

# ดิ เอราวัณ กรุ๊ป

บริษัท ดิ เอราวัณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

# ERW

Bloomberg ERW TB  
Reuters ERW.BK



## พรีวิว 1Q67: กำไรปกติจะทำสถิติสูงสุด

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อ ERW เนื่องจากการดำเนินงานและผลประกอบการของบริษัทจะได้รับการผลบวกจากภาคการท่องเที่ยวที่เติบโตมากขึ้น เราประเมินได้ว่ากำไรปกติ 1Q67 จะทำสถิติสูงสุดที่ 245 ลบ. โดยได้รับการสนับสนุนจาก RevPar ที่แข็งแกร่งขึ้น ด้วยแรงหนุนจาก ARR ที่เพิ่มขึ้นเป็นหลัก ขณะที่คาดว่าอัตราการเข้าพักจะทรงตัวอยู่ที่ระดับสูงในปัจจุบัน หุ้น ERW ซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 2567 ที่ 11 เท่า หรือใกล้เคียงกับ -1SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต ERW เป็นหนึ่งในหุ้นเด่นของเราในกลุ่มท่องเที่ยว เราให้คำแนะนำ tactical call ระยะ 3 เดือนที่ OUTPERFORM ด้วยราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 ที่ 6 บาท/หุ้น

**พรีวิว 1Q67: กำไรปกติจะทำสถิติสูงสุด** เราประเมินได้ว่ากำไรปกติ 1Q67 ของ ERW จะทำสถิติสูงสุดที่ 245 ลบ. เพิ่มขึ้น 10% YoY และ 5% QoQ โดยได้รับการสนับสนุนจาก RevPar ที่แข็งแกร่งขึ้น โดยเฉพาะการดำเนินงานในประเทศไทยซึ่งการเติบโตของ RevPar จะได้รับแรงหนุนจาก ARR ที่เพิ่มขึ้นเป็นหลัก ขณะที่คาดว่าอัตราการเข้าพักจะทรงตัวอยู่ที่ระดับสูง โดยได้รับการสนับสนุนจากภาคการท่องเที่ยวที่เติบโตมากขึ้น ทั้งนี้ใน 1Q67 ประเทศไทยต้อนรับนักท่องเที่ยวต่างชาติจำนวน 9.4 ล้านคน เพิ่มขึ้น 44% YoY และ 16% QoQ สู่ 87% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19 เราเชื่อว่าปัจจัยบวกนี้จะสามารถชดเชยผลขาดทุนเริ่มแรกจากโรงแรมใหม่ในประเทศญี่ปุ่นได้ ERW จะประกาศผลประกอบการวันที่ 14 พ.ค.

**ประเทศไทย: ARR เพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่ง** สำหรับกลุ่มโรงแรมระดับ 3-5 ดาว (80% ของรายได้) เราประเมินได้ว่า RevPar เติบโต 11% YoY และ 7% QoQ โดยได้รับการสนับสนุนจาก ARR ที่เพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งที่ 11% YoY และ 5% QoQ อันเป็นผลมาจากอัตราการเข้าพักระดับสูงที่ 84% ทรงตัว YoY และเพิ่มขึ้นจาก 83% ใน 4Q66 สำหรับกลุ่มโรงแรมระดับพรีเมียม HOP INN (12% ของรายได้) เราประเมินได้ว่า RevPar เติบโต 11% YoY และ 4% QoQ หลักๆ เกิดจาก ARR ที่เพิ่มขึ้น 10% YoY และ 5% QoQ

**ประเทศญี่ปุ่น: เริ่มต้นได้ดีสำหรับการดำเนินงานไตรมาสแรก** สำหรับโรงแรม HOP INN ใหม่ 4 แห่งในประเทศญี่ปุ่นนั้น เราประเมินอัตราการเข้าพักได้ที่ 50% และ ARR ที่ ~3,000 บาท/ห้อง ใน 1Q67 ซึ่งจะทำให้มีผลขาดทุน ~20 ลบ. การดำเนินงานคาดว่าจะแข็งแกร่งขึ้นใน 2Q67 จากปัจจัยฤดูกาล โดยเราให้สมมติฐานสำหรับปี 2567 ด้วยอัตราการเข้าพักที่ 75% และ ARR ที่ 3,000 บาท/ห้อง

**คงประมาณการกำไรไว้ไม่เปลี่ยนแปลง** พรีวิวกำไร 1Q67 ของเราจะคิดเป็น 30% ของประมาณการกำไรเต็มปี เราคาดว่ากำไรปกติปี 2567 ของ ERW จะเติบโต 10% สู่ 818 ลบ. Upside ของกำไรจะมาจากการทำงานที่แข็งแกร่งกว่าคาดที่โรงแรมในประเทศญี่ปุ่น ซึ่งเราประเมินว่าในปี 2567 โรงแรมที่ญี่ปุ่นจะมีผลขาดทุนที่ 40 ลบ. (5% ของประมาณการกำไรปี 2567) และได้รวมเข้าในประมาณการของเราแล้ว ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 ที่ 6 บาท/หุ้น อิงกับ EV/EBITDA ที่ 13 เท่า (ค่าเฉลี่ยระยะยาวตั้งแต่ปี 2548) และจำนวนหุ้นทั้งหมดซึ่งรวมถึงหุ้นที่เกิดจากการแปลงสภาพใบสำคัญแสดงสิทธิ ERW-W3 (8% ของจำนวนหุ้นชำระแล้วในปัจจุบัน) โดย ERW-W3 มีวันใช้สิทธิ (ใช้สิทธิครั้งเดียว) คือวันที่ 14 มิ.ย. 2567 อัตราการใช้สิทธิใบสำคัญแสดงสิทธิ 1 หน่วยต่อหุ้นสามัญ 1 หุ้น และราคาใช้สิทธิ 3.0 บาท/หุ้น

