



# Hotel Sector

## Neutral Maintained

กำไรใน 9M66 ของกลุ่มโรงแรมเดบโตแข็งแกร่ง หนุนจากการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวไทยด้วยการเพิ่มขึ้นของรายได้เฉลี่ยต่อวัน (ADR) แข็งแกร่ง อย่างไรก็ตาม โมเมนต์กำลังอ่อนตัวลงเป็นเพราะการกลับมาของนักท่องเที่ยวจีน สะดุดตั้งแต่เกิดเหตุการณ์การกราดยิงคนทีทางสรรพสินค้าสยามพารากอน รวมทั้งผลกระทบจากสถานะเศรษฐกิจชะลอตัว เราจึงปรับลดสมมติฐานของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติลงเหลือ 27.5 ล้านคนในปี 2566F และอยู่ที่ 32.0 ล้านคนในปี 2567F (จากเดิม 28.5 ล้านคนและ 38.0 ล้านคน) ถึงแม้ว่าแนวโน้มเป็นบวกน้อยลง เราคาดว่าไรสุทธิรวมของกลุ่มยังเติบโตต่อเนื่องใน 4Q66F-2567F แรงหนุนจากการเพิ่มขึ้นของ ADR และการขยายธุรกิจ ทั้งนี้ เราคงให้น้ำหนักกลุ่มโรงแรมเท่ากับตลาด ๑ (Neutral) โดยเลือก Siam Wellness Group (SPA.BK/SPA TB) เป็นหุ้นเด่นในกลุ่ม เนื่องจากมีแนวโน้มอัตราการเติบโตแข็งแกร่งในระยะสั้นและระยะกลาง รวมทั้งมี downside จำกัดในดานภาระหนี้สินและการขึ้นค่าแรงงานขึ้นต้น

## โมเมนต์ดีอ่อนตัวลงจากการกลับมาของนักท่องเที่ยวจีนชะลอตัว

### Event

อัปเดตแนวโน้มกลุ่มโรงแรม

### Impact

**ปรับลดสมมติฐานนักท่องเที่ยวต่างชาติปี 2566F เหลือ 27.5 ล้านคนและ 32.0 ล้านคนในปี 2567F**  
เนื่องจากการลดลงของความเชื่อมั่นต่อการรักษาความปลอดภัยของนักท่องเที่ยวในประเทศไทยและการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีน ทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวจีนอาจต่ำกว่าประมาณการเดิมของเรา ดังนั้น เราจึงปรับลดสมมติฐานของนักท่องเที่ยวจีนลงเป็น 3.4 ล้านคนในปี 2566F และ 4.0 ล้านคนในปี 2567F เพราะฉะนั้น จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดจึงถูกปรับลดลง 4% เหลือ 27.5 ล้านคนในปี 2566F และลง 9% เป็น 32.0 ล้านคนในปี 2567F (Figure 2) ทั้งนี้ เราคาดว่ารัฐบาลจะขยายมาตรการยกเว้นวีซ่าในปีปัจจุบันออกไปอีกอย่างน้อยถึงสิ้นปีหน้า

### คาดการณ์ไรสุทธิรวมใน 4Q66F เติบโตต่อเนื่องทั้ง YoY และ QoQ

เราคาดว่าไรสุทธิรวมของกลุ่มโรงแรมอยู่ที่ 2.9 พันล้านบาท (+4% YoY และ +17% QoQ) ใน 4Q66F โดยที่ Siam Wellness Group (SPA.BK/SPA TB) น่าจะมีอัตราการเติบโตแข็งแกร่งที่สุดอยู่ที่ 512% YoY เนื่องจากการฟื้นตัวของรายได้จากการให้บริการสปาและการขยายสาขา ขณะที่ ตลาด Central Plaza Hotel (CENTEL.BK/CENTEL TB)\* มีอัตราการเติบโต QoQ สูงที่สุดอยู่ที่ 506% เพราะเป็นช่วง high season ของธุรกิจโรงแรมในประเทศไทย มีดีฟิสและญี่ปุ่น ขณะที่ค่าค่าการบริโภคในประเทศจะเพิ่มขึ้นในช่วงปลายปีและช่วยหนุนธุรกิจอาหาร แต่ทว่า หากไม่รวมรายการพิเศษต่าง ๆ เราคาดว่าไรปกติของกลุ่มโรงแรมลดลง 9% YoY จากการที่หลายบริษัทมีค่าใช้จ่ายสูงขึ้น โดยเฉพาะรายจ่ายดอกเบี้ย มีเพียง SPA ที่ตลาดมีการเติบโตของกำไรปกติทั้ง YoY และ QoQ ใน 4Q66F

