

### DUSIT : บมจ.ดุสิตธานี

## 2025-26 เก็บเกี่ยวครั้งใหญ่

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” DUSIT โดยมองว่าราคา 11 บาท +/- เป็นบริเวณน่าสนใจ เพราะมีส่วนลดถึง 36% จากหุ้นโรงแรมหลัก ขณะที่ปี 2023 ก็อยู่ในโหมด turnaround เช่นเดียวกับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวอีกด้วย โดยการลงทุนใหญ่ 2.2 หมื่น ลบ. กำลังจะได้เก็บเกี่ยวตั้งแต่กลางปี 2024 แล้วรับเต็มในปี 2025 ซึ่งในเวลานั้น คาดราคาหุ้นจะถูกตลาด re-rate ขึ้นด้านบนได้อีกไกล ดังนั้นระหว่างรอพัฒนาการนี้ เราใช้ P/BV ที่ 2.24x เป็นจุดอ้างอิงได้ราคาเหมาะสมปีนี้ที่ 13.50 บาท/หุ้น

**ปี 2023 ปีแรกของ การ Turnaround :** คาดกำไรสุทธิปีนี้ที่ 37 ลบ. พลิกจากขาดทุน -501 ลบ.ปีก่อน หลังปริมาณนักท่องเที่ยวต่างชาติฟื้นตัวดันให้อัตราเข้าพักผ่านจุดคุ้มทุน โดย 1Q23 บริษัทพลิกมีกำไร 9 ลบ. ด้วยอัตราเข้าพัก 74.5% ส่วน RevPar 3,288 บาท/ห้อง ดีสุดในรอบ 15 ไตรมาส อย่างไรก็ตาม 2Q23 จะกลับมาขาดทุน 50-100 ลบ. จาก low season ก่อนเร่งตัวใน 4Q23 ขณะที่การลงทุนใหญ่ Dusit Central Park หัวมุมถนนสีลม-พระราม 4 จะเริ่มเก็บเกี่ยวประโยชน์ชัดในปี 2025-26 คาดกำไรยกตัวไป 1.7-2.0 พัน ลบ. จากคอนโดฯหรู และ โรงแรม 5 ดาว ADR ระดับสี่หลัก

**ราคาเหมาะสม 13.50 บาท :** จากความคาดหมายของกำไรปีนี้ เราเลือกใช้ P/BV เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังที่ 2.24x เป็นจุดอ้างอิง ซึ่งมองว่าสมเหตุผลเพราะ P/BV เป้าหมายมีส่วนลด 36% จาก โรงแรมที่มีกำไรชัดเจนไปแล้ว เช่น CENTEL และ ERW (P/BV 3.5x) ซึ่งเมื่อการลงทุนใหญ่เห็นผลชัดในปี 2025 ราคาเหมาะสมอาจไปได้ไกลถึง 18-28 บาท (อิง BVPS 25E ที่ 8.10 บ. X P/BV เป้าหมาย 2.24-3.5x) แต่เรามองว่า ยังไกลไปสำหรับการสะท้อนในราคาเหมาะสมปีนี้

**ความเสี่ยง :** หากอัตราเข้าพักต่ำกว่าสมมติฐาน (65.0%) ของเรา 2% จะทำให้บริษัทอาจพลิกเป็นขาดทุนได้ (ดูหน้า 8) อย่างไรก็ตามบริษัทตั้งเป้าไว้สูงที่ 70%

จรรยาพัณณ์ วัฒนวงศ์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ #14076  
Jaroonpan.W@liberator.co.th

## DUSIT

**BUY**  
Rating

TP 23E

From n.a.

**THB13.50**

method

P/BV 2.24x

Closing price

THB11.30

Upside/Downside

+19.5%

CG report

▲▲▲▲▲

CAC

มี

ESG score by ESG Book

46.17

source : settrade

## หุ้นพื้นฐานที่ Swing trade ได้

“ปี 2023-24 ยังเป็นปีที่ DUSIT อยู่ในช่วงลงทุนใหญ่ เพื่อเริ่มเก็บเกี่ยวผลลัพธ์ในกลางปี 2024 แล้วพุ่งทะยานในปี 2025 ซึ่งเราคาดกำไรจะสูงถึง 1.7 พัน ลบ. ขณะที่ downside ของผลการดำเนินงานปีนี้จำกัด หลังกลับมามีกำไรแล้วใน 1Q23 อีกทั้งราคาปัจจุบันไม่เสียเปรียบ เพราะอยู่ใกล้กับต้นทุนของพันธมิตรหลัก CPN (ราว 10.98) อีกด้วย ดังนั้นระหว่างรอถูกเก็บเกี่ยว แลก. อาจใช้การ swing trade ที่โซน 11 บาทต้นๆได้”

## KEY FINANCIALS

FYE Dec (THBm)	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Revenue	2,194	4,093	6,863	7,386
Net Profit (Loss)	(944)	(501)	37	212
EPS (THB)	(1.12)	(0.59)	0.04	0.25
P/E (x)	n.m.	n.m.	258.4	45.4
BVPS (THB)	4.58	5.93	6.03	6.30
P/B (x)	2.5	1.9	1.9	1.8
DPS (THB)	0.00	0.00	0.00	0.07
Dividend Yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.7
Debt/Equity (x)	5.1	4.2	5.7	5.8
ROE (%)	-23.4	-11.2	0.7	4.0

Source: Company, LIB Research estimates

**การประกอบธุรกิจ :** ก่อตั้งปี 1966 ให้บริการโรงแรมยาวนานกว่า 74 ปี เข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้นเมื่อ 1975 มีการแตกพาร์ล่าสุดจาก 10.00 เป็น 1.00 บาท ในปี 2016 ปัจจุบันมีหุ้นทั้งสิ้น 850 ล้านหุ้น ถือหุ้นใหญ่โดยกลุ่มผู้ก่อตั้ง บ.ชั้นถัดและลูก 49.7% CPN ถือหุ้นอันดับ 2 ที่ 17.1% (ซื้อมาในปี 2018 เฉลี่ยทุนราว 10.98 บาท) ANAN ถืออันดับ 4 ที่ 4.1% (ซื้อมาในปี 2019 เฉลี่ยทุน 12.00 บาท) ปัจจุบันบริษัทมีแบรนด์โรงแรมในการบริหารตั้งแต่ระดับกลาง-หรูหรเป็นพิเศษ(Ultra-Luxury) และแตกไลน์ธุรกิจเกี่ยวเนื่องหลายรายการ

