

25 April 2025

Tourism

ปรับเป้าหมายนักท่องเที่ยวรวมและกำไรกลุ่มลง, คาดกำไร 1Q25E จะน้อยกว่าตลาดคาด

Recommendation **Neutral (maintained)**

เรายังคงแนะนำนักลงทุนเป็น “เท่ากับตลาด” แม้ว่าเราจะมีการปรับประมาณการกำไรและจำนวนนักท่องเที่ยวลง แต่จากราคาหุ้นของกลุ่มที่ลงมาราว -30% ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา โดยเราปรับประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวในปี 2025E/2026E ลงมาอยู่ที่ 34.5/36.2 ล้านคน จากการปรับจำนวนนักท่องเที่ยวจีนลงมาอยู่ที่ 5.0/5.5 ล้านคน จากผลกระทบของ Tariff รวมถึงแผ่นดินไหว และเหตุการณ์ความไม่ปลอดภัย ทำให้เราปรับประมาณการกำไรสุทธิของกลุ่มท่องเที่ยวปี 2025E/2026E ลง -4%/-5% (แต่ยังไม่ได้ปรับ MINT เพราะรอบประชุมวันที่ 30 เม.ย. 25) จากการปรับจำนวนนักท่องเที่ยวและ RevPAR ลง ทำให้ได้กำไรสุทธิของกลุ่มอยู่ที่ 1.23/1.36 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น +9% YoY/+11% YoY โดยเราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2025E ของ ERW มากที่สุดที่ -22% รองลงมาเป็น SHR ที่ -17% และ CENTEL -12%

คาดการณ์กำไร 1Q25E ของ CENTEL, ERW, SHR มีความเสี่ยงจะต่ำกว่าที่ตลาดคาด โดย CENTEL เราคาดการณ์กำไรปกติ 1Q25E จะอยู่ที่ 709 ล้านบาท (ต่ำกว่าที่เราคาดไว้เบื้องต้นที่ราว 800-850 ล้านบาท) ลดลง -5% YoY แต่เพิ่มขึ้น +19% QoQ โดย RevPAR น้อยกว่าคาด และมีค่าใช้จ่ายมากกว่าคาด, ERW เราคาดการณ์กำไรปกติ 1Q25E จะอยู่ที่ 323 ล้านบาท (ต่ำกว่าที่เราคาดไว้เบื้องต้นที่ราว 380-400 ล้านบาท) เพิ่มขึ้น +12% YoY แต่ลดลง -13% QoQ เพราะมี RevPAR โตได้น้อยกว่าคาด, SHR เราคาดการณ์กำไรปกติ 1Q25E จะอยู่ที่ 165 ล้านบาท (ต่ำกว่าที่เราคาดไว้เบื้องต้นที่ราว 200-220 ล้านบาท) เพิ่มขึ้น +42 YoY และ +13% QoQ จากภาษีรายได้ที่มากกว่าคาด และมีรายได้ที่ได้น้อยกว่าที่คาด

ราคาหุ้นกลุ่มท่องเที่ยวลดลง -14%/-28% ในช่วง 6 เดือน/1 ปีที่ผ่านมา เพราะหลากหลายเหตุการณ์ที่กล่าวไว้ข้างต้น ขณะที่ Valuation มีการซื้อขายที่ EV/EBITDA ที่ยังต่ำกว่าช่วงก่อนโควิด โดย Top pick ของกลุ่มท่องเที่ยวเราเลือก MINT (ซื้อเป้า 34.00 บาท) จาก valuation ยังถูกกว่ากลุ่มฯซื้อขาย 2025E EV/EBITDA ที่ 10x (-2.00SD) ขณะที่จะได้รับผลกระทบจากนักท่องเที่ยวจีนน้อยกว่ากลุ่ม ประกอบกับที่ยุโรปเน้นนักท่องเที่ยวในประเทศเป็นหลัก

Event: Sector update

▣ **ปรับประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวในปี 2025E/2026E ลงอยู่ที่ 34.5/36.2 ล้านคน** จากการปรับจำนวนนักท่องเที่ยวจีนลงเป็นหลัก จากผลกระทบของ Tariff ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อภาคเติบโตของ GDP ทั่วโลกจะลดลง ทำให้นักท่องเที่ยวชะลอการเดินทางลง รวมถึงแผ่นดินไหวในไทยเมื่อวันที่ 28 มี.ค. 25 และเหตุการณ์ความไม่ปลอดภัยในประเทศไทยตั้งแต่เดือน ม.ค. 25 ทำให้ภาพรวมการท่องเที่ยวมีการฟื้นตัวได้น้อยกว่าที่คาด โดยเฉพาะนักท่องเที่ยวจีนที่หดตัวลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้เราปรับประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวรวมในปี 2025E/2026E ลง -9%/-7% มาอยู่ที่ 34.5/36.2 ล้านคน หรือคิดเป็น ปี 2025E/2026E ลดลง -3% YoY / เพิ่มขึ้น +5% YoY และปรับจำนวนนักท่องเที่ยวจีนในปี 2025E/2026E ลง -29%/-27% มาอยู่ที่ 5.0/5.5 ล้านคน หรือคิดเป็น ปี 2025E/2026E ลดลง -26% YoY / เพิ่มขึ้น +10% YoY ขณะที่นักท่องเที่ยวชาติอื่นยังฟื้นตัวได้ดี โดยเฉพาะยุโรป, รัสเซีย และอินเดีย โดยเราคาดว่านักท่องเที่ยวอื่นที่ไม่รวมจีนปี 2025E-2026E จะยังโตได้ที 2-4% YoY (Fig 2)