### การเพิ่มขึ้นของ ADR และการขยายธุรกิจจะเป็นปัจจัยหลักในขับเคลื่อนการเติบโตปีหน้า

แม้ว่าแนวโน้มเป็นบวกน้อยลง เรายังคาดว่าไรสุทธิรวมของกลุ่มโรงแรมยังเติบโตต่อเนื่องที่ 18% YoY ในปี 2567F โดยหนุนจากการเพิ่มขึ้นของ ADR และการขยายธุรกิจ โดยที่เราประเมินว่า CENTEL จะมีอัตราการเติบโตของ ADR สูงที่สุดอยู่ที่ 14% YoY ในปีหน้าเนื่องจากอัตราค่าห้องพักเฉลี่ยสูงขึ้นจากการเปิดโรงแรมแห่งใหม่ในญี่ปุ่น ส่วน Minor International (MINT.BK/MINT TB)\* น่าจะมีอัตราการเติบโตของ ADR ต่ำสุดอยู่ที่เพียง 4% YoY จากการท่องเที่ยวในยุโรปโดยทั่วไปกลับไปสู่ภาวะปกติแล้ว ในด้านอัตราการเข้าพัก (occupancy rate) เฉลี่ยของกลุ่มโรงแรมน่าจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเพียง 2ppts อยู่ที่ 74% โดยคาดว่าบริษัทในกลุ่มโรงแรมที่เราศึกษาอยู่จะมีอัตราการเข้าพักเพิ่มขึ้นอยู่ระหว่าง 0-3% ทั้งนี้ บริษัทส่วนใหญ่มีแผนที่จะขยายธุรกิจพอร์ตรองทุนโรงแรมรวมอยู่ราว 6-8% ในปี 2567F (Figure 19) ยกเว้นเพียง S Hotel and Resorts (SHR.BK/SHR TB) ซึ่งใช้กลยุทธ์เพิ่มมูลค่าสินทรัพย์จากการมีโรงแรมจำนวนหนึ่งที่อยู่ระหว่างปรับปรุงใหม่เพื่อที่จะกระตุ้น ADR ให้สูงขึ้นต่อไป

### คงให้น้ำหนักกลุ่มโรงแรมเท่ากับตลาด ๑ โดยเราเลือก SPA เป็นหุ้นเด่น

เราคงน้ำหนักการลงทุนกลุ่มโรงแรมเท่ากับตลาด ๑ (Neutral) เพราะเราเชื่อว่าผลการดำเนินงานของกลุ่มจะกลับสู่ภาวะการเติบโตตามปกติ หลังจากช่วงการฟื้นตัวแข็งแกร่งได้ผ่านไป โดยที่เรายังเชื่อว่าเมื่อพิจารณาถึงความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจ รัฐบาลจะยังออกมาตรการต่าง ๆ เพื่อช่วยสนับสนุนการท่องเที่ยวอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ ยังมีประเด็นต่าง ๆ ที่น่ากังวลประกอบด้วย การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นจากแหล่งท่องเที่ยวอื่นๆ สถานะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวและสถานะอัตราดอกเบี้ยสูง ทั้งนี้ เราชื่นชอบ SPA กว่าบริษัทอื่น ๆ ในกลุ่มเนื่องจากมีแนวโน้มการเติบโตแข็งแกร่งในระยะสั้นและระยะกลาง นอกจากนี้ การที่ SPA มีโครงสร้างกลุ่มลูกค้าที่สมดุลมากขึ้น มีโมเดลการขยายธุรกิจที่ใช้น้อยลง และมีภาระหนี้สินน้อยกว่าบริษัทรายอื่น ๆ ในกลุ่มจะเป็นประเด็นการลงทุนหลักของ SPA

### Risk

โรคระบาด ภาวะเศรษฐกิจโลกถดถอยและเกิดความวุ่นวายทางการเมือง

Tidarat Palodom  
66.2658.8888 Ext. 8348  
tidaratp@kgi.co.th

**Figure 1: Peer comparison**

	Rating	TP-24F		Upside %	Mkt cap (Bt bn)	EPS (Bt)			EPS growth			PE (x)			EV/EBITDA (x)			ROE (%)		
		Bt	price			22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
CENTEL*	N	49.50	43.0	15.1	58.1	0.29	0.94	1.46	NM	>100	55.3	>100	45.7	29.4	20.1	14.7	12.6	2.2	6.6	9.4
ERW*	N	5.65	5.25	7.6	23.8	(0.05)	0.15	0.18	NM	NM	21.1	NM	35.1	29.0	30.9	17.6	15.3	(3.8)	11.2	11.9
MINT*	OP	38.25	27.25	40.4	150.9	0.54	0.86	0.94	NM	59.8	8.9	59.9	31.7	29.1	9.7	9.2	8.6	6.2	8.5	8.0
SHR	N	3.26	2.50	30.4	9.0	0.00	0.00	0.03	NM	(62.6)	>100	NM	>100	>100	15.1	11.2	10.6	0.0	0.7	1.4
SPA	OP	15.2	12.0	26.7	10.3	(0.10)	0.32	0.39	NM	NM	19.9	NM	37.3	31.1	42.4	17.6	15.1	(14.8)	38.9	32.7
<b>Sector</b>	<b>Neutral</b>			<b>24.0</b>					<b>NM</b>	<b>&gt;100</b>	<b>26.3</b>	<b>&gt;100</b>	<b>37.4</b>	<b>29.6</b>	<b>23.6</b>	<b>14.1</b>	<b>12.4</b>	<b>(2.1)</b>	<b>13.2</b>	<b>12.7</b>

Source: Company data, KGI Securities Research

\*\*2024F EPS growth, 2023F and 2024F PE are omitted for SHR due to outlier numbers

**Figure 2: Tourist arrival assumptions**

Mn persons	10M23	Revised			Previous	
		2023F	2024F	2025F	2023F	2024F
<b>Asia and Pacific</b>	<b>16.1</b>	<b>19.7</b>	<b>23.7</b>	<b>26.0</b>	<b>20.3</b>	<b>26.3</b>
Europe	4.5	5.8	6.0	6.5	6.2	6.4
America	1.0	1.3	1.5	1.6	1.3	1.5
Others	0.6	0.7	0.8	0.9	0.7	0.8
<b>Total</b>	<b>22.2</b>	<b>27.5</b>	<b>32.0</b>	<b>35.0</b>	<b>28.5</b>	<b>35.0</b>
<b>Asia and Pacific breakdown</b>						
Malaysia	3.7	4.4	5.5	6.0	4.4	5.5
China	2.8	3.4	4.0	4.4	4.5	7.0
Korea	1.3	1.6	1.9	2.1	1.6	1.9
India	1.3	1.7	2.3	2.5	1.6	2.2
Other Asia and Pacific	7.1	8.6	10.0	11.0	8.2	9.7
<b>Other organizations' assumption</b>						
BOT (Oct 23)		28.5	35.0	NA	29.0	35.5
TAT (Nov 23)		25.0-28.0	35.0	NA		
NESDC (Nov 23)		28.0	35.0	NA		