### รูปที่ 1 : ให้บริการโรงแรมในหลายระดับ หลายสไตล์

ULTRA-LUXURY	DUSIT DEVARANA HOTELS & RESORTS				
LUXURY	Dusit Thani			eh elite havens	
UPPER-UPSCALE				Dusit Suites	
UPSCALE				dusitD2	
UPPER-MIDSCALE	DUSIT PRINCESS				
MIDSCALE				ASAI	
ECONOMY					
	URBAN	RESORT	LIFESTYLE & WELLBEING	BRANDED RESIDENCE	EXTENDED STAY

ที่มา : One report, DUSIT

### รูปที่ 2 : กระจายไปทั่วโลก โดยเฉพาะภูมิภาคเอเชีย



ที่มา : Company report

**สินทรัพย์ดำเนินงาน :** เดือน มิ.ย. 2023 บริษัทบริหารอสังหาริมทรัพย์ 349 แห่ง (โรงแรมตนเอง 10 แห่ง, รับจ้างบริหาร 39 แห่ง และ บริหารวิลล่าหรูให้ Elite Havens ราว 300 แห่ง) มีห้องให้บริการทั้งสิ้น 11,830 ห้อง ใน 19 ประเทศ เช่น ไทย สิงคโปร์ เวียดนาม อินโดนีเซีย อินเดีย ภูฏาน ฟิlipปินส์ จีน ญี่ปุ่น มัลดีฟส์ ศรีลังกา โอมาน กาตาร์ สหรัฐอาหรับเอมิเรต อียิปต์ เคนย่า กรีซ และ เกาะกวม เป็นต้น

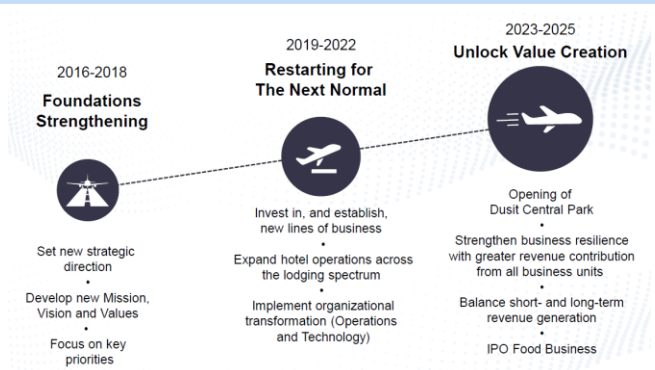
ในปี 2023 เปิดโรงแรมใหม่ 5 แห่ง 2 ในนั้นเป็นเชกเม้นท์ใหม่ คือ โรงแรม ASAI โรงแรมสไตล์ Live Local แทรกตัวในชุมชน 2 แห่ง (สาธรร และ เทียวโต) ซึ่งได้รับการตอบรับดีมาก

### รูปที่ 3 : โรงแรม ASAI สไตล์ Live Local



ที่มา : Company report

### รูปที่ 4 : แผนกลยุทธ์ 9 ปี



ที่มา : Company report

**แผนกลยุทธ์ 2016-2025** : บริษัทนำโดย คุณศุภกิจ สุธรรมพันธุ์ ได้เข้ามาปรับแผนระยะยาวบริษัทใหม่ ซึ่งได้ผ่านช่วงปรับโครงสร้างวางรากฐาน 2016-2018, การลงทุนใหม่ ขยายกิจการ และ transform 2019-2022 และกำลังเข้าสู่เฟสสุดท้าย 2023-2025 คือ Unlock value เก็บเกี่ยวสิ่งที่ได้ลงทุนไป คือ โครงการดุสิตเซ็นทรัลพาร์ค (DCP), จะเริ่มมีความสมดุลระหว่างรายได้ระยะสั้น/ยาว รวมถึงการ IPO ธุรกิจอาหาร (Dusit Foods) ในปี 2025

### รูปที่ 5 : โครงการ DCP มูลค่า 4.6 หมื่น ลบ.



ที่มา : Company report

### รูปที่ 6 : ความคืบหน้างานก่อสร้าง มิ.ย. 2023



ที่มา : Company report

**โครงการ DCP 4.6 หมื่น ลบ. :** เป็นความร่วมมือกับกลุ่ม CPN ในการพัฒนาพื้นที่ห้วยมุ่ม ถนนสีลม-พระราม 4 ซึ่งเป็นอสังหาริมทรัพย์แบบ mixed-use โดยส่วนที่บริษัทร่วมลงทุนชื่อ วิมานสุริยา (VMS) 2.2 หมื่น ลบ. ซึ่งประกอบด้วย

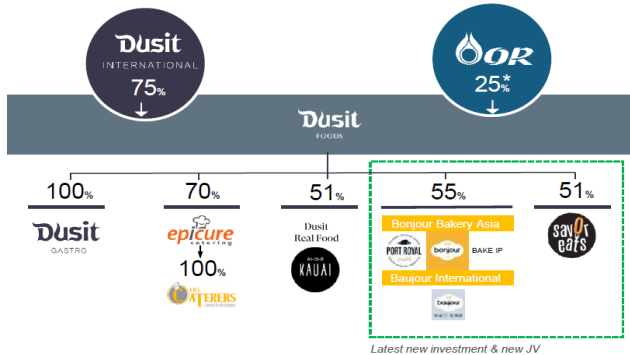
1. โรงแรมดุสิตธานี แแบงกอก (DUSIT สัดส่วน 70%) โรงแรม 5 ดาว 39 ชั้น ปัจจุบันขึ้นชั้น 29 แล้ว ดำเนินไปตามแผน ตั้งเป้าเริ่มให้บริการ มิ.ย. 2024
2. คอนโดหรู 69 ชั้น (DUSIT สัดส่วน 70%) ปัจจุบันผ่านงานโครงสร้างใต้ดินแล้ว ดำเนินไปตามแผนเช่นกัน ปัจจุบันขายได้แล้ว 63% ตั้งเป้าโอนในปี 2025
3. ออฟฟิศ 40 ชั้น และ ห้างฯเซ็นทรัลพาร์ค 8 ชั้น บริหารงานหลักโดย CPN โดย DUSIT จะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากการถือหุ้นราว 15% ปัจจุบันออฟฟิศก่อสร้างชั้น 4 แล้ว ส่วนห้างฯอยู่ระหว่างงานฐานราก ตั้งเป้าให้บริการในปี 2025