▣ **ปรับประมาณการกำไรสุทธิของกลุ่มท่องเที่ยวปี 2025E/2026E ลง -4%/-5%** จากการปรับจำนวนนักท่องเที่ยวและ RevPAR ลง เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2025E/2026E ของกลุ่มท่องเที่ยวลง -4%/-5% (Fig 9) จากการปรับจำนวนนักท่องเที่ยวและ RevPAR ลง (แต่ยังไม่ได้ปรับ MINT เพราะรอบประชุมวันที่ 30 เม.ย. 25) เหลือการเติบโตของ RevPAR เพียง 3-4% YoY จากเดิมที่โตราว 5-10% YoY (Fig 10) ทำให้ได้กำไรสุทธิของกลุ่มอยู่ที่ 1.23/1.36 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น +9% YoY/+11% YoY โดยเราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2025E ของ ERW มากที่สุดที่ -18% รองลงมาเป็น SHR ที่ -17% และ CENTEL -12%

▣ **คาดการณ์กำไร 1Q25E ของ CENTEL, ERW, SHR มีความเสี่ยงจะต่ำกว่าที่ตลาดคาด** จากการสอบถาม CENTEL, ERW, SHR ทำให้เราประเมินว่า มีความเสี่ยงที่จะต่ำกว่าตลาดคาด โดยมีรายละเอียดดังนี้

Price performance



| Price performance | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---------------------|-------|-------|--------|--------|
| Absolute (%) | -8.26 | -3.21 | -14.48 | -27.86 |
| Relative to SET (%) | -4.63 | 12.09 | 7.01 | -12.12 |

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

CENTEL: คาดกำไรปกติ 1Q25E จะอยู่ที่ 709 ล้านบาท (ต่ำกว่าที่เราคาดไว้เบื้องต้นที่ราว 800-850 ล้านบาท) ลดลง -5% YoY แต่เพิ่มขึ้น +19% QoQ (Fig 11-12) โดย RevPAR น้อยกว่าคาด และมีค่าใช้จ่ายมากกว่าคาดจาก pre-opening cost ที่มีลติฟส์ -50 ล้านบาท และมีขาดทุนจากโรงแรมใหม่ที่มีลติฟส์อีกราว -50 ล้านบาท โดย 1) ธุรกิจโรงแรมมี RevPAR เพิ่มขึ้นเพียง +1% YoY และ +18% QoQ จากการเติบโตที่ไทยเป็นหลัก ขณะที่มัลติฟส์ (ของเดิม) ลดลงถึง -41% YoY แต่เพิ่มขึ้น +17% QoQ จากการแข่งขันทางด้านราคาที่สูงขึ้น ส่วนญี่ปุ่นและดูไบลดลงตามผลของฤดูกาล ส่วน 2) ธุรกิจอาหาร SSSG ตามคาด เพิ่มขึ้น +1% YoY จากไตรมาสก่อนที่ทรงตัว YoY ด้าน 3) Gross profit margin (GPM) โดยรวมลดลงมาอยู่ที่ 44.8% จาก 1Q24 ที่ 45.4% แต่เพิ่มขึ้นจาก 4Q24 ที่ 40.8% เนื่องจากธุรกิจโรงแรมเป็น High season ทั้งนี้ไตรมาสจะมีขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินจำนวน -52 ล้านบาท ซึ่งจะทำให้กำไรสุทธิจะอยู่ที่ 657 ล้านบาท ลดลง -13% YoY และ -2% QoQ

ERW: คาดกำไรปกติ 1Q25E จะอยู่ที่ 323 ล้านบาท (ต่ำกว่าที่เราคาดไว้เบื้องต้นที่ราว 380-400 ล้านบาท) เพิ่มขึ้น +12% YoY แต่ลดลง -13% QoQ (Fig 13-14) เพราะมี RevPAR โตได้น้อยกว่าคาด โดย 1) ภาพรวมรายได้เฉลี่ยต่อห้องที่ไม่รวม Budget (RevPAR) อยู่ที่ 2,988 บาท เพิ่มขึ้น +5% YoY แต่ลดลง -2% QoQ แม้ว่าจะเป็น High season ของไทยต่อเนื่องจาก 4Q24 แต่หดตัว QoQ เพราะฐานสูง โดย ARR ที่อยู่ที่ 3,600 บาท เพิ่มขึ้น +6% YoY แต่ทรงตัว QoQ ส่วน Occupancy rate อยู่ที่ 83% ลดลงจาก 1Q24 ที่ 84% และ 4Q24 ที่ 85% ด้าน Hop Inn ในประเทศไทยมี RevPAR เพิ่มขึ้น +14% YoY และ +1% QoQ ส่วน Hop Inn ที่ฟิลิปปินส์ RevPAR ลดลง -9% YoY แต่เพิ่มขึ้น +1% QoQ จากนักท่องเที่ยว Local เป็นหลัก และ 2) มีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเพิ่มขึ้น +10% YoY และ +1% QoQ ตามช่วง High season รวมถึงมีดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง -5% YoY/QoQ จากการคืนเงินกู้

