 มาจากการดำเนินงานในประเทศ ในบทวิเคราะห์นี้ เราได้ปรับกำไรปี 2028-2036F ขึ้น 2-6% โดยคำนึงถึงการขยายธุรกิจโรงแรมและการตัดขาดทุนจากโครงการโรงแรมหรู 5 ดาวที่มัลดีฟส์ ซึ่งคาดว่าจะปิดตัวลงภายในปลายปี 2027 ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) ได้ถูกปรับเพิ่มเป็น 38.0 บาท จากเดิม 35.0 บาท

ขาดทุนจากมัลดีฟส์แตะจุดสูงสุดแล้ว

ใน 1H25 โรงแรม Centara Mirage Lagoon Maldives ระดับ 4 ดาว (เปิดในเดือนพฤศจิกายน 2024) และโรงแรม Centara Grand Lagoon Maldives ระดับ 5 ดาว (เปิดในเดือนเมษายน 2025) มีอัตราการเข้าพักเฉลี่ยที่ 20% โรงแรมอีก 2 แห่งที่มีอยู่เดิมในมัลดีฟส์ก็มีอัตราการเข้าพักต่ำที่ 64% ใน 1H25 เนื่องจากอุปทานล้นตลาด ความล่าช้าในการขยายสนามบิน และการชะลอตัวของนักท่องเที่ยวจีน โรงแรมมัลดีฟส์ของ CENTEL รวมกันขาดทุน 230 ลบ. ใน 1H25 ผู้บริหารคาดว่า 2Q25 จะเป็นจุดต่ำสุดของการดำเนินงาน และเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ 3Q25 เป็นต้นไป

ธุรกิจโรงแรมในไทยและญี่ปุ่นทำผลงานได้ดี

ธุรกิจโรงแรมในไทยและญี่ปุ่นมีส่วนรายได้รวม 40% ใน 1H25 แม้ธุรกิจโรงแรมในไทยจะได้รับผลลบจากการชะลอตัวของนักท่องเที่ยวจีน แต่การเปิดให้บริการโรงแรมที่ได้รับการปรับปรุงใหม่ 2 แห่งในพัทยาและภูเก็ต ช่วยชดเชยปัจจัยลบนี้ อัตราการเข้าพักในไทยยังคงทรงตัว y-y ที่ 72% ขณะที่อัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) เพิ่มขึ้น 6% y-y ส่งผลให้ RevPAR เพิ่มขึ้น 7% y-y ขณะที่ในญี่ปุ่น อัตราการเข้าพักยังคงทรงตัว y-y ที่ 77% ส่วน ARR เพิ่มขึ้น 18% y-y ส่งผลให้ RevPAR เพิ่มขึ้น 17% y-y เราคาดว่า RevPAR ในไทยจะเติบโต 5/2/6/11% ในปี 2025-28F โดยการเติบโตที่ชะลอลงในปี 2026 เนื่องจากการปรับปรุงโรงแรมในหัวหิน และกระเป๋สำหรับญี่ปุ่น เราคาดว่า RevPAR จะเติบโต 20/2/2/2% ในปี 2025-28F

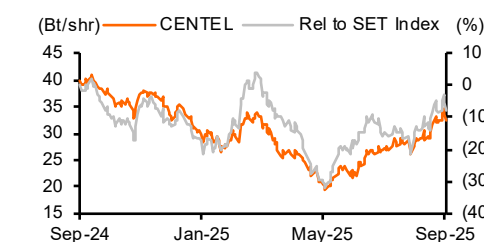
การดำเนินงานของธุรกิจอาหารแข็งแกร่ง

ธุรกิจอาหารมีส่วนรายได้ 53% ของรายได้รวมใน 1H25 แม้อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของแบรนด์ที่บริษัทเป็นเจ้าของจะลดลง 1% y-y แต่กำไรของธุรกิจอาหารยังคงเติบโต 35% y-y ซึ่งเป็นผลจากอัตรากำไรที่ดีขึ้นจากต้นทุนอาหาร ค่าสาธารณูปโภค และค่าเช่า ที่ลดลง รวมถึงการปิดสาขาที่มีผลประกอบการไม่ดี ในธุรกิจอาหารนี้ CENTEL ถือหุ้น 51% ใน The Food Selection Group (FSG) ซึ่งเป็นบริษัทร่วมทุนที่ดำเนินธุรกิจร้านอาหารหลายแบรนด์ ได้แก่ Shinkanzen โดย FSG มีผลการดำเนินงานที่ดี และเราคาดว่าจะสร้างกำไรให้ CENTEL (127 ลบ. ในปี 2024) เติบโตเฉลี่ยปีละ 18% ในปี 2025-27F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	23,049	24,111	25,588	27,170
Net profit	1,753	1,592	1,807	2,131
Consensus NP	—	1,674	1,912	2,304
Diff frm cons (%)	—	(4.9)	(5.5)	(7.5)
Norm profit	1,881	1,592	1,807	2,131
Prev. Norm profit	—	1,592	1,807	2,130
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.1
Norm EPS (Bt)	1.4	1.2	1.3	1.6
Norm EPS grw (%)	67.9	(15.3)	13.5	17.9
Norm PE (x)	23.3	27.6	24.3	20.6
EV/EBITDA (x)	11.1	11.2	10.9	10.2
P/BV (x)	2.1	2.0	1.9	1.8
Div yield (%)	1.8	1.6	1.9	2.2
ROE (%)	9.3	7.5	8.2	9.2
Net D/E (%)	67.6	94.7	96.3	91.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Sep-25 (Bt)	32.50
Market Cap (US\$ m)	1,378.3
Listed Shares (m shares)	1,350.0
Free Float (%)	72.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.7
12M Price H/L (Bt)	41.00/19.50
Sector	Tourism
Major Shareholder	Chirathivat family 62%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P22

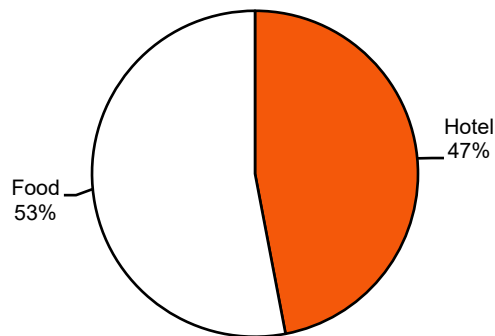
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การบริการแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

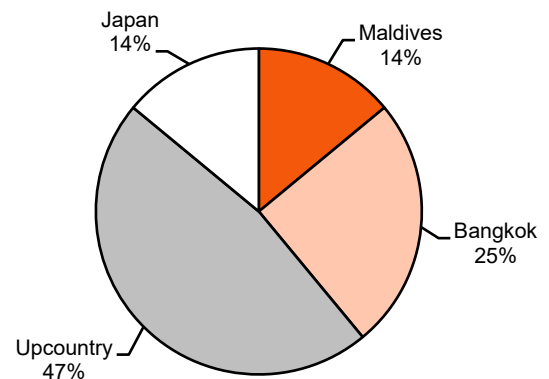
Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
# of rooms (owned & leased)						
- New	4,745	4,686	5,209	5,004	5,330	5,362
- Old			5,209	5,004	5,349	5,424
- Change (%)			—	—	(0.3)	(1.1)
Occupancy rate (%)						
- New	70.5	68.5	69.9	73.0	73.7	74.8
- Old			69.9	73.0	73.7	75.1
- Change (ppt)			—	—	0.0	(0.3)
ARR (Bt/room/night)						
- New	4,877	5,465	5,797	6,170	6,550	6,863
- Old			5,797	6,170	6,573	7,001
- Change (%)			—	—	(0.4)	(2.0)
Hotel business' gross margin (%)						
- New	34.4	37.2	39.3	40.3	41.6	42.8
- Old			39.3	40.3	41.5	42.1
- Change (ppt)			—	—	0.1	0.7
# food stores (owned + JVs)						
- New	1,529	1,275	1,316	1,332	1,339	1,346
- Old			1,316	1,332	1,339	1,346
- Change (%)			—	—	—	—
% SSSG						
- New	4.0	1.0	0.5	1.5	2.0	2.0
- Old			0.5	1.5	2.0	2.0
- Change (ppt)			—	—	—	—
Food business' gross margin (%)						
- New	45.8	45.3	45.9	46.1	46.3	46.4
- Old			45.9	46.1	46.3	46.4
- Change (ppt)			—	—	—	—
Equity income (Bt m)						
- New	(62)	136	289	339	376	419
- Old			289	339	376	408
- Change (%)			—	—	—	2.7
Normalized profit (Bt m)						
- New	1,120	1,881	1,592	1,807	2,131	2,605
- Old			1,592	1,807	2,130	2,546
- Change (%)			—	—	0.1	2.3

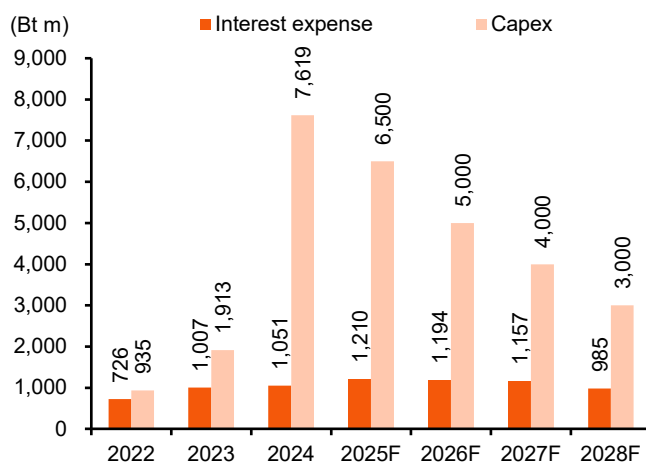
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Revenue Breakdown By Business In 1H25

