

# Minor International

MINT TB / MINT.BK

**22 พฤษภาคม 2563**

## เจ็บแต่จบ...สยบคำถามเรื่องความอยู่รอด: พร้อมกลับมาแรงในวันฟ้าใส

เรามีมุมมองที่ต่างออกไป (contrarian) จาก 70% ของตลาดที่มีมุมมองเชิงลบต่อหุ้น MINT โดยเรามองว่าความกดดันเรื่องอัตราหนี้สินของบริษัทในระดับสูงสุดและผลขาดทุนสูงสุดจะสะท้อนผ่านไตรมาส 2/63 นี้ ในขณะที่แผนปรับโครงสร้างเงินทุนใหม่ได้สยบประเด็นค้างคาของตลาดเกี่ยวกับความกังวลด้านสภาพคล่อง/ความอยู่รอดของบริษัทในภาวะวิกฤตการระบาดของ COVID-19 นี้ไปได้แน่นอน ทั้งนี้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงแรงกว่า 53% นับตั้งแต่ต้นปีถึงปัจจุบัน ทำให้ผลตอบแทนการลงทุนที่น่าสนใจจากราคาหุ้นที่เราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นราว 19-21% เทียบกับคาดการณ์ของเราสำหรับมูลค่าทางบัญชีของบริษัท ณ สิ้นปี 2563 เราจึงได้ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ" (จาก "ถือ") ที่ราคาเป้าหมายประเมินด้วยวิธีกระแสเงินสด DCF ณ สิ้นปี 2563 คงเดิมที่ 20 บาท (WACC ที่ 8%)

### แผนปรับโครงสร้างเงินทุนใหม่..ใจโลกว่าเดิม

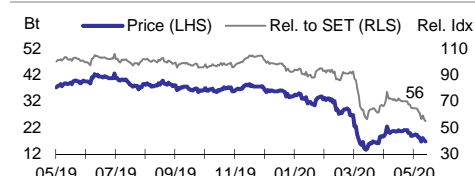
MINT ประกาศแผนปรับโครงสร้างเงินทุนใหม่เพื่อได้รับการอนุมัติจากผู้ถือหุ้นในการประชุมสามัญ ในวันที่ 19 มิ.ย. 2563 ดังต่อไปนี้ 1) สิทธิในการจองซื้อหุ้นออกใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทตามสัดส่วนการถือหุ้น (RO), เพิ่มขึ้นไม่เกิน 716 ล้านหุ้น (อัตราส่วน 6.45:1), ที่ราคาไม่เกิน 15% ของราคาถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก 7-15 วัน, XR ในวันที่ 8 ก.ค. 2563, 2) การออก MINT-W7 จำนวนไม่เกิน 313 ล้านหุ้น หลังจาก RO (อัตราส่วน 17:1), ระยะเวลา 3 ปี, ราคาใช้สิทธิที่ไม่เกินกว่าราคาตลาด 10% และ 3) การออกหุ้นกู้ที่มีลักษณะคล้ายหุ้น (Perp) มูลค่า 1 หมื่นล้านบาท ในไตรมาส 3/63 เรามองว่าการประกาศแผนของ MINT นั้นเพื่อเสริมความแข็งแกร่งของโครงสร้างเงินทุนและฐานะทางการเงิน ทั้งนี้ MINT-W7 ที่แจกฟรีหลัง RO จะส่งผลให้แผนการเพิ่มทุนครั้งนี้ดูน่าสนใจสำหรับนักลงทุน เนื่องจาก MINT-W7 มีมูลค่าในตัว (ดูการคาดการณ์มูลค่าได้ในรูปที่ 3)

### สิ้นสุดความเสี่ยงด้านความอยู่รอด

ตลาดมีความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง-ความอยู่รอดของบริษัทเนื่องจากงบดุลที่ติดตัว (อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิอยู่ที่ 1.6 เท่า ณ สิ้นเดือนมี.ค. 2563) แผนปรับโครงสร้างเงินทุนใหม่จะสยบประเด็นค้างคาของตลาดดังกล่าว เราประมาณการว่าบริษัทจะมีเงินทุนใหม่ในส่วนของผู้ถือหุ้นเข้ามา 2 หมื่นล้านบาท ในไตรมาส 3/63 (แบ่งเป็น 1 หมื่นล้านบาทจาก RO และอีก 1 หมื่นล้านบาทจากการออก Perp) และจะทยอยรับรู้ถึง 5 พันล้านบาท ในช่วง 3 ปีถัดไป (ภายในไตรมาส 3/66) เราคาดการณ์ว่าจะเห็นสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ จากอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิ เท่ากับ 1.6 เท่า ณ สิ้นไตรมาส 2/63 มาอยู่ที่ 1.3 เท่า ณ สิ้นไตรมาส 3/63 และ 1.2 เท่า ณ สิ้นปี 2563 เทียบเคียงในระดับเดียวกับเกณฑ์การควบคุมภายในของบริษัทที่ 1.3 เท่า และต่ำกว่าเงื่อนไขทางการเงินที่ 1.75 เท่าอยู่มาก (ในรูปที่ 2) ทั้งนี้

**Sector: Food**
**NEUTRAL**
**คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ**
**เป้าหมายพื้นฐาน: 20.00 บาท**
**ราคา (21/5/63): 16.80 บาท**