SHR: คาดกำไรปกติ 1Q25E จะอยู่ที่ 165 ล้านบาท (ต่ำกว่าที่เราคาดไว้เบื้องต้นที่ราว 200-220 ล้านบาท) เพิ่มขึ้น +42 YoY และ +13% QoQ (Fig 15-16) จากภาษีที่มากกว่าคาด โดยไตรมาสจะเสียที่ -62 ล้านบาท (เดิมคาดว่าจะเสียที่ -40 ล้านบาท) เพราะมีภาษีจ่ายจาก UK เพิ่มขึ้น และมีรายได้ที่ได้น้อยกว่าที่คาด โดยภาพรวม RevPAR เป็นไปตามคาด เพิ่มขึ้น +10% YoY และ +16% QoQ เพราะไทย (RevPAR +11% YoY, +82% QoQ) กับมัลติฟส์ (RevPAR +1% YoY, +27% QoQ) เติบโตได้ แต่ UK (RevPAR +11% YoY, -22% QoQ) เพราะเป็นช่วง Low season และมี Renovate จำนวน 104 ห้อง ด้านต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายอยู่ที่ 238 ล้านบาท ลดลงได้ถึง -20% YoY แต่ทรงตัว QoQ เพราะมีการ Refinance เป็นหุ้นกู้ ขณะที่มัลติฟส์อยู่ที่ 135 ล้านบาท เพราะมี write-off จาก Tax loss carry forward ที่หมดอายุที่ Mauritius ที่ราว -30 ล้านบาท

□ **ภาพรวม Occ. Rate เดือน เม.ย. 25 โรงแรมใน กทม. ลดลงมากกว่าต่างจังหวัด** จากการอัปเดตเดือน เม.ย. 25 ภาพรวม Occ. Rate โรงแรมใน กทม. ลดลงมากกว่าต่างจังหวัด เพราะผลกระทบส่วนหนึ่งมาจากเหตุการณ์แผ่นดินไหว โดย CENTEL คาดว่า Occ. Rate โดยรวมจะอยู่ที่ 67% ลดลงจาก 1Q25E ที่ 77% ขณะที่ ADR เพิ่มขึ้นได้ +15% YoY แต่ RevPAR โดยรวมทรงตัว QoQ แม้ว่าประเทศไทยเริ่มเห็นแนวโน้มที่ลดลงเพราะเป็นช่วง Low season แต่ที่ญี่ปุ่นมี World Expo ที่โอซาก้าทำให้ RevPAR โตได้ถึง +35% YoY และดูไบเริ่มเข้า High season ทำให้ RevPAR โตได้ดีที่ +18% YoY ส่วน ERW คาดว่า Occ. Rate โดยรวมจะอยู่ที่ 75% ลดลงจาก 1Q25E ที่ 83% ขณะที่ ADR ลดลงทั้ง YoY/QoQ เพราะฐานสูง ทำให้เราคาดว่า RevPAR มีความเสี่ยงที่จะลดลงทั้ง YoY/QoQ เช่นกัน ส่วนหนึ่งเกิดจากนักท่องเที่ยวจีนที่เข้ามาน้อยกว่าคาด เพราะ ERW มีสัดส่วนนักท่องเที่ยวจีนสูงที่สุดในกลุ่มที่ราว 12%

Valuation/Catalyst/Risk

□ **เราให้น้ำหนักการลงทุนเป็น “เท่ากับตลาด” แม้ว่าเราจะมีการปรับประมาณการกำไรและจำนวนนักท่องเที่ยวลง แต่จากราคาหุ้นของกลุ่มที่ลงมาราว -30% ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา ขณะที่ ERW ลดลงมากที่สุดที่ -52% รองลงมาเป็น CENTEL ลดลงที่ -43%, SHR -25% และ MINT -21% ทำให้เราคาดว่า ราคาหุ้นได้รับปัจจัยลบไปแล้วบางส่วน ขณะที่ Valuation มีการซื้อขายที่ EV/EBITDA ที่ยังต่ำกว่าช่วงก่อนโควิด ยกเว้น ERW ทั้งนี้เรามีการปรับราคาเป้าหมายของทุกตัวลง ยกเว้น MINT จากการปรับกำไรและปรับ WACC เพิ่มจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น (Fig 17) ทำให้ได้ราคาเป้าหมายใหม่ดังนี้ CENTEL ยังแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายปี 2025E ใหม่ที่ 35.00 บาท อิง DCF (WACC 8.6%, terminal growth 2.5%) จากเดิมที่ 44.00 บาท อิง DCF (WACC 7.6%, terminal growth 2.5%) ERW ยังแนะนำ “ถือ” ราคาเป้าหมายปี 2025E ใหม่ที่ 2.80 บาท อิง DCF (WACC 8.7%, terminal growth 2.5%) จากเดิมที่ 4.40 บาท อิง DCF (WACC 7.6%, terminal growth 2.5%) เพราะยังมี Overhang จากการต่อสัญญาที่โรงแรมแกรนด์ไฮแอทเอราวัณ**