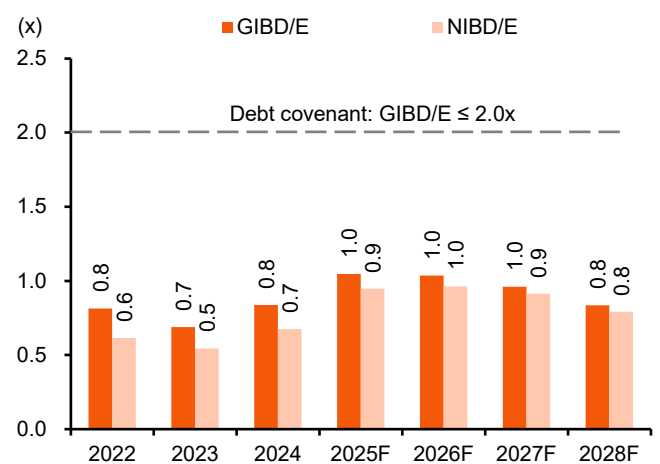
Source: Company data

Ex 3: Hotel Revenue Breakdown By Location In 1H25

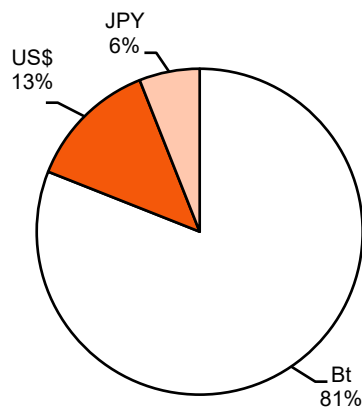
Source: Company data

Ex 4: EBITDA And Capex

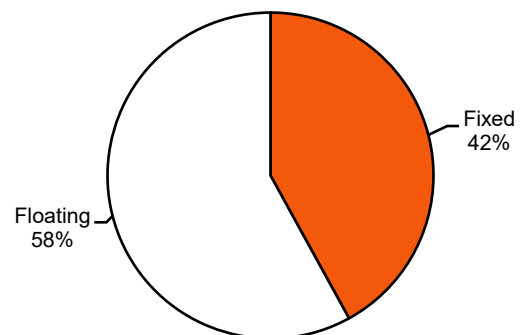
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Gross And Net Interest-Bearing Debt To Equity

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Debt Breakdown By Currency At End 2Q25

Source: Company data

Ex 7: Debt Breakdown By Interest Rate At End 2Q25

Source: Company data

Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	4,575	5,102	5,792	6,246	6,640	7,020	7,367	7,720	8,082	8,450	8,846	—
Free cash flow	(41)	1,534	3,307	3,876	4,527	4,963	5,346	5,680	6,020	6,367	5,740	101,021
PV of free cash flow	(41)	1,320	2,640	2,871	3,110	3,163	3,160	3,115	3,063	3,005	2,513	44,219
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	7.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	72,138											
Net debt (2025F)	20,586											
Minority interest	182											
Equity value	51,370											
# of shares (m)	1,350											
Target price/share (Bt)	38.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

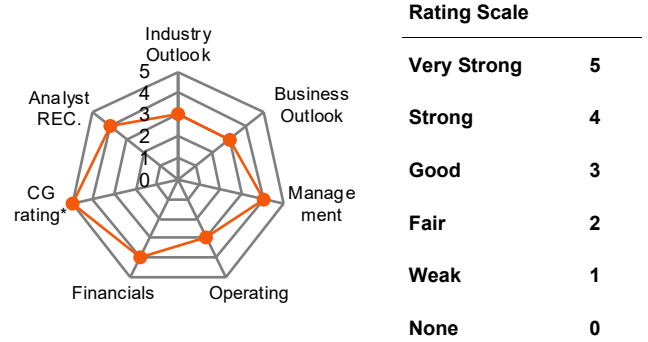
S — Strength

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

O — Opportunity

- กลยุทธ์การลงทุนและการซื้อกิจการทั้งในประเทศและทั่วโลก
- การท่องเที่ยวและการบริโภคที่แข็งแกร่ง

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- พึ่งพาอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทยสูง
- พึ่งพิงการบริโภคในประเทศ

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นของผู้ประกอบการโรงแรม ซึ่งนำไปสู่อุปสรรคในการปลดล๊อคการทำกำไรของบริษัทฯ
- การแข่งขันระหว่างผู้ประกอบการร้านอาหาร
- ภัยธรรมชาติและโรคระบาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	34.34	38.00	11%
Net profit 25F (Bt m)	1,674	1,592	-5%
Net profit 26F (Bt m)	1,912	1,807	-5%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสำหรับปี 2025–26F ต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังต่อการดำเนินงานของโรงแรมในมัลติฟล์มมากขึ้น แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า เนื่องจากเรามองบวกมากกว่าในระยะยาวต่อการดำเนินงานของธุรกิจโรงแรมของ CENTEL และการปรับมาใช้ปีฐาน 2026F

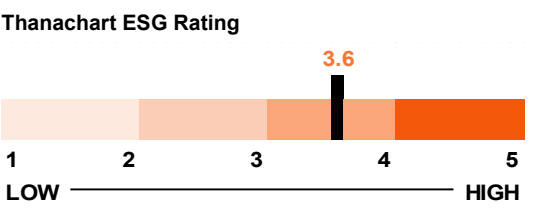
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของไทย และภัยธรรมชาติ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของเศรษฐกิจและการบริโภคในประเทศและของโลกที่อ่อนแอกว่าคาดจะเป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

CENTEL ดำเนินธุรกิจโรงแรมภายใต้แบรนด์ Centara Grand, Centara และ COSI รวมถึงธุรกิจอาหารที่ประกอบด้วยแฟรนไชส์แบรนด์ KFC, Mister Donut, Auntie Anne's และ Ootoya เราให้คะแนน ESG ที่ 3.6 ซึ่งถือว่าสูงและสูงกว่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 3.5 โดยคะแนนสูงสุดอยู่ที่ด้านสังคม (S) รองลงมาคือด้านสิ่งแวดล้อม (E) และด้านธรรมาภิบาล (G)



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CENTEL	YES	AAA	-	A	69.96	69.63	67.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราประเมินคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ CENTEL ที่ 3.6 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 3.5 เนื่องจาก CENTEL มีแผนการจัดการปัญหาด้านสิ่งแวดล้อมที่ชัดเจน อีกทั้งยังตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 - CENTEL ได้ประกาศความมุ่งมั่นใหม่ถึงความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมด้วยแผนงาน 10 ปี (2020-29) ในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (scope 1 และ 2) ลง 20% จากปี 2019 โดยมุ่งมั่นที่จะบรรลุเป้าหมายสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 - เพื่อให้บรรลุเป้าหมายเหล่านี้ CENTEL กำลังดำเนินโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ ติดตั้งระบบ room control unit ติดตั้งระบบตรวจจับการเคลื่อนไหวอัจฉริยะ ติดตั้ง Room Flex System Manager and Dashboard ฯลฯ - ภายในปี 2025 บริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะให้โรงแรมทั้งหมดได้รับการรับรองมาตรฐานความยั่งยืนระดับสากล และเพื่อกำจัดการสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้งออกจากการเดินทางทางความคิดของลูกค้า (guest journey) ทั้งหมด
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราประเมินคะแนนด้านสังคม (S) ของ CENTEL ที่ 3.9 ซึ่งสูงกว่าคะแนน E และธรรมาภิบาล G - CENTEL มีแบรนด์โรงแรมและบริการอาหารหลากหลายเพื่อตอบสนองกลุ่มลูกค้าที่แตกต่างกัน โดยแบรนด์โรงแรมหลัก "Centara" มีความแข็งแกร่งและมีประวัติการดำเนินงานที่ดี - CENTEL ปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับเกี่ยวกับสุขภาพและความปลอดภัยในที่ทำงานสำหรับพนักงานและลูกค้าอย่างเคร่งครัด มีการทบทวนและประเมินผลด้านความปลอดภัยและสุขภาพอย่างสม่ำเสมอ เช่น อุบัติเหตุในที่ทำงาน และการเจ็บป่วยที่เกิดจากขั้นตอนการทำงานที่ไม่เหมาะสม - มีเครื่องมือ "Training Needs Analysis Metric" เพื่อวิเคราะห์ความจำเป็นในการฝึกอบรม และมีแผนงานการฝึกอบรมและพัฒนาบุคลากรได้จัดทำขึ้นสำหรับพนักงานทุกระดับ - CENTEL ให้ความสำคัญกับการสนับสนุนการพัฒนาศักยภาพและสร้างคุณภาพชีวิตที่ดีให้กับคนในชุมชนและสังคมในทุกพื้นที่ที่บริษัทฯ เข้าไปดำเนินธุรกิจ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราประเมินคะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ของ CENTEL ที่ 3.4 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 3.3 - โครงสร้างคณะกรรมการของ CENTEL ยังไม่เป็นไปตามมาตรฐานที่เหมาะสม เนื่องจากประธานบอร์ดไม่ใช่กรรมการอิสระ และมีกรรมการอิสระเพียง 4 คนจากทั้งหมด 12 คน ซึ่งต่ำกว่าสัดส่วนที่เหมาะสมคือ 2 ใน 3 นอกจากนี้ มีกรรมการหญิงจำนวน 4 คน - CENTEL มีคณะกรรมการสำคัญครบถ้วน ได้แก่ คณะกรรมการค่าตอบแทน คณะกรรมการตรวจสอบ และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง โดยเน้นการบริหารความเสี่ยงเพื่อความมั่นคงในการดำเนินงานและการเติบโตอย่างยั่งยืน - CENTEL นำโซลูชันดิจิทัลมาใช้ในธุรกิจโรงแรมเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการบริการ และใช้เทคโนโลยีใหม่ในธุรกิจอาหาร เช่น หุ่นยนต์ส่งอาหารและระบบไอ-คูปอง - CENTEL มีความยั่งยืนทางธุรกิจในระดับสูงจากแบรนด์ที่แข็งแกร่ง ซึ่งถูกนำไปใช้ขยายตลาดในพื้นที่ที่มีการเติบโตสูง เช่น ดูไบและญี่ปุ่น รวมถึงธุรกิจบริหารจัดการโรงแรมทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

2025F earnings mainly hit
by losses from new
hotels in the Maldives

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	21,558	23,049	24,111	25,588	27,170
Cost of sales	12,883	13,424	13,769	14,502	15,224
Gross profit	8,675	9,624	10,342	11,086	11,946
% gross margin	40.2%	41.8%	42.9%	43.3%	44.0%
Selling & administration expenses	7,090	7,676	8,499	8,969	9,469
Operating profit	1,585	1,948	1,843	2,117	2,477
% operating margin	7.4%	8.5%	7.6%	8.3%	9.1%
Depreciation & amortization	3,122	3,291	3,896	3,943	3,975
EBITDA	4,707	5,239	5,739	6,060	6,452
% EBITDA margin	21.8%	22.7%	23.8%	23.7%	23.7%
Non-operating income	990	1,190	1,102	1,144	1,187
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,007)	(1,051)	(1,210)	(1,194)	(1,157)
Pre-tax profit	1,568	2,088	1,735	2,067	2,507
Income tax	377	399	486	579	702
After-tax profit	1,190	1,689	1,249	1,488	1,805
% net margin	5.5%	7.3%	5.2%	5.8%	6.6%
Shares in affiliates' Earnings	(62)	136	289	339	376
Minority interests	(8)	57	54	(20)	(50)
Extraordinary items	128	(128)	0	0	0
NET PROFIT	1,248	1,753	1,592	1,807	2,131
Normalized profit	1,120	1,881	1,592	1,807	2,131
EPS (Bt)	0.9	1.3	1.2	1.3	1.6
Normalized EPS (Bt)	0.8	1.4	1.2	1.3	1.6