Source: Ministry of Tourism &amp; Sports; KGI Securities Research

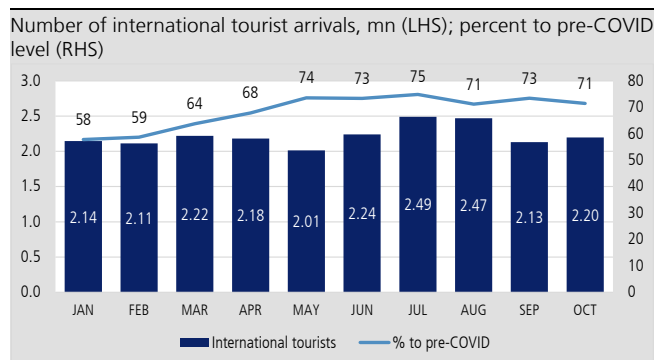
**Figure 3: Visa exemption measures implemented in 2023**

Implement period	Passport holders	Measure
25 Sep 2023 - 29 Feb 2024	China	Visa exemption (stay no longer than 30 days)
	Kazakhstan	
1 Nov 2023 - 30 Apr 2024	Russia	Extend visa exemption stay period to 90 days from 30 days
10 Nov 2023 - 10 May 2024	India	Visa exemption (stay no longer than 30 days)
	Taiwan	

Source: KGI Securities Research

**Figure 4: Yearly international tourist arrivals**

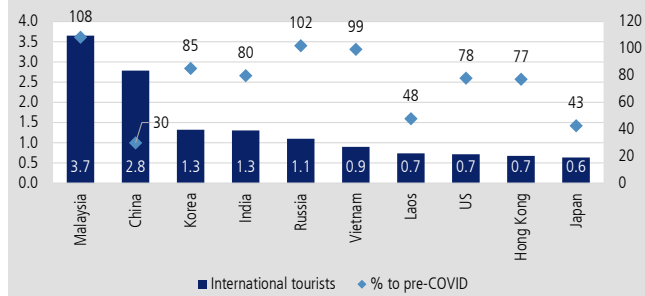

Source: Ministry of Tourism &amp; Sports; KGI Securities Research

**Figure 5: Monthly international tourist arrivals**


Source: Ministry of Tourism &amp; Sports; KGI Securities Research

**Figure 6: Top 10 international tourist arrivals in 10M23**

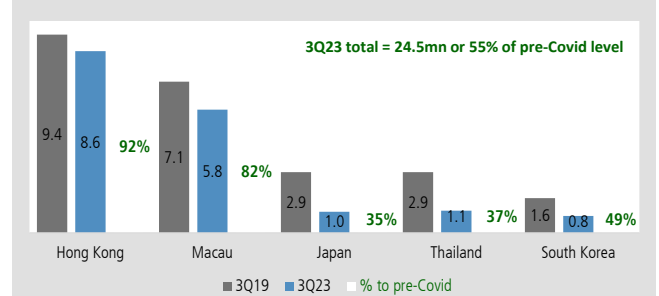
Number of international tourist arrivals, '000 (LHS); percent to pre-COVID level (RHS)