Analyst: Saranrat Panthachotirat (Reg. No. 028916)

SHR ปรับลงเป็น “ถือ” ราคาเป้าหมายปี 2025E ใหม่ที่ 2.20 บาท จิง DCF (WACC 9.8%, terminal growth 2.5%) จากเดิมที่ 3.20 บาท จิง DCF (WACC 8.6%, terminal growth 2.5%) เพราะมีความเสี่ยงที่ภาษีจ่ายจะมากกว่าคาดมาก (ซึ่งยังไม่ได้รวมในประมาณการ)

โดย Top pick ของกลุ่มท่องเที่ยว เราเลือก MINT

MINT (ซื้อ/เป้า 34.00 บาท) จาก valuation ยังถูกกว่ากลุ่มซื้อขาย 2025E EV/EBITDA ที่ 10x (-2.00SD below 10-yr average EV/EBITDA) ถูกกว่า ERW และ CENTEL ที่ average EV/EBITDA ขณะที่หุ้นไม่ขาดทุนใน 1Q25E แม้ว่าจะเป็น Low season ที่ยุโรป แต่ไทยยังโตได้ดี และมีการลดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยเข้ามาช่วยหนุน ส่วน 2Q-3Q25E จะเป็นช่วง High season ที่ยุโรป ขณะที่จะได้รับผลกระทบจากนักท่องเที่ยวจีนน้อยกว่ากลุ่ม ประกอบกับที่ยุโรปเน้นนักท่องเที่ยวในประเทศเป็นหลัก

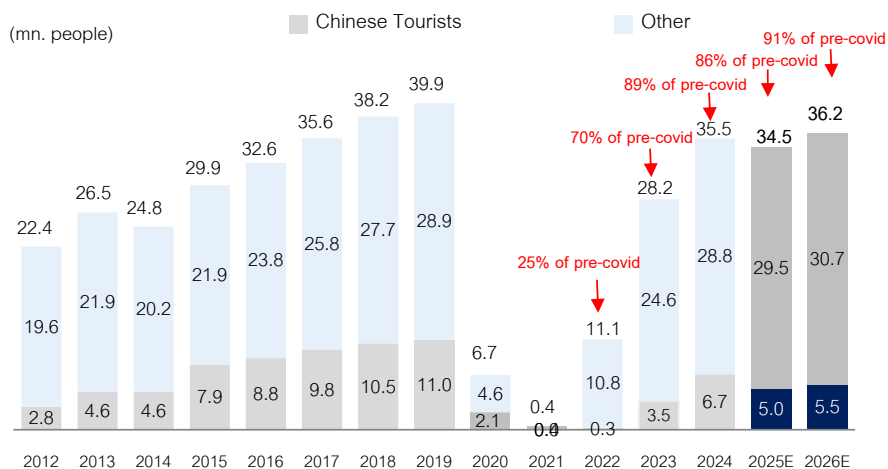
เรียงตามความชอบจะเป็น MINT > CENTEL > ERW > SHR

Fig 1: Peer comparison

| Stock | Rec | Price 24-Apr-25 | Target price | Upside (%) | Net profit gwth (%) | | | Core profit gwth (%) | | | PER (x) | | | PBV (x) | | | Div. yield (%) | | | ROE (%) | | |
|--------|------|--------------------|-----------------|---------------|---------------------|-------|------|----------------------|-------|------|---------|------|------|---------|-----|-----|----------------|-----|-----|---------|-----|-----|
| | | | | | 24A | 25E | 26E | 24A | 25E | 26E | 24A | 25E | 26E | 24A | 25E | 26E | 24A | 25E | 26E | 24A | 25E | 26E |
| CENTEL | BUY | 26.00 | 35.00 | 34.6 | 40.5 | 6.0 | 4.1 | 79.9 | 4.3 | 4.1 | 20.0 | 18.9 | 18.2 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 2.3 | 2.4 | 2.5 | 8.4 | 8.1 | 7.7 |
| ERW | HOLD | 2.32 | 2.80 | 20.7 | 72.4 | -39.8 | 3.3 | 23.8 | -16.8 | 3.3 | 8.9 | 14.7 | 14.2 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 3.9 | 2.7 | 2.8 | 13.8 | 8.1 | 7.6 |
| MINT | BUY | 25.75 | 34.00 | 32.0 | 43.3 | 19.3 | 11.7 | 17.6 | 10.2 | 11.7 | 18.8 | 15.8 | 14.1 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 3.1 | 3.7 | 4.2 | 7.8 | 8.9 | 9.5 |
| SHR | HOLD | 1.78 | 2.20 | 23.6 | 55.5 | 179.0 | 30.1 | 181.2 | 133.0 | 30.1 | 47.6 | 17.1 | 13.1 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 1.4 | 2.9 | 3.8 | 0.8 | 2.3 | 3.0 |
| Sector | | | | | 45.9 | 12.2 | 10.6 | 26.1 | 8.8 | 10.6 | 23.8 | 16.6 | 14.9 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 2.7 | 2.9 | 3.3 | 7.7 | 6.8 | 6.9 |