ในภาพรวมบริษัทจะต้องใส่ลงทุนตามสัดส่วน แบ่งเป็นโรงแรม 5.5 พัน ลบ. และ 1.72 หมื่น ลบ. สำหรับคอนโด ซึ่งบริษัทใช้แหล่งเงินทุนจาก ภายใน, เงินกู้ และ เงินผ่อนดาวน์ของโครงการคอนโดฯ เข้าพัฒนา โดย ผบ.ฯ.เผยว่า การจัดการการเงินแบบ Project finance มีความเรียบร้อยดีเป็นไปตามแผน ไม่ต้องเพิ่มทุนแต่อย่างใด

**ธุรกิจอื่นๆ :** ส่วนธุรกิจอื่นๆ ซึ่งอยู่ในแผนกลยุทธ์ มีดังต่อไปนี้

1. โรงเรียนสอนทำอาหาร วิทยาลัยดุสิตธานี ร่วมทุนโรงเรียนสอนทำอาหาร เลอ กอร์ดอง เบลอ ดุสิต, ร่วมทุนสถาบันการศึกษาด้านศิลปะการทำอาหาร อิตาเลียน และ ญี่ปุ่น The Food School เปิดให้บริการเดือน พ.ค. 2023
2. การลงทุนด้านอาหาร ถือหุ้น 75% ใน Dusit Foods ลงทุนในธุรกิจอาหารของกลุ่ม หลายรายการ เช่น อาหารเพื่อสุขภาพ KAUI, ศูนย์จัดหาวัตถุดิบ อาหารแช่แข็ง Dusit GASTO, บริการอาหารให้โรงเรียนนานาชาติ epicure catering, เมเจอร์สโตร์ฝรั่งเศส Bonjour, คลาวด์คิกเช่น ฟู้ดเดลิเวอรี่ SavOr Eats โดยบริษัทมีแผนจะ IPO Dusit Foods ในราวปี 2023 นี้
3. พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ นอกจาก DCP แล้ว ปัจจุบันมีอีก 1 โครงการคอนโดมีเนียม HAMPTON ศรีราชา ถือหุ้น 49% พัฒนาร่วมกับ ORI 51% มูลค่าโครงการ 1.4 พัน ลบ. เริ่มโอน ร.ค. 2022 โดย ณ 1Q23 โอนแล้ว 45% จากยอดขาย 74% ซึ่ง ผบ.เผยว่าผ่านจุดคุ้มทุนแล้ว

**รูปที่ 7 : ธุรกิจอาหาร มีพาร์ทเนอร์ 25% คือ OR**



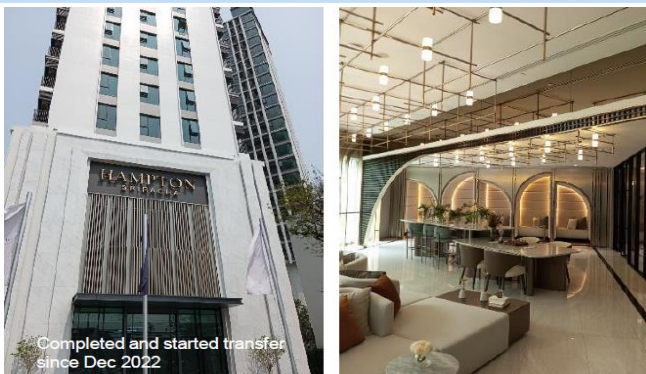
ที่มา : Company report

**รูปที่ 8 : ธุรกิจการศึกษา**



ที่มา : Company report

**รูปที่ 9 : โครงการ HAMPTON SRIRACHA**



ที่มา : Company report

**รูปที่ 10 : Bonjour Bakery Asia**

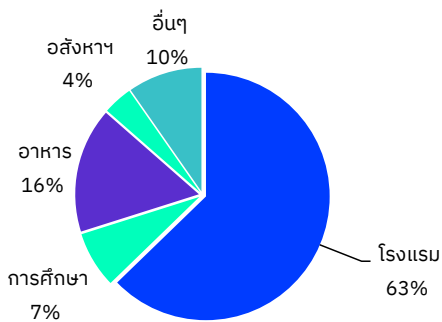


ที่มา : Company report

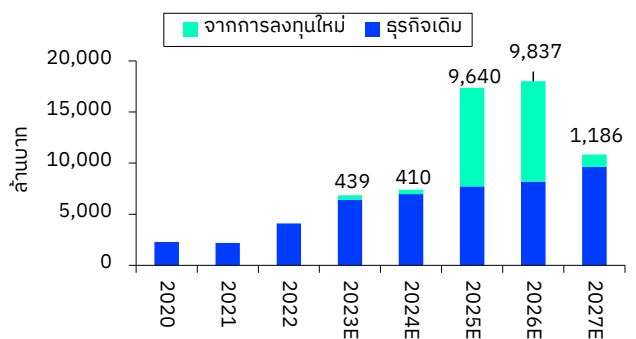
**โครงสร้างรายได้ :** รายได้หลัก 62.8% มาจากธุรกิจโรงแรม ซึ่งภายในนั้นมี รายได้ห้อง 52.0% รายได้บริการในโรงแรม 14.1% และ รายได้จากบริการรับจ้างบริหารโรงแรมอีก 33.9% ดังนั้น อัตราการเข้าพัก (Occupancy rate), ภาวะการแข่งขัน ราคาห้องของผู้ประกอบการ (ADR : Average daily rate) และ RevPar จะมีผลต่อการติดตามผลดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงปี 2023-24

ส่วนปี 2025 ไฮไลต์จะไปที่การรับรู้รายได้จากโรงแรมใหม่ของโครงการ VMS เต็มปีเป็นปีแรก และ การเริ่มรับรู้รายได้จากการโอนคอนโดฯ มูลค่า 1.7 หมื่น ลบ. ดังนั้น รายได้รวมจะยกตัวขึ้นรุนแรงราว +135.1% y-y ในปี 2025