Source: Ministry of Tourism &amp; Sports; KGI Securities Research

**Figure 7: Chinese outbound tourists to top 5 destinations**

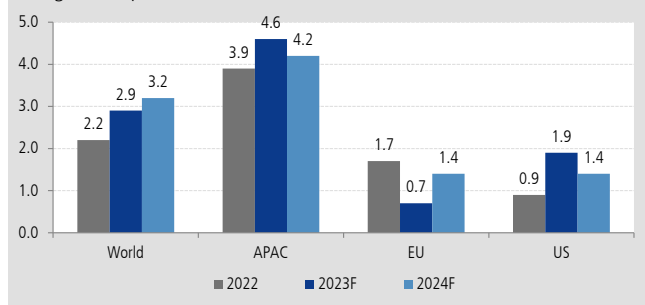
Chinese outbound tourists, mn persons



Source: Bloomberg; KGI Securities Research

**Figure 8: World economic growth projection**

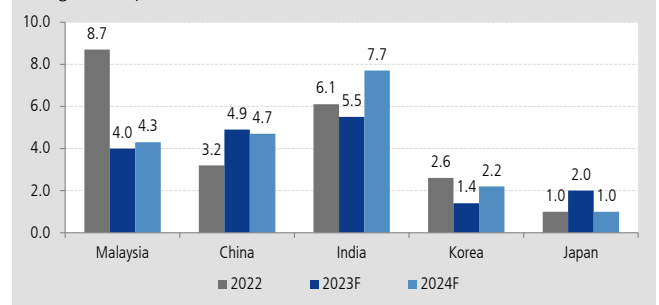
GDP growth, percent



Source: IMF; KGI Securities Research

**Figure 9: Asia economic growth projection**

GDP growth, percent



Source: IMF; KGI Securities Research

**Figure 10: Earnings momentum**

Net profit (Bt mn)							% chg 4Q23F		% chg 9M23		% chg YoY					
3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	QoQ	YoY	9M22	9M23	YoY	2022	2023F	2024F	2023F	2024F	
CENTEL*	(78)	498	629	121	74	447	505.5%	-10.3%	(100)	823	NM	398	1,270	1,972	219.1%	55.3%
ERW*	(12)	240	239	142	148	150	0.9%	-37.5%	(464)	529	NM	(224)	678	887	NM	30.7%
MINT*	4,608	1,911	(976)	3,255	2,144	2,224	3.8%	16.4%	2,376	4,423	86.2%	4,286	6,637	7,208	54.8%	8.6%
SHR	207	108	125	(117)	15	(17)	-215.2%	-116.0%	(93)	23	NM	14	5	104	-62.6%	1840.0%
SPA	(15)	14	50	60	81	84	2.6%	512.0%	(102)	192	NM	(88)	275	330	NM	19.9%
<b>Sum</b>	<b>4,711</b>	<b>2,769</b>	<b>67</b>	<b>3,461</b>	<b>2,462</b>	<b>2,887</b>	<b>17.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>1,617</b>	<b>5,990</b>	<b>270.4%</b>	<b>4,387</b>	<b>8,866</b>	<b>10,502</b>	<b>102.1%</b>	<b>18.4%</b>
Normalized profit (Bt mn)							% chg 4Q23F		% chg 9M23		% chg YoY					
3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	QoQ	YoY	9M22	9M23	YoY	2022	2023F	2024F	2023F	2024F	
CENTEL*	(78)	498	629	121	74	447	505.5%	-10.3%	(100)	823	NM	386	1,270	1,972	229.0%	55.3%
ERW*	(15)	226	235	121	153	150	-2.2%	-33.9%	(492)	509	NM	(265)	618	827	NM	33.7%
MINT*	2,011	2,379	(647)	3,005	2,273	2,215	-2.5%	-6.9%	(360)	4,631	NM	2,019	6,846	7,208	239.1%	5.3%
SHR	146	125	145	(119)	(47)	45	NM	-64.0%	(164)	(22)	NM	(39)	23	104	NM	353.8%
SPA	(15)	14	50	60	81	84	2.6%	512.0%	(102)	192	NM	(88)	275	330	NM	19.9%
<b>Sum</b>	<b>2,049</b>	<b>3,242</b>	<b>413</b>	<b>3,187</b>	<b>2,534</b>	<b>2,940</b>	<b>16.0%</b>	<b>-9.3%</b>	<b>(1,217)</b>	<b>6,134</b>	<b>NM</b>	<b>2,013</b>	<b>9,033</b>	<b>10,442</b>	<b>348.8%</b>	<b>15.6%</b>
GPM (%)							% chg 4Q23F		% chg 9M23		% chg YoY					
3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	QoQ	YoY	9M22	9M23	YoY	2022	2023F	2024F	2023F	2024F	
CENTEL*	39.7	41.8	44.8	39.8	40.1	42.2	2.1%	0.4%	39.2	41.6	2.4%	40.0	41.6	42.1	1.5%	0.5%
ERW*	35.5	43.8	43.4	41.6	43.0	44.0	1.0%	0.1%	33.4	42.7	9.3%	31.9	43.0	43.5	11.1%	0.5%
MINT*	46.2	45.9	40.9	47.6	46.8	44.5	-2.3%	-1.4%	42.2	45.4	3.2%	43.5	45.2	45.2	1.7%	0.0%
SHR	35.3	38.0	36.9	29.8	35.5	34.2	-1.3%	-3.8%	31.2	34.2	3.0%	33.2	34.2	34.5	1.0%	0.3%
SPA	14.3	22.1	27.6	29.3	32.0	32.1	0.1%	10.0%	4.6	29.8	25.2%	11.3	30.4	32.3	19.1%	1.9%
<b>Average</b>	<b>34.2</b>	<b>38.3</b>	<b>38.7</b>	<b>37.6</b>	<b>39.5</b>	<b>39.4</b>	<b>-0.1%</b>	<b>1.1%</b>	<b>30.1</b>	<b>38.7</b>	<b>8.6%</b>	<b>32.0</b>	<b>38.9</b>	<b>39.5</b>	<b>6.9%</b>	<b>0.6%</b>

Source: Company data, KGI Securities Research

**ประเทศไทยต้อนรับการเข้ามาของนักท่องเที่ยวต่างชาติจำนวน 22.2 ล้านคนใน 10M66**

ภายหลังจากการกลับมาเปิดเศรษฐกิจอีกครั้ง อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของไทยมีการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง โดยมีจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติอยู่ที่ 22.2 ล้านคนใน 10M66 (+213% YoY) อย่างไรก็ตามระดับนี้ถือว่ายังอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าก่อนโรคระบาดโควิดที่ 32.5 ล้านคนใน 10M62 เมื่อดูตามรายประเทศ นักท่องเที่ยวชาวมาเลเซียและรัสเซียมีโมเมนตัมแข็งแกร่งด้วยจำนวนนักท่องเที่ยวที่เข้ามาสูงกว่าระดับก่อนโควิดระบาดไปแล้ว ส่วนนักท่องเที่ยวชาวจีน ลาว และญี่ปุ่นฟื้นตัวช้า เนื่องจากเศรษฐกิจชะลอตัว การอ่อนของค่าเงินและประเด็นด้านความเชื่อมั่น โดยการกลับมาที่นักท่องเที่ยวจีนชะลอตัวอยู่ที่เพียง 30% ของช่วงระดับก่อนโควิดระบาด ซึ่งตัวเลขดังกล่าวต่ำกว่าจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางออกนอกประเทศจีนเฉลี่ยอยู่ที่ 55% ของก่อนระดับโควิดระบาดเป็นเพราะว่านักท่องเที่ยวเลือกที่จะเดินทางไปจุดหมายที่ใกล้เคียงอย่างเช่น ฮองกง มาเก๊า กวางกัวที่อื่น ๆ (Figure 7) นอกจากนี้ทัศนคติของนักท่องเที่ยวต่อความปลอดภัยในประเทศไทยแล้ว สถานะเศรษฐกิจชะลอตัวของประเทศจีนจะเป็นอีกประเด็นหนึ่งที่ทำทลายในการดึงดูดนักท่องเที่ยวจีนให้เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญของในปีหน้า ทั้งนี้ กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ได้ประเมินเศรษฐกิจจีนว่าจะขยายตัวที่ 4.7% ในปี 2567F ซึ่งต่ำกว่าที่ 4.9% ในปี 2566F

