

### บมจ. ดี เอราวิ้น กรุ๊ป (ERW)

#### กำลังเติบโต

จากการเป็นผู้ประกอบการด้านโรงแรมเพียงอย่างเดียวทำให้ ERW จะได้ประโยชน์จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยที่คาดว่าจะทำสถิติสูงสุดใหม่ในปี 59 เราคาดว่ากำไรสุทธิของ ERW จะเติบโตขึ้นแข็งแกร่งด้วย CAGR ที่ 39% ระหว่างปี 59-61 ด้วยปัจจัยหนุนจาก 1) จำนวนนักท่องเที่ยวที่มีแนวโน้มเติบโตขึ้นส่งผลให้อัตราการเข้าพักสูงขึ้น 2) แผนการขยายธุรกิจเพื่อช่วยหนุนการเติบโตในระยะยาวและ 3) EBITDA margin ที่ดีขึ้นจาก operating leverage ที่สูง คงค่านำเข้าที่ 6.20 บาท

#### เหตุการณ์ใหม่

- **ได้ประโยชน์จากแนวโน้มอุตสาหกรรมที่สดใสและจำนวนนักท่องเที่ยวเงินที่มากขึ้น** จำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 14% yoy อยู่ที่ 11.7 ล้านรายในช่วง 4M59 ดังนั้นเราจึงมองว่าประมาณการที่ทาง ททท. คาดไว้ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจะเติบโตขึ้นที่ 9% yoy ในปี 59 เป็นตัวเลขที่เชิงอนุรักษ์นิยมเกินไป ปัจจัยหนุนหลักมาจากนักท่องเที่ยวจากจีนที่เพิ่มมากขึ้นและจำนวนนักท่องเที่ยวจากยุโรปที่ฟื้นตัวขึ้น เช่น จากรัสเซีย (ช่วง 4M59: +15% yoy) เราคาดว่า ERW จะได้ประโยชน์อย่างมากจากจำนวนนักท่องเที่ยวเงินที่มากขึ้นเนื่องจาก 45% ของรายได้โรงแรมมาจากกลุ่มโรงแรม non-luxury ซึ่งเป็นกลุ่มประเภทที่พักที่นักท่องเที่ยวจีนนิยมไปเข้าพักจำนวนมากอิงจากข้อมูลจาก World Tourism Cities Federation (WTOF) เห็นได้จาก feeder market จากนักท่องเที่ยวเงินของ ERW ที่เพิ่มขึ้น 33% yoy ในไตรมาส 1/59 ซึ่งสูงกว่าของ CENTEL ที่เพิ่มขึ้น 17% yoy
- **ผลตอบแทนเพิ่มขึ้นหลังใช้เงินลงทุนอย่างมากในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา** ERW ใช้เงินลงทุนอย่างมากสำหรับการเปิดโรงแรมใหม่ของตัวเองจำนวน 20 แห่งระหว่างปี 54-58 ซึ่งผลประกอบการของโรงแรมใหม่ค่อนข้างต่ำในช่วงเริ่มแรกของการเปิดให้บริการแต่สำหรับในขณะนี้ เราคาดว่าผลประกอบการของโรงแรมใหม่ดังกล่าวจะเริ่มพลิกกลับมารับรู้กำไรจาก RevPar ที่สูงขึ้น
- **เตรียมเปิดโรงแรม Hop Inn ใหม่ 7 แห่งในปี 59** ERW มีแผนที่จะเปิดโรงแรม Hop Inn ใหม่จำนวน 7 แห่งในปี 59 แบ่งเป็น 6 แห่งในประเทศไทยและอีก 1 แห่งที่ประเทศฟิลิปปินส์ซึ่งจะทำให้จำนวนโรงแรมของตัวเองเพิ่มขึ้นจาก 33 แห่ง (5,676 ห้อง) ในปี 58 มาอยู่ที่ 40 แห่ง (6,310 ห้อง) ในปี 59 เราคาดว่ารายได้จากโรงแรม Hop Inn จะคิดเป็น 4% ของรายได้รวมในปี 59 (ปี 58 อยู่ที่ 2%)

#### KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	4,285	5,255	6,036	6,589	7,115
EBITDA	878	1,413	1,694	1,861	2,059
Operating profit	206	695	899	1,035	1,178
Net profit (rep./act.)	(112)	198	382	460	533
Net profit (adj.)	(153)	194	382	460	533
EPS (Bt)	(0.1)	0.1	0.2	0.2	0.2
PE (x)	n.m.	59.4	30.2	25.1	21.7
P/B (x)	2.5	2.5	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA (x)	22.6	14.0	11.7	10.7	9.6
Dividend yield (%)	3.2	0.9	1.3	1.6	1.8
Net margin (%)	(2.6)	3.8	6.3	7.0	7.5
Net debt/(cash) to equity (%)	170.5	161.4	163.5	170.4	173.4
Interest cover (x)	2.4	3.7	4.3	4.5	4.5
ROE (%)	(2.3)	4.1	7.7	9.0	9.9
Consensus net profit	-	-	339	450	521
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.13	1.02	1.02

