

# Fundamental Story

**Asset World Corp. Pcl (AWC TB) - HOLD, Price Bt2.50, TP Bt2.10**

Results Comment

Saksid Phadthananarak | Email: saksid.pha@thanachartsec.co.th

## 4Q25 กำไรต่ำกว่าคาดเล็กน้อย

- AWC รายงานกำไรปกติ 4Q25 ที่ 694 ลบ. เพิ่มขึ้น 1% y-y และ 136% q-q ต่ำกว่าที่เราคาดเล็กน้อย ผลการดำเนินงานทรงตัว y-y มีสาเหตุหลักจากอัตราค่าไ้ขึ้นต้นที่ลดลง รวมถึงค่าใช้จ่าย SG&A และดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้น ขณะที่การเติบโต q-q ที่แข็งแกร่งมาจากปัจจัยฤดูกาล เมื่อรวมกำไรจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าทรัพย์สินของอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน 1.2 พันลบ. บริษัทมีกำไรสุทธิ 1.9 พันลบ. ทรงตัว y-y
- จากผลประกอบการ 4Q25 ที่ต่ำกว่าคาด เรามองว่ามีความเสี่ยงด้านลบเล็กน้อยต่อประมาณการกำไรปี 2026F โดยยังคงคาดว่ากำไรจะเติบโตในระดับปานกลางปี 2026-28F ได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในประเทศไทย และการขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง
- เรายังคงคำแนะนำ "ถือ" AWC แม้บริษัทมีสินทรัพย์ในมือจำนวนมาก แต่ยังคงอยู่ในช่วงวัฏจักรผลตอบแทนต่ำ โดยมี ROA เพียง 1% และ ROE 2% ซึ่งระดับผลตอบแทนที่ต่ำดังกล่าวสะท้อนอยู่ในราคาหุ้นที่ซื้อขายที่ระดับ 0.8 เท่าของ P/BV
- รายได้รวมของ AWC เพิ่มขึ้น 13% y-y ใน 4Q25 โดยรายได้จากธุรกิจโรงแรม (คิดเป็น 74% ของรายได้รวม) เพิ่มขึ้น 8% y-y จากการขยายกำลังการให้บริการ แม้อัตราการเข้าพักจะลดลง 2ppt เหลือ 71% และ ADR ลดลง 6% y-y รายได้จากธุรกิจค้าปลีกและอาคารพาณิชย์ (23% ของรายได้รวม) เติบโต 22% y-y จากอัตราการเข้าพักและ ADR ที่สูงขึ้น โดยมีแรงหนุนหลักจากการเปิดโครงการใหม่ ได้แก่ Jurassic World ที่ Asiatique The Riverfront และ Jubilee Prestige Tower
- การเปิดโครงการใหม่ส่งผลให้ต้นทุนการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 18% y-y ทำให้อัตราค่าไ้ขึ้นต้นลดลงเหลือ 53% ใน 4Q25 จาก 55% ใน 4Q24 ขณะที่ค่าใช้จ่าย SG&A เพิ่มขึ้น 5% y-y
- ภาระหนี้ที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุนในโครงการใหม่ ส่งผลให้ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น 17% y-y ใน 4Q25

Income Statement	(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Revenue	4,405	4,633	3,674	4,080	4,968
<b>Gross profit</b>	<b>2,404</b>	<b>2,623</b>	<b>1,768</b>	<b>2,025</b>	<b>2,613</b>
SG&A	1,270	1,262	1,113	1,214	1,333
Operating profit	1,134	1,361	655	812	1,280
<b>EBITDA</b>	<b>1,629</b>	<b>1,859</b>	<b>1,185</b>	<b>1,393</b>	<b>1,908</b>
Other income	18	30	41	45	38
Other expense	0	0	0	0	0
Interest expense	430	461	498	511	504
<b>Profit before tax</b>	<b>722</b>	<b>931</b>	<b>198</b>	<b>345</b>	<b>813</b>
Income tax	46	183	(10)	51	121
Equity & invest. income	11	0	1	(0)	2
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	1,172	1,221	1,196	854	1,172
<b>Net profit</b>	<b>1,860</b>	<b>1,969</b>	<b>1,404</b>	<b>1,148</b>	<b>1,866</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>688</b>	<b>748</b>	<b>208</b>	<b>294</b>	<b>694</b>
EPS (Bt)	0.06	0.06	0.04	0.04	0.06
Normalized EPS (Bt)	0.02	0.02	0.01	0.01	0.02