### Price chart

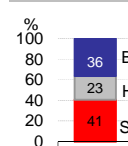


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(23.9)	(29.9)	(35.8)
Absolute	(19.2)	(41.6)	(54.6)

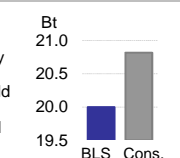
### Key statistics

Market cap	Bt77.6bn	USD2.4bn
12-mth price range	Bt13.5/Bt42.8	
12-mth avg daily volume	Bt541m	USD17.0m
# of shares (m)	4,619	
Est. free float (%)	61.5	
Foreign limit (%)	49.0	

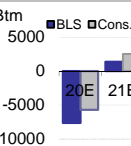
### Consensus rating



### BLS target price vs. Consensus



### Consensus earnings



### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2019	2020E	2021E	2022E
Revenues (Btm)	112,601	89,691	96,860	102,818
Net profit (Btm)	10,568	(7,635)	1,373	3,294
EPS (Bt)	2.29	(1.65)	0.30	0.71
EPS growth (%)	+134.4%	-172.2%	-118.0%	+139.8%
Core profit (Btm)	7,061	(7,635)	1,373	3,294
Core EPS (Bt)	1.53	(1.65)	0.30	0.71
Core EPS growth (%)	+23.3%	-208.1%	-118.0%	+139.8%
Core PER (x)	23.6	n.m.	56.5	23.6
PER (x)	15.7	n.m.	56.5	23.6
PBV (x)	1.9	1.0	1.0	1.0
Dividend (Bt)	0.6	0.0	0.0	0.2
Dividend yield (%)	1.7	0.0	0.0	1.3
ROE (%)	14.4	(10.8)	2.1	4.8

**CG/Anti-corruption**

**Certified**
**ณฐมล เอกสมุทร**
**นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์**  
**Narumon.e@bualuang.co.th**
**+66 2 618 1345**

MINT มีความเข้มงวดต่อกระแสเงินสดออกอย่างมาก (ปรับลดงบลงทุนราวครึ่งหนึ่งมาอยู่ที่ 7-10 พันล้านบาทในปี 2563) ทำให้เรามองว่าจากนี้จะเห็นกลยุทธ์บริษัทเน้นเพิ่มการใช้สินทรัพย์ที่มีอยู่เท่านั้น (ไม่มีการซื้อกิจการใหม่)

#### **ผลกระทบต่อจำนวนหุ้นที่เพิ่มและมูลค่าทางบัญชี**

เราได้ทำการวิเคราะห์ sensitivity analysis เพื่อประเมินผลกระทบต่อราคาการคำนวณหุ้นที่จะเพิ่มขึ้นและมูลค่าทางบัญชี ณ สิ้นปี 2563 (ในรูปที่ 1) ผลกระทบต่อจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นคาดว่าจะอยู่ที่ 13.4%-15.4% อ้างอิงจากราคาตลาดเฉลี่ยหุ้น MINT ที่ 16.50-19.00 บาท: หากราคา RO ปรับตัวสูงขึ้น นั้นหมายความว่าผลกระทบจำนวนหุ้นออกใหม่ลดลงทำให้ dilution ลดลง ทั้งนี้เราประมาณการว่ามูลค่าทางบัญชีจะอยู่ในช่วง 20.04-20.40 บาท ต่อหุ้น ณ สิ้นปี 2563 (สมมติฐานกรณีเลวร้ายที่สุดอยู่ที่ 19.80 บาท รวมผลกระทบต่อการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญของ MINT-W7) ที่สำคัญจากข้อมูลในอดีต หุ้น MINT ซื้อขายที่ค่าเฉลี่ย PBV ที่สูงถึง 2.9 เท่า ในปี 2549-2562 ดังนั้นเรามองว่าในที่สุดราคาหุ้น MINT จะกลับไปซื้อขายที่ระดับมูลค่าทางบัญชีที่เราคำนวณได้เป็นอย่างน้อยในระยะสั้น-กลาง.

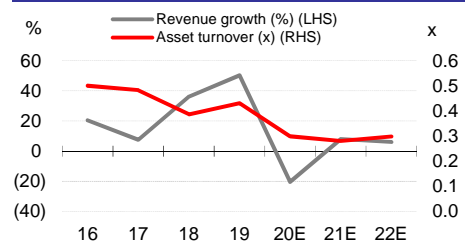
#### **ลดต้นทุนเชิงรุก: คาดผลประกอบการอยู่ในระดับต่ำสุด ในไตรมาส 2/63**

MINT ลดต้นทุน/ค่าใช้จ่ายเชิงรุกในปัจจุบัน โดยคาดลดต้นทุนถึง 25% YoY ได้ในปีี้จากค่าใช้จ่ายพนักงานที่ลดลง, ค่าเช่า, สัญญาเช่า และซัพพลายเออร์ โดยเราประเมินเชิงอนุรักษ์นิยมว่าบริษัทจะรายงานผลขาดทุนสูงขึ้น QoQ ในไตรมาส 2/63 ทำให้การประหยัดต้นทุนจำเป็นอย่างต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 2563 จะส่งผลให้กำไรรายไตรมาสฟื้นตัวได้บ้างในครึ่งหลังของปีนี้ แต่เรายังคาดการณ์ผลขาดทุนในไตรมาส 3/63 (แต่ขาดทุนลดลง QoQ) หลังจากนั้นจะฟื้นตัวในไตรมาส 4/63 สำหรับการเริ่มกลับมาดำเนินธุรกิจ (reopening) จะเป็นแรงหนุนการฟื้นตัวเป็นสำคัญจากธุรกิจอาหาร และอุปสงค์การเดินทาง-ท่องเที่ยวของนักท่องเที่ยวในประเทศนั้นๆ ที่ MINT มีโรงแรมอยู่ (คิดเป็น 45% ของรายได้ธุรกิจโรงแรมของ MINT ที่มีแนวโน้มฟื้นตัวได้ก่อนจากอุปสงค์ในประเทศหลักๆ คือโรงแรม NH และ OAKS ที่ออสเตรเลีย)