BALANCE SHEET

CENTEL opened one
hotel in the Maldives in
2024 and another in 2025

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	5,365	6,145	5,414	5,105	4,805
Cash & cash equivalent	2,853	3,392	2,150	1,650	1,150
Account receivables	1,196	1,208	1,651	1,753	1,861
Inventories	982	905	943	993	1,043
Others	334	641	669	709	752
Investments & loans	4,539	4,608	4,608	4,608	4,608
Net fixed assets	29,505	35,528	39,753	42,295	43,671
Other assets	14,794	14,480	12,916	11,489	10,199
Total assets	54,204	60,761	62,691	63,498	63,284
LIABILITIES:					
Current liabilities:	10,594	10,636	15,928	16,411	16,264
Account payables	3,445	4,423	3,772	3,973	4,171
Bank overdraft & ST loans	940	2,046	3,410	3,541	3,469
Current LT debt	4,596	1,761	6,764	7,023	6,881
Others current liabilities	1,614	2,406	1,981	1,873	1,743
Total LT debt	8,229	13,749	12,562	13,044	12,778
Others LT liabilities	15,362	15,425	12,470	11,250	10,153
Total liabilities	34,186	39,811	40,959	40,704	39,195
Minority interest	343	236	182	202	252
Preferred 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	9,914	9,767	9,767	9,767	9,767
Retained earnings	7,441	8,627	9,463	10,505	11,750
Shareholders' equity	19,675	20,714	21,550	22,592	23,837
Liabilities & equity	54,204	60,761	62,691	63,498	63,284

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Sustainable cash inflow streams

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	1,568	2,088	1,735	2,067	2,507
Tax paid	(403)	(302)	(527)	(545)	(706)
Depreciation & amortization	3,122	3,291	3,896	3,943	3,975
Chg In working capital	59	1,043	(1,133)	50	40
Chg In other CA & CL / minorities	(190)	477	(124)	158	207
Cash flow from operations	4,156	6,597	3,847	5,672	6,023
Capex	(1,913)	(7,619)	(6,500)	(5,000)	(4,000)
Right of use	(7,877)	(1,698)	0	0	0
ST loans & investments	0	(4)	0	0	0
LT loans & investments	26	(68)	0	0	0
Adj for asset revaluation	(78)	(147)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	6,393	253	(3,013)	(1,279)	(1,157)
Cash flow from investments	(3,450)	(9,283)	(9,513)	(6,279)	(5,157)
Debt financing	(1,630)	3,792	5,180	872	(480)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	(567)	(757)	(765)	(886)
Warrants & other surplus	(13)	0	0	0	0
Cash flow from financing	(1,643)	3,225	4,424	107	(1,366)
Free cash flow	2,242	(1,022)	(2,653)	672	2,023

VALUATION

Not yet fully valued, in our view

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	39.17	23.3	27.6	24.3	20.6
Normalized PE - at target price (x)	45.80	27.3	32.2	28.4	24.1
PE (x)	35.15	25.0	27.6	24.3	20.6
PE - at target price (x)	41.10	29.3	32.2	28.4	24.1
EV/EBITDA (x)	11.6	11.1	11.2	10.9	10.2
EV/EBITDA - at target price (x)	13.2	12.5	12.5	12.1	11.4
P/BV (x)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
P/BV - at target price (x)	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2
P/CFO (x)	10.6	6.7	11.4	7.7	7.3
Price/sales (x)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
Dividend yield (%)	1.3	1.8	1.6	1.9	2.2
FCF Yield (%)	5.1	(2.3)	(6.0)	1.5	4.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	1.4	1.2	1.3	1.6
EPS	0.9	1.3	1.2	1.3	1.6
DPS	0.4	0.6	0.5	0.6	0.7
BV/share	14.6	15.3	16.0	16.7	17.7
CFO/share	3.1	4.9	2.8	4.2	4.5
FCF/share	1.7	(0.8)	(2.0)	0.5	1.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	23.2	6.9	4.6	6.1	6.2
Net profit (%)	213.5	40.5	(9.2)	13.5	17.9
EPS (%)	213.5	40.5	(9.2)	13.5	17.9
Normalized profit (%)	181.4	67.9	(15.3)	13.5	17.9
Normalized EPS (%)	181.4	67.9	(15.3)	13.5	17.9
Dividend payout ratio (%)	45.4	45.4	45.0	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	40.2	41.8	42.9	43.3	44.0
Operating margin (%)	7.4	8.5	7.6	8.3	9.1
EBITDA margin (%)	21.8	22.7	23.8	23.7	23.7
Net margin (%)	5.5	7.3	5.2	5.8	6.6
D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.8	1.0	1.0	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.7	0.9	1.0	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	1.57	1.85	1.5	1.8	2.1
Interest coverage - EBITDA (x)	4.7	5.0	4.7	5.1	5.6
ROA - using norm profit (%)	2.2	3.3	2.6	2.9	3.4
ROE - using norm profit (%)	5.9	9.3	7.5	8.2	9.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	6.2	8.4	5.9	6.7	7.8
- asset turnover (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	11.9	13.6	12.2	12.7	13.5
- leverage (x)	2.7	2.8	2.9	2.9	2.7
- interest burden (%)	60.9	66.5	58.9	63.4	68.4
- tax burden (%)	75.9	80.9	72.0	72.0	72.0
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC (%)	4.0	5.2	3.8	3.6	4.0
NOPAT (Bt m)	1,204	1,576	1,327	1,524	1,784
invested capital (Bt m)	30,586	34,879	42,136	44,550	45,816

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 3.60

Upside : 27.7%

(From: Bt 3.30)

22 SEPTEMBER 2025

Small Cap Research

The Erawan Group Pcl (ERW TB)

สถานการณ์เลวร้ายผ่านพ้นไปแล้ว

เรามองว่าสถานการณ์เลวร้ายที่สุดสำหรับ ERW ผ่านพ้นไปแล้ว เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่อ่อนแอกำลังเริ่มทรงตัว เราคาดว่ากำไรจะกลับมาเติบโตที่ 18/12% ในปี 2026-27F หนุนโดยการขยายโรงแรม การเพิ่มขึ้นของอัตรากำไร และค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลง คงแนะนำ "ซื้อ" ERW



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลับมาเติบโต มูลค่าไม่แพง; แนะนำ "ซื้อ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มโรงแรม "กลับมาเติบโต" วันที่ 22 กันยายน 2025 เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" ERW 1) แม้ EPS จะลดลง 13% ในปี 2025F จากจำนวนนักท่องเที่ยวอ่อนแอ แต่เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งที่ 18/12% ในปี 2026-27F หนุนโดยการปรับปรุงการดำเนินงาน และการขยายโรงแรม 2) เรายังขึ้นชอปกกลยุทธ์ของ ERW ที่เน้นกลุ่มลูกค้าที่ไม่ใช่กลุ่มหรูที่ให้ผลตอบแทนสูง เพื่อกระจายฐานลูกค้าและพอร์ตโรงแรม 3) การขยายตัวไม่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อความแข็งแกร่งของงบดุล โดยคาดว่าอัตราหนี้สินสุทธิต่อทุนจะลดลงจาก 1.0 เท่า ในปี 2024 เป็น 0.7 เท่า ในปี 2028F และ 4) มูลค่าหุ้นยังน่าสนใจที่ 2026F PE ที่ 14.3 เท่า เทียบกับ EPS ที่เติบโต 18% ในบทวิเคราะห์นี้ เราได้ปรับเพิ่มกำไรปี 2025-28F ขึ้น 1-3% เพื่อสะท้อนการขยายตัวใหม่ ราคาเป้าหมายที่ปรับมาใช้ฐาน 2026F ปรับขึ้นเป็น 3.6 บาท จาก 3.3 บาท

กำไรฟื้นตัว

ปัจจัยหลักผลักดันให้ EPS เติบโตที่ 18/12/4% ในปี 2026-28F ได้แก่ 1) การเติบโตของรายได้จากโรงแรมที่มีอยู่และโรงแรมใหม่ที่เปิดในปี 2025-28F 2) การขยายตัวของอัตรากำไรขึ้นเป็น 57.9/58.0/58.1% ในปี 2026-28F จาก 57.7% ในปี 2025F หนุนโดยการประหยัดต่อขนาด และ 3) ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงตามแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงในปี 2025-27F และระดับหนี้ที่ลดลงในปี 2028F โดยหนี้ทั้งหมดของ ERW เป็นหนี้สินอัตราดอกเบี้ยลอยตัว เราคาดว่ากำไรของ EPS จะชะลอลงในปี 2027-28F เนื่องจาก ERW จะกลับมาชำระภาษีในช่วงกลางปี 2027

การลดผลกระทบจากนักท่องเที่ยวที่อ่อนแอ

นักท่องเที่ยวคิดเป็น 15% ของรายได้รวมของ ERW ในปี 2024 เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่มายังไทยลดลง 35% y-y ใน 8M25 ERW จึงกระจายฐานลูกค้าโดยเน้นนักท่องเที่ยวจากตะวันออกกลาง สหรัฐ ยุโรป และอินเดียมากขึ้น นอกจากนี้ ERW ยังขยายโรงแรม HOP INN ใหม่ ซึ่งเน้นกลุ่มนักท่องเที่ยวในประเทศ ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก เพื่อช่วยสร้างเสถียรภาพของรายได้ การท่องเที่ยวในประเทศยังคงแข็งแกร่ง ทำให้ความต้องการโรงแรมราคาย่อยเยาอย่าง HOP INN สูง ใน 1H25 HOP INN มีสัดส่วนรายได้คิดเป็น 26% ของรายได้ของ ERW เราคาดว่า RevPAR จะเติบโต -8/+1/+3/-1% ในปี 2025-28F การเติบโตของ RevPAR ที่ชะลอตัวเกิดจากสัดส่วน HOP INN ที่มี ARR ต่ำเพิ่มขึ้น

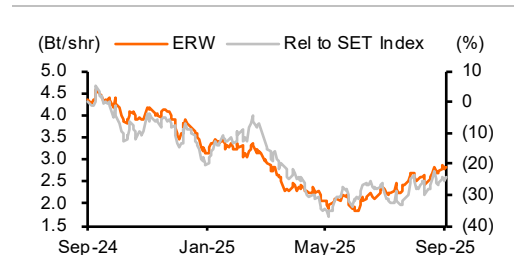
การลงทุนใหม่ และปรับปรุง

ERW มีแผนเปิด HOP INN จำนวน 10 แห่งในปี 2025 และ 8-10 แห่งต่อปีในปี 2026-28 ในประเทศไทย ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของแผนที่จะมี HOP INN รวมทั้งหมด 150 แห่ง ภายในปี 2030 และหลังจากนั้น เพิ่มขึ้นจากเดิมที่มี 75 แห่ง ในปี 2024 อีกทั้งยังมีแผนสร้างคอนเซ็ปต์แบบมิดสเกลคอมโบ (สองแบรนด์ในอาคารเดียว) ที่ซอยสุขุมวิท 26 จำนวนห้องรวม 449 ห้อง มีกำหนดเปิดในปี 2029 บริษัทฯ มีแผนปรับปรุงโรงแรมหรู 2 แห่ง ได้แก่ Grand Hyatt Erawan ใช้เวลา 1.5 ปี เริ่มช่วงต้น 2Q26 และ The Naka Island, a Luxury Collection Resort & Spa, ภูเก็ต โดยปิดบางส่วนใน 2Q-3Q25