**ปัจจัยเสี่ยง** คือ 1) ภาวะเศรษฐกิจจะชะลอตัว ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทาง 2) ความไม่แน่นอนทางการเมือง และ 3) ต้นทุนที่สูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร เรามองว่าความเสี่ยง ESG คือ การบริหารจัดการสิ่งแวดล้อมที่มีประสิทธิภาพ (E)

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	4,629	6,986	7,676	8,107	8,373
EBITDA	(Btmn)	1,058	2,200	2,625	2,841	2,985
Core profit	(Btmn)	(229)	746	818	883	946
Reported profit	(Btmn)	(224)	743	818	883	946
Core EPS	(Bt)	(0.05)	0.15	0.17	0.18	0.19
DPS	(Bt)	0.00	0.07	0.08	0.08	0.09
P/E, core	(x)	N.A.	31.6	28.8	26.7	24.9
EPS growth, core	(%)	N.A.	N.A.	9.7	7.9	7.1
P/BV, core	(x)	4.1	3.7	3.0	2.8	2.6
ROE	(%)	(3.9)	12.3	11.4	10.7	10.7
Dividend yield	(%)	0.0	1.5	1.6	1.7	1.8
EV/EBITDA	(x)	29.1	14.3	11.3	10.5	9.9
EBITDA growth	(%)	N.A.	108.1	19.3	8.2	5.1

Source: InnovestX Research

## Tactical: OUTPERFORM (3-month)

### Stock data

Last close (Apr 23) (Bt)	4.82
Target price (Bt)	6.00
Mkt cap (Btmn)	21.84
Mkt cap (US\$mn)	592
Beta	H
Mkt cap (%) SET	0.13
Sector % SET	1.88
Shares issued (mn)	4,532
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	5.9 / 4.1
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.99
Foreign limit / actual (%)	49 / 6
Free float (%)	58.2
Dividend policy (%)	40

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	4.3	(2.0)	1.3
Relative to SET	6.1	(0.3)	16.2

Source: SET, InnovestX Research

### 2023 Sustainability/2022 ESG Score

SET ESG Ratings	A
-----------------	---

### ESG Bloomberg Rank in the sector

ESG Score Rank	3/15
Environmental Score Rank	3/15
Social Score Rank	3/15
Governance Score Rank	2/15

### ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

อันดับคะแนน ESG ของ ERW สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ERW มีความมุ่งมั่นอย่างชัดเจนที่จะดำเนินการตามเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมและนโยบายการบริหารจัดการพลังงาน

Source: Bloomberg Finance L.P.

### นักวิเคราะห์

#### ระวีบุษ ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

**จุดเด่น**

พอร์ตโรงแรมของ ERW มีความหลากหลายและกระจายตัวอยู่ในทุกระดับครอบคลุมตั้งแต่โรงแรมระดับลักซ์วอร์รี่ ระดับกลาง ระดับชั้นประหยัด และระดับบัดเจ็ท โดยตั้งอยู่ที่จุดหมายปลายทางที่สำคัญของประเทศไทย ERW จะมุ่งเน้นขยายการลงทุนในกลุ่มโรงแรม HOP INN ซึ่งเป็นเครือข่ายโรงแรมบัดเจ็ทที่พัฒนาและดำเนินการโดย ERW ในประเทศไทย ฟิลิปปินส์ และญี่ปุ่น

**แนวโน้มธุรกิจ**

เราคาดว่ากำไรปกติปี 2567 ของ ERW จะเติบโต 10% YoY สู่ 818 ลบ. ERW มุ่งมั่นที่จะเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาวด้วยพอร์ตโรงแรมที่มีความหลากหลายมากขึ้น ERW ตั้งเป้ามีโรงแรม HOP INN 150 แห่ง (-14,000 ห้อง) ภายในปี 2573 และหลังจากนั้น ซึ่งจะส่งผลทำให้สัดส่วน EBITDA จากโรงแรม HOP INN เพิ่มขึ้นจาก 24% ในปี 2567 สู่ 39% ในปี 2573 ERW จะขยายโรงแรม HOP INN ไปยังตลาดที่มีศักยภาพ เช่น สิงคโปร์ มาเลเซีย เกาหลีใต้ เวียดนาม และออสเตรเลีย

Bullish views	Bearish views
1. ERW มีแนวโน้มที่จะเป็นผู้ได้ประโยชน์รายสำคัญจากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย เนื่องจากบริษัทประกอบธุรกิจโรงแรมเป็นหลัก	1. การ ramp up อย่างช้าๆ ของโครงการลงทุนใหม่
2. ARR ที่แข็งแกร่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการเติบโต	2. ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทาง

**ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ**

ปัจจัย	อีเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
แนวโน้มผลประกอบการระยะสั้น	โมเมนตัมผลประกอบการ 1Q67	+YoY, +QoQ	เราประเมินได้ว่ากำไรปกติ 1Q67 ของ ERW จะทำสถิติสูงสุดที่ 245 ลบ. เพิ่มขึ้น 10% YoY และ 5% QoQ โดยได้รับการสนับสนุนจาก RevPar ที่แข็งแกร่งขึ้น โดยเฉพาะการดำเนินงานในประเทศไทยซึ่งการเติบโตของ RevPar จะได้แรงหนุนจาก ARR ที่เพิ่มขึ้นเป็นหลัก ขณะที่คาดว่าอัตราการเข้าพักจะทรงตัวอยู่ที่ระดับสูงในปัจจุบัน โดยได้รับการสนับสนุนจากภาคการท่องเที่ยวที่เติบโตมากขึ้น
แนวโน้มผลประกอบการระยะสั้น	โมเมนตัมผลประกอบการ 2Q67	+YoY, -QoQ	เราประเมินได้ว่ากำไรปกติ 2Q67 ของ ERW จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล แต่จะเพิ่มขึ้น YoY อย่างต่อเนื่อง
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี 2567	การดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นของโรงแรมใหม่	บวก/ลบ	Upside ของกำไรจะมาจากการทำงานที่แข็งแกร่งกว่าคาดที่โรงแรมในประเทศญี่ปุ่น  ประมาณการของเรารวมเอาขาดทุนซึ่งประเมินได้ที่ 40 ลบ. (5% ของประมาณการกำไรปี 2567) จากการดำเนินงานเต็มปีเป็นปีแรกของโรงแรม 4 แห่งในประเทศญี่ปุ่น โดยอิงกับอัตราการเข้าพักที่ 75% และ ARR ที่ 3,000 บาท/ห้อง เข้ามาแล้ว

**การวิเคราะห์ความอ่อนไหว**

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเปลี่ยนแปลง 1ppt ในรายได้	4-5%	0.2 บาท/หุ้น (3%)

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

ERW ให้ความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจภายใต้แนวคิดการพัฒนาอย่างยั่งยืนภายใต้แผนการพัฒนายั่งยืน เรามองว่าความเสี่ยง ESG คือ การบริหารจัดการสิ่งแวดล้อมที่มีประสิทธิภาพ (E) และบริษัทมีความมุ่งมั่นอย่างชัดเจนที่จะดำเนินการตามเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมและนโยบายการบริหารจัดการพลังงาน

**คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG**

<b>Bloomberg ESG Score</b>	<b>44.48 (2022)</b>
Rank in Sector	3/15

<b>CG Rating</b>	<b>DJSI</b>	<b>SETESG</b>	<b>SET ESG Ratings</b>
ERW	5	No	No
			A

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)**

- ทุกแบรนด์โรงแรมต่างแสดงเจตนารมณ์ที่จะปล่อยก๊าซเรือนกระจกเท่ากับศูนย์ในปี พ.ศ. 2593 โดยใช้การบริหารจัดการพลังงาน การจัดการน้ำ การจัดการขยะของเสียให้มีประสิทธิภาพ และการจัดหาผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมเป็นแนวปฏิบัติเพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก ทุกโรงแรม (ร้อยละ 100) ที่บริษัทฯ บริหารจัดการเอง มีบริการที่เกี่ยวข้องกับการลดใช้พลังงานและลดคาร์บอน ภายในปี พ.ศ. 2570
- ERW วางแผนปรับเปลี่ยนอุปกรณ์เครื่องใช้ไฟฟ้าประหยัดพลังงานตามอายุการใช้งาน เช่น เปลี่ยนหลอดไฟเป็นหลอด LED โดยในทุกโรงแรมมีการเปลี่ยนเป็นโซน เริ่มตั้งแต่ปี 2562 โดยมีเป้าหมายครบ 100% ในปี 2568 โดยในปี 2565 ERW สามารถลดการใช้ไฟฟ้าต่อหน่วยเข้าพักได้ 3% เมื่อเทียบกับปี 2562 และ 80% ของจำนวนโรงแรมได้เปลี่ยนเป็นหลอดไฟ LED คsu 100%
- ERW ตั้งเป้าหมายในการลดปริมาณขยะฝังกลบลง 50% ภายในปี พ.ศ. 2570 โดยใช้หลัก 4R: Reduce Reuse Recycle Resourcing และร่วมมือกับพันธมิตรเพื่อร่วมกันสร้างเส้นทางของขยะให้หมุนเวียนเกิดประโยชน์สูงสุด โดยเพิ่มประสิทธิภาพการคัดแยกขยะให้ครอบคลุมกว้างขึ้น เพื่อมุ่งลดปริมาณขยะฝังกลบและเริ่มเก็บสถิติขยะฝังกลบของโรงแรมในพื้นที่กรุงเทพฯ เพื่อติดตามผลอย่างต่อเนื่อง
- เรามองว่าความเสี่ยง ESG คือ การบริหารจัดการสิ่งแวดล้อมทั้งก๊าซเรือนกระจก พลังงาน น้ำเสีย และของเสีย ที่มีประสิทธิภาพ (E)