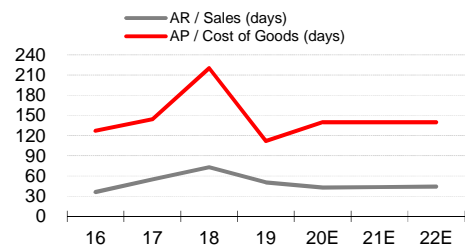
## MINT: Financial Tables – Year

<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	74,938	112,601	89,691	96,860	102,818
Cost of sales and services	(32,767)	(65,194)	(57,308)	(52,297)	(55,081)
<b>Gross profit</b>	<b>42,171</b>	<b>47,407</b>	<b>32,383</b>	<b>44,563</b>	<b>47,736</b>
SG&A	(35,556)	(44,593)	(43,033)	(44,387)	(45,686)
<b>EBIT</b>	<b>6,615</b>	<b>2,814</b>	<b>(10,650)</b>	<b>177</b>	<b>2,050</b>
Interest expense	(2,869)	(4,081)	(7,351)	(7,285)	(7,145)
Other income/exp.	3,074	10,039	7,959	8,337	8,733
<b>EBT</b>	<b>6,820</b>	<b>8,771</b>	<b>(10,043)</b>	<b>1,228</b>	<b>3,638</b>
Corporate tax	(1,337)	(2,242)	1,835	(421)	(905)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>5,483</b>	<b>6,529</b>	<b>(8,208)</b>	<b>807</b>	<b>2,733</b>
Minority interest	(244)	(296)	(296)	(311)	(327)
Equity earnings from affiliates	488	828	869	878	887
Extra items	(1,220)	3,507	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>4,508</b>	<b>10,568</b>	<b>(7,635)</b>	<b>1,373</b>	<b>3,294</b>
Reported EPS	0.98	2.29	(1.65)	0.30	0.71
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.98</b>	<b>2.29</b>	<b>(1.65)</b>	<b>0.30</b>	<b>0.71</b>
<b>Core net profit</b>	<b>5,728</b>	<b>7,061</b>	<b>(7,635)</b>	<b>1,373</b>	<b>3,294</b>
Core EPS	1.24	1.53	(1.65)	0.30	0.71
<b>EBITDA</b>	<b>15,414</b>	<b>21,767</b>	<b>13,434</b>	<b>24,811</b>	<b>26,652</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	36.2	50.3	(20.3)	8.0	6.2
Gross margin (%)	56.3	42.1	36.1	46.0	46.4
EBITDA margin (%)	20.6	19.3	15.0	25.6	25.9
Operating margin (%)	8.8	2.5	(11.9)	0.2	2.0
Net margin (%)	6.0	9.4	(8.5)	1.4	3.2
Core profit margin (%)	7.6	6.3	(8.5)	1.4	3.2
ROA (%)	2.3	4.0	(2.5)	0.4	1.0
ROCE (%)	2.9	5.1	(3.9)	0.7	1.7
Asset turnover (x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Current ratio (x)	0.9	1.1	0.5	0.6	0.6
Gearing ratio (x)	1.6	1.4	1.6	1.4	1.4
Interest coverage (x)	2.3	0.7	n.m.	0.0	0.3
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	12,760	13,331	4,209	3,382	3,161
Accounts receivable	14,941	15,554	10,472	11,549	12,444
Inventory	3,705	4,139	7,887	7,197	7,580
PP&E-net	133,047	123,129	120,003	116,706	113,837
Other assets	103,628	98,031	203,040	207,040	207,040
<b>Total assets</b>	<b>268,081</b>	<b>254,184</b>	<b>345,612</b>	<b>345,874</b>	<b>344,062</b>
Accounts payable	19,782	20,036	21,981	20,059	21,127
ST debts & current portion	3,481	300	4,000	0	0
Long-term debt	126,930	115,782	114,282	112,782	111,282
Other liabilities	35,587	32,198	129,198	135,198	130,198
<b>Total liabilities</b>	<b>185,780</b>	<b>168,316</b>	<b>269,461</b>	<b>268,039</b>	<b>262,607</b>
Paid-up capital	28,397	28,407	28,407	28,407	28,407
Share premium	15,018	15,018	15,018	15,018	15,018
Retained earnings	33,688	40,916	30,903	32,277	35,570
<b>Shareholders' equity</b>	<b>71,216</b>	<b>75,461</b>	<b>65,448</b>	<b>66,822</b>	<b>70,115</b>
Minority interests	11,085	10,407	10,703	11,014	11,340
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>268,081</b>	<b>254,184</b>	<b>345,612</b>	<b>345,874</b>	<b>344,062</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	4,508	10,568	(7,635)	1,373	3,294
Depreciation and amortization	5,725	8,914	16,126	16,297	15,869
Change in working capital	(10,605)	8,685	(29,101)	5,482	(11)
FX, non-cash adjustment & others	7,733	(13,402)	32,782	(7,743)	(151)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>7,360</b>	<b>14,766</b>	<b>12,172</b>	<b>15,409</b>	<b>19,000</b>
Capex (Invest)/Divest	(8,289)	(13,041)	(13,000)	(13,000)	(13,000)
Others	(74,857)	9,260	(91,000)	(4,000)	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(83,145)</b>	<b>(3,781)</b>	<b>(104,000)</b>	<b>(17,000)</b>	<b>(13,000)</b>
Debt financing (repayment)	61,173	(36,292)	2,200	(5,500)	(1,500)
Equity financing	24,822	0	0	0	0
Dividend payment	(1,601)	(1,848)	(2,378)	0	0
Others	(74,857)	9,260	(91,000)	(4,000)	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>82,971</b>	<b>(11,357)</b>	<b>84,118</b>	<b>811</b>	<b>(6,173)</b>
Net change in cash	7,186	(373)	(7,709)	(780)	(173)
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>(928)</b>	<b>1,724</b>	<b>(828)</b>	<b>2,409</b>	<b>6,000</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>(0.20)</b>	<b>0.37</b>	<b>(0.18)</b>	<b>0.52</b>	<b>1.30</b>
<b>KEY ASSUMPTIONS</b>					
Hotel occupancy rate	69%	69%	25%	50%	70%
Room rate change	-16%	-17%	-10%	-5%	0%
RevPar change	-15%	-16%	3%	0%	0%
SSS growth	-3.3%	-3.0%	-3.0%	0.3%	0.6%
TSS growth	0.2%	5.0%	-10.0%	1.0%	2.0%