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	7,872	7,766	8,260	9,053
Net profit	1,281	817	963	1,079
Consensus NP	—	851	920	994
Diff frm cons (%)	—	(4.0)	4.7	8.5
Norm profit	917	817	963	1,079
Prev. Norm profit	—	805	954	1,063
Chg frm prev (%)	—	1.5	1.0	1.5
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	17.4	(12.7)	18.0	12.0
Norm PE (x)	14.7	16.9	14.3	12.8
EV/EBITDA (x)	8.7	9.0	8.4	7.6
P/BV (x)	1.6	1.5	1.4	1.3
Div yield (%)	3.2	2.1	2.4	2.7
ROE (%)	12.2	9.1	10.2	10.6
Net D/E (%)	96.3	89.2	81.6	77.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Sep-25 (Bt)	2.82
Market Cap (US\$ m)	432.9
Listed Shares (m shares)	4,886.9
Free Float (%)	64.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.2
12M Price H/L (Bt)	4.58/1.82
Sector	Tourism
Major Shareholder	Vongkusolkrit & Wattanavekin
	Group 55%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P31

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

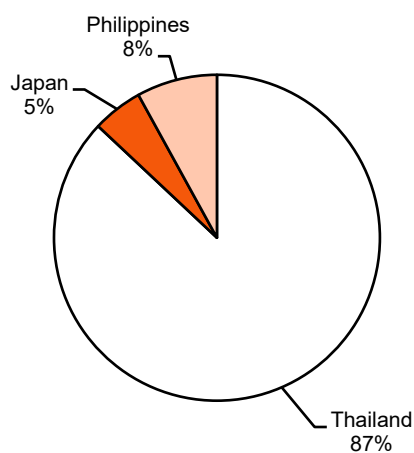


Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
# of rooms						
- New	10,323	11,578	12,331	13,096	13,933	14,739
- Old			12,331	12,306	12,353	12,369
- Change (%)			-	6.4	12.8	19.2
Occupancy rate (%)						
- New	79.7	79.9	79.9	81.2	82.8	82.8
- Old			79.9	81.4	83.3	83.3
- Change (ppt)			0.1	(0.2)	(0.5)	(0.5)
ARR (Bt/room/night)						
- New	1,812	1,922	1,774	1,768	1,783	1,764
- Old			1,772	1,796	1,865	1,905
- Change (%)			0.1	(1.5)	(4.4)	(7.4)
Capex (Bt m)						
- New	2,270	3,709	2,100	1,700	2,200	1,700
- Old			3,000	1,000	1,000	1,000
- Change (%)			(30.0)	70.0	120.0	70.0
Normalized profit (Bt m)						
- New	762	917	817	963	1,079	1,123
- Old			805	954	1,063	1,093
- Change (%)			1.5	1.0	1.5	2.7

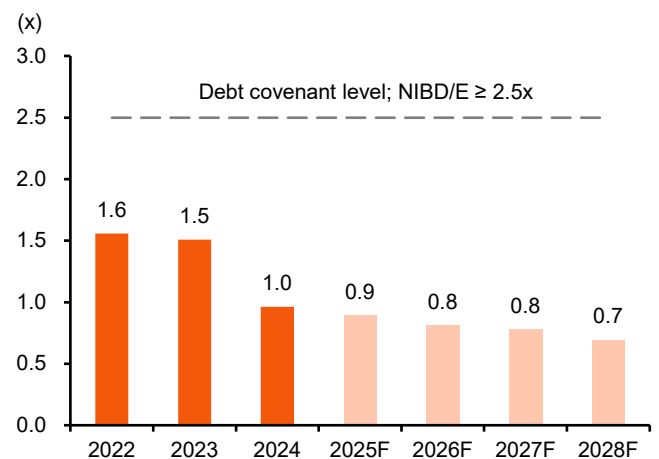
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Hotel Revenue Breakdown By Location In 1H25

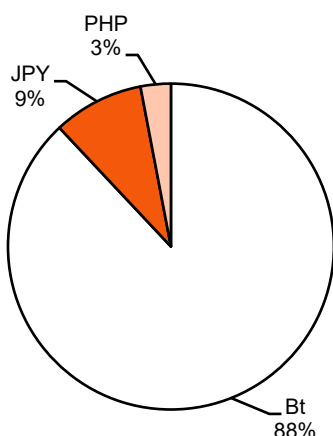


Source: Company data

Ex 3: Net Interest-Bearing Debt To Equity

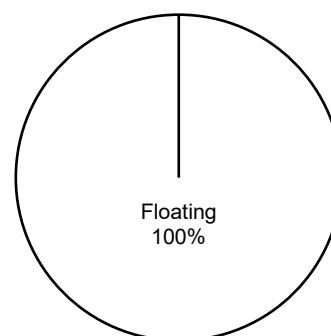


Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Interest-Bearing Debt Breakdown By Currency *

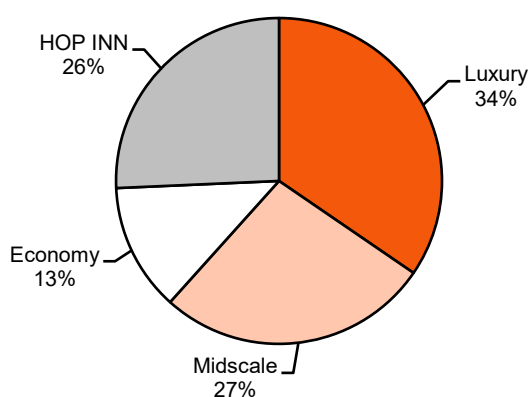
Source: Company data

Note: * At end-2Q25

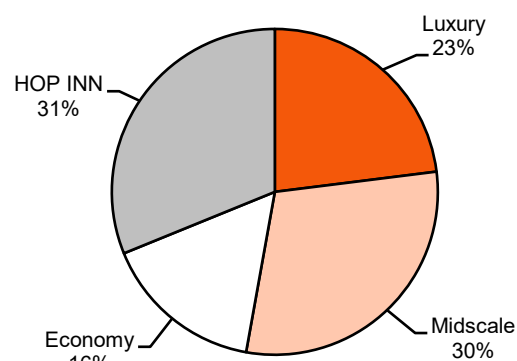
Ex 5: Interest-Bearing Debt Breakdown By Interest Rate *

Source: Company data

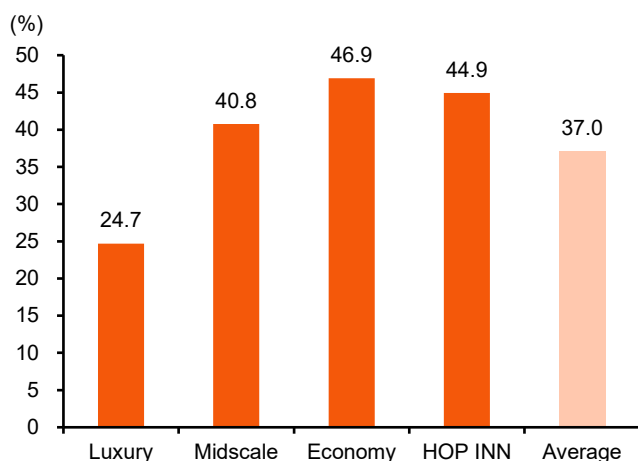
Note: * At end-2Q25

Ex 6: Hotel Revenue Breakdown By Segmentation In 1H25

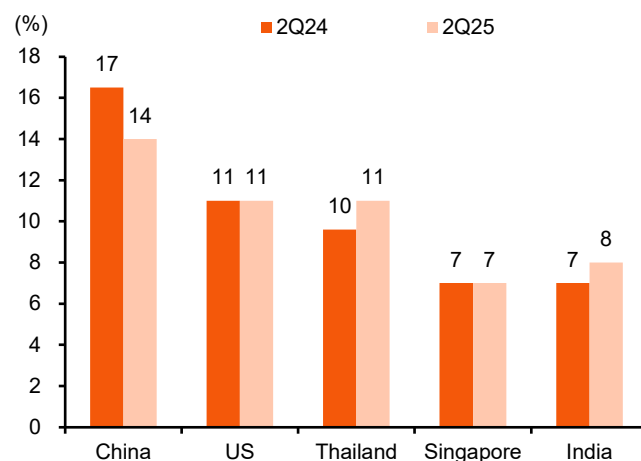
Source: Company data

Ex 7: Hotel EBITDA Breakdown By Segmentation In 1H25

Source: Company data

Ex 8: EBITDA Margin In Each Segment In 1H25

Source: Company data

Ex 9: ERW's Customer Breakdown By Country *

Source: Company data

Note: * Thailand portfolio, excluding budget segment (HOP INN)

Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2026F

												Terminal
(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Value
EBITDA excl. depre from right of use	2,675	2,978	3,129	3,211	3,441	3,593	3,735	3,859	3,972	4,084	4,205	—
Free cash flow	752	375	900	2,402	2,759	2,887	3,004	3,107	3,199	3,291	3,091	39,431
PV of free cash flow	750	310	676	1,641	1,714	1,630	1,542	1,449	1,357	1,269	1,083	13,821
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	10.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	27,242											
Net debt (2025F)	8,915											
Minority interest	834											
Equity value	17,494											
# of shares	4,887											
Target price/share (Bt)	3.60											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดีเอราวิธกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (ERW) ก่อตั้งเมื่อวันที่ 29 ธ.ค.1982 ERW ธุรกิจหลักของบริษัท คือการลงทุนและพัฒนาโรงแรมในหลากหลายพื้นที่และหลากหลายกลุ่ม (ระดับ 5 ดาว, ระดับกลาง, ระดับประหยัด และระดับราคาย่อมเยา) ทั่วประเทศไทย ERW กำลังลงทุนในกลุ่มโรงแรมราคาประหยัดในประเทศฟิลิปปินส์และญี่ปุ่น ขณะที่ ณ สิ้น 2Q25 ERW เป็นเจ้าของโรงแรมและพื้นที่ให้เชาร้านค้าจำนวน 99 แห่ง

Source: Thanachart

THANACHART’S SWOT ANALYSIS

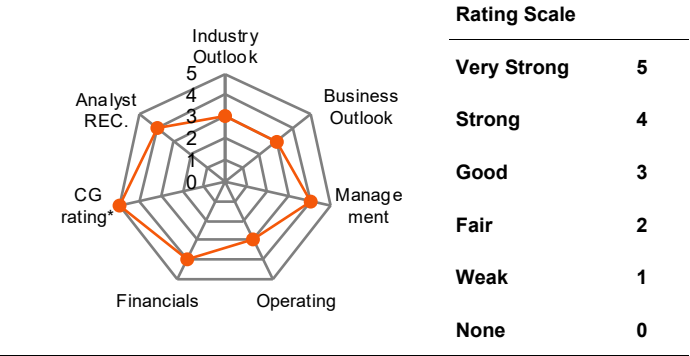
S — Strength

- 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
- อุปทานโรงแรมหรูลดตลาดในประเทศไทย

