

**BUY** (Unchanged)

Company Update

**TP: Bt 3.20** (Unchanged)

**Upside : 19.4%**

# The Erawan Group Pcl (ERW TB)

## การเติบโตยังคงฟื้นตัว

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ERW ด้วยกำไรมีแนวโน้มกลับมาเติบโต แม้จะได้รับผลกระทบจากสงครามอิหร่าน โดยคาด EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 10% หนุนโดยพอร์ตโรงแรมที่หลากหลาย ฐานลูกค้าที่กว้าง และการขยายสาขา HOP INN อย่างต่อเนื่อง อีกทั้งมูลค่าถือว่าไม่แพงที่ 14.3 เท่า 2026F PE

กำไรยังคงมีแนวโน้มกลับมาเติบโต; แนะนำ BUY

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ERW 1) แม้ได้รับผลกระทบจากสงครามอิหร่าน แต่เราเชื่อว่ากำไรยังคงมีแนวโน้มฟื้นตัว โดยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 10% ในปี 2026-28F หลังลดลง 10% ในปี 2025 หนุนโดยการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานและการขยายโรงแรมต่อเนื่อง 2) เราคาดว่าพอร์ตโรงแรมที่หลากหลายและฐานลูกค้าที่กว้างของ ERW จะช่วยลดความเสี่ยงจากสงครามอิหร่านได้ 3) เราไม่คาดว่า การขยายธุรกิจจะสร้างภาระต่องบดุลของ ERW อย่างมีนัยสำคัญ โดยคาดว่าอัตราหนี้สินสุทธิต่อทุนจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 0.9 เท่า ในปี 2025 เป็น 1.0 เท่า ในปี 2028F และ 4) เราคาดว่า ERW ไม่แพงที่ 2026F PE ที่เพียง 14.3 เท่า ในบทวิเคราะห์นี้ เราได้ปรับกำไรปี 2026-28F เล็กน้อย และรวมโรงแรม HOP INN แห่งใหม่ในญี่ปุ่นเข้าไว้ในกรณีประเมิน ทั้งนี้ เรายังคงราคาเป้าหมายเดิมที่ 3.20 บาท

ผลกระทบจากสงครามอิหร่านมีจำกัด

แม้ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าไทยจะเติบโตเพียง 2% y-y ในเดือนมี.ค. 2026 และลดลง 7% ในเดือนเม.ย. 2026 จากผลของสงครามอิหร่าน แต่รายได้ของ ERW ยังเพิ่มขึ้น 3% และ 4% ในเวลาดังกล่าว หนุนโดยพอร์ตโรงแรมระดับ 3-5 ดาวที่หลากหลาย และฐานลูกค้าที่กระจายตัวในหลายประเทศ เช่น จีน อินเดีย และสหรัฐฯ ซึ่งช่วยชดเชยอุปสงค์ที่อ่อนแอลงจากตะวันออกกลางและยุโรป ขณะที่ ERW ยังเดินทางขยายโรงแรม HOP INN ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก (APAC) อย่างต่อเนื่อง โดยมุ่งเน้นกลุ่มนักท่องเที่ยวในประเทศและลูกค้าท้องถิ่น เพื่อช่วยสร้างเสถียรภาพให้รายได้ ทั้งนี้ HOP INN มีสัดส่วนรายได้คิดเป็น 25% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2025 เราคาดว่ารายได้ของ ERW จะเติบโต 4/7/7% ในปี 2026-28F เทียบกับการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่คาดไว้ที่ 0/+3/+3%

EPS 3 ปี เติบโตเฉลี่ยที่ 10% ต่อปี

ปัจจัยหลักที่สนับสนุนประมาณการการเติบโตของ EPS ที่ 10/9/13% ในปี 2026-28F ได้แก่ 1) การเติบโตของรายได้จากโรงแรมเดิมและโรงแรมใหม่ที่เปิดให้บริการในปี 2025-28F 2) การขยายตัวของอัตรากำไรขั้นต้นสู่ระดับ 59.0/59.7/59.5% ในปี 2026-28F จาก 58.7% ในปี 2025 หนุนโดยการประหยัดต่อขนาด การควบคุมต้นทุน และการลดลงของผลขาดทุนจากโรงแรมเปิดใหม่ และ 3) ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลง จากทิศทางอัตราดอกเบี้ยขาลงและการรีไฟแนนซ์หนี้หนี้ทั้งหมดของ ERW เป็นหนี้อัตราดอกเบี้ยลอยตัว เราคาดว่าอัตรากำไรเติบโตของ EPS ในปี 2027F จะชะลอลง เนื่องจาก ERW จะกลับมาชำระภาษีเงินได้นิติบุคคลในปีดังกล่าว

โครงการ HOP INN แห่งใหม่ในญี่ปุ่น

ERW ประกาศเปิดตัวโครงการ HOP INN แห่งใหม่ในกรุงโตเกียว ขนาด 69 ห้อง ซึ่งเป็น HOP INN แห่งที่ 5 ในญี่ปุ่น และสนับสนุนเป้าหมายการเป็นผู้นำในตลาดโรงแรมรายช้อยเมยาในภูมิภาค APAC โครงการดังกล่าวจะใช้รูปแบบ asset-light โดยพันธมิตรชาวญี่ปุ่นจะเป็นผู้ลงทุนก่อสร้าง ขณะที่ HOP INN จะเช่าทรัพย์สินเพื่อดำเนินธุรกิจโรงแรมเอง โครงการมีกำหนดเปิดให้บริการใน 1Q28 และคาดว่าจะถึงจุดคุ้มทุนภายในปีที่ 2 โดย ERW มองว่าโมเดลนี้จะช่วยเร่งการขยายสาขาได้เร็วขึ้น พร้อมลดภาระการลงทุนเริ่มต้น ERW มี HOP INN 75 แห่งในปี 2025 และมีแผนเปิดเพิ่มอีก 9 แห่งในปี 2026 และยังคงเป้าหมาย HOP INN ที่ 150 แห่งภายในปี 2030 และหลังจากนั้น