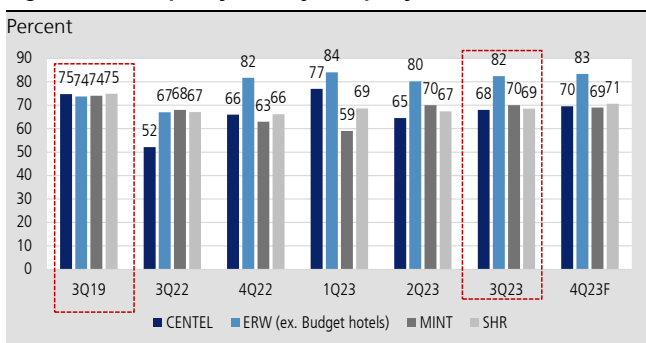
**กำไรสุทธิรวมของกลุ่มโรงแรมเดิโตแก้วแบบกระโดดที่ 270% YoY ใน 9M66**

หุ้นในกลุ่มโรงแรมที่เราศึกษาอยู่มีกำไรสุทธิโดยรวมอยู่ที่ 6.0 พันล้านบาท (+270% YoY) ใน 9M66 แรงหนุนจากการฟื้นตัวของธุรกิจการท่องเที่ยวทั่วโลกโดยเฉพาะในประเทศไทย ขณะที่ บริษัทส่วนใหญ่มีกำไรสุทธิพลิกฟื้นจากขาดทุนสุทธิใน 9M65 เป็นเพราะ occupancy rate เพิ่มขึ้นเป็น 72% ใน 9M66 จากระดับแค่ 52% ใน 9M65 โดยที่ ERW ฟื้นตัวได้ดีที่สุดจากช่วงก่อนโรคโควิดระบาด โดยมี occupancy rate อยู่ที่ 82% ใน 3Q66 (เทียบกับ 74% ใน 3Q62) ส่วนโรงแรมรายอื่น ๆ มี occupancy rates อยู่ระหว่าง 68-70% ใน 3Q66 (เทียบกับ 74-75% ใน 3Q62) สำหรับ ค่าเฉลี่ย ADR ของกลุ่มเพิ่มขึ้น 14% YoY ใน 9M66 โดย ERW มีการเติบโตแข็งแกร่งที่สุดพุ่งขึ้น 40% YoY แต่ CENTEL มีอัตราการเติบโตของ ADR แทบจะทรงตัวใน 9M66 โดยถูกฉุดรั้งจากการลดลงของอัตราค่าเช่าห้องของโรงแรมที่มีลดีฟส์เนื่องจากมีการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น

**คาดการณ์ผลกระทบจำกัดจากการขึ้นอัตราค่าจ้างแรงงานขั้นต่ำที่อาจจะเกิดขึ้น**

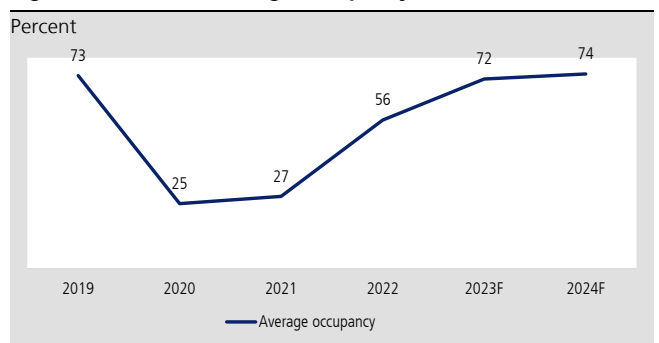
จากการวิเคราะห์ความอ่อนไหว (sensitivity analysis) บ่งชี้ว่าหุ้นในกลุ่มโรงแรมที่เราศึกษาอยู่มีผลกระทบจำกัดจากความเป็นไปได้ของการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเนื่องจากบุคลากรในอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวส่วนใหญ่ได้รับผลตอบแทนสูงกว่าค่าแรงขั้นต่ำอยู่แล้ว และได้รับค่าตอบแทนในรูปแบบทิป (tips) และรายได้จากการบริการ (service charge) โดยเราคาดการณ์ผลกระทบด้านลบอยู่ระหว่าง 0.6-3.5% ต่อประมาณการกำไรสุทธิปี 2567F ของเรา ในกรณีอัตราค่าแรงขั้นต่ำเพิ่มขึ้นเป็น 400 บาท/วัน ทั้งนี้ ภายในกลุ่มโรงแรม เราคาด CENTEL ได้รับผลกระทบเชิงลบมากที่สุดที่ 3.5% ต่อประมาณการกำไรสุทธิปี 2567F เนื่องจากมีสัดส่วนรายได้จากธุรกิจอาหารในประเทศไทยสูงกว่ารายอื่น ขณะที่ MINT น่าจะได้รับผลกระทบเชิงลบน้อยที่สุดที่ 0.6% เพราะธุรกิจส่วนใหญ่อยู่ในต่างประเทศ

Figure 11: Occupancy rate by company



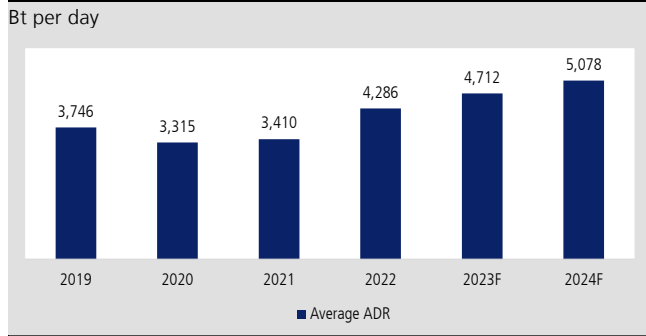
Source: Company data; KGI Securities Research  
\*ERW's number excludes budget hotels in its portfolio