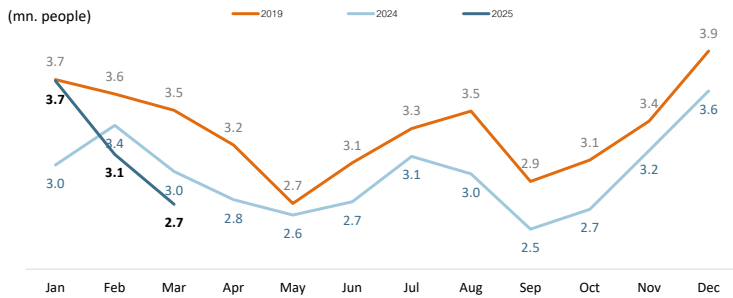
Source: DAOL

Fig 2: จำนวนนักท่องเที่ยวรวมและนักท่องเที่ยวจีนรายปี



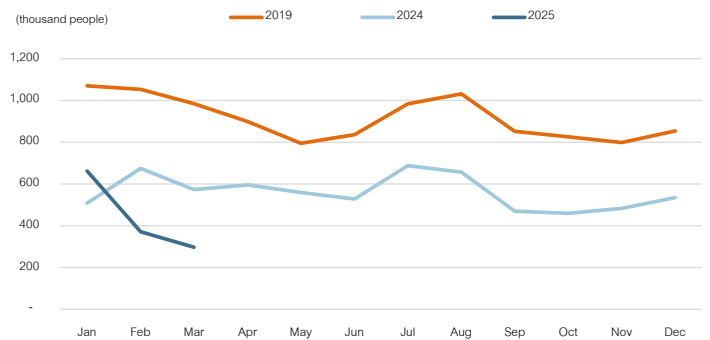
Source: กระทรวงท่องเที่ยวและกีฬา (MOTS), DAOL