**SIRIPORN ARUNOTHAI**

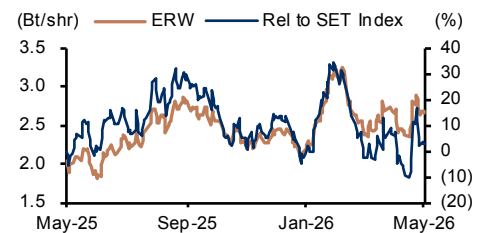
662-779-9119

siriporn.aru@ttbwealth.co.th

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	7,905	8,231	8,796	9,415
Net profit	838	919	999	1,126
Consensus NP	—	892	970	1,051
Diff frm cons (%)	—	3.1	3.0	7.1
Norm profit	838	919	999	1,126
Prev. Norm profit	—	918	1,001	1,127
Chg frm prev (%)	—	0.1	(0.2)	(0.1)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	(9.6)	9.7	8.7	12.7
Norm PE (x)	15.6	14.3	13.1	11.6
EV/EBITDA (x)	8.5	8.6	8.2	7.8
P/BV (x)	1.5	1.4	1.3	1.2
Div yield (%)	2.6	2.8	3.1	3.4
ROE (%)	9.5	9.9	10.2	10.7
Net D/E (%)	91.2	99.8	104.8	103.9

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 20-May-26 (Bt)	2.68
Market Cap (US\$ m)	400.7
Listed Shares (m shares)	4,886.9
Free Float (%)	64.2
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	2.2
12M Price H/L (Bt)	3.24/1.82
Sector	Tourism
Major Shareholder	Vongkusolkit & Wattanavekin
	Group 37%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

### ESG Summary Report ..... P8

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความคิดเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลง แก้ไข หรือออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

## Ex 1: 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	2037F	Terminal value
EBITDA	2,723	3,034	3,261	3,321	3,529	3,765	3,981	4,175	4,305	4,447	4,567	4,700	—
Free cash flow	(1,440)	(647)	(129)	1,758	2,467	2,644	2,808	2,965	3,068	3,183	3,275	2,880	41,999
PV of free cash flow	(1,436)	(545)	(99)	1,246	1,604	1,577	1,536	1,488	1,413	1,345	1,269	1,024	14,934
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	9.0												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	25,355												
Net debt (2025)	8,925												
Minority interest	820												
Equity value	15,610												
# of shares (m)	4,887												
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>3.20</b>												

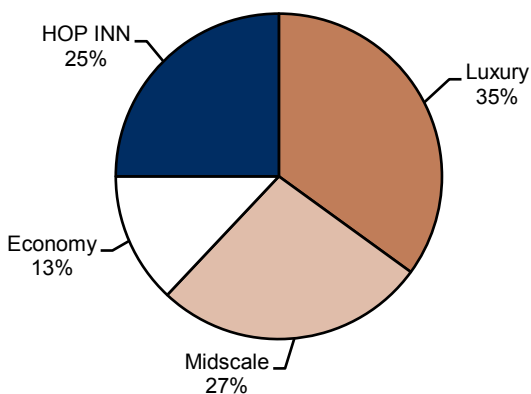
Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 2: Impact Of Middle East Conflict

Regions	International arrivals (m people)			% Change (y-y)			ERW's revenue change (y-y)		
	March 2026	April 2026	4M26	March 2026	April 2026	4M26	March 2026	April 2026	4M26
Asia and the Pacific	1.79	1.66	7.33	6	(2)	(5)	2	13	5
- China	0.41	0.42	1.91	38	32	16	5	22	15
- Malaysia	0.34	0.31	1.27	17	(15)	(16)	(16)	29	(6)
- India	0.21	0.21	0.83	11	0	11	(2)	22	8
Europe	0.82	0.55	3.60	(4)	(16)	0	9	(14)	4
America	0.15	0.12	0.60	(2)	(2)	0	1	20	10
Middle East	0.01	0.02	0.10	(33)	(57)	(32)	0	(46)	(16)
Africa	0.01	0.02	0.05	(6)	(11)	(4)	(12)	(10)	7
<b>Grand Total</b>	<b>2.78</b>	<b>2.37</b>	<b>11.69</b>	<b>2</b>	<b>(7)</b>	<b>(3)</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>

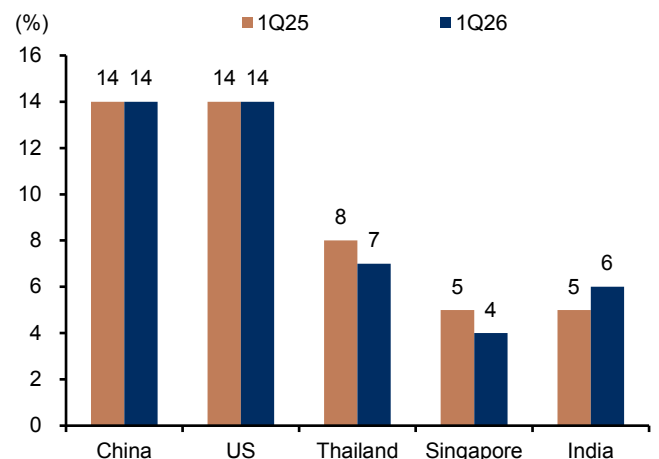
Source: Company data

## Ex 3: Revenue Breakdown By Segment In 2025



Source: Company data

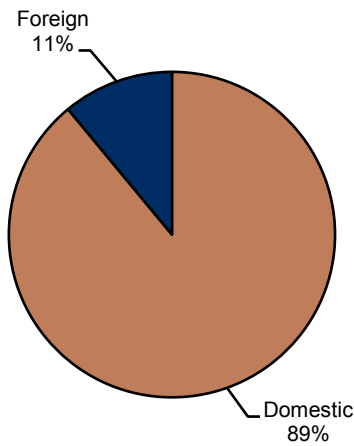
## Ex 4: ERW's Revenue Breakdown By Nationality\*