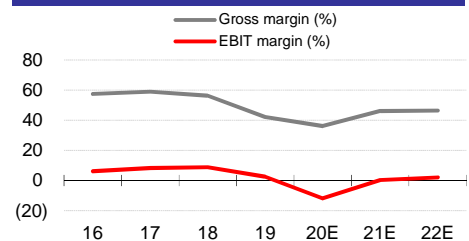
### Revenue growth and asset turnover



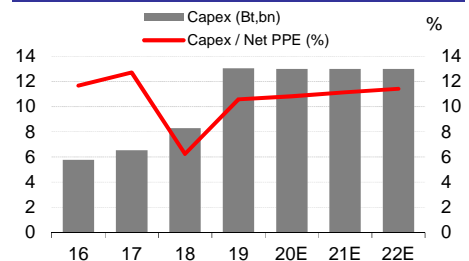
### A/C receivable & A/C payable days



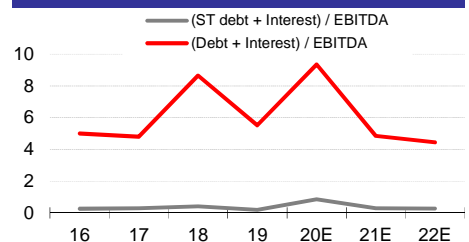
### Profit margins



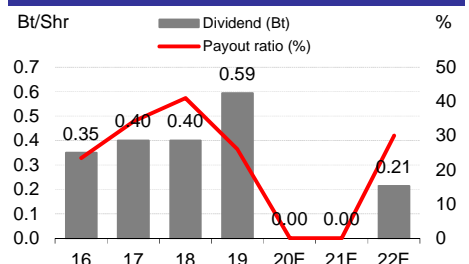
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## MINT: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Revenue	27,795	30,675	28,755	25,376	21,842
Cost of sales and services	(15,606)	(16,356)	(16,072)	(17,160)	(14,543)
Gross profit	12,189	14,318	12,683	8,216	7,299
SG&A	(11,238)	(11,067)	(11,764)	(10,523)	(9,874)
<b>EBIT</b>	<b>951</b>	<b>3,251</b>	<b>919</b>	<b>(2,306)</b>	<b>(2,575)</b>
Interest expense	(1,032)	(1,069)	(951)	(1,029)	(1,808)
Other income/exp.	851	734	772	7,682	734
<b>EBT</b>	<b>771</b>	<b>2,915</b>	<b>739</b>	<b>4,346</b>	<b>(3,649)</b>
Corporate tax	(277)	(666)	698	(1,997)	337
After-tax net profit (loss)	494	2,249	1,437	2,349	(3,312)
Minority interest	63	134	(8)	109	(182)
Equity earnings from affiliates	202	(15)	(28)	669	(43)
Extra items	(50)	(314)	3,143	728	1,399
<b>Net profit (loss)</b>	<b>708</b>	<b>2,054</b>	<b>4,544</b>	<b>3,855</b>	<b>(2,138)</b>
Reported EPS	0.13	0.40	1.03	0.82	(0.40)
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.13</b>	<b>0.40</b>	<b>1.03</b>	<b>0.82</b>	<b>(0.40)</b>
<b>Core net profit</b>	<b>758</b>	<b>2,368</b>	<b>1,401</b>	<b>3,127</b>	<b>(3,537)</b>
Core EPS	0.14	0.48	0.32	0.66	(0.72)
<b>EBITDA</b>	<b>4,070</b>	<b>6,271</b>	<b>3,929</b>	<b>7,498</b>	<b>3,046</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	43.9	46.7	44.1	32.4	33.4
EBITDA margin (%)	14.6	20.4	13.7	29.5	13.9
Operating margin (%)	3.4	10.6	3.2	(9.1)	(11.8)
Net margin (%)	2.1	5.8	15.9	14.3	(8.1)
Core profit margin (%)	2.3	6.8	4.9	11.5	(14.5)
BV (Bt)	18.6	18.2	18.8	19.5	18.2
ROE (%)	3.3	10.2	25.1	19.3	(10.1)
ROA (%)	0.9	2.7	7.3	5.7	(2.0)
Current ratio (x)	0.9	0.8	1.0	1.1	0.8
Gearing ratio (x)	2.2	2.1	2.0	1.7	2.1
Interest coverage (x)	0.9	3.0	1.0	n.m.	n.m.