Fig 3: นักท่องเที่ยวรวมรายเดือนปี 2025 เทียบกับปี 2019/2024



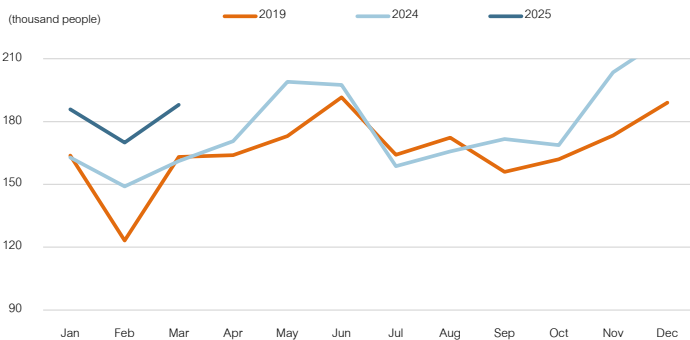
Source: MOTS, DAOL

Fig 4: นักท่องเที่ยวจีนรายเดือนปี 2025 เทียบกับปี 2019/2024



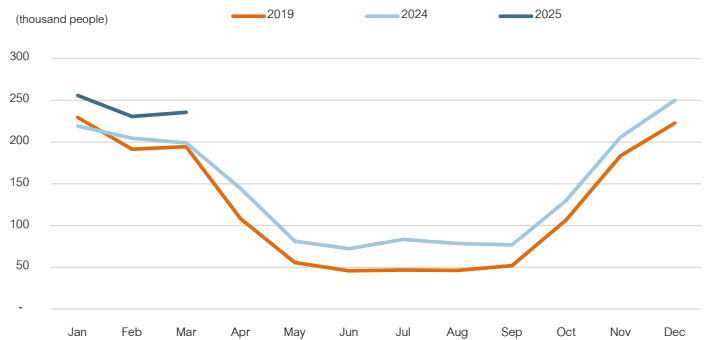
Source: MOTS, DAOL

Fig 5: นักท่องเที่ยวอินเดียรายเดือนปี 2025 เทียบกับปี 2019/2024



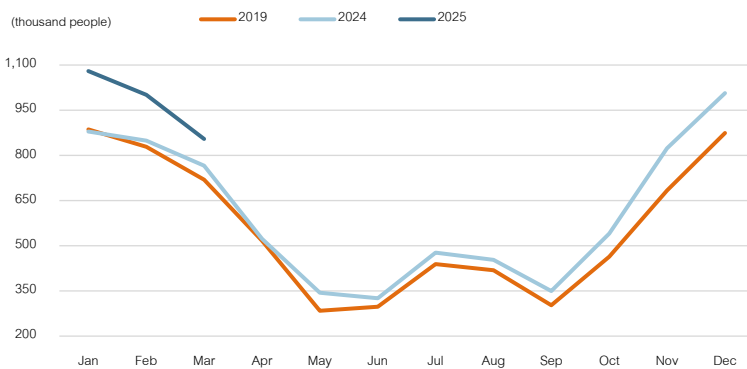
Source: MOTS, DAOL

Fig 6: นักท่องเที่ยวรัสเซียรายเดือนปี 2025 เทียบกับปี 2019/2024



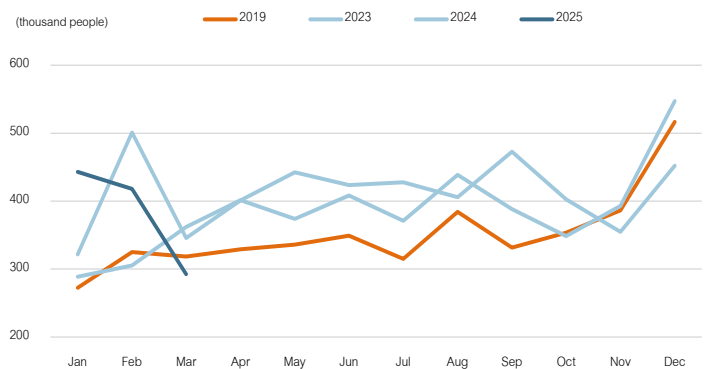
Source: MOTS, DAOL

Fig 7: นักท่องเที่ยวยุโรปรายเดือนปี 2025 เทียบกับปี 2019/2024



Source: MOTS, DAOL

Fig 8: นักท่องเที่ยวมาเลเซียรายเดือนปี 2025 เทียบกับปี 2019/2024



Source: MOTS, DAOL

Fig 9: ปรับประมาณการกำไรปกติปี 2025E-2026E

| Core profit | 2025E | | | 2026E | | |
|-------------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| | Old | New | %change | Old | New | %change |
| CENTEL | 2,109 | 1,858 | -12% | 2,369 | 1,934 | -18% |
| ERW | 991 | 772 | -22% | 1,062 | 797 | -25% |
| SHR | 453 | 375 | -17% | 543 | 488 | -10% |
| MINT | 9,249 | 9,249 | 0% | 10,332 | 10,332 | 0% |
| Total | 12,803 | 12,254 | -4% | 14,307 | 13,550 | -5% |

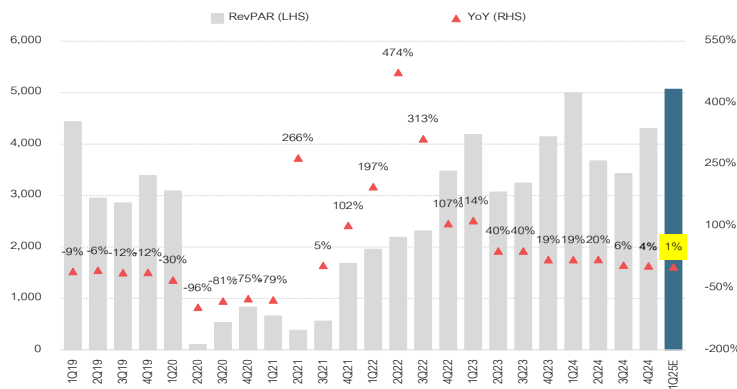
Source: DAOL

Fig 10: ปรับ RevPAR ปี 2025E-2026E

| RevPAR | 2025E | | | 2026E | | |
|--------|-------|-----|---------|-------|-----|---------|
| | Old | New | %change | Old | New | %change |
| CENTEL | 10% | 4% | -6% | 7% | 4% | -3% |
| ERW | 6% | 3% | -3% | 5% | 3% | -2% |
| SHR | 5% | 3% | -2% | 5% | 4% | -1% |
| MINT | 4% | 4% | 0% | 3% | 3% | 0% |

Source: DAOL

Fig 11: CENTEL - quarterly RevPAR



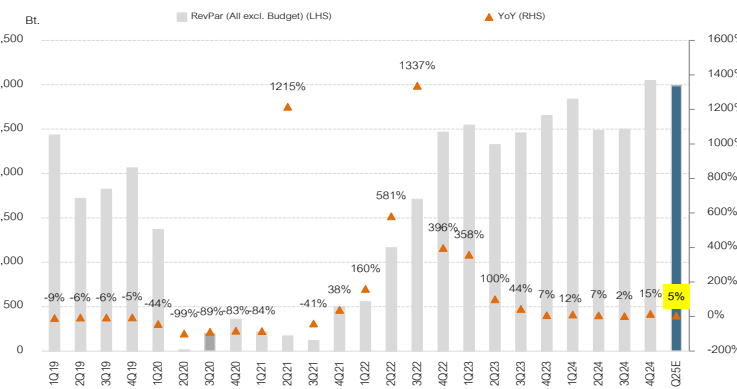
Source: CENTEL, DAOL

Fig 12: CENTEL - 1Q25E earnings preview

| CENTEL 1Q25E earnings preview | | | | | | | | |
|-------------------------------|---------|---------|--------|---------|--------|----------|----------|--------|
| FY: Dec (Bt mn) | 1Q25E | 1Q24 | YoY | 4Q24 | QoQ | 2025E | 2024 | YoY |
| Revenues | 6,286 | 6,104 | 3.0% | 6,007 | 4.6% | 24,255 | 23,049 | 5.2% |
| CoGS | (3,469) | (3,335) | 4.0% | (3,555) | -2.4% | (14,207) | (13,424) | 5.8% |
| Gross profit | 2,817 | 2,769 | 1.8% | 2,452 | 14.9% | 10,047 | 9,624 | 4.4% |
| SG&A | (2,127) | (1,899) | 12.0% | (1,889) | 12.6% | (8,268) | (7,687) | 7.6% |
| EBITDA | 1,844 | 1,909 | -3.4% | 1,834 | 0.6% | 7,843 | 6,418 | 22.2% |
| Other inc./exps | 308 | 286 | 8.0% | 394 | -21.8% | 1,294 | 1,190 | 8.7% |
| Interest expenses | (272) | (259) | 5.0% | (268) | 1.6% | (1,120) | (1,051) | 6.6% |
| Income tax | (145) | (117) | 23.7% | (243) | -40.3% | (391) | (488) | -20.0% |
| Core profit | 709 | 749 | -5.4% | 598 | 18.5% | 1,858 | 1,781 | 4.3% |
| Net profit | 657 | 755 | -13.0% | 667 | -1.5% | 1,858 | 1,753 | 6.0% |
| EPS (Bt) | 0.49 | 0.56 | -13.0% | 0.49 | -1.5% | 6.88 | 5.19 | 32.5% |
| Gross margin | 44.8% | 45.4% | | 40.8% | | 41.4% | 41.8% | |
| Net margin | 10.5% | 12.4% | | 11.1% | | 7.7% | 7.6% | |