Source: Company data

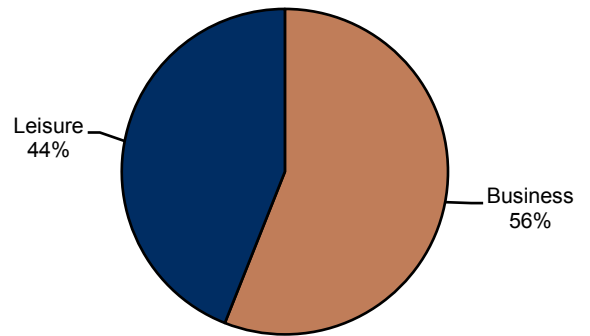
Note: \* In 3-5-star hotels

**Ex 5: HOP INN's Customer Profile By Traveler Base**



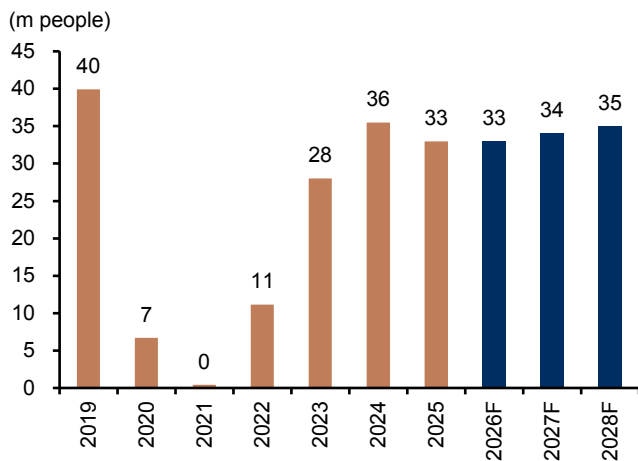
Source: Company data

**Ex 6: HOP INN's Customer Profile By Segment**



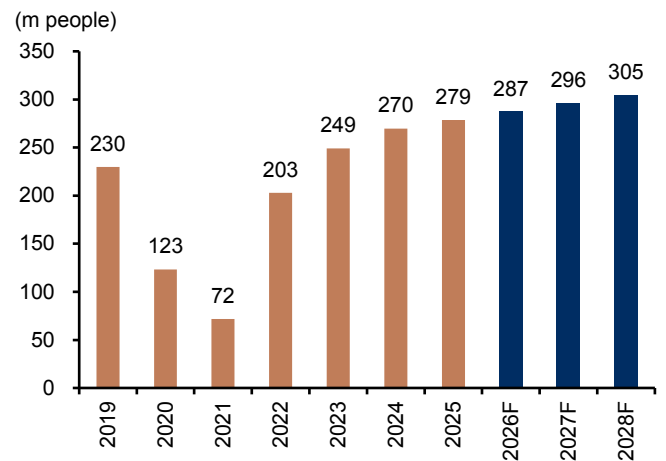
Source: Company data

**Ex 7: International Tourists Arrivals**



Sources: MoTS, ttb wealth estimates

**Ex 8: Thai Tourists**



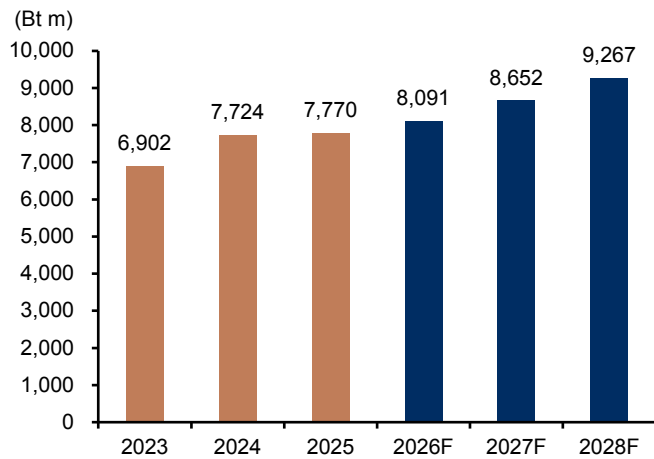
Sources: MoTS, ttb wealth estimates

**Ex 9: Our Assumptions For ERW's Hotel Business**

	2026F	2027F	2028F
# of rooms	12,995	13,627	14,375
Average occupancy rate (%)	80.1	81.4	82.3
ARR (Bt/room/night)	1,761	1,759	1,779

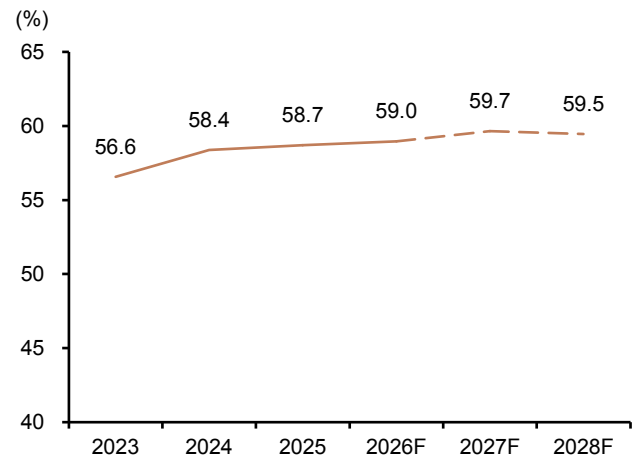
Source: ttb wealth estimates

**Ex 10: ERW's Hotel Revenue**



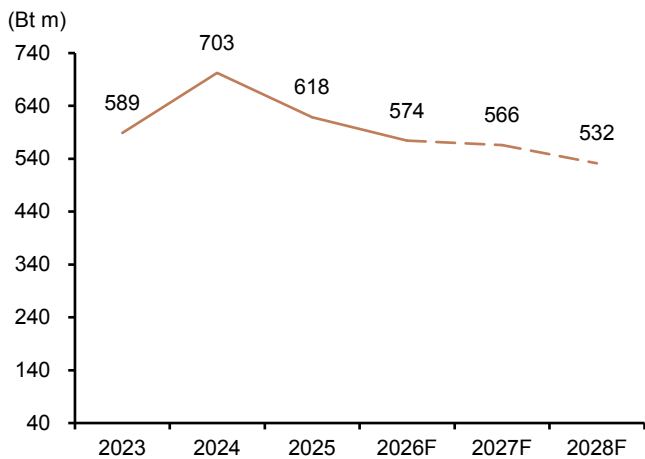
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 11: Gross Margin**



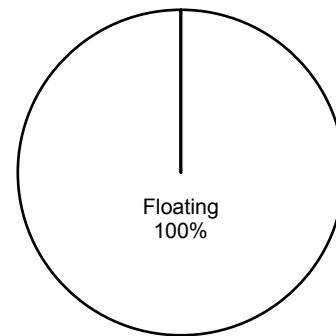
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 12: Interest Expense**



Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 13: Debt Profile In 1Q26**



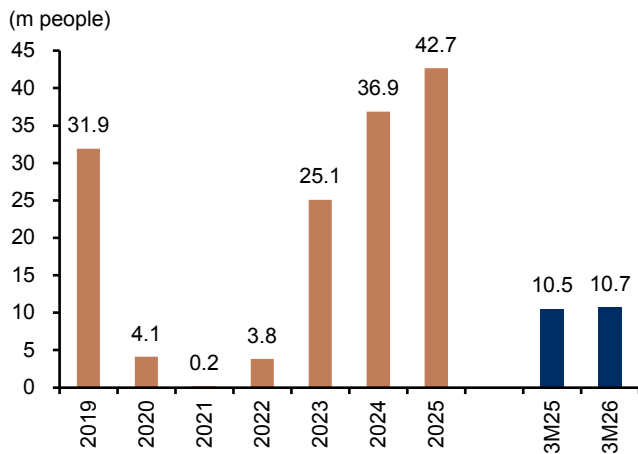
Source: Company data

**Ex 14: Details of HOP INN KANDA AKIHABARA**

<b>Location</b>	Kanda, Tokyo, Japan (380m to Iwamotocho station (Shinjuku line)) (550m to JR Akihabara station) (400m to JR Bankurocho station (Sobu line))
<b>Total room</b>	69 rooms
<b>Room size</b>	13-15 sq m
<b>Type</b>	Leasehold 30 years
<b>Investment cost</b>	Approximately Bt25m
<b>Opening year</b>	1Q28
<b>Average ARR</b>	Bt3,000-3,300/room/night (First year of operation)
<b>Occupancy rate</b>	75% (First year of operation)

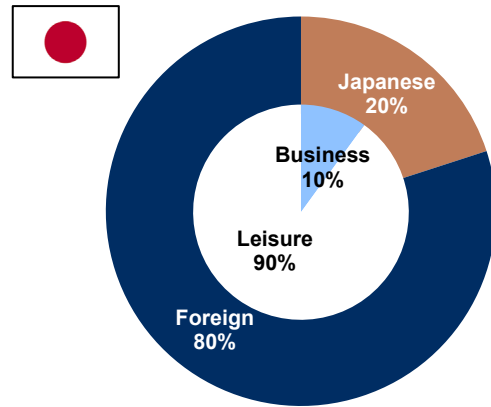
Source: Company data

Ex 15: Number Of International Tourists Visiting Japan



Source: Japan National Tourism Organization

Ex 16: HOP INN Japan's Customer Profile



Source: Company data

Ex 17: 2026 Hotel Opening Pipeline

Location	No. Of Hotels	No. Of Rooms
Total – 1Q	3	246
Thungsong	1	70
Chonburi-Bowin	1	79
Myeongdon	1	97
Total – 2Q	2	141
Total – 3Q	2	130
Total – 4Q	2	193
<b>Grand total</b>	<b>9</b>	<b>710</b>

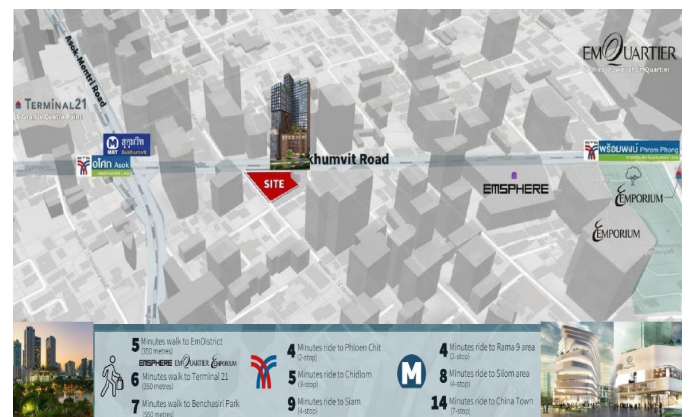
Source: Company data

Ex 18: Sukhumvit 18 Project



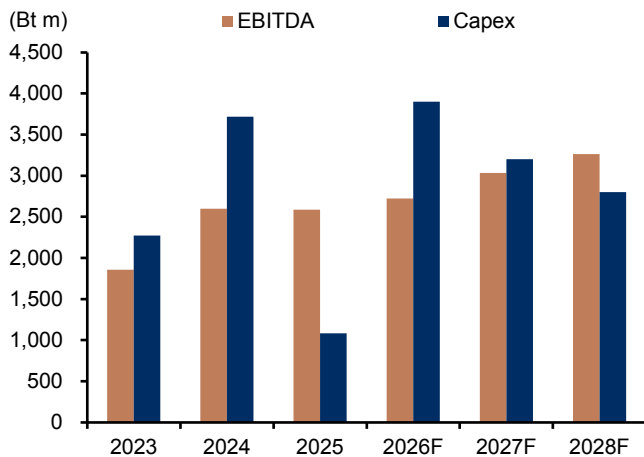
Source: Company data

Ex 19: Location For Sukhumvit 18 Project



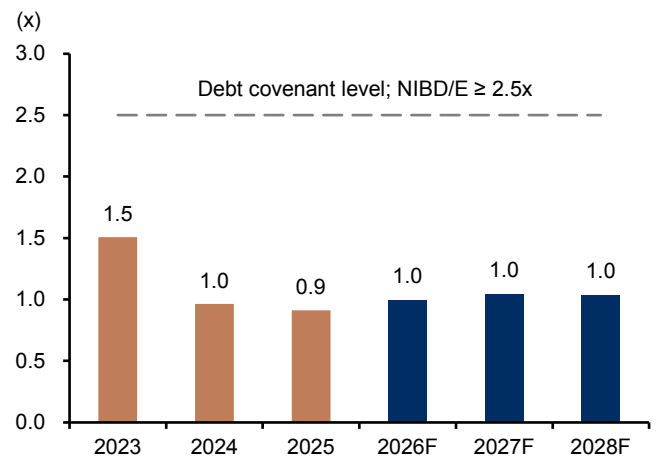
Source: Company data

## Ex 20: EBITDA Vs. Capex



Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 21: Net Debt-To-Equity Ratio



Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Valuation Comparison

## Ex 22: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)	26F (%)	27F (%)
Accor SA	AC FP	France	15.4	19.8	20.2	16.8	2.4	2.5	11.6	10.5	3.4	3.8
Indian Hotels	IH IN	India	(7.2)	17.9	48.6	41.3	7.2	6.2	29.3	25.4	0.4	0.5
Resorttrust	4681 JP	Japan	(0.3)	4.1	17.8	17.1	2.4	2.2	9.1	8.8	1.9	2.1
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	na	39.0	23.2	16.7	1.8	1.7	12.1	10.7	0.4	0.4
Minor Hotels Europe & Americas	NHH SM	Spain	(34.2)	(12.5)	na	na	na	na	na	na	na	na
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	32.9	14.3	104.3	91.3	2.9	2.9	13.0	12.6	0.5	0.5
Hyatt Hotels Corp	H US	USA	na	37.3	47.6	34.7	4.5	4.3	16.5	14.8	0.4	0.4
InterContinental Hotels	IHG US	USA	22.3	14.0	25.2	22.1	na	na	17.7	16.4	1.5	1.7
Marriott International	MAR US	USA	21.6	12.4	31.0	27.5	na	na	18.6	17.3	0.8	0.8
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	USA	45.7	15.5	35.0	30.3	na	na	20.7	18.9	0.2	0.2
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	12.8	6.1	31.8	30.0	0.7	0.7	23.4	22.2	1.3	1.3
Central Plaza Hotel *	CENTEL TB	Thailand	4.3	18.8	21.8	18.3	1.8	1.7	13.0	11.8	2.1	2.5
Erawan Group *	ERW TB	Thailand	9.7	8.7	14.3	13.1	1.4	1.3	8.6	8.2	2.8	3.1
Minor International *	MINT TB	Thailand	9.6	14.8	14.2	12.3	1.3	1.3	8.0	7.3	3.9	4.5
<b>Average</b>			<b>11.0</b>	<b>15.0</b>	<b>33.5</b>	<b>28.6</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>15.5</b>	<b>14.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>

Source: Bloomberg

Note: \* ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS

Based on 20 May 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดีเอราวิชั่นกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (ERW) ก่อตั้งเมื่อวันที่ 29 ธ.ค. 1982 ERW ธุรกิจหลักของบริษัทฯ คือการลงทุนและพัฒนาโรงแรมในหลากหลายพื้นที่และหลากหลายกลุ่ม (ระดับ 5 ดาว, ระดับกลาง, ระดับประหยัด และระดับราคาย่อมเยา) ทั่วประเทศไทย ERW กำลังลงทุนในกลุ่มโรงแรมราคาประหยัดในประเทศฟิลิปปินส์และญี่ปุ่น ขณะที่ ณ สิ้น 1Q26 ERW เป็นเจ้าของโรงแรมและพื้นที่ให้เช่าร้านค้าจำนวน 106 แห่ง

Source: ttb wealth

## TTB WEALTH'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

## CONSENSUS COMPARISON

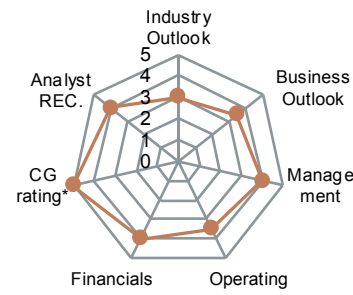
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	3.35	3.20	-5%
Net profit 26F (Bt m)	892	919	3%
Net profit 27F (Bt m)	970	999	3%
<b>Consensus REC</b>	<b>BUY: 21</b>	<b>HOLD: 2</b>	<b>SELL: 0</b>

### HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรและราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

## COMPANY RATING



### Rating Scale

<b>Excellent</b>	<b>5</b>
<b>Good</b>	<b>4</b>
<b>Fair</b>	<b>3</b>
<b>Weak</b>	<b>2</b>
<b>Very Wea</b>	<b>1</b>
<b>None</b>	<b>0</b>

Source: ttb wealth; \*CG Rating

### W — Weakness

- โรงแรมยังกระจุกตัวในกรุงเทพฯ ประเทศไทย
- อุปทานโรงแรมหรูลดในตลาดในประเทศไทย

### T — Threat

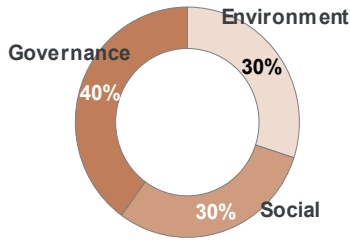
- การแข่งขันที่รุนแรงระหว่างผู้ประกอบการโรงแรม
- ความไม่สงบทางการเมือง ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

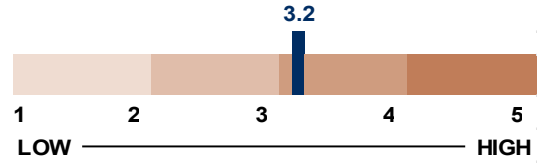
- สถานการณ์การเมืองของไทย ข้อพิพาทชายแดนไทย-กัมพูชา และสงครามในตะวันออกกลาง เป็นปัจจัยเสี่ยงด้านลบหลักต่อคำแนะนำของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา
- หากต้นทุนดำเนินงานเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: ttb wealth

**ESG Weighting**



**ESG Rating**



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
<b>ERW</b>	YES	-	-	3.20	0	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