Source: ERW, Bloomberg, UOB Kay Hian

#### ซื้อ

#### (Maintained)

ราคาปัจจุบัน	4.62 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	6.20 บาท
Upside	+34.2%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	5.70 บาท)

#### รายละเอียดบริษัท

บริษัทที่ลงทุนด้านโรงแรมชั้นนำของประเทศ โดย portfolio โรงแรมของบริษัทฯมีตั้งแต่ระดับบนถึงระดับกลางและระดับล่าง และตั้งอยู่ตามจังหวัดท่องเที่ยวสำคัญทั่วประเทศ

#### Stock Data

GICS sector	Consumer Discretionary
Bloomberg ticker:	ERW TB
Shares issued (m):	2,498.2
Market cap (Btm):	11,541.6
Market cap (US\$m):	324.2
3-mth avg daily t'over (US\$m):	0.8

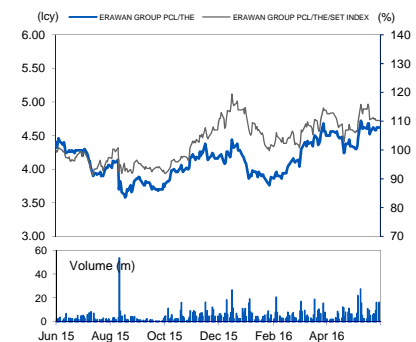
#### Price Performance (%)

52-week high/low					Bt4.72/Bt3.58
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD	
4.1	12.7	10.5	6.5	7.9	

#### Major Shareholders

	%
Wattanavekin Family	30.0
Vongkusolkit Family	29.8
FY16 NAV/Share (Bt)	1.98
FY16 Net Debt/Share (Bt)	3.23

#### Price Chart



Source: Bloomberg

#### นักวิเคราะห์

ณภัทร วรจรรยาวงศ์

02-659-8033

napat@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันถึงความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ไฮอัน (ประเทศไทย) จำกัด (ผู้จัดทำ) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

- แนวโน้มไตรมาส 2/59 เราคาดว่ารายได้โรงแรมของ ERW ในไตรมาส 2/59 จะเติบโตขึ้น 9% yoy อยู่ที่ประมาณ 1,300 ล้านบาทหนุนจาก 1) อัตราการเข้าพักที่เพิ่มขึ้น 700bp yoy อยู่ที่ 80% และ 2) RevPar (ไม่รวม budget hotels) ที่เพิ่มขึ้น 6% yoy ดังนั้น เราคาดว่า bottom line ในไตรมาส 2/59 จะพลิกกลับมาเป็นบวกครั้งแรกในรอบ 4 ปี (ไตรมาส 2/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 25 ล้านบาทและไตรมาส 2/57 รับรู้ผลขาดทุนที่ 121 ล้านบาท)

### ผลกระทบในอนาคต

- **D/E ratio ยังอยู่ในระดับที่ควบคุมได้** ERW ตั้ง capex ช่วง 5 ปีไว้ที่ประมาณ 10,000 ล้านบาทระหว่างปี 59-63 สำหรับการเปิดโรงแรมใหม่ที่ประมาณ 47 แห่งแบ่งเป็น 30 แห่งในประเทศไทยและอีก 17 แห่งที่ประเทศฟิลิปปินส์โดยแหล่งเงินทุนจะมาจาก operating cash flow และการกู้เงินใหม่ เราคาดว่า D/E ratio จะเพิ่มขึ้นจาก 1.7 เท่าในปี 58 มาอยู่ที่ 1.9 เท่าในปี 63 ซึ่งยังเป็นระดับที่ควบคุมได้เนื่องจาก debt covenant ของ ERW อยู่ที่ 2.5 เท่า
- **คาด margin สูงขึ้น** เราคาดว่า margin ของ ERW จะเพิ่มขึ้นในระยะยาวเนื่องจากบริษัท มุ่งเน้นไปยังการเพิ่มจำนวนโรงแรมใหม่ของตัวเองในกลุ่ม budget hotels ซึ่งเป็นกลุ่มที่มี EBITDA margins สูงที่สุดที่ 40-45% (เทียบกับของกลุ่ม luxury ที่ 25%) นอกจากนี้ หากเทียบกับหุ้นโรงแรมอื่นๆ ที่อยู่ใน coverage ของเรา operating leverage ของ ERW อยู่ในระดับสูงที่สุดซึ่งอาจจะช่วยหนุน EBITDA margin ให้สูงขึ้นในสถานการณ์ที่ภาพรวมอุตสาหกรรมสดใส

### การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรหลักในปี 59-60 ขึ้น 1-9% เพื่อสะท้อนการปรับประมาณการ 1) capex ที่ 2,000 ล้านบาท/ปี สำหรับปี 59-63 และ 3) EBITDA margin ที่ดีขึ้นเล็กน้อย
- **แนวโน้มกำไรสุทธิ** เราคาดว่ากำไรหลักของ ERW จะทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 382 ล้านบาทในปี 59 หรือพุ่งขึ้น 96% ด้วยปัจจัยหนุนจาก 1) จำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทยมากขึ้นซึ่งจะช่วยหนุนให้ RevPar สูงขึ้น 2) ผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวขึ้นในไตรมาส 2/59-3/59 (จากผลขาดทุนในไตรมาส 2/58-3/58) และ 3) EBITDA margin ที่คาดสูงขึ้น 120bp yoy อยู่ที่ 28.1% ในส่วนของธุรกิจโรงแรม ประมาณการในปี 59 ของเราได้แก่ 1) คาดอัตราการเข้าพักเพิ่มขึ้นจาก 73% ในปี 58 มาอยู่ที่ 80% ในปี 59 และ 2) ARR ไม่รวมกลุ่ม budget hotels ที่คาดเพิ่มขึ้น 4% yoy โดยมาจากกลุ่มโรงแรม luxury เป็นหลัก ดังนั้น เราคาดว่า RevPar ในปี 59 จะขยายตัวขึ้น 5% yoy

### คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำ ซื้อ** จากการทำเป็นผู้ประกอบการโรงแรมเพียงอย่างเดียวทำให้ ERW อยู่ในตำแหน่งที่ดีที่จะได้ประโยชน์จากแนวโน้มอุตสาหกรรมที่สดใสและจำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้นมาก เราคาดว่ากำไรสุทธิจะมี CAGR อยู่ที่ 39% ระหว่างปี 59-61 และคาดจะมีอัตราการเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มโรงแรมในปี 59 ราคาหุ้น ERW ในขณะนี้ซื้อขายด้วย 2016F EV/EBITDA ที่ 11.7 เท่า (ของกลุ่มอยู่ที่ 14.0 เท่า) คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 6.20 บาทอิงด้วยวิธี DCF หรือด้วย 2016F EV/EBITDA ที่ 14.1 เท่าหรือ +0.25SD ต่อค่าเฉลี่ย 5 ปี

### KEY ASSUMPTIONS

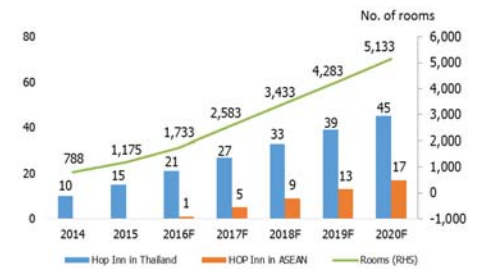
		Remarks
Long-term D/E	67%	Derived from peers or policy
Beta	0.85	Bloomberg, regression COV (stock,market) /Var (market)
WACC	7.4%	Ke = 10%, Kd*(1-t) = 3.4%
Terminal growth	3.0%	
<b>Valuation (Btm)</b>		
Enterprise value	23,909.5	
Less: Net debt	8,072.8	
Less: MI	233.6	
<b>Equity value</b>	<b>15,603.1</b>	
No. of shares (m)	2,498	
Target price (Bt)	6.20	

Source: UOB Kay Hian

### เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

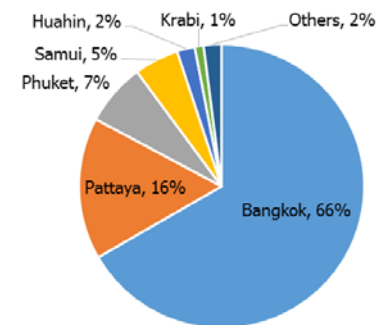
- จำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้นสูงกว่าคาด

### HOP INN EXPANSION



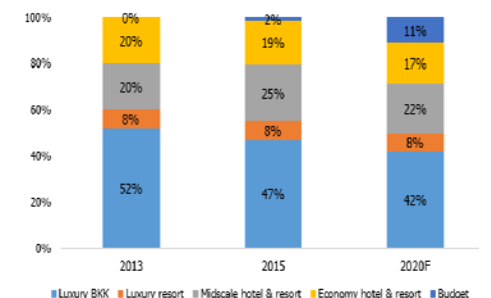
Source: ERW, UOB Kay Hian

### HOTEL REVENUE BY LOCATION



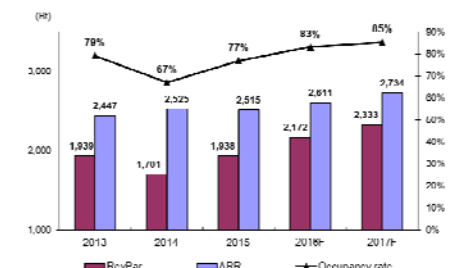
Source: ERW, UOB Kay Hian

### HOTEL REVENUE BY SEGMENT



Source: ERW, UOB Kay Hian

### HOTEL STATS (EXCL. BUDGET SEGMENT)



Source: ERW, UOB Kay Hian