Source: CENTEL, DAOL

Fig 13: ERW - quarterly RevPAR



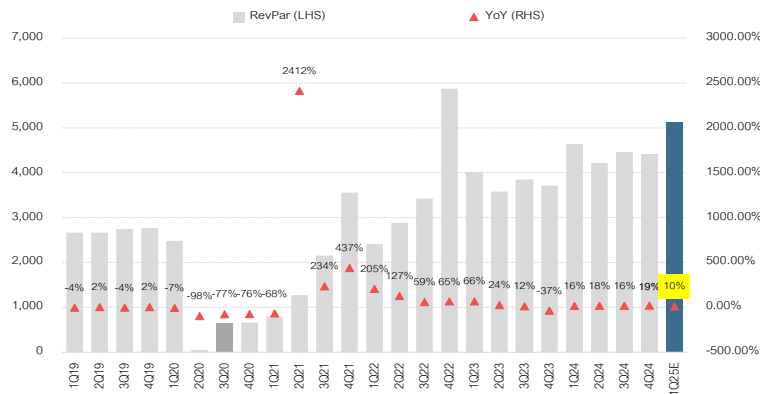
Source: ERW, DAOL

Fig 14: ERW - 1Q25E earnings preview

| ERW 1Q25E earnings preview | | | | | | | | |
|----------------------------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|--------|
| FY: Dec (Bt mn) | 1Q25E | 1Q24 | YoY | 4Q24 | QoQ | 2025E | 2024 | YoY |
| Revenues | 2,106 | 1,974 | 6.7% | 2,215 | -4.9% | 8,105 | 7,872 | 3.0% |
| CoGS | (1,097) | (1,029) | 6.6% | (1,123) | -2.2% | (4,683) | (4,271) | 9.7% |
| Gross profit | 1,009 | 945 | 6.7% | 1,092 | -7.7% | 3,422 | 3,601 | -5.0% |
| SG&A | (539) | (492) | 9.5% | (534) | 1.0% | (2,083) | (2,005) | 3.9% |
| EBITDA | 753 | 704 | 7.0% | 841 | -10.4% | 2,520 | 2,987 | -15.6% |
| Other inc./exps | 22 | 18 | 17.0% | 21 | 5.0% | 63 | 74 | -14.3% |
| Interest expenses | (162) | (171) | -5.2% | (171) | -5.0% | (639) | (703) | -9.0% |
| Income tax | 5 | (0) | n.m. | (22) | n.m. | 22 | (9) | n.m. |
| Core profit | 323 | 288 | 12.1% | 370 | -12.6% | 772 | 927 | -16.8% |
| Net profit | 323 | 417 | -22.6% | 378 | -14.5% | 772 | 1,281 | -39.8% |
| EPS (Bt) | 0.07 | 0.09 | -28.2% | 0.08 | -14.5% | 0.16 | 0.26 | -39.8% |
| Gross margin | 47.9% | 47.9% | | 49.3% | | 42.2% | 45.7% | |
| Net margin | 15.3% | 21.1% | | 17.1% | | 9.5% | 16.3% | |

Source: ERW, DAOL

Fig 15: SHR - quarterly RevPAR



Source: SHR, DAOL

Fig 16: SHR - 1Q25E earnings preview

| SHR 1Q25E earnings preview | | | | | | | |
|----------------------------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|
| FY: Dec (Bt mn) | 1Q25E | 1Q24 | YoY | 4Q24 | QoQ | 2025E | 2024 |
| Revenues | 2,633 | 2,743 | -4.0% | 2,607 | 1.0% | 10,785 | 10,352 |
| CoGS | (1,594) | (1,633) | -2.4% | (1,594) | 0.0% | (6,773) | (6,450) |
| Gross profit | 1,039 | 1,109 | -6.4% | 1,012 | 2.6% | 4,012 | 3,902 |
| SG&A | (629) | (699) | -10.0% | (689) | -8.6% | (2,782) | (2,659) |
| EBITDA | 739 | 804 | -8.1% | 687 | 7.5% | 2,927 | 2,783 |
| Other inc./exps | 58 | 58 | 0.0% | 105 | -44.7% | 289 | 286 |
| Interest expenses | (238) | (298) | -20.0% | (237) | 0.6% | (1,009) | (1,114) |
| Income tax | (62) | 9 | n.m. | (12) | 414.5% | (127) | (33) |
| Core profit | 165 | 116 | 42.2% | 147 | 12.5% | 375 | 161 |
| Net profit | 135 | 112 | 21.0% | 147 | -8.1% | 375 | 134 |
| EPS (Bt) | 0.04 | 0.03 | 21.0% | 0.04 | -8.1% | 0.10 | 0.04 |
| Gross margin | 39.5% | 40.4% | | 38.8% | | 37.2% | 37.7% |
| Net margin | 5.1% | 4.1% | | 5.7% | | 3.5% | 1.3% |