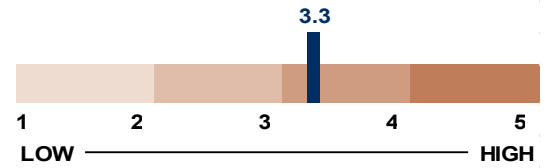


**ESG Summary**

- ERW เป็นผู้ประกอบธุรกิจโรงแรมรายใหญ่ที่ดำเนินกิจการมาอย่างยาวนานในประเทศไทย โดยมีแบรนด์โรงแรมภายใต้เครือ เช่น Hyatt, Marriott, Holiday Inn, Mercure, Novotel และ Ibis นอกจากนี้ ยังมีแบรนด์ของตนเองคือ "HOP INN" ในกลุ่มโรงแรมราคาย่อมเยา เราประเมินคะแนน ESG ของ ERW ที่ 3.2 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่ดี แต่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมเล็กน้อยที่ 3.3 โดยเราให้คะแนนด้านสังคม (S) สูงที่สุด รองลงมาคือด้านสิ่งแวดล้อม (E) และธรรมาภิบาล (G)
- เรามองว่า ERW ยังอยู่ในช่วงพัฒนาในด้าน ESG มากกว่าจะเป็นผู้นำ เนื่องจากตัวชี้วัดด้านสิ่งแวดล้อมยังเผชิญแรงกดดันจากการขยายธุรกิจอย่างรวดเร็ว และกรอบการดำเนินงานด้าน ESG ยังอยู่ระหว่างการพัฒนาเมื่อเทียบกับบริษัทขนาดใหญ่ในอุตสาหกรรม
- ด้านสังคม (S) ถือเป็นจุดแข็งที่สุดของ ERW ในบรรดาองค์กรประกอบ ESG โดยบริษัทมีแนวปฏิบัติด้านสิทธิมนุษยชนที่ดี ให้ความสำคัญกับสวัสดิภาพและการพัฒนาทักษะของพนักงาน มีนโยบายการจ้างงานที่เปิดกว้างและครอบคลุม รวมถึงมีมาตรฐานที่เข้มแข็งด้านสิทธิผู้บริโภคและการคุ้มครองข้อมูลลูกค้า ซึ่งช่วยสนับสนุนเสถียรภาพในการดำเนินงานและสร้างความน่าเชื่อถือของแบรนด์
- เรามองว่าด้านธรรมาภิบาล (G) เป็นจุดอ่อนที่สุดเมื่อเทียบกับอีกสองด้าน โดยในมุมมองของเรา โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทยังไม่แข็งแกร่ง และยังมีความเสี่ยงต่อความยั่งยืนของธุรกิจจากประเด็นการต่ออายุสัญญาเช่าของโรงแรม Grand Hyatt Erawan (GHE) ซึ่งเป็นแหล่งรายได้สำคัญ คิดเป็นราว 15% ของรายได้รวมในปี 2025
- ปัจจุบัน ERW กำลังดำเนินการทางกฎหมายเพื่อเร่งกระบวนการต่ออายุสัญญาเช่าหลักของ GHE ซึ่งลำช้ามาตั้งแต่ปี 2015 และที่ผ่านมาได้รับการต่ออายุในลักษณะระยะสั้น โดยการดำเนินงานของโรงแรมยังไม่ได้รับผลกระทบ และบริษัทได้ขยายสัญญาเช่าออกไปจนถึงต้นเดือนกรกฎาคม 2026 แล้ว ประเด็นนี้ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ต้องติดตามเนื่องจากหากการต่อสัญญาประสบความสำเร็จ จะช่วยเสริมสร้างเสถียรภาพทางธุรกิจ ปรับปรุงคะแนน ESG ของ ERW และเป็นปัจจัยบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและราคาหุ้น

We assign ERW a decent Environmental (E) score of 3.3, in line with peers, supported by stronger sustainability policies and renewable energy initiatives. However, rising resource use and emissions from business expansion suggest there is still room for further environmental improvement.

Environment (E) Rating



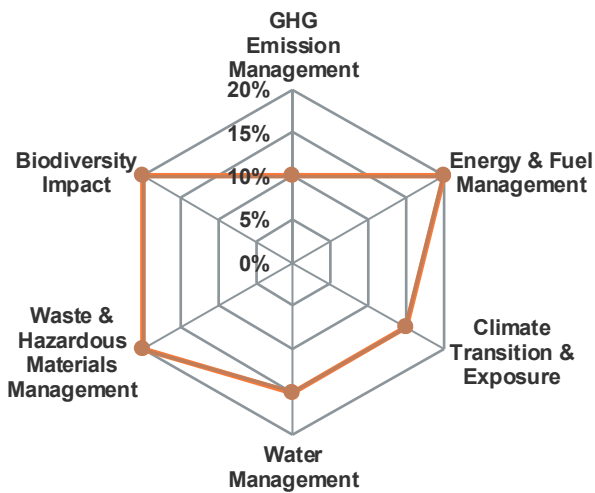
**ENVIRONMENT**

**Our Comments**

- Biodiversity Impact
- Climate Transition & Exposure
- Energy & Fuel Management
- GHG Emission Management
- Waste & Hazardous Materials Management
- Water Management

- We assign a decent E score of 3.3 to ERW, in line with its peer average. We see clearer long-term sustainability targets, although near-term execution remains moderate, and we believe there is still room for further environmental improvement.
- ERW targets net-zero emissions by 2050, with interim goals to cut Scope 1 and 2 emissions by 10% by 2035 and 20% by 2045 from the 2023 base year. While renewable energy use improved through solar rooftops and energy efficiency initiatives, total GHG emissions rose in 2025 due to business expansion and Scope 3 inclusion.
- ERW targets a 10% increase in electricity from renewable sources by 2027. The company continues to roll out solar panels, improve cooling and lighting systems, and replace older equipment with more energy-efficient alternatives to lower energy consumption over time. Greater use of renewables and energy-efficient systems should help contain energy costs, while also lowering the company’s carbon footprint.
- ERW targets a 10% increase in renewable electricity use by 2027. The company expanded solar rooftop systems to 30 hotels, upgraded cooling systems, and installed more energy-efficient equipment and lighting. These measures improved efficiency and reduced operating costs, although total electricity consumption still increased in 2025 alongside business growth.
- ERW targets a 5% reduction in water withdrawal by 2027 through wastewater treatment, recycled water reuse, and efficiency improvements. However, despite higher recycled water use and 80% of wastewater treated to standards, total water withdrawal increased alongside business expansion.
- ERW targets a 10% reduction in non-hazardous waste by 2030 through reuse and recycling initiatives. While recycling rates improved in 2025, total waste generation also increased with stronger business activity, indicating further progress is needed.

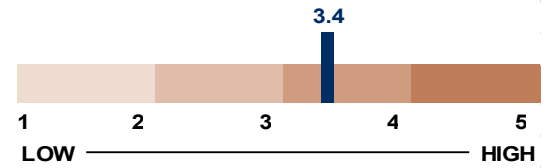
**SCALE WEIGHTING**



Sources: ttb wealth, Company data

We assign ERW a decent Social (S) score of 3.4, the strongest pillar in its ESG profile. The score reflects solid human rights practices, employee development, and robust standards in customer protection and community engagement, supporting operational stability and long-term growth.

Social (S) Rating



SOCIAL

Our Comments

- Customer Welfare
- Data Security & Customer Privacy
- Diversity & Inclusion
- Health, Safety & Well-being
- Human Rights & Community Relations
- Operational Risk Management
- Product Quality & Safety
- Recruitment, Development & Retention

- We assign a decent Social (S) score of 3.4 to ERW, which is higher than its Environmental (E) and Governance (G) scores.
- ERW operates under a Human Rights Policy aligned with international standards and applies Human Rights Due Diligence (HRDD) across its operations and supply chain. The company targets zero labor and human rights disputes and reported no major incidents in 2025. We view its strong policy framework and clean track record positively, as they help reduce reputational and operational risks.
- ERW focuses on employee well-being, fair compensation, and skills development, targeting 80 training hours per employee by 2030 while maintaining zero workplace accidents and labor disputes. We believe continued investment in employees should support service quality and staff retention.
- ERW promotes diversity, equity, and inclusion through non-discriminatory hiring and equal opportunity practices. Female employees accounted for 57.6% of total employees in 2025, and we view these efforts positively as they support workforce stability and align with global ESG expectations.
- ERW supports local communities and sustainable tourism through reforestation, food donation partnerships, and employee social activities. We view these efforts positively as they strengthen community relationships and support long-term operations.
- ERW emphasizes customer safety, fair treatment, accessibility, and data protection through PDPA training and safety protocols. The company reported no major incidents in 2025, and we believe strong customer protection standards help preserve brand trust and loyalty.
- ERW requires suppliers and partners to comply with its Code of Conduct through screening, audits, and supply chain monitoring. We believe stronger oversight helps reduce ESG and reputational risks.
- While ERW has strengthened its social policies and employee development programs, we believe there is still room for improvement in disclosing more measurable social KPIs and medium-term targets, particularly around employee turnover, supplier audits, and customer satisfaction metrics.