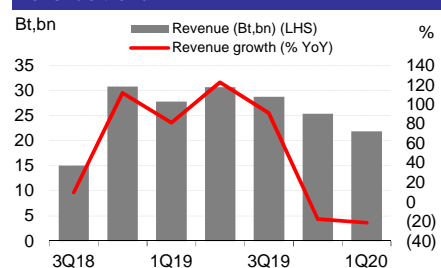
### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	13,724	12,035	11,987	13,331	20,712
Accounts receivable	15,517	16,144	15,869	16,982	13,801
Inventory	3,799	3,801	4,024	4,139	4,168
PP&E-net	131,935	131,003	121,313	123,129	129,420
Other assets	100,022	97,569	95,842	96,603	192,413
<b>Total assets</b>	<b>264,997</b>	<b>260,552</b>	<b>249,035</b>	<b>254,184</b>	<b>360,514</b>
Accounts payable	22,435	21,001	21,250	20,036	17,747
ST debts & current portion	787	3,723	1,873	300	406
Long-term debt	175,688	166,373	161,351	141,397	170,994
Other liabilities	(15,859)	(10,904)	(18,204)	6,583	91,132
<b>Total liabilities</b>	<b>183,051</b>	<b>180,193</b>	<b>166,270</b>	<b>168,316</b>	<b>280,279</b>
Paid-up capital	4,619	4,619	4,619	4,619	4,619
Share premium	15,015	15,015	15,015	0	15,015
Retained earnings	34,510	34,225	38,343	40,916	35,635
<b>Shareholders equity</b>	<b>71,082</b>	<b>69,708</b>	<b>72,672</b>	<b>75,461</b>	<b>69,974</b>
Minority interests	10,864	10,651	10,093	10,407	10,260
<b>Total Liac.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>264,997</b>	<b>260,552</b>	<b>249,035</b>	<b>254,184</b>	<b>360,514</b>

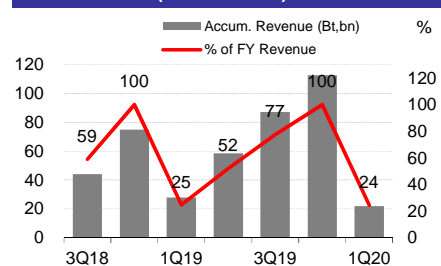
### KEY STATS

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Hotel occupancy rate	66%	72%	72%	70%	49%
Room rate growth	-35%	-16%	-27%	-8%	-1%
RevPar change	-37%	-9%	-27%	-8%	-27%
QSR: SSS growth	-4.0%	-3.6%	-3.7%	-0.1%	-10.5%
QSR: TSS growth	5.3%	3.8%	3.7%	7.3%	-5.8%

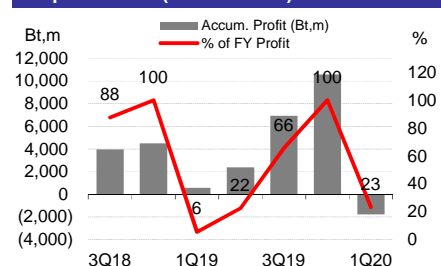
### Revenue trend



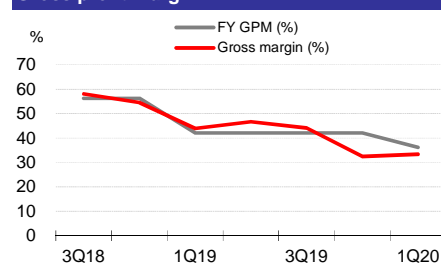
### Revenue trend (accumulated)



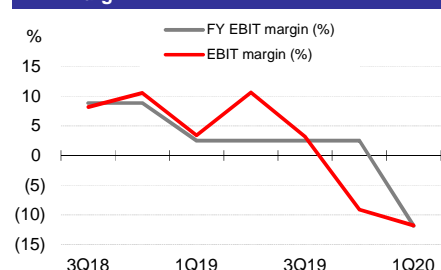
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



## Company profile

Minor International Public Company Limited (MINT) is the biggest listed hotel operator in Thailand, where its owned hotel brands are Anantara and Avani. MINT also operates the largest Quick Service Restaurant (QSR) business in Thailand—its brands are The Pizza Company, Sizzler, Burger King, Dairy Queen, Swensen, Thai Express, and The Coffee Club. The firm manages one retail property in Pattaya and another in Bangkok. In July 2011, MINT acquired Oaks Hotels & Resorts Limited (the largest such operator in Australia, with more than 40 properties and 5,000 rooms under management). In 2014, it acquired six hotels in Africa. In 2015, it acquired the Tivoli hotels in Brazil and Portugal. In 2018, the revenue breakdown was hotel and mixed-use 64%, restaurants 26%, and others 2%.