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงระหว่างผู้ประกอบการโรงแรม
- การเมือง ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	3.26	3.60	11%
Net profit 25F (Bt m)	851	817	-4%
Net profit 26F (Bt m)	920	963	5%
Consensus REC	BUY: 20	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรและราคาเป้าหมายปี 2026F ของเรายู่สูงกว่าตัวเลขของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองเชิงบวกมากกว่าเกี่ยวกับการขยายโรงแรมใหม่ของ ERW และการปรับปีฐานมาเป็นปี 2026F อย่างไรก็ตาม เรามีมุมมองที่ระมัดระวังต่อกำไรปี 2025F ของ ERW มากกว่าตลาด เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่อ่อนแอ

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

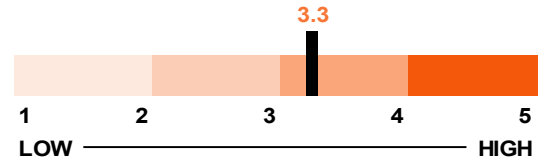
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของประเทศไทย และโรคระบาด เป็นความเสี่ยงหลักของประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลลบต่อประมาณการของเรา
- หากต้นทุนดำเนินงานเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

ERW เป็นผู้ประกอบการโรงแรมในประเทศไทยภายใต้แบรนด์ Hyatt, Marriott, Holiday Inn, Mercure, Novotel และ Ibis นอกจากนี้ยังมีแบรนด์ของตัวเอง "Hop Inn" ในกลุ่มโรงแรมรายล้อมเยา เราให้คะแนน ESG ของ ERW อยู่ที่ 3.3 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 3.4 เล็กน้อย โดยเราให้คะแนนสูงสุดในด้านสังคม (S) ตามด้วยสิ่งแวดล้อม (E) และธรรมาภิบาล (G)

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
ERW	-	-	-	-	-	66.15	30.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ที่ 3.3 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 3.5 เนื่องจาก ERW มีแผนการจัดการปัญหาสิ่งแวดล้อมที่ยังไม่ชัดเจนเทียบกับคู่แข่ง ERW ตั้งเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (net-zero GHG emissions) ภายในปี 2065 - ERW ตั้งเป้าที่จะเพิ่มสัดส่วนการใช้พลังงานทดแทนให้มากกว่า 50% ภายในปี 2027 โดยภายในปี 2027 โรงแรมทั้งหมดที่บริหารโดย ERW (100%) จะมีการให้บริการที่ช่วยลดการใช้พลังงานและลดขยะคาร์บอน - ERW ลดการใช้น้ำภายในกลุ่ม โดยรณรงค์ให้ผู้เข้าพักลดการใช้น้ำซักผ้า สร้างความตระหนักรู้ในหมู่พนักงานติดตั้ง Aerator เพื่อลดปริมาณน้ำไหลจากก๊อกน้ำ สร้างระบบบำบัดน้ำเสีย ฯลฯ - ERW ตั้งเป้าลดขยะจากการฝังกลบและขยะอาหารลง 50% ภายในปี 2027 ผ่านหลักการ 4R - Reduce Reuse Recycle Resourcing
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) แก่ ERW ที่ 3.4 ซึ่งสูงกว่าคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) และธรรมาภิบาล (G) - ERW มีนโยบายด้านสิทธิมนุษยชน โดยบริษัท กล่าวว่าการทำงานพิจารณาจากค่าจ้างที่ยุติธรรมและสมเหตุสมผล สิทธิและผลประโยชน์ที่เป็นธรรม และชั่วโมงการทำงานที่เหมาะสม บริษัท ไม่มีการจ้างพนักงานที่มีอายุต่ำกว่า 18 ปี ไม่มีการเลือกปฏิบัติในด้าน สถานะที่เกิด เชื้อชาติ เพศ อายุ สีผิว ศาสนา และความทุพพลภาพ - บริษัท มีวัฒนธรรมการหมุนเวียนงาน การโยกย้ายงาน หรือการเลื่อนตำแหน่งไปยังตำแหน่งอื่นตามความเหมาะสมเพื่อเพิ่มทักษะและความก้าวหน้าในเส้นทางอาชีพ - มีการจัดการเรียนรู้ในรูปแบบ ERW Hybrid Learning Center ทั้ง Onsite และ Online ควบคู่กันเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพการเรียนรู้สูงสุด - ERW ร่วมมือกับพันธมิตรทางธุรกิจ เครือข่าย และหน่วยงานภาครัฐเพื่อเสริมสร้างความเข้มแข็งให้กับชุมชน เช่น โครงการ HOP INN เสริมสร้างศักยภาพบุคลากรโรงแรม บ้านแหลมแสบปีโฮม Happy Stay เป็นต้น
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) แก่ ERW ที่ 3.3 ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม - โครงสร้างคณะกรรมการของ ERW ยังไม่เป็นไปตามมาตรฐานที่เหมาะสม เนื่องจากประธานบอร์ดไม่ได้เป็นกรรมการอิสระ และในจำนวนกรรมการ 12 คน มีเพียง 4 คนที่เป็นกรรมการอิสระ (ต่ำกว่าสัดส่วนที่เหมาะสมซึ่งควรเป็น 2 ใน 3) โดยในจำนวนกรรมการทั้งหมด มีผู้หญิง 4 คน - ERW มีคณะกรรมการหลักครบถ้วน ได้แก่ คณะกรรมการค่าตอบแทน คณะกรรมการตรวจสอบ และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง โดยเน้นการบริหารความเสี่ยงเพื่อให้การดำเนินงานมั่นคงและเติบโตอย่างยั่งยืน - ERW มีทีมงานริเริ่มโครงการที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีและนวัตกรรม บริษัท ได้ทำการศึกษาเพื่อแนะนำเทคนิคใหม่ๆ เช่น การเช็คอินและเช็คเอาท์แบบไร้สัมผัส การใช้สมาร์ตโฟนแทนคีย์การ์ดหรือ การชำระเงินแบบอิเล็กทรอนิกส์ เป็นต้น

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Falling Chinese tourist numbers hit 2025F earnings

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	6,986	7,872	7,766	8,260	9,053
Cost of sales	3,035	3,276	3,287	3,480	3,801
Gross profit	3,952	4,596	4,479	4,780	5,252
% gross margin	56.6%	58.4%	57.7%	57.9%	58.0%
Selling & administration expenses	2,720	2,992	2,992	3,214	3,435
Operating profit	1,232	1,604	1,487	1,566	1,816
% operating margin	17.6%	20.4%	19.1%	19.0%	20.1%
Depreciation & amortization	901	995	1,023	1,109	1,161
EBITDA	2,133	2,599	2,510	2,675	2,978
% EBITDA margin	30.5%	33.0%	32.3%	32.4%	32.9%
Non-operating income	60	52	47	43	46
Non-operating expenses	23	0	1	0	0
Interest expense	(589)	(703)	(621)	(535)	(529)
Pre-tax profit	726	954	914	1,074	1,333
Income tax	(17)	9	44	54	192
After-tax profit	742	946	870	1,020	1,141
% net margin	10.6%	12.0%	11.2%	12.4%	12.6%
Shares in affiliates' Earnings	36	3	0	0	0
Minority interests	(17)	(32)	(54)	(57)	(62)
Extraordinary items	(19)	364	0	0	0
NET PROFIT	743	1,281	817	963	1,079
Normalized profit	762	917	817	963	1,079
EPS (Bt)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

BALANCE SHEET

Plans to build 8-10 HOP INN hotels in 2025

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	1,885	2,180	1,796	1,829	1,874
Cash & cash equivalent	1,217	1,612	1,200	1,200	1,200
Account receivables	170	222	234	249	273
Inventories	49	43	45	48	52
Others	450	302	317	333	349
Investments & loans	83	0	0	0	0
Net fixed assets	16,185	18,900	19,977	20,568	21,607
Other assets	5,521	5,166	5,238	5,311	5,385
Total assets	23,675	26,246	27,012	27,709	28,867
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,058	2,981	2,462	2,518	2,615
Account payables	227	266	270	286	312
Bank overdraft & ST loans	820	685	506	497	506
Current LT debt	932	1,067	480	472	481
Others current liabilities	1,079	963	1,205	1,264	1,315
Total LT debt	9,067	8,999	9,128	8,966	9,142
Others LT liabilities	5,180	4,775	5,422	5,516	5,618
Total liabilities	17,305	16,754	17,012	17,001	17,375
Minority interest	40	780	834	890	953
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	4,532	4,887	4,887	4,887	4,887
Share premium	910	1,621	1,621	1,621	1,621
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	1,718	2,092	2,092	2,092	2,092
Retained earnings	(830)	112	566	1,218	1,939
Shareholders' equity	6,330	8,712	9,166	9,818	10,539
Liabilities & equity	23,675	26,246	27,012	27,709	28,867

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Strong cash flow from operations

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	726	954	914	1,074	1,333
Tax paid	27	20	(58)	(45)	(193)
Depreciation & amortization	901	995	1,023	1,109	1,161
Chg In working capital	(23)	(7)	(10)	(2)	(2)
Chg In other CA & CL / minorities	203	714	241	6	7
Cash flow from operations	1,833	2,675	2,111	2,142	2,308
Capex	(2,270)	(3,709)	(2,100)	(1,700)	(2,200)
Right of use	(741)	481	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(21)	83	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	624	(168)	626	99	105
Cash flow from investments	(2,408)	(3,313)	(1,524)	(1,651)	(2,145)
Debt financing	372	(69)	(636)	(179)	194
Capital increase	0	1,066	(0)	0	0
Dividends paid	0	(317)	(363)	(312)	(357)
Warrants & other surplus	(112)	353	0	0	0
Cash flow from financing	260	1,033	(999)	(491)	(163)
Free cash flow	(437)	(1,034)	11	442	108