Figure 12: Sector's average occupancy rate



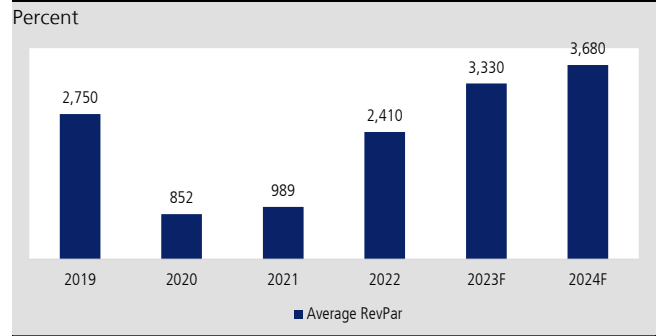
Source: Company data; KGI Securities Research  
\*ERW's number excludes budget hotels in its portfolio

**Figure 13: Sector's average ADR**



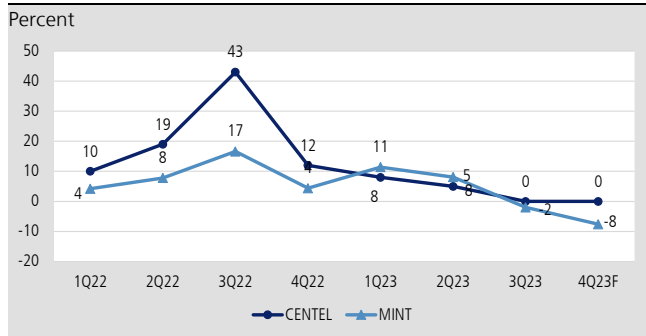
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 14: Sector's average RevPar**



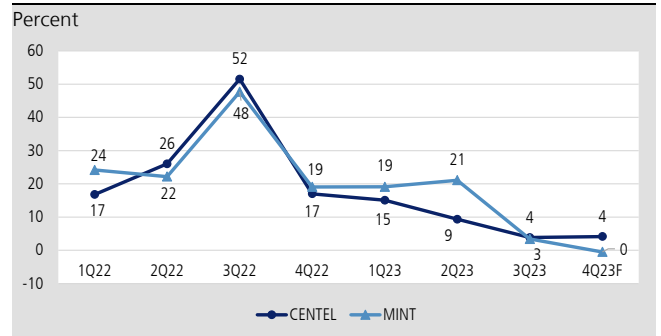
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 15: Same-store-sales growth**



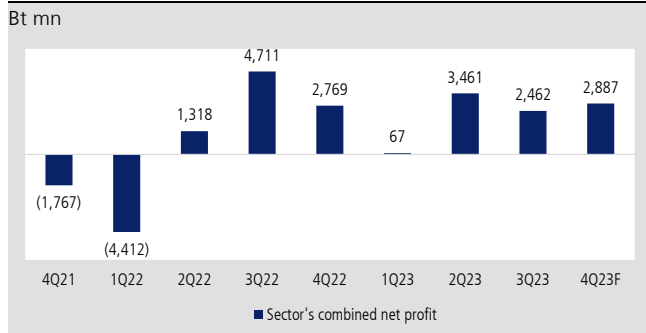
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 16: Total-system-sales growth**



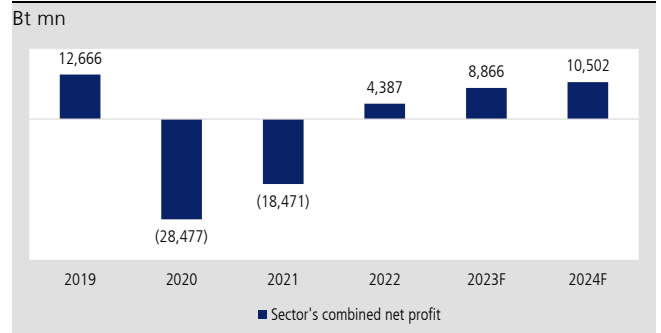
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 17: Quarterly net profits**