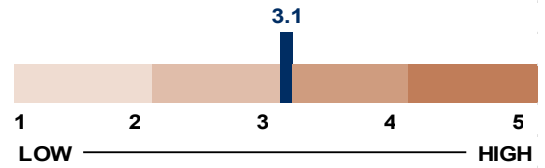
SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign ERW a Governance (G) score of 3.1. Although the score is considered decent, it is the weakest pillar of the company’s ESG profile. The below-average score reflects weaknesses in board independence and business risk oversight.

Governance (G) Rating

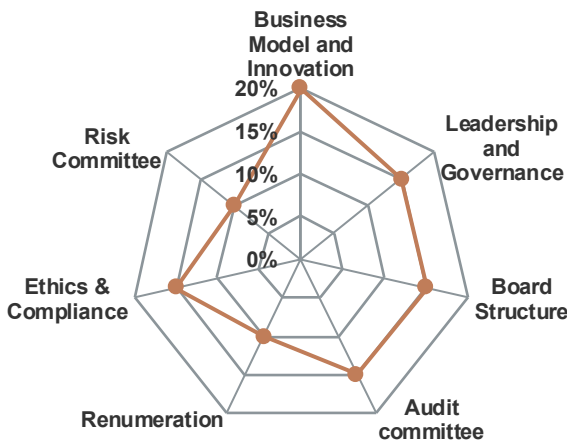


**GOVERNANCE & SUSTAINABILITY** **Our Comments**

- Audit committee
- Board Structure
- Business Model and Innovation
- Ethics & Compliance
- Leadership and Governance
- Remuneration
- Risk Committee

- We view Governance (G) as the weakest pillar in ERW’s ESG profile and assign a score of 3.1, which is in line with the sector average. The score reflects weaknesses in board independence and business risk oversight.
- We assign a lower score to ERW’s business sustainability than to peers due to uncertainty surrounding the renewal of the master lease for the Grand Hyatt Erawan (GHE), which contributes around 15% of ERW’s total revenue. ERW has operated GHE since 1987 under an initial 30-year lease with a 20-year renewal option. The renewal process, ongoing since 2015, has been delayed by government agencies, resulting in repeated annual short-term lease extensions. ERW is therefore pursuing legal action to expedite the renewal of the master lease, with the aim of safeguarding shareholder interests and enhancing investor confidence.
- ERW targets to improve operational efficiency and customer experience through technology and innovation initiatives. Actions include contactless check-in/check-out systems, mobile keys, digital payment platforms, and ongoing evaluation of innovation projects by dedicated working teams. We believe continued investment in technology supports operational resilience, cost efficiency, and service quality in the competitive hospitality sector.
- ERW’s board structure remains weaker than global best practices, with only four independent directors out of 12 board members (compared to ideal ratio of two-thirds) and a non-independent chairman. However, the board includes four female directors, supporting some degree of diversity. We believe limited board independence may weaken oversight effectiveness and it remains a governance concern relative to peers.
- ERW has established key board committees, including Audit, Risk Management, and Remuneration Committees, to strengthen oversight and support sustainable growth. We view this governance structure and focus on risk management positively, as they help partially offset concerns over board independence.
- ERW maintains ethics and compliance practices through whistleblowing channels, human rights due diligence, and internal governance policies. The company reported no significant incidents in 2025, and we believe its compliance framework helps reduce reputational and operational risks.

**SCALE WEIGHTING**



Sources: ttb wealth, Company data

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	7,872	7,905	8,231	8,796	9,415
Cost of sales	3,276	3,265	3,377	3,549	3,817
<b>Gross profit</b>	<b>4,596</b>	<b>4,640</b>	<b>4,854</b>	<b>5,247</b>	<b>5,598</b>
% gross margin	58.4%	58.7%	59.0%	59.7%	59.5%
Selling & administration expenses	3,000	3,100	3,274	3,433	3,589
<b>Operating profit</b>	<b>1,596</b>	<b>1,540</b>	<b>1,580</b>	<b>1,814</b>	<b>2,009</b>
% operating margin	20.3%	19.5%	19.2%	20.6%	21.3%
Depreciation & amortization	1,003	1,048	1,143	1,220	1,252
<b>EBITDA</b>	<b>2,599</b>	<b>2,588</b>	<b>2,723</b>	<b>3,034</b>	<b>3,261</b>
% EBITDA margin	33.0%	32.7%	33.1%	34.5%	34.6%
Non-operating income	52	32	69	29	30
Non-operating expenses	0	2	0	0	0
Interest expense	(703)	(618)	(574)	(566)	(532)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>946</b>	<b>956</b>	<b>1,074</b>	<b>1,278</b>	<b>1,507</b>
Income tax	9	51	86	204	301
<b>After-tax profit</b>	<b>938</b>	<b>905</b>	<b>988</b>	<b>1,073</b>	<b>1,206</b>
% net margin	11.9%	11.4%	12.0%	12.2%	12.8%
Shares in affiliates' Earnings	3	0	0	0	0
Minority interests	(32)	(67)	(69)	(74)	(79)
Extraordinary items	372	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>1,281</b>	<b>838</b>	<b>919</b>	<b>999</b>	<b>1,126</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>909</b>	<b>838</b>	<b>919</b>	<b>999</b>	<b>1,126</b>
EPS (Bt)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