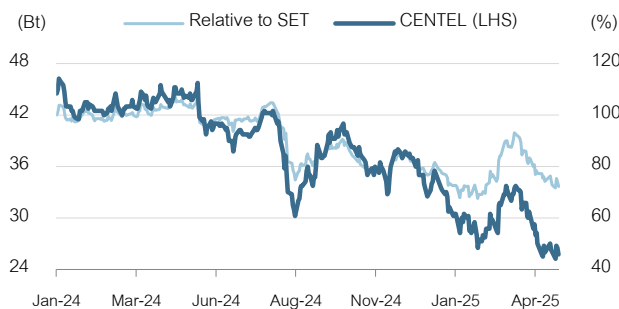
Source: SHR, DAOL

Fig 17: ปรับราคาเป้าหมายของหุ้นในกลุ่มท่องเที่ยว

| Target price | 2025E | | | WACC | |
|--------------|-------|-------|---------|------|------|
| | Old | New | %change | Old | New |
| CENTEL | 44.00 | 35.00 | -20% | 7.4% | 8.6% |
| ERW | 4.40 | 2.80 | -36% | 7.4% | 8.7% |
| SHR | 3.20 | 2.20 | -31% | 8.6% | 9.8% |
| MINT | 34.00 | 34.00 | 0% | 7.6% | 7.6% |

Source: : DAOL

Fig 18: CENTEL – Price performance



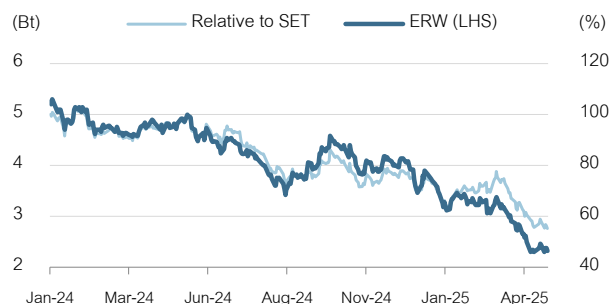
Source: DAOL

Fig 19: CENTEL – EV/EBITDA band



Source: DAOL

Fig 20: ERW – Price performance



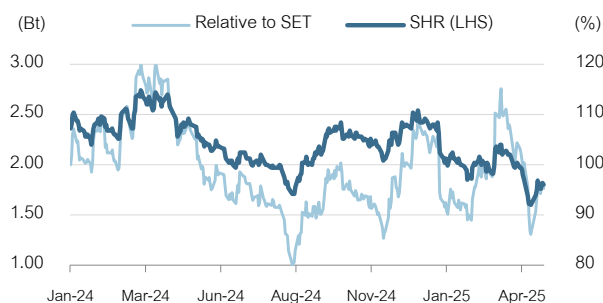
Source: DAOL

Fig 21: ERW – EV/EBITDA band



Source: DAOL

Fig 22: SHR – Price performance



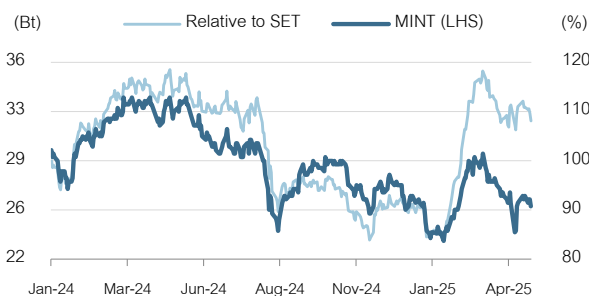
Source: DAOL

Fig 23: SHR – EV/EBITDA band



Source: DAOL

Fig 24: MINT – Price performance



Source: ERW, DAOL

Fig 25: MINT – EV/EBITDA band



Source: CENTEL, DAOL

Corporate governance report of Thai listed companies 2024

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

| Score | Symbol | Description | ความหมาย |
|--------|---------------|--------------|----------|
| 90-100 | | Excellent | ดีเลิศ |
| 80-89 | | Very Good | ดีมาก |
| 70-79 | | Good | ดี |
| 60-69 | | Satisfactory | ดีพอใช้ |
| 50-59 | | Pass | ผ่าน |
| < 50 | No logo given | n.a. | n.a. |

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งยังไม่ได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติตามข้อกำหนดอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกันกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

| | | | | |
|---------------|---------------|----------|------------------|----------|
| Excellent (5) | Very Good (4) | Good (3) | Satisfactory (2) | Pass (1) |
|---------------|---------------|----------|------------------|----------|

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.

❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.

❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

| | | | | |
|---------------|---------------|----------|------------------|----------|
| Excellent (5) | Very Good (4) | Good (3) | Satisfactory (2) | Pass (1) |
|---------------|---------------|----------|------------------|----------|

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 9