**Figure 1 : Sensitivity analysis on share dilution and BV after capital increase (RO)**

MINT's share price*	RO price estimate**	New common share issue	New paid-up shares	% share dilution	BV estimates at YE20e***
Bt	Bt	million shares	million shares		Bt per share
16.50	14.03	713.01	5,332.02	15.4%	20.04
17.00	14.45	692.04	5,311.05	15.0%	20.12
17.50	14.88	672.27	5,291.27	14.6%	20.19
18.00	15.30	653.59	5,272.60	14.2%	20.27
18.50	15.73	635.93	5,254.94	13.8%	20.33
19.00	16.15	619.20	5,238.20	13.4%	20.40

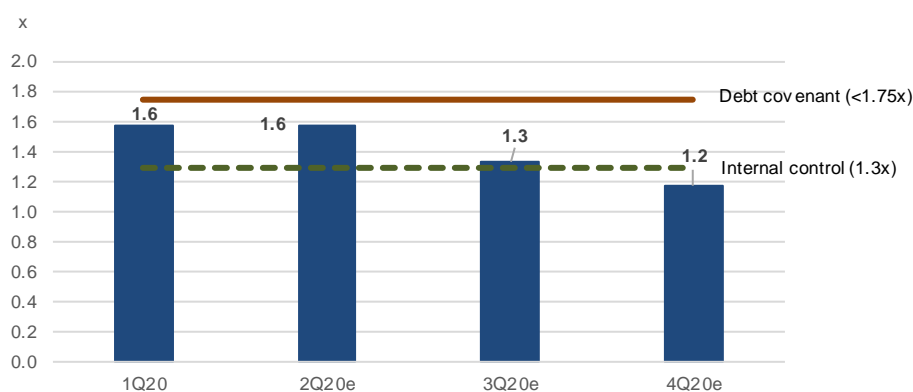
\* 7-15 days average

\*\*15% discount to market price

\*\*\*Including minority interest and excluding MINT-W7 (post-RO)

Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 2 : Interest bearing debt to equity and forecast**



Sources Company data, Bualuang Research

**Figure 3 : MINT-W7 value estimates**

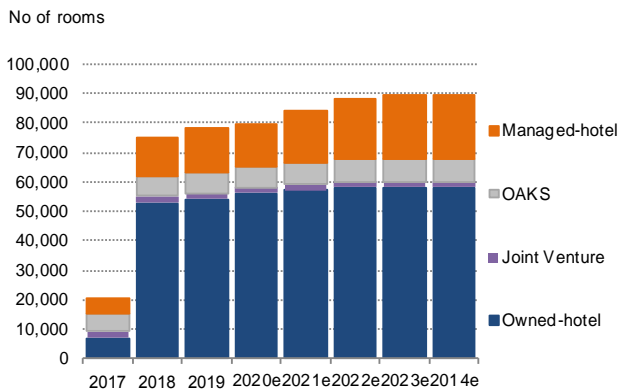
Key assumptions	
Exercise price (Bt)	16.00
Exercise Ratio	1.0000
Div. Yld.	1.20%
Maturity (Year)	3.00
No. of Warrant (million)	313,831,156

Stock Price (Bt)	Warrant Price (Bt)
16.00	3.50
15.80	3.38
15.60	3.26
15.40	3.14
15.20	3.02
15.00	2.91
14.80	2.79
14.60	2.68
14.40	2.57
14.20	2.46
14.00	2.36

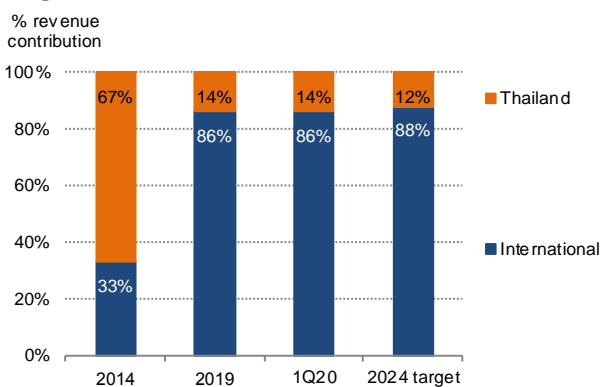
Sources: Bloomberg, Bualuang Research

**Figure 4 : Hotel portfolio expansion plan**



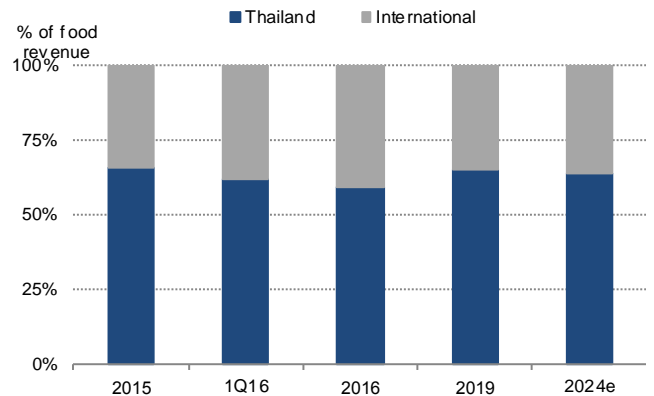
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 6 : Revenue contribution**