VALUATION

Inexpensive valuation, in our view

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	17.3	14.7	16.9	14.3	12.8
Normalized PE - at target price (x)	22.1	18.8	21.5	18.3	16.3
PE (x)	17.7	10.5	16.9	14.3	12.8
PE - at target price (x)	22.7	13.5	21.5	18.3	16.3
EV/EBITDA (x)	10.7	8.7	9.0	8.4	7.6
EV/EBITDA - at target price (x)	12.4	10.2	10.6	9.8	8.9
P/BV (x)	2.1	1.6	1.5	1.4	1.3
P/BV - at target price (x)	2.7	2.0	1.9	1.8	1.7
P/CFO (x)	7.2	5.0	6.5	6.4	6.0
Price/sales (x)	2.0	1.8	1.8	1.7	1.5
Dividend yield (%)	2.4	3.2	2.1	2.4	2.7
FCF Yield (%)	(3.3)	(7.7)	0.1	3.2	0.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EPS	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	1.4	1.8	1.9	2.0	2.2
CFO/share	0.4	0.6	0.4	0.4	0.5
FCF/share	(0.1)	(0.2)	0.0	0.1	0.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	50.9	12.7	(1.3)	6.4	9.6
Net profit (%)	na	72.5	(36.2)	18.0	12.0
EPS (%)	na	68.2	(37.5)	18.0	12.0
Normalized profit (%)	na	20.4	(10.9)	18.0	12.0
Normalized EPS (%)	na	17.4	(12.7)	18.0	12.0
Dividend payout ratio (%)	42.7	34.3	35.0	35.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	56.6	58.4	57.7	57.9	58.0
Operating margin (%)	17.6	20.4	19.1	19.0	20.1
EBITDA margin (%)	30.5	33.0	32.3	32.4	32.9
Net margin (%)	10.6	12.0	11.2	12.4	12.6
D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.1	1.0	0.9	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.0	0.9	0.8	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	2.1	2.3	2.4	2.9	3.4
Interest coverage - EBITDA (x)	3.6	3.7	4.0	5.0	5.6
ROA - using norm profit (%)	3.4	3.7	3.1	3.5	3.8
ROE - using norm profit (%)	12.7	12.2	9.1	10.2	10.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.3	12.6	9.7	10.8	11.2
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	18.8	21.0	19.8	19.5	20.6
- leverage (x)	3.8	3.3	3.0	2.9	2.8
- interest burden (%)	55.2	57.6	59.5	66.7	71.6
- tax burden (%)	102.3	99.1	95.2	95.0	85.6
WACC (%)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
ROIC (%)	8.6	10.0	7.9	8.2	8.4
NOPAT (Bt m)	1,260	1,590	1,416	1,488	1,555
invested capital (Bt m)	15,932	17,850	18,080	18,553	19,469

Sources: Company data, Thanachart estimates

Low risk of financial
stress

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 37.00

(Unchanged)

22 SEPTEMBER 2025

Upside : 55.5%

Minor International Pcl (MINT TB)

แข็งแกร่งอย่างมาก

กำไรของ MINT ดูแข็งแกร่งอย่างมากด้านทานการท่องเที่ยวในประเทศที่อ่อนแอและการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก ด้วย EPS เดิบโตที่เฉลี่ยที่ 16% ในปี 2026-28F เทียบกับการซื้อขายที่ PE ที่ 15.6 เท่า เราจึงคงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 37 บาท



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

การดำเนินงานแข็งแกร่ง; แนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มโรงแรม “กลับมาเติบโต” วันที่ 22 กันยายน 2025 MINT เป็น Top Pick ในกลุ่มโรงแรม แนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) ที่ 37.0 บาท 1) MINT ได้ประโยชน์จากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงทั้งในและต่างประเทศ เพราะ 48% ของหนี้ทั้งหมดมีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว 2) MINT ยังคงขยายพอร์ตโรงแรมซึ่งเป็นแรงหนุนการเติบโต 3) อัตราค่าห้องพักเฉลี่ยของ MINT ยังแข็งแกร่ง แม้การท่องเที่ยวในไทยอ่อนแอและมีความเสี่ยงจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว 4) เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 16% ในปี 2026-28F หลังเติบโต 11% ในปี 2025F และ 5) เรามองว่า MINT ไม่แพง ซื้อขายที่ PE ที่ 15.6 เท่า ในปี 2026F เทียบกับ EPS ที่เติบโตเฉลี่ยที่ 16% ในปี 2026-28F และเทียบกับ PE ของแข่งในภูมิภาคที่ 16-30 เท่า เราปรับกำไรปี 2025-36F ขึ้น 0.4-1% ต่อปี สะท้อนถึงการถือหุ้นใน MHEA เพิ่มขึ้น 99.5%

ได้รับประโยชน์จากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง

MINT มีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยรวม 9.9 หมื่นลบ. ณ 2Q25 โดยแบ่งเป็นเงินกู้สกุลบาท 33% และเงินกู้สกุลเงินตราต่างประเทศ 67% หนี้สินทั้งหมด 48% มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงทั้งในประเทศและต่างประเทศ เราคาดว่าค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยของ MINT ซึ่งสูงที่สุดที่ 1.18 หมื่นลบ. ในปี 2024 จะลดลงเหลือ 9.6/8.8/8.2/7.4 พันลบ. ในปี 2025–28F นอกจากนี้ ด้วยกลยุทธ์ที่มุ่งเน้นไปที่โมเดลธุรกิจแบบ “asset-light” การหมุนเวียนสินทรัพย์ และการชำระหนี้ เราประเมินว่าอัตราส่วนหนี้สุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้นของ MINT จะลดลงจาก 0.8 เท่า ในปี 2024 เป็น 0.80/0.74/0.66/0.53 เท่า ในปี 2025-28F

ยังอยู่ในโหมดขยายธุรกิจ

MINT มีแผนที่จะเพิ่มห้องพักโรงแรมอีก 46,289 ห้อง (เพิ่มขึ้น 57% จาก 2Q25) และเพิ่มจำนวนร้านอาหารอีก 1,455 แห่ง (เพิ่มขึ้น 55%) ภายในปี 2027 โดย 79% ของการขยายโรงแรม และ 72% ของการขยายร้านอาหารนั้นจะใช้โมเดล “asset-light” เช่น สัญญาการบริหารโรงแรม และแฟรนไชส์ธุรกิจอาหาร การขยายตัวนี้จะใช้แบรนด์โรงแรมที่มีชื่อเสียงเช่น Anantara, Tivoli, Avani และแบรนด์อาหารอย่าง Dairy Queen, GAGA, Bonchon เป็นต้น เพื่อขยายตลาดในประเทศที่มีศักยภาพสูง เช่น จีน ญี่ปุ่น อินเดีย และอินโดนีเซีย งบลงทุนประมาณที่ 1.1 หมื่นลบ. ต่อปี ในปี 2025-27 จะใช้เงินทุนจากกระแสเงินสดภายในบริษัท เราคาดว่า EBITDA (ไม่รวมสิทธิการใช้สินทรัพย์) อยู่ที่ 2.7-3.0 หมื่นลบ. ในช่วงเวลาเดียวกัน

อัตราค่าห้องพักเฉลี่ยยังคงแข็งแกร่ง

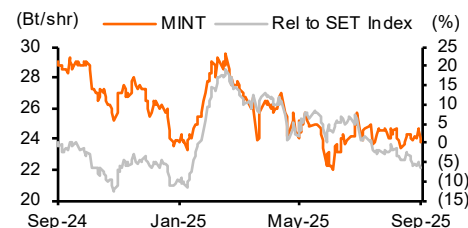
แม้จะมีความกังวลในตลาดเกี่ยวกับความเป็นไปได้ที่อัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) อาจลดลงจากฐานที่สูง เนื่องจากการท่องเที่ยวในไทยที่อ่อนแอและความเสี่ยงจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว แต่ ARR ของ MINT ในสกุลเงินท้องถิ่นยังคงแข็งแกร่งใน 1H25 ARR ของ Minor Hotels ในยุโรปและอเมริกา (MHEA) เพิ่มขึ้น 3% y-y ในไทยเพิ่มขึ้น 14% ในออสเตรเลียลดลง 1% และในมัลดีฟส์ลดลง 11% เราคาดว่า ARR ของ MHEA จะเพิ่มขึ้นปีละ 2-3% และ ARR ของ Minor Hotels ที่ไม่รวม MHEA จะเติบโตปีละ 1-3% ในปี 2025-27F RevPAR ของ MHEA คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 3-4% ต่อปี และพอร์ตที่เหลือเปลี่ยนแปลง -3/+6/+5% ในปี 2025-27F

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

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	160,976	157,523	164,768	173,255
Net profit	7,750	9,188	10,358	11,683
Consensus NP	—	9,094	9,981	11,394
Diff frm cons (%)	—	1.0	3.8	2.5
Norm profit	8,390	9,146	10,358	11,683
Prev. Norm profit	—	9,111	10,252	11,575
Chg frm prev (%)	—	0.4	1.0	0.9
Norm EPS (Bt)	1.2	1.3	1.5	1.8
Norm EPS grw (%)	15.3	11.4	16.3	15.3
Norm PE (x)	20.2	18.1	15.6	13.5
EV/EBITDA (x)	5.3	5.8	5.5	5.1
P/BV (x)	1.5	1.5	1.4	1.4
Div yield (%)	2.5	3.2	3.7	4.2
ROE (%)	10.2	10.3	11.3	12.2
Net D/E (%)	80.3	80.2	73.6	65.9

PRICE PERFORMANCE



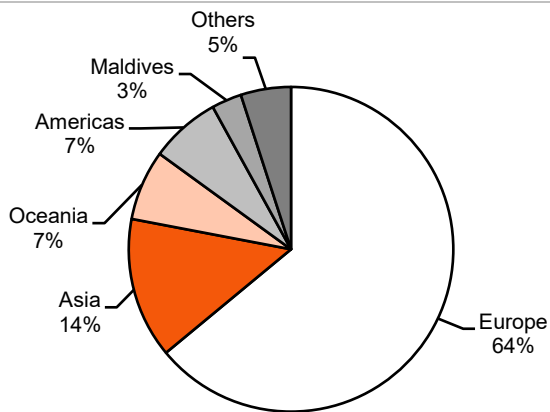
COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Sep-25 (Bt)	23.80
Market Cap (US\$ m)	4,239.2
Listed Shares (m shares)	5,670.0
Free Float (%)	59.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	13.1
12M Price H/L (Bt)	29.50/22.00
Sector	Tourism
Major Shareholder Group of Mr. William Heinecke	30%

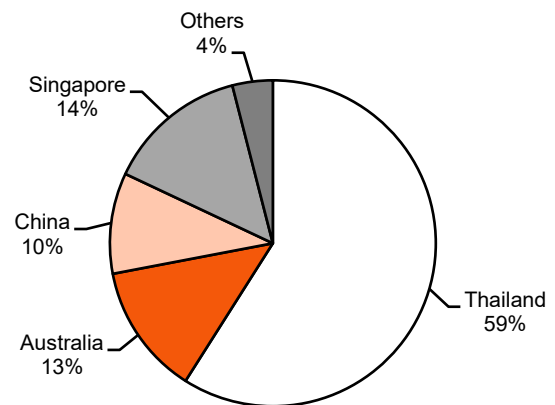
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P39