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับบรรษัทภิบาล (G)**

- ERW ได้กำหนดหลักเกณฑ์การจำแนกกลุ่มผู้ค้าที่สำคัญ เพื่อการประเมินความเสี่ยงภายในห่วงโซ่อุปทานอย่างมีประสิทธิภาพ จัดทำเกณฑ์ในการคัดกรองและสรรหาผู้ค้า นโยบายในการจ่ายเงิน รวมทั้งได้กำหนดจรรยาบรรณผู้ค้าธุรกิจ (Supplier Code of Conduct) เพื่อสร้างสังคมที่ยั่งยืนร่วมกัน
- ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2566 กรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 12 ท่าน ประกอบด้วย กรรมการอิสระจำนวน 4 ท่าน (33.33% ของกรรมการทั้งหมด) เรามองว่าโครงสร้างกรรมการบริษัทมีความเหมาะสมเนื่องจากกรรมการอิสระมีจำนวนไม่น้อยกว่าหนึ่งในสามของจำนวนกรรมการทั้งหมด
- ประธานกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ
- ผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 57% ของจำนวนทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)**

- ERW ดูแลเรื่อง สุขภาพ ความปลอดภัย และสภาพแวดล้อมที่ดีในการปฏิบัติงาน และมีการจัดอบรมให้ความรู้สำหรับพนักงาน ในการดูแลตนเองผ่าน Doctor Online และการพบแพทย์ทางเลือกในรูปแบบ Telemedicine การสนับสนุนการตรวจสุขภาพประจำปีและฉีดวัคซีนเสริมภูมิคุ้มกันต่างๆ อีกทั้งยังคงมาตรฐานการดูแลสุขภาพอนามัยและการฉีดพ่นฆ่าเชื้อในสำนักงานอย่างสม่ำเสมอ รวมทั้งการให้พนักงานเข้าร่วมอบรมและฝึกซ้อมอพยพหนีไฟประจำปี เพื่อเป็นการเตรียมความพร้อมต่อสถานการณ์ฉุกเฉิน ในช่วงปี 2563-2566 ERW ไม่มีข้อพิพาททางด้านแรงงานที่มีนัยสำคัญ
- ในปี 2566 ERW ได้ทำบันทึกข้อตกลงร่วมกับสถาบันการศึกษาต่างๆ ในพื้นที่ที่มีธุรกิจดำเนินการอยู่รวม 5 สถาบัน เพื่อจัดส่งนักศึกษาเข้าฝึกงานกับทางโรงแรมอ็อป อินน์ และสามารถเข้าร่วมทำงานกับโรงแรมได้ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดโดยได้เริ่มโครงการในเดือนมีนาคม มีนักศึกษาจำนวน 25 คนได้เข้าฝึกปฏิบัติงานจริงกับโรงแรม

**EGS Disclosure Score**

	2021	2022
<b>ESG Disclosure Score</b>	<b>46.46</b>	<b>44.48</b>
<b>Environment</b>	<b>23.23</b>	<b>24.01</b>
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
GHG Scope 1	0.75	9.57
GHG Scope 2 Location-Based	28.03	32.36
GHG Scope 3	0.00	0.00
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Waste Reduction Policy	Yes	Yes
<b>Social</b>	<b>32.44</b>	<b>25.70</b>
Pct Women in Workforce	55.90	56.22
Business Ethics Policy	Yes	Yes
Number of Employees - CSR	3,000	3,721
Employee Turnover Pct	24.66	—
Total Hours Spent by Firm - Employee Training	88,371	101,024
<b>Governance</b>	<b>83.59</b>	<b>83.59</b>
Size of the Board	11	11
Number of Female Executives	2	2
Number of Women on Board	2	2
Number of Independent Directors	4	4

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer**

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการนำข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมีการทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านบรรษัทภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่อาจเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับวิธีการเปิดเผยข้อมูลของแต่ละบริษัท

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total revenue	(Btmn)	6,379	2,306	1,485	4,629	6,986	7,676	8,107	8,373
Cost of goods sold	(Btmn)	3,729	2,477	2,220	3,154	3,936	4,104	4,275	4,396
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,650</b>	<b>(171)</b>	<b>(734)</b>	<b>1,475</b>	<b>3,051</b>	<b>3,572</b>	<b>3,831</b>	<b>3,977</b>
SG&A	(Btmn)	1,608	1,005	915	1,377	1,811	1,919	1,987	2,036
Other income	(Btmn)	60	42	58	89	60	77	81	109
Interest expense	(Btmn)	402	536	521	458	589	707	641	664
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>700</b>	<b>(1,669)</b>	<b>(2,112)</b>	<b>(272)</b>	<b>710</b>	<b>1,023</b>	<b>1,284</b>	<b>1,386</b>
Corporate tax	(Btmn)	155	(39)	46	(26)	(17)	145	337	369
Equity a/c profits	(Btmn)	0	(18)	9	29	36	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	(57)	63	105	(11)	(17)	(59)	(65)	(71)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>489</b>	<b>(1,585)</b>	<b>(2,044)</b>	<b>(229)</b>	<b>746</b>	<b>818</b>	<b>883</b>	<b>946</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	(43)	(130)	(7)	5	(4)	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>446</b>	<b>(1,715)</b>	<b>(2,050)</b>	<b>(224)</b>	<b>743</b>	<b>818</b>	<b>883</b>	<b>946</b>
EBITDA	(Btmn)	1,931	(121)	(656)	1,058	2,200	2,625	2,841	2,985
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.20</b>	<b>(0.64)</b>	<b>(0.42)</b>	<b>(0.05)</b>	<b>0.15</b>	<b>0.17</b>	<b>0.18</b>	<b>0.19</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.18	(0.69)	(0.42)	(0.05)	0.15	0.17	0.18	0.19
DPS (Bt)	(Bt)	0.07	0.00	0.00	0.00	0.07	0.08	0.08	0.09