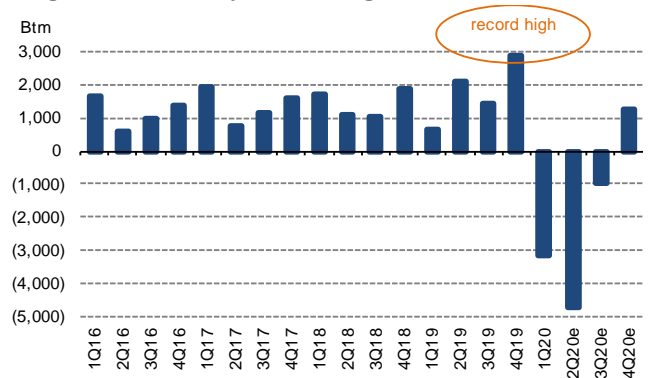


Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 5 : Food portfolio expansion plan**



**Figure 7 : Quarterly core earnings forecast**



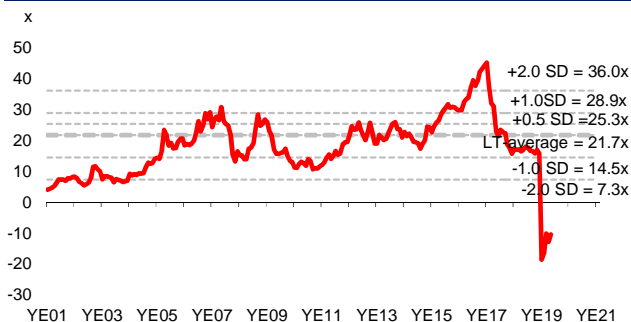
## Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap (US\$	PER (x)	EPS Growth (%)	PBV (x)	ROE (%)	Div Yield (%)					
	Code	(local curr.)	equivalent)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Breadtalk Group	BREAD SP	SGD0.8	304	47.8	42.5	-272.0	12.5	3.0	2.9	4.5	6.8	0.7	0.8
Mandarin Oriental	MAND SP	SGD1.4	1,793	49.0	37.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.1	2.1
Jin Jiang Hotel Group	2006 HK	HKD1.4	983	25.7	10.4	n.a.	88.9	0.8	0.7	3.2	6.9	2.9	4.7
Shangri-La Asia Limited	69 HK	HKD6.9	3,200	n.a.	29.7	-200.0	-137.7	0.5	0.5	-1.8	2.4	0.0	1.7
The Hongkong&Shanghai Hotels	45 HK	HKD7.2	1,520	n.a.	32.0	-324.1	-133.8	n.a.	n.a.	-2.7	n.a.	0.0	1.4
Esprit Holding	330 HK	HKD0.6	148	n.a.	n.a.	-149.0	-71.6	0.2	0.2	-16.7	-7.7	n.a.	n.a.
Giordano International	709 HK	HKD1.3	273	11.5	7.9	n.a.	n.a.	0.8	0.8	7.0	10.9	9.0	12.7
Berjaya Food	BFD MK	MYR1.1	91	19.3	15.8	-38.4	43.2	1.5	1.4	5.9	7.0	2.9	3.6
Bonia Corp	BON MK	MYR0.5	24	5.5	6.9	8.3	-22.7	0.3	0.3	4.9	3.9	3.9	3.0
Padini Holdings	PAD MK	MYR2.8	424	14.4	12.4	-20.3	16.0	2.3	2.1	16.9	18.1	4.0	4.1
Yoshinoya Holdings Co	9861 JP	JPY2,388.0	1,446	90.7	45.4	138.5	99.8	3.2	3.2	0.2	4.4	0.8	0.8
Accor	AC FP	EUR21.4	6,360	n.a.	24.1	-106.1	-1134.0	0.9	0.9	-0.3	3.1	1.3	3.4
Inter Continental	IHG LN	GBP3,554.0	7,934	33.3	17.5	-33.7	77.2	n.a.	n.a.	-18.0	-39.7	1.4	2.3
Whitbread	WTB LN	GBP2,461.0	4,047	38.5	13.3	-39.3	120.2	0.9	0.9	2.5	6.7	2.5	3.4
Host Hotels	HST US	USD11.4	8,058	n.a.	n.a.	-170.2	-63.6	1.3	1.4	-7.3	-1.1	3.8	4.3
Choice Hotels	CHH US	USD79.0	4,370	32.0	20.2	-26.4	41.3	57.3	16.7	443.6	158.5	0.3	0.7
Marriott Int'l	MAR US	USD91.4	29,621	80.2	23.1	-72.2	266.4	83.5	43.4	33.0	177.1	0.6	1.6
Dominos Pizza	DPZ US	USD375.2	14,679	34.3	31.5	11.4	8.6	n.a.	n.a.	-13.2	-14.9	0.8	0.9
Dunkin' Brands Group	DNKN US	USD64.8	5,320	25.6	21.3	-21.1	25.7	n.a.	n.a.	-37.4	-52.7	1.2	2.6
Mcdonald's Corp	MCD US	USD185.1	137,617	33.5	23.5	-31.2	43.7	n.a.	n.a.	-46.0	-59.4	2.7	3.0
The Gap	GPS US	USD8.2	3,052	26.3	6.8	-48.6	102.5	1.0	0.9	-1.4	11.7	8.7	10.0
Airports of Thailand	AOT TB	THB58.75	26,355	78.8	57.9	-0.6	-57.4	5.3	5.0	6.8	8.9	0.7	0.9
Asset World Corporation	AWC TB	THB4.42	4,442	143.8	86.6	63.0	-3.4	1.9	1.8	1.3	2.1	0.3	0.5
Central Plaza Hotel	CENTEL TB	THB20.00	848	449.3	38.6	-19.9	-96.6	1.9	1.8	0.4	5.0	0.0	1.0
The Erawan Group	ERW TB	THB2.90	229	n.m.	68.6	-14.1	n.m.	1.3	1.3	-3.7	1.9	0.0	0.6
Minor International	MINT TB	THB16.80	2,437	n.m.	56.5	134.4	n.m.	1.0	1.0	-10.8	2.1	0.0	0.0
Veranda Resort	VRANDA TB	THB5.25	53	7.7	5.7	-59.3	73.4	0.8	0.7	10.8	13.6	5.2	7.0
Simple average				62.4	29.4	-53.8	-30.5	8.1	4.2	14.7	11.0	2.1	3.0