**รูปที่ 11 : โครงสร้างรายได้ในปี 2022**



**รูปที่ 12 : รายได้จะยกตัวขึ้นรุนแรงในปี 2025**

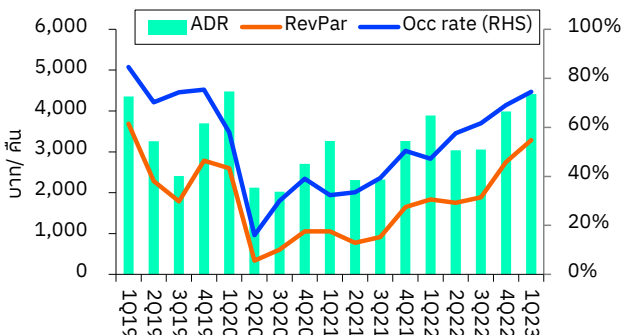


ที่มา : Company report

ที่มา : Company report

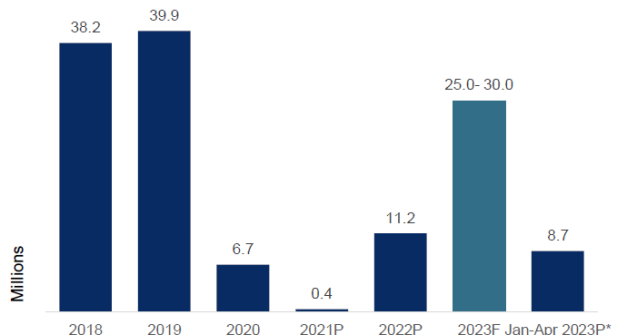
**ผลการดำเนินงานที่ผ่านมา :** บริษัทได้รับผลกระทบอย่างหนักจากการแพร่ระบาดของ Covid-19 อัตราการเข้าพักลดลงไปเหลือ 36.0% ในปี 2020 จาก 74.0% ในปี 2021 ส่งผลให้บริษัทขาดทุน 1.0 พัน ลบ. จากกำไร 320 ลบ. ในปี 2019 ขณะที่ D/E พุ่งทะยานไป 5.1x (รวมหนี้ตามนิยาม TFRS 16) ในปี 2021 อย่างไรก็ดี บริษัทประคองตัวเอาตัวรอดมาได้โดยไม่ต้องเพิ่มทุน และเมื่อสถานการณ์ผ่อนคลายในปี 2022 บริษัทเหลือขาดทุน 501 ลบ. และเริ่มพลิกมีกำไรครั้งแรกใน 1Q23 หลังนักท่องเที่ยวต่างชาติเริ่มกลับมาเที่ยวประเทศไทย

**รูปที่ 13 : แนวโน้มผลการดำเนินงานรายไตรมาส**

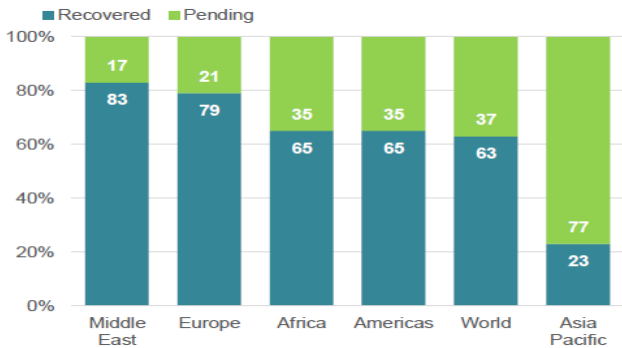


ที่มา : Company report, LIB Research estimates

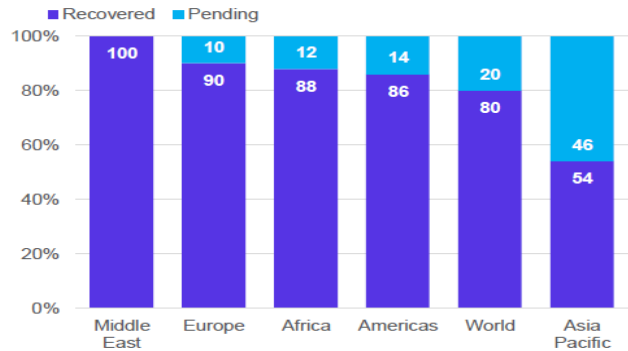
**รูปที่ 14 : ค่างานนักท่องเที่ยวย**



ที่มา : Company report, TAT, P = Prelim, F = Forecast as of May 23

**รูปที่ 15 : การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวปี 2022 เทียบปี 2019**


ที่มา : Company report, UNWTO

**รูปที่ 16 : การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยว 1Q23 เทียบปี 2019**


ที่มา : Company report, UNWTO

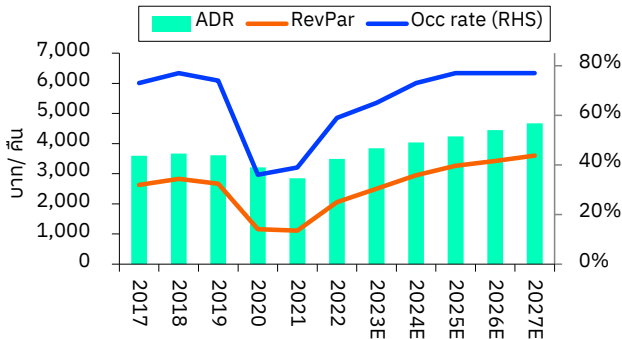
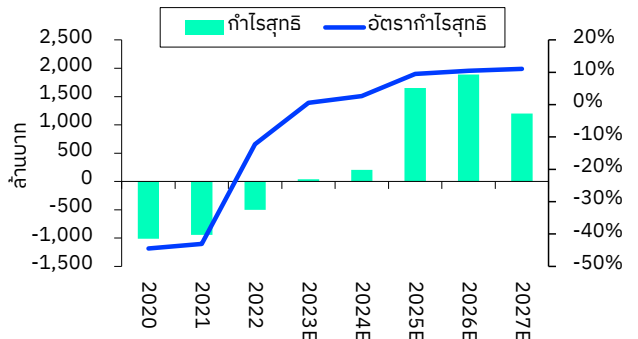
**แนวโน้มปี 2023 :** จากรูปข้างต้นจะพบว่าภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกยังมีการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวช้ากว่าค่าเฉลี่ยโลก โดยเอเชียแปซิฟิกฟื้นเพียง 54% ของ Pre-covid ในปี 2019 ดังนั้นโอกาสของธุรกิจยังคงมีอีกมาก ซึ่งการเพิ่มเที่ยวบินของสายการบินในภูมิภาคจะเป็นสะพานพาดธุรกิจฟื้นตัวครั้งนี้