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total current assets	(Btmn)	1,456	1,962	2,655	2,026	1,885	3,920	3,206	3,399
Total fixed assets	(Btmn)	14,442	14,281	14,474	14,536	16,164	17,532	18,279	19,006
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>17,834</b>	<b>21,215</b>	<b>22,450</b>	<b>21,712</b>	<b>23,675</b>	<b>26,821</b>	<b>26,596</b>	<b>27,257</b>
Total loans	(Btmn)	10,162	12,687	11,151	10,448	10,819	10,887	10,387	10,384
Total current liabilities	(Btmn)	3,360	2,812	1,489	1,762	3,058	3,283	2,988	3,012
Total long-term liabilities	(Btmn)	8,125	10,551	10,356	9,665	9,067	9,567	9,064	9,086
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>11,893</b>	<b>17,286</b>	<b>16,427</b>	<b>15,990</b>	<b>17,305</b>	<b>18,841</b>	<b>18,042</b>	<b>18,088</b>
Paid-up capital	(Btmn)	2,518	2,518	4,532	4,532	4,532	4,891	4,891	4,891
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>5,941</b>	<b>3,929</b>	<b>6,023</b>	<b>5,722</b>	<b>6,370</b>	<b>7,981</b>	<b>8,554</b>	<b>9,169</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>2.40</b>	<b>1.59</b>	<b>1.33</b>	<b>1.26</b>	<b>1.41</b>	<b>1.76</b>	<b>1.89</b>	<b>2.02</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Core Profit	(Btmn)	489	(1,585)	(2,044)	(229)	746	818	883	946
Depreciation and amortization	(Btmn)	830	1,012	936	872	901	895	915	935
Operating cash flow	(Btmn)	1,780	(536)	(634)	1,287	2,289	2,917	1,617	1,910
Investing cash flow	(Btmn)	(1,778)	(602)	346	231	(2,256)	(2,007)	(1,404)	(1,403)
Financing cash flow	(Btmn)	(73)	1,785	(122)	(1,215)	(344)	861	(809)	(334)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(71)</b>	<b>647</b>	<b>(409)</b>	<b>303</b>	<b>(311)</b>	<b>1,770</b>	<b>(596)</b>	<b>173</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin	(%)	41.5	(7.4)	(49.4)	31.9	43.7	46.5	47.3	47.5
Operating margin	(%)	16.3	(51.0)	(111.0)	2.1	17.7	21.5	22.8	23.2
EBITDA margin	(%)	30.3	(5.3)	(44.1)	22.9	31.5	34.2	35.0	35.7
EBIT margin	(%)	17.3	(49.1)	(107.1)	4.0	18.6	22.5	23.8	24.5
Net profit margin	(%)	7.0	(74.4)	(138.0)	(4.8)	10.6	10.7	10.9	11.3
ROE	(%)	8.4	(32.1)	(41.1)	(3.9)	12.3	11.4	10.7	10.7
ROA	(%)	2.8	(8.1)	(9.4)	(1.0)	3.3	3.2	3.3	3.5
Net D/E	(x)	1.5	2.8	1.5	1.6	1.5	1.0	0.9	0.9
Interest coverage	(x)	4.8	(0.2)	(1.3)	2.3	3.7	3.7	4.4	4.5
Debt service coverage	(x)	0.8	(0.0)	(0.5)	0.9	0.9	1.3	1.4	1.5
Payout Ratio	(%)	38.9	0.0	0.0	0.0	42.7	42.7	42.7	42.7

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Owned hotels (3-5 star)</b>									
Occupancy rate	(%)	78.0	24.0	17.0	58.0	82.0	82.1	82.1	82.1
ARR	(Bt/room/night)	2,570	2,004	1,429	2,496	3,074	3,263	3,361	3,462
% YoY growth	(%)	(3.8)	(22.0)	(28.7)	74.7	23.2	6.1	3.0	3.0
RevPar	(Bt/room/night)	2,009	485	250	1,444	2,533	2,678	2,758	2,841
% YoY growth	(%)	(6.9)	(75.9)	(48.5)	477.6	75.4	5.7	3.0	3.0
No. of rooms	rooms	5,343	5,343	5,056	4,392	4,391	4,391	4,391	4,391

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total revenue	(Btmn)	638	974	1,283	1,733	1,753	1,623	1,736	1,874
Cost of goods sold	(Btmn)	618	735	827	973	993	948	990	1,004
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>20</b>	<b>239</b>	<b>456</b>	<b>759</b>	<b>760</b>	<b>675</b>	<b>746</b>	<b>870</b>
SG&A	(Btmn)	255	311	362	450	434	441	446	490
Other income	(Btmn)	8	32	6	43	21	18	7	13
Interest expense	(Btmn)	112	111	114	122	135	143	150	161
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(339)</b>	<b>(150)</b>	<b>(13)</b>	<b>230</b>	<b>213</b>	<b>109</b>	<b>157</b>	<b>232</b>
Corporate tax	(Btmn)	(8)	(7)	(5)	(6)	(6)	(5)	(3)	(2)
Equity a/c profits	(Btmn)	3	9	3	13	3	21	3	9
Minority interests	(Btmn)	12	4	(6)	(21)	1	(2)	(7)	(10)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(315)</b>	<b>(131)</b>	<b>(11)</b>	<b>229</b>	<b>224</b>	<b>133</b>	<b>156</b>	<b>233</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	2	12	(0)	11	15	9	(8)	(19)
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(313)</b>	<b>(119)</b>	<b>(12)</b>	<b>240</b>	<b>239</b>	<b>142</b>	<b>148</b>	<b>214</b>
EBITDA	(Btmn)	(14)	175	320	576	566	474	540	621
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(0.06)</b>	<b>(0.03)</b>	<b>(0.00)</b>	<b>0.05</b>	<b>0.05</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.05</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	(0.07)	(0.03)	(0.00)	0.05	0.05	0.03	0.03	0.05