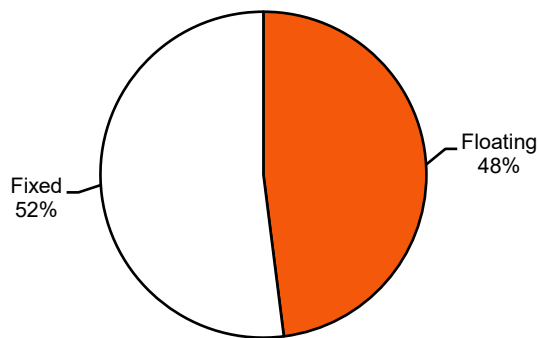
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Hotel Revenue Breakdown By Region In 1H25

Source: Company data

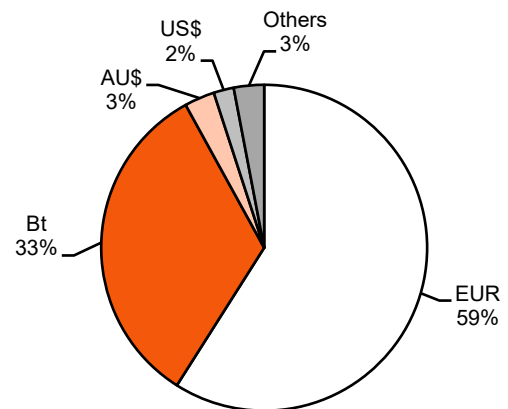
Ex 2: Food Revenue Breakdown By Region In 1H25

Source: Company data

Ex 3: Interest-Bearing Debt Breakdown By Interest Rate*

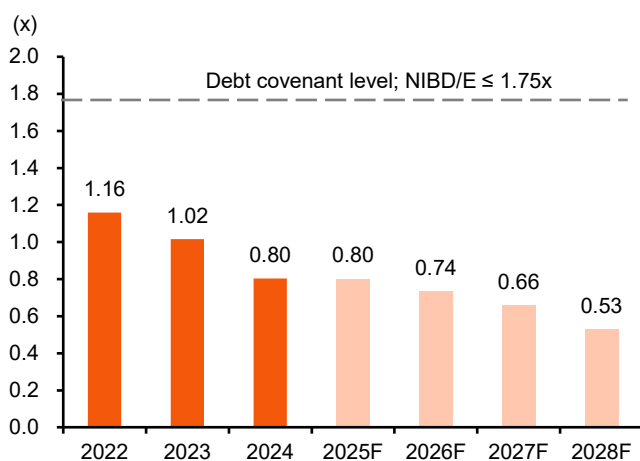
Source: Company data

Note: * At end-2Q25

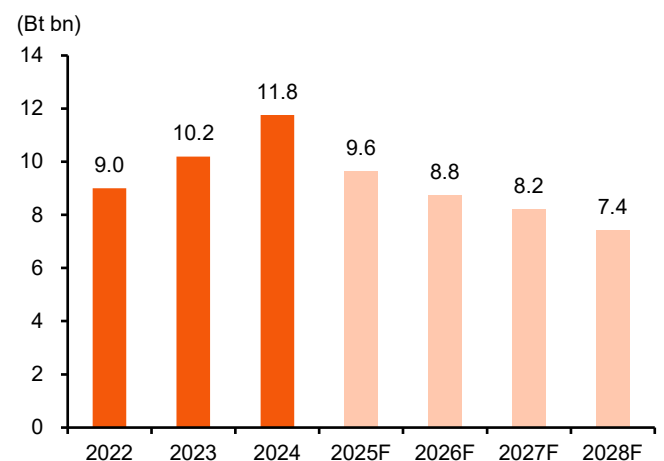
Ex 4: Interest-Bearing Debt Breakdown By Currency*

Source: Company data

Note: * At end-2Q25

Ex 5: Net Debt-To-Equity Ratio

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Falling Interest Expenses

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	28,199	30,025	31,711	32,605	33,250	33,928	34,642	35,389	36,176	37,003	37,872	—
Free cash flow	13,566	14,911	21,297	22,951	23,439	23,943	24,469	25,019	25,594	26,197	26,829	376,715
PV of free cash flow	13,529	12,493	16,326	16,102	15,050	14,070	13,157	12,312	11,527	10,799	10,119	142,083
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	9.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	306,430											
Net debt (2025F)	82,344											
Minority interest	12,109											
Equity value	211,978											
# of shares*	5,670											
Target price/share (Bt)	37.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นเจ้าของธุรกิจโรงแรม ซึ่งได้รับการยอมรับเป็นอย่างดี อาทิเช่น อนันตรา, Oaks, Avani, Tivoli และ MHEA Hotels
- แแบรนด์ร้านอาหารของ MINT เป็นผู้นำในแต่ละประเภท
- มีความหลากหลายของทำเลที่ตั้งของโรงแรม

O — Opportunity

- การลงทุนเชิงกลยุทธ์และการซื้อกิจการทั่วโลก
- การเติบโตที่แข็งแกร่งของการบริโภคทั่วโลก
- การพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเพื่อเพิ่มผลกำไรของโครงการ

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ภาวะอุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูง หลังการเข้าซื้อกิจการครั้งใหญ่ในปี 2018

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงของผู้ประกอบธุรกิจโรงแรม ซึ่งเป็นอุปสรรคในการปลดปล่อยความสามารถในการทำกำไร
- การแข่งขันของผู้ประกอบธุรกิจร้านอาหารทั้งใน และต่างประเทศ
- การแพร่ระบาดของโควิด 19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	34.55	37.00	7%
Net profit 25F (Bt m)	9,094	9,188	1%
Net profit 26F (Bt m)	9,981	10,358	4%
Consensus REC	BUY: 23	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราอยู่สูงกว่าค่าที่นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่คาดไว้ ซึ่งเรามองว่าสะท้อนถึงมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นของเราเกี่ยวกับอัตรากำไรขั้นต้นของ MINT และการจัดการหนี้สินที่ดีขึ้น และได้ปรับมาใช้ปีฐาน 2026F

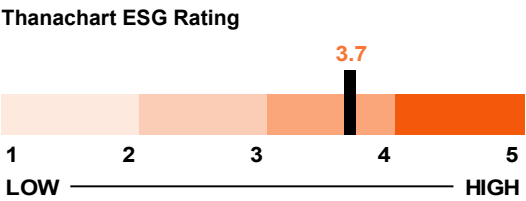
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การควบรวม MHEA ถือเป็นส่วนสำคัญของผลการดำเนินงานของ MINT การหดตัวของผลการดำเนินงานของ MHEA และ MINT เป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ผลกระทบจากสถานการณ์ทางการเมืองในไทยและทั่วโลก ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค อาจเป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของเศรษฐกิจ การท่องเที่ยว และการบริโภค ทั้งในไทย และต่างประเทศที่ช้ากว่าคาดถือเป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของธุรกิจโรงแรมและอาหารจะเป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

MINT ดำเนินธุรกิจโรงแรม อาหาร และไลฟ์สไตล์ในหลายประเทศทั่วโลก โดยให้ความสำคัญอย่างมากกับประเด็น ESG (สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล) รายงาน ESG ของบริษัทได้อธิบายเป้าหมายและแผนงานอย่างชัดเจน คะแนน ESG ของเราที่ 3.7 ถือว่าสูงกว่าเกณฑ์เฉลี่ยของกลุ่มธุรกิจที่อยู่ที่ 3.4 เราพบว่าคะแนนสูงสุดอยู่ในด้าน S (สังคม) ตามด้วย E (สิ่งแวดล้อม) และ G (ธรรมาภิบาล)



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
MINT	YES	AA	-	AA	66.89	88.81	69.00	41.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมของ MINT อยู่ในระดับสูงที่ 3.9 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธุรกิจที่ 3.5 เนื่องจากบริษัทมีแผนงานที่ชัดเจนในการจัดการปัญหาด้านสิ่งแวดล้อม และมีเป้าหมายที่ชัดเจนในการบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 - MINT ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในขอบเขต Scope 1 และ Scope 2 ลง 42% ภายในปี 2030 เทียบกับปีฐาน 2023 - MINT ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในขอบเขต Scope 3 ลง 25% ภายในปี 2030 เทียบกับปีฐาน 2023 - เป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมของ MINT สะท้อนความมุ่งมั่นสู่เป้าหมาย net-zero ภายในปี 2050 โดยมีรายละเอียดดังนี้ 1) ลดความเข้มข้นการใช้พลังงานของโรงแรมลง 15% ภายในปี 2025 จากระดับปี 2019 2) ลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ (CO2) ลง 15% ภายในปี 2025 จากระดับปี 2019 3) ลดความเข้มข้นการใช้น้ำของโรงแรมลง 10% ภายในปี 2025 จากระดับปี 2022 และ 4) ลดอัตราการทิ้งขยะอินทรีย์ที่ส่งไปยังหลุมฝังกลบลง 50% ภายในปี 2030 เทียบกับปี 2021
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคมสูงสุดที่ 4.1 แก่ MINT เมื่อเทียบกับคู่แข่งในกลุ่มเดียวกัน ซึ่งเป็นผลมาจากการให้ความสำคัญกับการให้บริการที่แข็งแกร่งของ MINT โดยบริษัทมีการดำเนินงานใน 66 ประเทศทั่วโลก มีโรงแรมและห้องพักบริการรวม 562 แห่ง ร้านอาหาร 2,699 แห่ง และจุดจำหน่ายสินค้า 267 แห่ง ณ สิ้นปี 2024 - MINT ได้ตั้งเป้าหมายด้านสังคมไว้ 6 ข้อ ได้แก่ 1) ส่งเสริมการเลื่อนตำแหน่งภายในองค์กรในระดับผู้บริหารให้ได้ 50% 2) ให้ผู้สำเร็จการศึกษาจากโปรแกรม Minor Corporate University (MCU) ร้อยละ 60 กลับมาทำงานกับ Minor ภายในปี 2025 3) พัฒนาสนับสนุนผู้คนจำนวน 3 ล้านคนภายในปี 2030 4) ไม่มีอุบัติเหตุหรือเสียชีวิตจากการทำงานในแต่ละปีของพนักงาน 5) ให้ได้คะแนนดัชนีความพึงพอใจของลูกค้า (Net Promoter Score - NPS) รวมกลุ่มที่ 62 ภายในปี 2025 และ 6) ภายในปี 2024 แปรนต์อาหาร Minor ทุกแบรนด์ต้องมีเมนูอย่างน้อยหนึ่งรายการที่ยั่งยืนหรือดีต่อสุขภาพ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- MINT มีคะแนนด้านธรรมาภิบาลที่ 3.4 ซึ่งต่ำกว่าคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม แม้ว่าเราจะเชื่อว่ายุทธศาสตร์การขยายธุรกิจของ MINT จะช่วยสนับสนุนการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะกลางถึงยาว แต่เราสังเกตเห็นว่าจำนวนกรรมการค่อนข้างน้อยเมื่อเทียบกับขนาดธุรกิจที่ใหญ่ของบริษัท - MINT ไม่มีโครงสร้างคณะกรรมการตามอุดมคติ เนื่องจากประธานบอร์ดไม่ได้เป็นกรรมการอิสระ นอกจากนี้จากกรรมการทั้งหมด 10 คน มีกรรมการอิสระเพียง 4 คน ซึ่งต่ำกว่าสัดส่วนที่เหมาะสมที่ควรเป็น 2 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด และมีกรรมการผู้หญิงจำนวน 2 คน - MINT มีคณะกรรมการครบถ้วน ได้แก่ คณะกรรมการค่าตอบแทน, คณะกรรมการตรวจสอบ และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง โดยเน้นการบริหารความเสี่ยงเพื่อการดำเนินงานที่มั่นคงและเติบโตอย่างยั่งยืน - MINT ให้ความสำคัญกับการปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล เช่น GDPR, PDPA และกฎระเบียบเกี่ยวกับความเป็นส่วนตัวของข้อมูลอื่นๆ นอกจากนี้ยังมีคณะกรรมการบริหารการคุ้มครองข้อมูล (DPEC) เพื่อให้มั่นใจว่าบริษัทจะปฏิบัติตามข้อกำหนดเหล่านี้อย่างต่อเนื่อง