- (1) เราคาดว่าอัตราเข้าพักเฉลี่ยปีนี้จะอยู่ที่ 65.0% เพิ่มจากปีก่อนที่ 58.9% แต่ต่ำกว่าเป้าบริษัทที่ 70.0% โดย 1Q23 ซึ่งเป็น high season ทำได้แล้วที่ 74.5% สูงสุดในรอบ 3 ปี ส่วน ADR คาด 3,846 บาท/ คืน จากอุปสงค์ที่ฟื้น โดย 1Q23 ทำได้ดีที่ 4,413 บาท และปี 2022 ทำได้ดีที่ 3,494 บาท
- (2) เราใช้สมมติฐานนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ 25 ล้านคนปีนี้ +123.2% y-y ซึ่งเป็นกรอบล่างของ ททท. เพื่อความอนุรักษ์นิยมและสอดคล้องกับหุ้นที่เราศึกษา SPA
- (3) ส่วนรายได้จาก VMS เริ่มทยอยเข้าตั้งแต่กลางปี 2024 ดังแสดงในตารางสรุปด้านล่าง

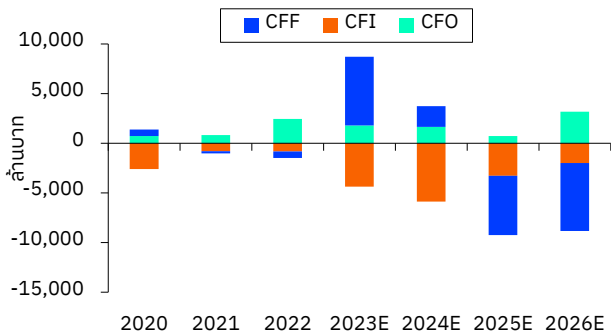
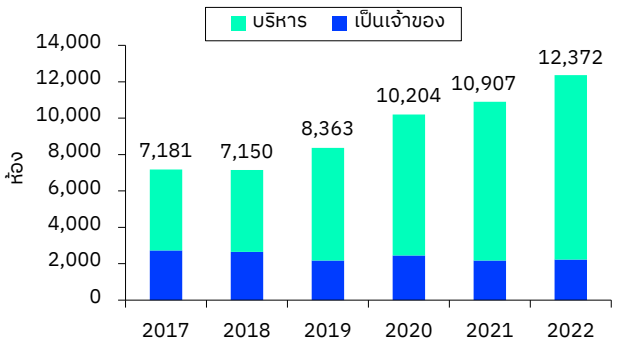
**รูปที่ 17 : สมมติฐานสำคัญ**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>ธุรกิจโรงแรมปัจจุบัน</b>							
อัตราเข้าพักเฉลี่ย	36.0%	38.9%	58.9%	65.0%	73.0%	77.0%	77.0%
ADR (บาท/ ห้อง)	3,212	2,849	3,494	3,843	4,036	4,237	4,449
RevPar (บาท/ ห้อง)	1,156	1,108	2,058	2,498	2,946	3,263	3,426
โอนคอนโดฯ Hampton				64.0%			
<b>โครงการอุตสาหกรรมรีสอร์ท (วิมานสุริยา)</b>							
(1) โรงแรม							
อัตราเข้าพักเฉลี่ย					30.0%	65.0%	75.0%
ADR (บาท/ ห้อง)					10,400	10,920	11,466
RevPar (บาท/ ห้อง)					3,120	7,098	8,600
(2) คอนโดมีเนียมหรู							
อัตราการโอน						50.0%	50.0%

ที่มา : Company report & LIB Research est.

**รูปที่ 18 : RevPar ยังฟื้นได้ต่อเนื่อง**

*ที่มา : Company report & LIB Research est.*
**รูปที่ 19 : การ Turnaround ของกำไร**

*ที่มา : Company report & LIB Research est.*

แนวโน้มรายได้รวมปี 2023 คาดอยู่ที่ 6.8 พัน ลบ. +67.7% y-y โดยรายได้จากโรงแรมคาดที่ 4.2 พัน ลบ. +32.4% y-y (vs เป้าบริษัท 30-35%) ส่วน EBITDA margin ประมาณการไว้ที่ 12.3% ต่ำกว่าเป้าบริษัทที่ 15-18% เนื่องจากเราใส่ต้นทุนแรงที่เพิ่มขึ้นไว้ล่วงหน้า ส่งผลให้กำไรสุทธิอยู่ที่ 37 ลบ. พลิกจากขาดทุน -501 ลบ.ในปีก่อน

**รูปที่ 20 : ภาพรวมกระแสเงินสด ยังอยู่ช่วงลงทุนใหญ่**

*ที่มา : Company report & LIB Research est.*
**รูปที่ 21 : โครงสร้างโรงแรมที่บริหารเอง / เจ้าของ**

*ที่มา : Company report & LIB Research est.*

**ความเสี่ยงสำคัญ :** ระดับอัตราเข้าพักเฉลี่ยทั้งปีที่ 65% ยังหมิ่นเหม่ต่อการแสดงผลกำไรในปีนี้ ซึ่งภาวะเศรษฐกิจประเทศนักท่องเที่ยวหลักยังไม่ฟื้น (ยุโรป จีน สหรัฐ รัสเซีย) ทำให้เรามองว่าอัตราเข้าพัก ยังเป็นตัวแปรสำคัญต่อผลกำไรได้ เราได้ทดสอบความอ่อนไหวของอัตราเข้าพัก สรุปได้ดังตารางด้านล่างนี้

**รูปที่ 22 : ความอ่อนไหวของกำไรสุทธิ ราคาเหมาะสม**

อัตราเข้าพักเฉลี่ย	คาดการณ์กำไรสุทธิ 23E	ราคาเหมาะสม 23E
63.0%	(12)	13.38
64.0%	12	13.45
<b>65.0%</b>	<b>37</b>	<b>13.51</b>
66.0%	62	13.58
67.0%	87	13.64
68.0%	111	13.71
69.0%	136	13.77
70.0%	161	13.84

ที่มา : LIB Research est.