Balance Sheet	(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Cash & ST investment	464	427	363	265	379
A/C receivable	1,259	1,465	1,622	1,831	1,962
Inventory	102	95	98	102	119
Other current assets	354	536	546	508	225
Investment	2,050	3,818	3,781	3,781	3,734
Fixed assets	178,886	186,447	189,165	191,530	194,117
Other assets	2,847	3,224	3,247	3,335	3,662
<b>Total assets</b>	<b>185,963</b>	<b>196,011</b>	<b>198,820</b>	<b>201,351</b>	<b>204,197</b>
S-T debt	39,192	39,709	35,328	35,053	41,423
A/C payable	3,380	3,240	2,826	3,020	3,563
Other current liabilities	692	620	770	753	736
L-T debt	34,295	41,430	49,631	50,640	44,053
Other liabilities	16,626	17,466	17,854	18,137	18,682
Minority interest	0	0	0	0	0
<b>Shareholders' equity</b>	<b>91,778</b>	<b>93,546</b>	<b>92,411</b>	<b>93,748</b>	<b>95,739</b>
Working capital	(2,019)	(1,681)	(1,107)	(1,087)	(1,482)
Total debt	73,487	81,139	84,959	85,693	85,476
<b>Net debt</b>	<b>73,022</b>	<b>80,712</b>	<b>84,596</b>	<b>85,428</b>	<b>85,098</b>

Income Statement	12M as				
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	2025A	2026F
Revenue	22	13	102	17,356	18,817
<b>Gross profit</b>	<b>29</b>	<b>9</b>	<b>101</b>	<b>9,029</b>	<b>9,856</b>
SG&A	10	5	103	4,921	5,175
Operating profit	58	13	99	4,107	4,681
<b>EBITDA</b>	<b>37</b>	<b>17</b>	<b>102</b>	<b>6,345</b>	<b>7,139</b>
Other income	(16)	108	115	154	131
Other expense					
Interest expense	(1)	17	104	1,974	2,188
<b>Profit before tax</b>	<b>136</b>	<b>13</b>	<b>95</b>	<b>2,287</b>	<b>2,624</b>
Income tax	136	164	103	345	394
Equity & invest. income	na	(85)	na	2	0
Minority interests					
Extraordinary items	37	0	108	4,444	0
<b>Net profit</b>	<b>63</b>	<b>0</b>	<b>104</b>	<b>6,388</b>	<b>2,230</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>136</b>	<b>1</b>	<b>94</b>	<b>1,944</b>	<b>2,230</b>
EPS (Bt)	63	0	104	0.20	0.07
Normalized EPS (Bt)	136	1	94	0.06	0.07

Financial Ratios	12M as				
(%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Sales grow th	15.4	8.9	5.6	8.4	12.8
Operating profit grow th	7.7	6.6	(2.4)	12.1	12.8
EBITDA grow th	8.6	7.4	4.8	16.3	17.1
Norm profit grow th	68.2	9.9	2.4	2.0	0.9
Norm EPS grow th	68.2	9.8	2.4	1.9	0.9
Gross margin	54.6	56.6	48.1	49.6	52.6
Operating margin	25.7	29.4	17.8	19.9	25.8
EBITDA margin	37.0	40.1	32.3	34.1	38.4
Norm net margin	15.6	16.1	5.7	7.2	14.0
D/E (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
Net D/E (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
Interest coverage (x)	3.8	4.0	2.4	2.7	3.8
Interest rate	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
Effective tax rate	6.3	19.7	(4.8)	14.8	14.8
ROA	1.5	1.6	0.4	0.6	1.4
ROE	3.0	3.2	0.9	1.3	2.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

"บทวิเคราะห์ DR นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนาชาติ") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited ("TNS") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

**WARNING:** DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

**หมายเหตุ:** ธนาคารทหารไทยธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)