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total current assets	(Btmn)	2,688	1,485	1,617	2,026	1,858	1,742	1,955	1,885
Total fixed assets	(Btmn)	19,327	19,343	19,394	19,285	19,221	19,401	21,438	21,396
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>22,388</b>	<b>21,251</b>	<b>21,434</b>	<b>21,712</b>	<b>21,482</b>	<b>21,553</b>	<b>23,814</b>	<b>23,675</b>
Total loans	(Btmn)	10,641	10,403	10,495	10,448	9,999	9,770	11,095	10,819
Total current liabilities	(Btmn)	2,675	1,378	1,510	1,762	1,882	2,043	2,869	3,058
Total long-term liabilities	(Btmn)	9,514	9,783	9,794	9,665	9,162	8,823	9,475	9,067
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>16,731</b>	<b>15,699</b>	<b>15,868</b>	<b>15,990</b>	<b>15,502</b>	<b>15,386</b>	<b>17,536</b>	<b>17,305</b>
Paid-up capital	(Btmn)	4,532	4,532	4,532	4,532	4,532	4,532	4,532	4,532
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>5,657</b>	<b>5,552</b>	<b>5,566</b>	<b>5,722</b>	<b>5,980</b>	<b>6,167</b>	<b>6,278</b>	<b>6,370</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>1.25</b>	<b>1.23</b>	<b>1.23</b>	<b>1.26</b>	<b>1.32</b>	<b>1.36</b>	<b>1.39</b>	<b>1.41</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Core Profit	(Btmn)	(315)	(131)	(11)	229	224	133	156	233
Depreciation and amortization	(Btmn)	213	215	220	223	218	222	233	229
Operating cash flow	(Btmn)	87	25	339	836	558	480	638	613
Investing cash flow	(Btmn)	(169)	811	(198)	(214)	(83)	(246)	(1,581)	(346)
Financing cash flow	(Btmn)	101	(1,063)	(68)	(185)	(641)	(353)	1,081	(432)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>19</b>	<b>(226)</b>	<b>73</b>	<b>437</b>	<b>(166)</b>	<b>(119)</b>	<b>139</b>	<b>(164)</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Gross margin	(%)	3.1	24.6	35.5	43.8	43.4	41.6	43.0	46.4
Operating margin	(%)	(36.8)	(7.3)	7.3	17.8	18.6	14.4	17.3	20.3
EBITDA margin	(%)	(2.1)	18.0	25.0	33.2	32.3	29.2	31.1	33.1
EBIT margin	(%)	(35.6)	(4.1)	7.8	20.3	19.8	15.5	17.7	20.9
Net profit margin	(%)	(49.1)	(12.2)	(0.9)	13.8	13.6	8.7	8.5	11.4
ROE	(%)	(27.7)	(14.3)	(10.3)	7.4	15.4	12.2	11.6	12.9
ROA	(%)	(5.8)	(4.0)	(2.7)	2.0	4.1	3.3	3.0	3.4
Net D/E	(x)	1.5	1.7	1.7	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5
Interest coverage	(x)	(0.1)	1.6	2.8	4.7	4.2	3.3	3.6	3.9
Debt service coverage	(x)	(0.0)	0.7	1.1	1.8	1.6	1.2	1.0	1.0

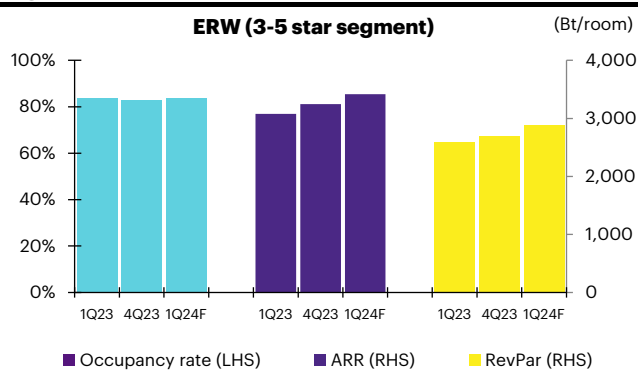
### Main Assumptions

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
<b>Owned hotels (excl. HOP INN)</b>									
Occupancy rate	(%)	31.0	55.0	67.0	82.0	84.0	80.0	82.0	83.0
ARR	(Bt/room/night)	1,815	2,098	2,552	3,017	3,079	2,936	3,028	3,247
% YoY growth	(%)	45.3	57.9	115.5	81.7	69.6	39.9	18.7	7.6
RevPar	(Bt/room/night)	556	1,164	1,710	2,467	2,591	2,361	2,491	2,689
% YoY growth	(%)	159.8	580.7	1,337.0	396.4	366.0	102.8	45.7	9.0
No. of rooms	rooms	5,056	4,392	4,392	4,392	4,392	4,392	4,391	4,391