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

*Hotel and food
businesses drive revenue
growth over 2025-27F*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	149,196	160,976	157,523	164,768	173,255
Cost of sales	82,728	90,703	88,266	91,965	96,285
Gross profit	66,468	70,273	69,257	72,803	76,971
% gross margin	44.6%	43.7%	44.0%	44.2%	44.4%
Selling & administration expenses	48,326	51,546	50,843	53,364	56,112
Operating profit	18,142	18,728	18,414	19,439	20,859
% operating margin	12.2%	11.6%	11.7%	11.8%	12.0%
Depreciation & amortization	20,400	21,448	19,242	19,366	19,520
EBITDA	38,542	40,176	37,656	38,806	40,379
% EBITDA margin	25.8%	25.0%	23.9%	23.6%	23.3%
Non-operating income	3,296	4,010	3,327	3,143	3,052
Non-operating expenses	(556)	(651)	0	0	0
Interest expense	(10,193)	(11,755)	(9,635)	(8,753)	(8,204)
Pre-tax profit	10,689	10,332	12,106	13,829	15,707
Income tax	3,456	2,136	3,390	4,149	4,712
After-tax profit	7,233	8,196	8,717	9,680	10,995
% net margin	4.8%	5.1%	5.5%	5.9%	6.3%
Shares in affiliates' Earnings	581	1,047	1,235	1,273	1,311
Minority interests	(681)	(853)	(806)	(595)	(622)
Extraordinary items	(1,725)	(640)	42	0	0
NET PROFIT	5,407	7,750	9,188	10,358	11,683
Normalized profit	7,132	8,390	9,146	10,358	11,683
EPS (Bt)	0.7	1.1	1.3	1.5	1.8
Normalized EPS (Bt)	1.0	1.2	1.3	1.5	1.8

BALANCE SHEET

*More new hotels and food
outlets in its portfolio
over 2025-27*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	42,576	41,288	37,132	38,364	39,807
Cash & cash equivalent	14,260	13,319	10,000	10,000	10,000
Account receivables	18,487	13,970	17,263	18,057	18,987
Inventories	3,820	3,918	3,869	4,031	4,221
Others	6,008	10,081	6,000	6,276	6,599
Investments & loans	16,846	20,129	23,737	23,737	23,737
Net fixed assets	125,996	126,626	125,199	127,440	129,274
Other assets	173,778	158,803	149,389	140,195	131,266
Total assets	359,196	346,845	335,457	329,735	324,083
LIABILITIES:					
Current liabilities:	66,395	61,762	58,855	58,309	58,010
Account payables	24,953	24,415	24,183	25,196	26,379
Bank overdraft & ST loans	2,100	107	0	0	0
Current LT debt	14,936	13,869	13,852	13,236	12,431
Others current liabilities	24,406	23,372	20,821	19,877	19,200
Total LT debt	85,879	78,955	78,492	75,006	70,442
Others LT liabilities	119,627	106,991	95,494	90,132	85,028
Total liabilities	271,901	247,708	232,841	223,447	213,480
Minority interest	10,657	11,303	12,109	12,704	13,326
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,596	5,670	5,670	5,670	5,670
Share premium	33,880	36,105	36,105	36,105	36,105
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	35,158	41,318	41,318	41,318	41,318
Retained earnings	2,003	4,740	7,413	10,492	14,184
Shareholders' equity	76,637	87,834	90,506	93,585	97,277
Liabilities & equity	359,196	346,845	335,457	329,735	324,083

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Sustainable cash flow
from operations*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	10,689	10,332	12,106	13,829	15,707
Tax paid	(2,887)	(2,534)	(3,154)	(4,209)	(4,551)
Depreciation & amortization	20,400	21,448	19,242	19,366	19,520
Chg In working capital	1,800	3,881	(3,476)	57	64
Chg In other CA & CL / minorities	(359)	(3,758)	2,529	112	149
Cash flow from operations	29,644	29,369	27,247	29,157	30,889
Capex	(12,040)	(9,270)	(7,000)	(11,000)	(11,000)
Right of use	(16,234)	(3,195)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(597)	(3,283)	(3,608)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	6,102	(8,024)	(9,856)	(3,775)	(3,529)
Cash flow from investments	(22,769)	(23,771)	(23,464)	(17,775)	(17,529)
Debt financing	(15,752)	(9,985)	(587)	(4,102)	(5,369)
Capital increase	7,894	2,300	0	0	0
Dividends paid	(4,281)	(4,957)	(6,516)	(7,280)	(7,991)
Warrants & other surplus	(3,441)	6,104	0	0	0
Cash flow from financing	(15,582)	(6,539)	(7,102)	(11,382)	(13,360)
Free cash flow	17,604	20,099	20,247	18,157	19,889

VALUATION

*Inexpensive valuation, in
our view*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	23.3	20.2	18.1	15.6	13.5
Normalized PE - at target price (x)	36.2	31.4	28.2	24.3	21.0
PE (x)	33.74	22.4	18.0	15.6	13.5
PE - at target price (x)	52.45	34.8	28.0	24.3	21.0
EV/EBITDA (x)	5.7	5.3	5.8	5.5	5.1
EV/EBITDA - at target price (x)	7.5	7.2	7.8	7.4	7.0
P/BV (x)	1.7	1.5	1.5	1.4	1.4
P/BV - at target price (x)	2.7	2.4	2.3	2.2	2.2
P/CFO (x)	4.4	4.6	5.0	4.6	4.4
Price/sales (x)	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8
Dividend yield (%)	2.4	2.5	3.2	3.7	4.2
FCF Yield (%)	13.5	14.9	15.0	13.5	14.7
(Bt)					
Normalized EPS	1.0	1.2	1.3	1.5	1.8
EPS	0.7	1.1	1.3	1.5	1.8
DPS	0.6	0.6	0.8	0.9	1.0
BV/share	13.7	15.5	16.0	16.5	17.2
CFO/share	5.4	5.2	4.8	5.1	5.4
FCF/share	3.2	3.6	3.6	3.2	3.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

**Sustainable EPS growth
over 2025-27F**

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	22.8	7.9	(2.1)	4.6	5.2
Net profit (%)	26.2	43.3	18.6	12.7	12.8
EPS (%)	30.2	50.9	23.9	15.6	15.3
Normalized profit (%)	253.2	17.6	9.0	13.3	12.8
Normalized EPS (%)	790.9	15.3	11.4	16.3	15.3
Dividend payout ratio (%)	82.7	56.5	57.0	57.0	57.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.6	43.7	44.0	44.2	44.4
Operating margin (%)	12.2	11.6	11.7	11.8	12.0
EBITDA margin (%)	25.8	25.0	23.9	23.6	23.3
Net margin (%)	4.8	5.1	5.5	5.9	6.3
D/E (incl. minor) (x)	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	1.78	1.59	1.9	2.2	2.5
Interest coverage - EBITDA (x)	3.8	3.4	3.9	4.4	4.9
ROA - using norm profit (%)	2.0	2.4	2.7	3.1	3.6
ROE - using norm profit (%)	9.7	10.2	10.3	11.3	12.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.8	10.0	9.8	10.5	11.5
- asset turnover (x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
- operating margin (%)	14.0	13.7	13.8	13.7	13.8
- leverage (x)	4.9	4.3	3.8	3.6	3.4
- interest burden (%)	51.2	46.8	55.7	61.2	65.7
- tax burden (%)	67.7	79.3	72.0	70.0	70.0
WACC (%)	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
ROIC (%)	7.4	9.0	7.9	7.9	8.5
NOPAT (Bt m)	12,276	14,856	13,258	13,608	14,601
invested capital (Bt m)	165,293	167,445	172,850	171,827	170,150

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. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG Index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised 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 (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book 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. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

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, 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.



General Disclaimers And Disclosures:

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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.

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of TNS. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which TNS or TTB or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither TNS, TTB nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, TNS, TTB and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

TNS, TTB and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. TNS, TTB, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. TNS, TTB or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Disclosure of Interest of Thanachart Securities**Investment Banking Relationship**

Within the preceding 12 months, Thanachart Securities has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies:

Note: Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) acts as an underwriter of “Debentures of Srisawad Corporation Public Co. Ltd. No. 2/2025 (B.E. 2568) tranche 1-4 which its maturity at 2027-28, 2530, 2532 (B.E. 2570-71, 2573, 2575)”, therefore investors need to be aware that there could be conflicts of interest in this research.

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.

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

Pimpaka Nichgaroon, CFA

Head of Research, Strategy
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Nuttapop Prasitsuksant

Telecom, Utilities
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

Rata Limsuthiwanpoom

Auto, Industrial Estate, Media, Prop. Fund
rata.lim@thanachartsec.co.th

Siriporn Arunothai

Small Cap, Healthcare, Hotel
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Sittichet Rungrassameephat

Analyst, Retail Market Strategy
sittichet.run@thanachartsec.co.th

Adisak Phupiphathirungul, CFA

Retail Market Strategy
adisak.phu@thanachartsec.co.th

Pattadol Bunnak

Electronics, Food & Beverage, Shipping
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

Rawisara Suwanumphai

Bank, Finance
rawisara.suw@thanachartsec.co.th

Yupapan Polpornprasert

Energy, Petrochemical
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

Thaloengsak Kucharoenpaisan

Analyst, Retail Market Strategy
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Pattarawan Wangmingmat

Senior Technical Analyst
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

Phannarai Tiypittayarut

Property, Retail
phannarai.von@thanachartsec.co.th

Saksid Phadthanarak

Construction, Transportation
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Witchanan Tambamroong

Technical Analyst
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

Nariporn Klangpremchitt, CISA

Analyst, Retail Market Strategy
nariporn.kla@thanachartsec.co.th