**งบกำไรขาดทุน**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	2,194	4,093	6,863	7,386
ต้นทุนขาย	2,044	2,851	4,476	4,496
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>151</b>	<b>1,242</b>	<b>2,387</b>	<b>2,890</b>
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	1,825	2,316	2,635	2,879
<b>EBITDA</b>	<b>(734)</b>	<b>(140)</b>	<b>841</b>	<b>1,305</b>
รายได้อื่น	467	655	827	873
ส่วนแบ่งกำไร/ส่วนร่วม/กิจการร่วมค้า	16	26	27	8
<b>กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย</b>	<b>(1,674)</b>	<b>(1,074)</b>	<b>(248)</b>	<b>11</b>
ดอกเบี้ยจ่าย	469	493	627	708
<b>กำไรก่อนภาษี</b>	<b>(1,677)</b>	<b>(912)</b>	<b>(47)</b>	<b>176</b>
ภาษีจ่าย	24	(16)	(9)	35
<b>กำไรหลังภาษี</b>	<b>(1,701)</b>	<b>(896)</b>	<b>(38)</b>	<b>141</b>
รายการพิเศษ	662	324	0	0
<b>กำไรก่อนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย</b>	<b>(865)</b>	<b>(455)</b>	<b>85</b>	<b>274</b>
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	79	46	48	63
<b>กำไร (ขาดทุน), ตามรายงาน</b>	<b>(944)</b>	<b>(501)</b>	<b>37</b>	<b>212</b>
<b>กำไร (ขาดทุน) ปกติ</b>	<b>(1,606)</b>	<b>(824)</b>	<b>37</b>	<b>212</b>

**ข้อมูลต่อหุ้น**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (บาท)	2021	2022	2023E	2024E
กำไร(ขาดทุน) ต่อหุ้น, ตามรายงาน (EPS)	(1.12)	(0.59)	0.04	0.25
กำไร(ขาดทุน) ปกติต่อหุ้น (Core EPS)	(1.89)	(0.97)	0.04	0.25
เงินปันผลต่อหุ้น (DPS)	0.00	0.00	0.00	0.07
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS)	4.58	5.93	6.03	6.30

**งบแสดงฐานะการเงิน**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
เงินสด	1,210	2,143	6,447	4,075
เงินลงทุนระยะสั้น	0	0	0	0
ลูกหนี้การค้า	438	534	858	923
สินค้าคงคลัง	65	109	172	173
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	490	614	644	676
<b>สินทรัพย์หมุนเวียนรวม</b>	<b>2,203</b>	<b>3,399</b>	<b>8,121</b>	<b>5,848</b>
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	15,602	16,782	19,973	24,459
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	652	971	971	971
เงินลงทุน.ร่วม/กิจการร่วมค้า	3,003	3,013	3,013	3,013
เงินลงทุนระยะยาว	0	0	0	0
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	2,324	2,064	2,167	2,276
<b>สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนรวม</b>	<b>21,581</b>	<b>22,830</b>	<b>26,124</b>	<b>30,719</b>
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>23,784</b>	<b>26,229</b>	<b>34,245</b>	<b>36,566</b>
เงินกู้ระยะสั้น	1,281	1,125	6,125	6,125
เจ้าหนี้การค้า	1,121	1,924	2,984	2,997
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	1,769	2,807	1,297	7,830
<b>หนี้สินหมุนเวียนรวม</b>	<b>4,171</b>	<b>5,856</b>	<b>10,406</b>	<b>16,952</b>
เงินกู้ระยะยาว	8,884	9,099	12,170	7,390
หุ้นกู้	1,979	0	0	0
อื่นๆ	4,856	6,230	6,541	6,868
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>19,889</b>	<b>21,185</b>	<b>29,117</b>	<b>31,210</b>
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว	850	850	850	850
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,643	1,643	1,643	1,643
กำไรสะสม	(192)	443	480	660
ผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	607	923	969	1,018
<b>ส่วนผู้ถือหุ้นรวม</b>	<b>3,895</b>	<b>5,045</b>	<b>5,128</b>	<b>5,356</b>

ที่มา: ข้อมูลบริษัท, LIB Research est., \* อิงราคาปิดล่าสุด, \*\* รวมหนี้สินตามนิยาม TFRS 16

**งบกระแสเงินสด**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษี	(1,677)	(912)	(47)	176
ค่าเสื่อมราคา	940	934	1,089	1,294
การเปลี่ยนแปลงลูกหนี้หมุนเวียน	(55)	663	672	(53)
เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	(792)	686	1,714	1,417
อื่นๆ	1,608	1,754	56	6
<b>เงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน</b>	<b>816</b>	<b>2,440</b>	<b>1,770</b>	<b>1,423</b>
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน				
เงินสดรับจากการขาย(จ่าย)เงินลงทุน	(1,512)	(960)	(4,280)	(5,780)
<b>เงินสดสุทธิจากการลงทุน</b>	<b>(799)</b>	<b>(826)</b>	<b>(4,383)</b>	<b>(5,888)</b>
กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน				
ออกหุ้นสามัญ	0	0	0	0
เงินกู้สุทธิ หักการจ่ายคืนหนี้	516	(5,352)	6,559	1,750
เงินปันผล	(9)	(24)	0	(32)
<b>เงินสดสุทธิจากการจัดหาเงิน</b>	<b>(218)</b>	<b>(666)</b>	<b>6,916</b>	<b>2,094</b>
<b>เงินสดเปลี่ยนแปลงสุทธิ</b>	<b>(201)</b>	<b>948</b>	<b>4,304</b>	<b>(2,372)</b>
ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน	(9)	(16)	0	0
<b>เงินสด/เทียบเท่าเงินสดปลายงวด</b>	<b>1,210</b>	<b>2,143</b>	<b>6,447</b>	<b>4,075</b>

**อัตราส่วนทางการเงิน**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค.	2021	2022	2023E	2024E
EBITDA margin (%)	-33.4	-3.4	12.3	17.7
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร ต่อยอดขาย (%)	83.2	56.6	38.4	39.0
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (%)	-76.3	-26.2	-3.6	0.1
อัตรากำไรปกติ (%)	-73.2	-20.1	0.5	2.9
อัตรากำไรสุทธิ (%)	-43.0	-11.2	0.5	2.9
ROE (%)	-23.4	-11.2	0.7	4.0
ROA (%)	-4.1	-2.0	0.1	0.6
วงจรเงินสด (วัน)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (x) **	5.1	4.2	5.7	5.8
อัตราส่วนความสามารถการจ่ายดอกเบี้ย (x)	-3.6	-2.2	-0.4	0.0
อัตรากำไรเป็นเงินผล (%) *	0.0	0.0	0.0	0.7