Source: Company data, KGI Securities Research

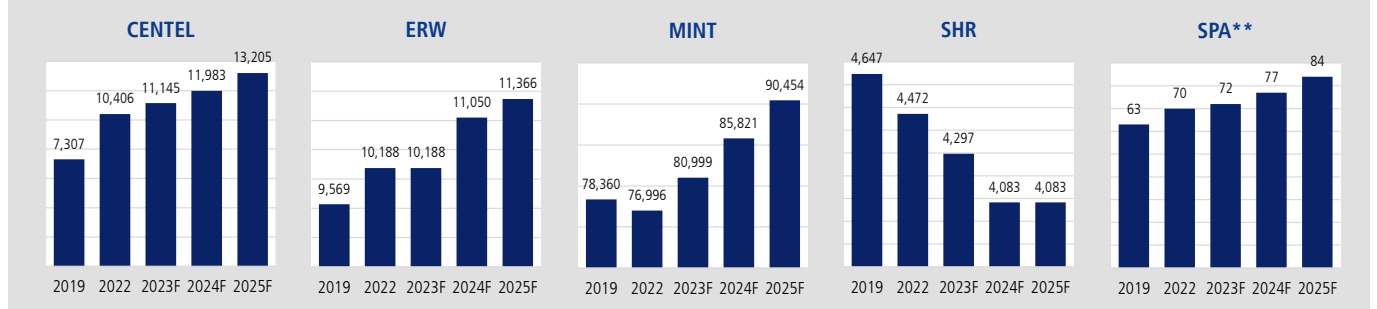
**Figure 18: Yearly net profits**



Source: Company data, KGI Securities Research

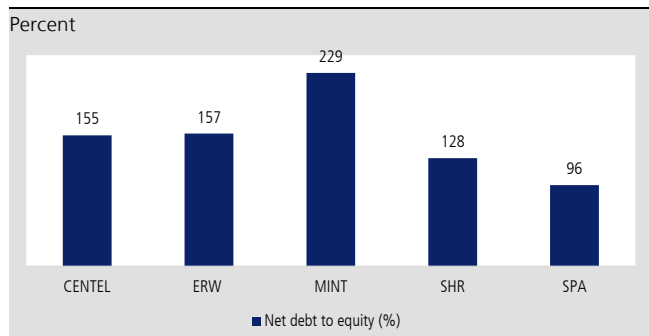
**Figure 19: Expansion plan**

Number of room (include JVs and hotels under management agreements) /branch

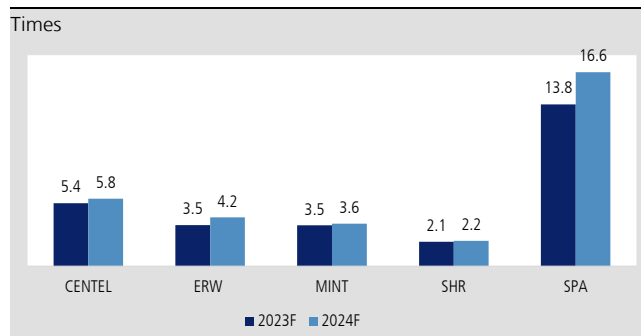


Source: Company data; KGI Securities Research

\*\* SPA is number of branch

**Figure 20: Expected net debt to equity in 2024F**


Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 21: Interest coverage ratio**


Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 22: Sensitivity analysis minimum wage increase to Bt400/day**

Stock	% of labor cost to revenue	NP margin (%)	2024F net profit (Bt mn)	Expected increase in labor cost (Bt)	% impact to NP
CENTEL	17.3	8.1	1,972	69	3.5
ERW	29.6	11.2	887	12	1.4
MINT	26.7	6.1	7,208	45	0.6
SHR	32.6	1.1	104	2	2.1
SPA	38.6	20.3	330	3	1.0

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 23: CENTEL's key financials and valuations**

	Dec - 19A	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	20,623	12,893	11,197	17,488	21,411	24,432
Gross Profit (Btmn)	8,434	4,056	3,584	6,994	8,949	10,252
SG&A (Btmn)	6,828	5,831	5,075	6,400	7,306	7,722
Net Profit (Btmn)	1,744	-2,775	-1,733	398	1,270	1,972
Normalized Profit (Btmn)	1,722	-1,550	-1,733	398	1,270	1,972
EPS (Bt)	1.29	(2.06)	(1.28)	0.29	0.94	1.46
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS Growth (%)	(19.9)	(259.1)	(37.5)	(123.0)	219.1	55.3
P/E (X)	19.3	NM	NM	170.4	45.7	29.4
P/B (X)	2.5	3.2	2.3	3.7	2.9	2.6
EV/EBITDA (X)	9.5	15.9	30.7	20.1	14.7	12.6
Net Debt to Equity (%)	81	219	145	138	153	155
Dividend Yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Return on Average Equity (%)	13.1	-23.5	-12.4	2.2	6.6	9.4

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 24: ERW's key financials and valuations**

	Dec - 19A	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	6,379	2,306	1,485	4,629	6,925	7,911
Gross Profit (Btmn)	2,650	-171	-734	1,475	2,978	3,442
SG&A (Btmn)	1,651	1,005	915	1,377	1,911	2,160
Net Profit (Btmn)	446	-1,715	-2,050	-224	678	887
Normalized Profit (Btmn)	445	-1,604	-2,050	-265	618	827
EPS (Bt)	0.18	(0.68)	(0.56)	(0.05)	0.15	0.18
DPS (Bt)	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS Growth (%)	(17.5)	(485.8)	NM	NM	NM	21.1
P/E (X)	21.6	NM	NM	NM	35.1	29.0
P/B (X)	1.7	1.5	1.8	3.6	3.7	3.1
EV/EBITDA (X)	10.1	NM	NM	30.9	17.6	15.3
Net Debt to Equity (%)	184	399	252	253	233	157
Dividend Yield (%)	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Return on Average Equity (%)	7.9	-35.8	-41.7	-3.8	11.2	11.9

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 25: MINT's key financials and valuations**

	Dec - 19A	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	119,023	55,954	69,481	119,929	146,736	150,125
Gross Profit (Btmn)	53,829	8,700	22,064	52,175	66,298	67,825
SG&A (Btmn)	46,434	28,049	38,882	42,189	49,634	50,748
Net Profit (Btmn)	10,698	-21,407	-13,167	4,286	6,637	7,208
Normalized Profit (Btmn)	7,061	-19,389	-9,314	2,019	6,846	7,208
EPS (Bt)	2.04	(4.71)	(2.83)	0.54	0.86	0.94
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.25	0.30	0.40
EPS Growth (%)	119.0	(331.1)	NM	NM	59.8	8.9
P/E (X)	17.7	NM	NM	59.9	31.7	29.1
P/B (X)	2.2	1.9	2.2	2.4	1.8	1.6
EV/EBITDA (X)	13.2	146.0	23.6	12.0	9.7	9.2
Net Debt to Equity (%)	180	340	333	306	266	229
Dividend Yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.8	1.1	1.5
Return on Average Equity (%)	14.6	-30.1	-19.5	6.2	8.5	8.0

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 26: SHR's key financials and valuations**