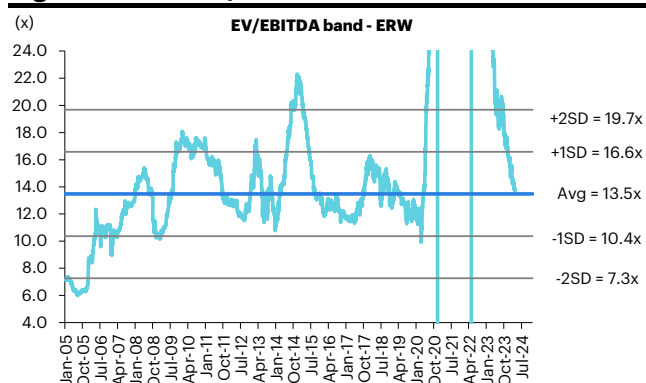
**Figure 1: ERW 1Q24 preview**

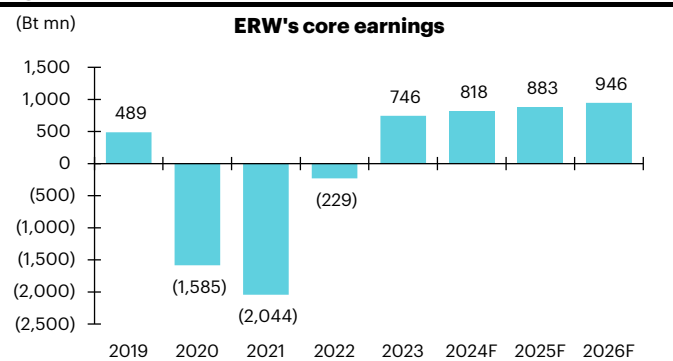
(Bt mn)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	YoY%	QoQ%
Revenue	1,753	1,623	1,736	1,874	1,990	13.5	6.2
EBITDA	566	474	540	621	657	16.3	5.8
<b>Core profit</b>	<b>224</b>	<b>133</b>	<b>156</b>	<b>233</b>	<b>245</b>	<b>9.6</b>	<b>5.3</b>
<b>Net profit</b>	<b>239</b>	<b>142</b>	<b>148</b>	<b>214</b>	<b>245</b>	<b>2.9</b>	<b>14.7</b>
EPS (Bt/share)	0.053	0.031	0.033	0.047	0.054	2.9	14.7
<b>Financial Ratio</b>							
Gross Margin (%)	43.4	41.6	43.0	46.4	46.5		
EBITDA margin (%)	32.3	29.2	31.1	33.1	33.0		
Net Profit Margin (%)	13.6	8.7	8.5	11.4	12.3		
<b>Operational statistic</b>							
<b>3-5 star</b>							
Occupancy rate (%)	84.0	80.0	82.0	83.0	84.0	0.0	1.0
ARR (Bt/room/night)	3,079	2,936	3,028	3,247	3,418	11.0	5.3
RevPar (Bt/room/night)	2,591	2,361	2,491	2,689	2,871	10.8	6.8
<b>HOP INN (Thailand)</b>							
Occupancy rate (%)	81.0	81.0	81.0	83.0	82.0	1.0	(1.0)
ARR (Bt/room/night)	656	659	663	683	720	9.8	5.4
RevPar (Bt/room/night)	531	533	534	569	590	11.2	3.8
<b>HOP INN (Philippines)</b>							
Occupancy rate (%)	74.0	74.0	79.0	80.0	82.0	8.0	2.0
ARR (Bt/room/night)	1,088	1,099	1,128	1,187	1,100	1.1	(7.3)
RevPar (Bt/room/night)	810	811	896	947	902	11.4	(4.8)
<b>HOP INN (Japan)</b>							
Occupancy rate (%)	-	-	-	-	50.0	N.M.	N.M.
ARR (Bt/room/night)	-	-	-	-	3,000	N.M.	N.M.
RevPar (Bt/room/night)	-	-	-	-	1,500	N.M.	N.M.

Source: Company data and InnovestX Research

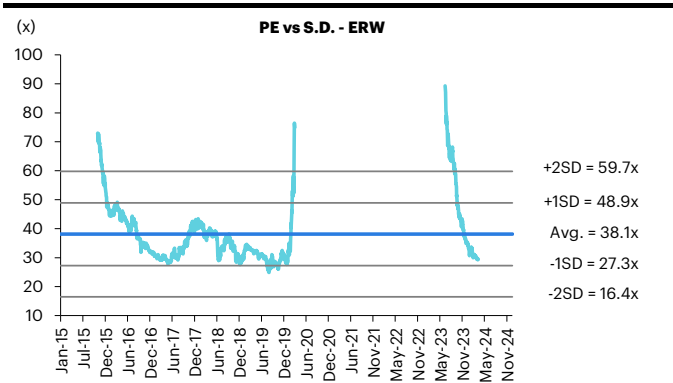
**Figure 2: Strong operations in 1Q24F**


Source: Company data and InnovestX Research

**Figure 4: ERW EV/EBITDA band**

 Source: SET and InnovestX Research  
 EV/EBITDA band since 2005, excluding 2020-22 which is an exceptional COVID-19 period

**Figure 3: ERW earnings forecast**


Source: InnovestX Research

**Figure 5: ERW PE band**

 Source: SET and InnovestX Research  
 PE band since 2015, excluding 2020-22 which is an exceptional COVID-19 period