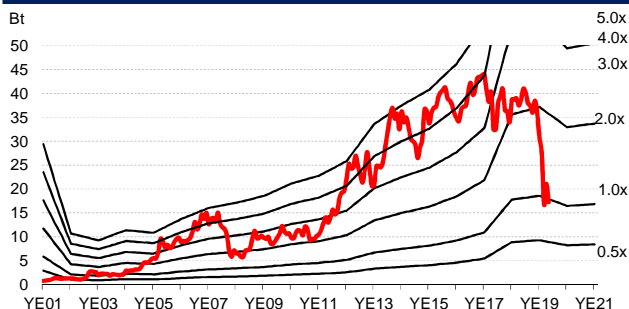
PER band versus SD (next 12 months)



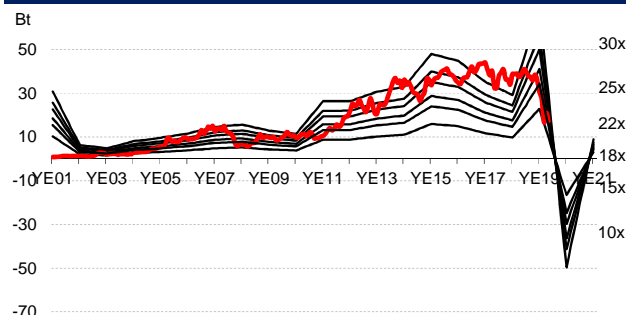
PBV band versus SD (next 12 months)



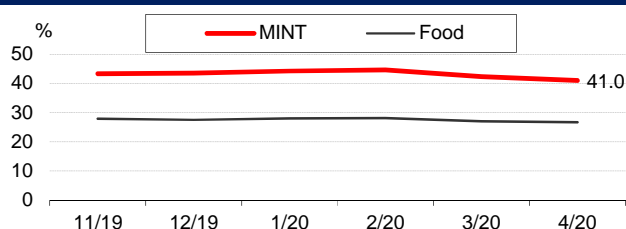
PER band and share price



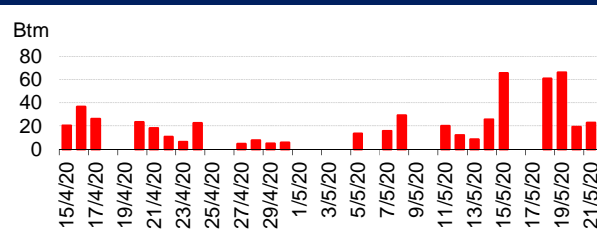
PBV band and share price



Foreign holdings



Short selling activities during past four weeks





## Bualuang Securities Public Company Limited

## DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

ADVANC	AMATA	AOT	BANPU	BCH	BCP	BCPG	BDMS	BEM	BH	BJC	BTS	CBG	CENTEL	CHG
CK	CPALL	CPF	CPN	DTAC	EGCO	GLOBAL	GPSC	HANA	HMPRO	INTUCH	IRPC	IVL	KBANK	KCE
KKP	KTG	KTC	MINT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	QH	SAWAD	SCB	SCC	SPALI	SPRC	STEC
TASCO	THANI	TISCO	TKN	TOP	TRUE	TU	WHA	ESSO	CKP	STA	BGRIM	TOA	AEONTS	GULF
MTC	OSP	BEC	BPP	GUNKUL	AWC	RATCH	VGI	TMB	TCAP	CRC				

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter

### CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		Pass
Below 50	No logo given	N/A

### Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.



## CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

### Corporate Governance Report 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 IOD survey 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 evaluation 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. Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

"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, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment result."

## BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

### STOCK RECOMMENDATIONS

**BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

**HOLD:** Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

**SELL:** Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

**TRADING BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

### SECTOR RECOMMENDATIONS

**OVERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

**NEUTRAL:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

**UNDERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.