**อัตรากำไรขั้นต้น**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., %	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	-3.4	86.5	67.7	7.6
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	0.7	26.9	13.8	9.3
EBITDA	-4.5	-80.9	-701.5	55.0
EBIT	-0.2	-35.8	-77.0	-104.4
กำไรปกติ	10.0	-48.7	-104.5	469.7
กำไรสุทธิ	-6.6	-47.0	-107.4	469.7

**สมมติฐานสำคัญ**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค.	2021	2022	2023E	2024E
จำนวนห้องให้บริการทั้งหมด	10,907	12,372	14,072	14,172
อัตราเข้าพัก	38.9%	58.9%	65.0%	73.0%
ADR	2,849	3,494	3,843	4,036
RevPar	1,108	2,058	2,498	2,946
โครงการ DCP, วัฒนาสุริยา				
อัตราเข้าพักโรงแรม				30.0%
ARD				10,400
RevPar				3,120

## Disclosures & Disclaimer

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ นักลงทุนควรตระหนักเสมอว่า ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวผันผวน เพิ่มขึ้น และลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนการวิเคราะห์เชิงเทคนิค และทางปัจจัยพื้นฐาน อาจมีความแตกต่างกันได้ การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางพื้นฐาน อาจแตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงเทคนิค ซึ่งจะขึ้นกับปัจจัยทางด้านราคา(Price) และปริมาณการซื้อขาย(Volume) ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานซึ่งประเมินมาจากการคาดการณ์ผลการดำเนินงานบริษัท ดังนั้น ผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ ขณะที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่อ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก บล.ลิวอเรเตอร์ ดังนั้นผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง บล.ลิวอเรเตอร์ และ เจ้าหน้าที่, กรรมการ, และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรง หรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล, ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

ในบทวิเคราะห์นี้ อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ด้วยการใช้อำนาจ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ อาจมีการอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้าที่กล่าวนี้ จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังมีขึ้นอยู่ด้วยความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้าที่เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุน โดยหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป บล.ลิวอเรเตอร์ ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากจะมีข้อมูลใหม่ หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดเกิดขึ้น

บล.ลิวอเรเตอร์ รวมถึงเจ้าหน้าที่, กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ บล.ลิวอเรเตอร์ มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ, เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ บล.ลิวอเรเตอร์ ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ ถูกทำขึ้นเพื่อลูกค้าของ บล.ลิวอเรเตอร์ และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก บล.ลิวอเรเตอร์ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ บล.ลิวอเรเตอร์ จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ได้ห้ามไว้ดังกล่าว






นิยาม : บล.ลิวอเรเตอร์ กำหนดคำแนะนำการลงทุนด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานไว้ 3 ระดับ ดังต่อไปนี้

- ซื้อ (BUY) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาหุ้นในปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) มากกว่า 10%
- ถือ (HOLD) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ระหว่าง -10% ถึง +10%
- ขาย (SELL) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ต่ำลงมากกว่า 10% ขึ้นไป

โดยคำแนะนำด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานนี้ อาจ “เหมือน” หรือ “แตกต่าง” กับคำแนะนำทางเทคนิครายวัน หรือคำแนะนำในเชิงกลยุทธ์ได้ นักลงทุนควรพิจารณาคำแนะนำในบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบร่วมกับ ลักษณะพฤติกรรมกรรมการลงทุน และความสามารถในการรับความเสี่ยงได้ของนักลงทุน ก่อนตัดสินใจลงทุน