Existing and new hotels  
drive top-line growth

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	2,180	2,403	1,742	1,774	1,809
Cash & cash equivalent	1,612	1,894	1,200	1,200	1,200
Account receivables	222	232	248	265	284
Inventories	43	40	46	49	52
Others	302	236	248	260	273
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	18,900	18,936	21,693	23,673	25,221
Other assets	5,166	5,121	5,205	5,291	5,378
<b>Total assets</b>	<b>26,246</b>	<b>26,460</b>	<b>28,640</b>	<b>30,738</b>	<b>32,408</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	2,981	3,914	4,208	4,569	4,814
Account payables	266	257	278	292	314
Bank overdraft & ST loans	685	1,660	1,740	1,926	2,034
Current LT debt	1,067	1,030	986	1,092	1,153
Others current liabilities	963	967	1,205	1,259	1,313
<b>Total LT debt</b>	<b>8,999</b>	<b>8,129</b>	<b>8,872</b>	<b>9,825</b>	<b>10,374</b>
Others LT liabilities	4,775	4,629	5,139	5,233	5,330
<b>Total liabilities</b>	<b>16,754</b>	<b>16,673</b>	<b>18,219</b>	<b>19,627</b>	<b>20,517</b>
Minority interest	780	820	890	964	1,043
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	4,887	4,887	4,887	4,887	4,887
Share premium	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	2,092	1,950	1,950	1,950	1,950
<b>Retained earnings</b>	<b>112</b>	<b>510</b>	<b>1,074</b>	<b>1,689</b>	<b>2,390</b>
Shareholders' equity	8,712	8,967	9,531	10,147	10,848
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>26,246</b>	<b>26,460</b>	<b>28,640</b>	<b>30,738</b>	<b>32,408</b>

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	946	956	1,074	1,278	1,507
Tax paid	20	(44)	(88)	(200)	(299)
Depreciation & amortization	1,003	1,048	1,143	1,220	1,252
Chg In working capital	(7)	(16)	(1)	(5)	(0)
Chg In other CA & CL / minorities	714	36	185	(26)	(94)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>2,676</b>	<b>1,980</b>	<b>2,313</b>	<b>2,267</b>	<b>2,366</b>
Capex	(3,718)	(1,084)	(3,900)	(3,200)	(2,800)
Right of use	481	286	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	83	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(160)	(386)	519	121	192
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(3,313)</b>	<b>(1,184)</b>	<b>(3,431)</b>	<b>(3,129)</b>	<b>(2,658)</b>
Debt financing	(69)	69	779	1,245	717
Capital increase	1,066	0	(0)	0	0
Dividends paid	(317)	(440)	(355)	(384)	(425)
Warrants & other surplus	353	(143)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>1,033</b>	<b>(514)</b>	<b>424</b>	<b>862</b>	<b>292</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(637)</b>	<b>796</b>	<b>(1,118)</b>	<b>(862)</b>	<b>(292)</b>

*Rising debt to finance its new expansion plans*

## VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	14.13	15.6	14.3	13.1	11.6
Normalized PE - at target price (x)	16.87	18.7	17.0	15.7	13.9
PE (x)	10.02	15.6	14.3	13.1	11.6
PE - at target price (x)	11.97	18.7	17.0	15.7	13.9
EV/EBITDA (x)	8.5	8.5	8.6	8.2	7.8
EV/EBITDA - at target price (x)	9.4	9.5	9.6	9.0	8.6
P/BV (x)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
P/BV - at target price (x)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
P/CFO (x)	4.8	6.6	5.7	5.8	5.5
Price/sales (x)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
Dividend yield (%)	3.4	2.6	2.8	3.1	3.4
FCF Yield (%)	(5.0)	6.1	(8.5)	(6.6)	(2.2)
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EPS	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	1.8	1.8	2.0	2.1	2.2
CFO/share	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
FCF/share	(0.1)	0.2	(0.2)	(0.2)	(0.1)

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	12.7	0.4	4.1	6.9	7.0
Net profit (%)	72.5	(34.6)	9.7	8.7	12.7
EPS (%)	68.2	(35.9)	9.7	8.7	12.7
Normalized profit (%)	19.3	(7.8)	9.7	8.7	12.7
Normalized EPS (%)	16.4	(9.6)	9.7	8.7	12.7
Dividend payout ratio (%)	34.3	40.8	40.0	40.0	40.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	58.4	58.7	59.0	59.7	59.5
Operating margin (%)	20.3	19.5	19.2	20.6	21.3
EBITDA margin (%)	33.0	32.7	33.1	34.5	34.6
Net margin (%)	11.9	11.4	12.0	12.2	12.8
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	2.3	2.5	2.8	3.2	3.8
Interest coverage - EBITDA (x)	3.7	4.2	4.7	5.4	6.1
ROA - using norm profit (%)	3.6	3.2	3.3	3.4	3.6
ROE - using norm profit (%)	12.1	9.5	9.9	10.2	10.7
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	12.5	10.2	10.7	10.9	11.5
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	20.9	19.9	20.0	21.0	21.7
- leverage (x)	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0
- interest burden (%)	57.4	60.7	65.2	69.3	73.9
- tax burden (%)	99.1	94.7	92.0	84.0	80.0
WACC (%)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
ROIC (%)	9.9	8.2	8.1	7.6	7.4
NOPAT (Bt m)	1,582	1,458	1,453	1,524	1,607
invested capital (Bt m)	17,850	17,892	19,929	21,790	23,208

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## ESG Information - Third Party Terms

[www.Settrade.com](http://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](http://www.SETTRADE.com)

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. 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 information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

**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.

90-100		Excellent
80-89		Very Good
70-79		Good
60-69		Satisfactory
50-59		Pass
Below		N/A

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลธ์ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลธ์ จำกัด (มหาชน) (“บล.ทีทีบี เบลธ์”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนนโวมูร์กิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลธ์ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited (“ttb wealth”) 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.

ttb wealth 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: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลธ์ จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## ttb wealth research team

---

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจการณ, CFA

pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์

nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

รวิสราร สุวรรณอำไพ

rawisara.suw@ttbwealth.co.th

### พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA

narinorn.kla@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

sittichet.run@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA

adisak.phu@ttbwealth.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค้าปลีก

พัทธดนย์ บุณนาค

pattadol.bun@ttbwealth.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศกดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

saksid.pha@ttbwealth.co.th

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์, CFA

chod.rea@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

### ยานยนต์, นิตมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ

rata.lim@ttbwealth.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย

siriporn.aru@ttbwealth.co.th

### นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

lapinee.dib@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชนันท์ ธรรมบำรุง

witchanan.tam@ttbwealth.co.th

## Data Support Team

---

### มลฤดี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@ttbwealth.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

### วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@ttbwealth.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@ttbwealth.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

### สุจินตนา สภาพร

sujintana.sth@ttbwealth.co.th

## ttb wealth securities public co. ltd.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email:research@ttbwealth.co.th