	Dec - 19A	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	3,818	1,563	4,512	8,693	9,527	9,799
Gross Profit (Btmn)	1,328	(105)	916	2,885	3,258	3,381
SG&A (Btmn)	1,450	2,372	1,743	2,147	2,317	2,370
Net Profit (Btmn)	(467)	(2,371)	(1,234)	14	5	104
Normalized Profit (Btmn)	(467)	(1,908)	(1,229)	(39)	23	104
EPS (Bt)	-0.20	-0.66	-0.34	0.00	0.00	0.03
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS Growth (%)	(152)	235	(48)	(101)	(63)	1840
P/E (X)	(26)	NM	NM	NM	3477	179
P/B (X)	0.4	0.6	0.7	0.9	0.6	0.6
EV/EBITDA (X)	14.7	26.8	52.0	15.1	11.2	10.6
Net Debt to Equity (%)	42.7	57.1	122.3	112.1	131.4	128.1
Dividend Yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Return on Average Equity (%)	(3.1)	(14.1)	(7.8)	0.1	0.0	0.7

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 27: SPA's key financials and valuations**

	Dec - 19A	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	1,384	427	168	711	1,455	1,628
Gross Profit (Btmn)	441	-80	-151	80	442	526
SG&A (Btmn)	163	119	108	127	138	150
Net Profit (Btmn)	245	-209	-287	-88	275	330
Normalized Profit (Btmn)	242	-209	-287	-88	275	330
EPS (Bt)	0.29	(0.24)	(0.34)	(0.10)	0.32	0.39
DPS (Bt)	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS Growth (%)	19.4	(185.2)	NM	NM	NM	19.9
P/E (X)	33.7	NM	NM	NM	37.3	31.1
P/B (X)	7.3	6.6	9.3	17.7	12.2	8.7
EV/EBITDA (X)	20.4	516.9	98.0	42.4	17.6	15.1
Net Debt to Equity (%)	29	178	247	293	171	96
Dividend Yield (%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Return on Average Equity (%)	23.4	-20.5	-37.6	-14.8	38.9	32.7

Source: Company data, KGI Securities Research

# Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



## Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	RATCH	RATCH GROUP
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RBF	R&B FOOD SUPPLY
AMA	AMA MARINE	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAT	SOMBOON ADVANCE TECHNOLOGY
AMATA	AMATA CORPORATION	HANA	HANA MICROELECTRONICS	SCB	SCB X
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HENG	HENG LEASING AND CAPITAL	SCC	THE SIAM CEMENT
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	SCCC	SIAM CITY CEMENT
AP	AP (THAILAND)	INTUCH	INTOUCH HOLDINGS	SCGP	SCG PACKAGING
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	IRPC	IRPC	SEAFECO	SEAFECO
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	IVL	INDORAMA VENTURES	SHR	S HOTELS AND RESORTS
BANPU	BANPU	KBANK	KASIKORNBANK	SICT	SILICON CRAFT TECHNOLOGY
BBL	BANGKOK BANK	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BCP	BANGCHAK CORPORATION	KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	SNC	SNC FORMER
BPCG	BPCG	KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	SPALI	SUPALAI
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTC	KRUNGTHAI CARD	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
BGRIM	B.GRIMM POWER	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
BPP	BANPU POWER	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	SUN	SUNSWEEP
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	MBK	MBK	SVI	SVI
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TACC	T.A.C. CONSUMER
CK	CH. KARNCHANG	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TCAP	THANACHART CAPITAL
CKP	CK POWER	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	THCOM	THAICOM
COM7	COM7	ORI	ORIGIN PROPERTY	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CPALL	CP ALL	OSP	OSOTSPA	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CPAXT	CP AXTRA	PLANB	PLAN B MEDIA	TOP	THAI OIL
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PSH	PRUKSA HOLDING	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PTG	PTG ENERGY	TU	THAI UNION GROUP
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTT	PTT	VGI	VGI
DOHOM	DOHOME	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	WHA	WHA CORPORATION
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER
GFPT	GFPT	PYLON	PYLON	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	QH	QUALITY HOUSES		



## Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AEONTS	AEON THANA SINSAP (THAILAND)	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SFT	SHRINKFLEX (THAILAND)
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SINGER	SINGER THAILAND
BEC	BEC WORLD	M	MK RESTAURANT GROUP	SMD	SAINTMED
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	SNNP	SRINANAPORN MARKETING
CBG	CARABAO GROUP	NETBAY	NETBAY	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
CHG	CHULARAT HOSPITAL	PJW	PANJAWATTANA PLASTIC	TFG	THAIFOODS GROUP
ERW	THE ERAWAN GROUP	SAK	SAKSAM LEASING	TIDLOR	NGERN TID LOR
ESSO	ESSO (THAILAND)	SAPPE	SAPPE	TNP	THANAPIRIYA
HUMAN	HUMANICA	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION	UBE	UBON BIO ETHANOL
IIG	I&I GROUP	SFLEX	STARFLEX	XO	EXOTIC FOOD



## Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AU	AFTER YOU	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TPCH	TPC POWER HOLDING
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	MENA	MENA TRANSPORT		
JMART	JAYMART GROUP HOLDINGS	SISB	SISB		

## Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BBGI	BBGI	NTSC	Nutrition SC	TGE	THACHANG GREEN ENERGY
BTG	BETAGRO	PLT	Pilatus Marine		
ITC	i-Tail Corporation	PQS	Premier Quality Starch		

Source: www.thai-iod.com

**Disclaimer:** The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.



## Anti-corruption Progress Indicator

### Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORN BANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

### Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BGP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFECO	SEAFECO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

### Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

### No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

**Disclaimer:** The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

**KGI Locations**

<b>China</b>	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
<b>Singapore</b>		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

**KGI's Ratings**

<b>Rating</b>	<b>Definition</b>
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.  Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

**Disclaimer**

KGI Securities (Thailand) Plc. ( "The Company" ) disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.