## Thai Institute of Directors Association (IOD) : Corporate Governance Report 2022

▲▲▲▲▲																
AAV	ARIP	BGRIM	CNT	EA	GGC	INTUCH	LANNA	MOONG	PAP	PTT	SCB	SIS	SUSCO	TISCO	TSTH	WACOAL
ADVANC	ASP	BIZ	COLOR	EASTW	GLAND	IP	LHFG	MSC	PCSGH	PTTEP	SCC	SITHAI	SUTHA	TK	TTA	WAVE
AF	ASW	BKI	COM7	ECF	GLOBAL	IRC	LIT	MST	PDG	PTTGC	SCCC	SMPC	SVI	TKN	TTB	WHA
AH	AUCT	BOL	COMAN	ECL	GPI	IRPC	LOXLEY	MTC	PDJ	PYLON	SCG	SNC	SYMC	TKS	TTCL	WHAUP
AIRA	AWC	BPP	COTTO	EE	GPSC	ITEL	LPN	MVP	PG	Q-CON	SCGP	SONIC	SYNTEC	TKT	TTW	WICE
AJ	AYUD	BRR	CPALL	EGCO	GRAMMY	IVL	LRH	NCL	PHOL	QH	SCM	SORKON	TACC	TMILL	TU	WINNER
AKP	BAFS	BTS	CPF	EPG	GULF	JTS	LST	NEP	PLANB	QTC	SCN	SPALI	TASCO	TMT	TVDH	XPG
AKR	BAM	BTW	CPI	ETC	GUNKUL	JWD	MACO	NER	PLANET	RATCH	SDC	SPI	TCAP	TNDT	TVI	ZEN
ALLA	BANPU	BWG	CPN	ETE	HANA	K	MAJOR	NKI	PLAT	RBF	SEAFCO	SPRC	TEAMG	TNITY	TVO	
ALT	BAY	CENDEL	CRC	FN	HARN	KBANK	MAKRO	NOBLE	PORT	RS	SEAOIL	SPVI	TFMAMA	TOA	TWPC	
AMA	BBIK	CFRESH	CSS	FNS	HENG	KCE	MALEE	NSI	PPS	S	SE-ED	SSC	THANA	TOP	U	
AMARIN	BBL	CGH	DDD	FPI	HMPRO	KEX	MBK	NVD	PR9	S&J	SELIC	SSSC	THANI	TPBI	UAC	
AMATA	BCP	CHEWA	DELTA	FPT	ICC	KGI	MC	NYT	PREB	SAAM	SENA	SST	THCOM	TQM	UBIS	
AMATAV	BCPG	CHO	DEMCO	FSMART	ICHI	KKP	MCOT	OISHI	PRG	SABINA	SENAJ	STA	THG	TRC	UPOIC	
ANAN	BDMS	CTMBT	DOHOME	FVC	III	KSL	METCO	OR	PRM	SAMART	SGF	STEC	THIP	TRUE	UV	
AOT	BEM	CK	DRT	GC	ILINK	KTB	MFEC	ORI	PSH	SAMTEL	SHR	STGT	THRE	TSC	VCOM	
AP	BEYOND	CKP	DTAC	GEL	ILM	KTC	MINT	OSP	PSL	SAT	SICT	STI	THREL	TSR	VGI	
APURE	BGC	CM	DUSIT	GFPT	IND	LALIN	MONO	OTO	PTG	SC	SIRI	SUN	TIPCO	TSTE	VIH	
▲▲▲▲▲																
2S	AQUA	BH	CIG	DV8	HPT	JCKH	LHK	NDR	PIMO	PSTC	SAPPE	SMART	SVOA	TMD	TSE	WINMED
7UP	ARIN	BIG	CITY	EASON	HTC	JMT	M	NETBAY	PIN	PT	SAWAD	SMD	SVT	TMI	TVT	WORK
ABICO	ARROW	BJC	CIVIL	EFORL	HUMAN	JR	MATCH	NEX	PJW	PTC	SCAP	SMIT	SWC	TNL	TWP	WP
ABM	AS	BJCHI	CMC	ERW	HYDRO	KBS	MBAX	NINE	PL	QLT	SCI	SMT	SYNEX	TNP	UBE	XO
ACE	ASAP	BLA	CPL	ESSO	ICN	KCAR	MEGA	NNCL	PLE	RCL	SCP	SNNP	TAE	TNR	UEC	YUASA
ACG	ASEFA	BR	CPW	ESTAR	IFS	KIAT	META	NOVA	PM	RICHY	SE	SNP	TAKUNI	TOG	UKEM	ZIGA
ADB	ASIA	BRI	CRANE	FE	IIG	KISS	MFC	NPK	PMTA	RJH	SECURE	SO	TCC	TPA	UMI	
ADD	ASIAN	BROOK	CRD	FLOYD	IMH	KK	MG	NRF	PPP	ROJNA	SFLEX	SPA	TCMC	TPAC	UOBKH	
AEONTS	ASIMAR	BSM	CSC	FORTH	INET	KOOL	MICRO	NTV	PPPM	RPC	SFP	SPC	TFG	TPCS	UP	
AGE	ASK	BYD	CSP	FSS	INGRS	KTIS	MILL	NUSA	PRAPAT	RT	SFT	SPCG	TFI	TPIPL	UPF	
AHC	ASN	CBG	CV	FTE	INSET	KUMWEL	MITTSIB	NWR	PRECHA	RWI	SGP	SR	TFM	TPIPP	UTP	
AIE	ATP30	CEN	CWT	GBX	INSURE	KUN	MK	OCC	PRIME	S11	SIAM	SRICHA	TGH	TPLAS	VIBHA	
AIT	B	CHARAN	DCC	GCAP	IRCP	KWC	MODERN	OGC	PRIN	SA	SINGER	SSF	TIDLOR	TPS	VL	
ALUCON	BA	CHAYO	DHOUSE	GENCO	IT	KWM	MTI	ONEE	PRINC	SABUY	SKE	SSP	TIGER	TQR	VPO	
AMANA	BC	CHG	DITTO	GJS	ITD	L&E	NATION	PACO	PROEN	SAK	SKN	STANLY	TIPH	TRITN	VRANDA	
AMR	BCH	CHOTI	DMT	GTB	J	LDC	NBC	PATO	PROS	SALEE	SKR	STC	TITLE	TRT	WGE	
APCO	BE8	CHOW	DOD	GYT	JAS	LEO	NCAP	PB	PROUD	SAMCO	SKY	STPI	TM	TRU	WIJK	
APCS	BEC	CI	DPAINT	HEMP	JCK	LH	NCH	PICO	PSG	SANKO	SLP	SUC	TMC	TRV	WIN	
▲▲▲																
A	AQ	BROCK	CMO	DCON	GIFT	IHL	KCM	MCS	NC	PF	ROCK	SOLAR	SVH	TKC	TTI	W
A5	AU	BSBM	CMR	EKH	GLOCON	INOX	KWI	MDX	NEWS	PK	RP	SPACK	TC	TNH	TYCN	WFX
AI	B52	BTNC	CPANEL	EMC	GLORY	JAK	KYE	MENA	NFC	PPM	RPH	SPG	TCCC	TNPC	UMS	WPH
ALL	BEAUTY	CAZ	CPT	EP	GREEN	JMART	LEE	MJD	NSL	PRAKIT	RSP	SQ	TCJ	TOPP	UNIQU	YGG
ALPHAX	BGT	CCP	CSR	EVER	GSC	JSP	LPH	MORE	NV	PTECH	SIMAT	STARK	TEAM	TPCH	UPA	
AMC	BLAND	CGD	CTW	F&D	HL	JUBILE	MATI	MPIC	PAF	PTL	SISB	STECH	THE	TPOLY	UREKA	
APP	BM	CMAN	D	FMT	HTECH	KASET	M-CHAI	MUD	PEACE	RAM	SK	SUPER	THMUI	TRUBB	VARO	

Score Range	Number of Logo	Description
Less than 50	No logo given	-
50 - 59		Pass
60 - 69		Satisfactory
70 - 79		Good
80 - 89		Very Good
90 - 100		Excellent

คำอธิบาย : ข้อมูลข้างต้น นำมาจากรายงาน “Corporate Governance Report of Thailand Companies 2022” เผยแพร่เมื่อ 27 ตุลาคม 2565 โดย สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ซึ่งจัดทำขึ้นตามนโยบายของ ส.ง.ค. คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ด้วยการสำรวจ และประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) ดังนั้นผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันรายงานฉบับนี้ ทั้งนี้ บล.ลิเบอเรเตอร์ มีสามารถรับรองความถูกต้องของรายงานฉบับดังกล่าวได้