**Figure 6: Valuation summary** (price as of Apr 23, 2024)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
AWC	Neutral	4.42	5.4	22.7	133.7	80.8	55.6	n.m.	66	45	1.6	1.6	1.6	1	2	3	1.1	0.5	0.7	43.0	35.1	28.7
CENTEL	Neutral	45.25	45.0	0.4	55.8	45.4	39.6	182.9	22.9	14.6	3.1	2.9	2.8	5.6	6.6	7.3	0.9	1.0	1.1	12.2	11.3	11.2
ERW	Outperform	4.82	6.0	26.1	31.6	28.8	26.7	n.m.	9.7	7.9	3.7	3.0	2.8	12.3	11.4	10.7	1.5	1.6	1.7	14.3	11.3	10.5
MINT	Outperform	32.50	44.0	36.7	24.9	22.4	19.8	241.1	11.6	12.9	2.0	1.9	1.8	8.4	8.9	9.5	1.8	1.3	1.5	6.9	6.2	5.8
<b>Average</b>					<b>61.5</b>	<b>44.3</b>	<b>35.4</b>	<b>212.0</b>	<b>27.4</b>	<b>20.1</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>6.9</b>	<b>7.2</b>	<b>7.6</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>19.1</b>	<b>16.0</b>	<b>14.0</b>

Source: InnovestX Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกัธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณลักษณะของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงิน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2023 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

7UP, AAV, ABM, ACE, ACG, ADB, ADD, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, APCO, APCS, ARIP, ARROW, ASEFA, ASK, ASP, ASW, ATP30, AUCTION, AWC, AYUD, B, BA, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBK, BBL, BC, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BJCHI, BKI, BLA, BOL, BPP, BRI, BROOK, BRR, BTS, BTW, BWG, BYD, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CM, CNT, COLOR, COM7, COTTO, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CSC, CSS, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FSX, FVC, GBX, GC, GCAP, GENCO, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, ICN, III, ILINK, ILM, IMH, IND, INET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITC, ITCL, IVL, JAS, JTS, KBANK, KCC, KCE, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, KUN, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MEGA, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NKI, NOBLE, NRF, NTV, NVD, NWR, NYT, OCC, OISHI<sup>1</sup>, ONEE, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PLANB, PLAT, PLUS, PM, POLY, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRINC, PRM, PRTR, PSH, PSL, PT, PTC, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPH, RS, RT, S, S&J, SA, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SAT, SBNEXT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFCO, SEAOL, SECURE, SELIC, SENA, SENX, SFP<sup>2</sup>, SFT, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SM, SMP, SMT, SNC, SNNP, SNP, SO, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSSC, STA, STC, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SVT, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAE, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPH, TISCO, TK, TKN, TKS, TKT, TLI, TM, TMC, TMD, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TNR, TOA, TOG, TOP, TPBI, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRT, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TURTLE, TVDH, TVH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UP, UPF, UPOIC, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, VL, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, XPG, YUASA, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, A5, AAI, AIE, ALUCON, AMR, APURE, ARIN, AS, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, AURA, BR, BSBM, BTG, CEN, CGH, CH, CHIC, CI, CIG, CMC, COMAN, CSP, DOD, DPAINT, DV8, EFORL, EKH, ESSO, ESTAR, EVER, FORTH, FSMART, FTI, GEL, GPI, HEALTH, HUMAN, IFS, INSET, IT, J, JCHK, JDF, JKN, JMART, JUBILE, K, KCAR, KGI, KIAT, KISS, KK, KTIS, KWC, KWM, LDC, LEO, LHK, MACO, METCO, MICRO, MK, MVP, NCAP, NOVA, NTSC, PACO, PIN, PQS, PREB, PRI, PRIME, PROEN, PROS, PROUD, PSTC, PTECH, PYLON, RCL, SALEE, SANKO, SCI, SCN, SE, SE-ED, SFLEX, SINGER, SKN, SONIC, SORKON, SPVI, SSP, SST, STANLY, STP, SUPER, SVOA, SWC, TCC, TEKA, TFM, TMILL, TNP, TPLAS, TPOLY, TRC, TRU, TRUBB, TSE, VRANDA, WAVE, WFX, WIJK, WIN, WP, XO

**Companies with Good CG Scoring**

24CS, AMANAH, AMARC, AMC, APP, ASAP, BCT, BE8, BIG, BIOTEC, BLESS, BSM, BVG, CAZ, CCET, CHARAN, CHAYO, CHOTI, CITY, CMAN, CMR, CRANE, CWT, DHOUSE, DTCENT, EASON, FNS, FTE, GIFT, GJS, GTB, GTV, GYT, HL, HTECH, HYDRO, IIG, INGRS, INSURE, IRCP, ITD, ITNS, JCK, JMT, JR, JSP, KBS, KGEN, KJL, L&E, LEE, MASTER, MBAX, MEB, MENA, META, MGT, MITSIB, MJD, MOSHI, MUD, NATION, NNCL, NPK, NSL, NV, OGC, PAF, PCC, PEACE, PICO, PK, PL, PLANET, PLE, PMTA, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PSG, RABBIT, READY, RJH, RSP, RWI, S11, SAAM, SAF, SAMCO, SAWAD, SCAP, SCP, SIAM, SKE, SKY, SMART, SMD, SMIT, SOLAR, SPA, STECH, STPI, SVR, TC, TCCC<sup>3</sup>, TEAM, TFI, TIGER, TITLE, TKC, TMI, TNH, TPA, TPAC, TRITN, UBA, UMI, UMS, UTP, VARO, VPO, W, WARRIX, WORK, WPH, YONG, ZIGA

**Corporate Governance Report**

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

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. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition (Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2022 to 31 October 2023) is publicized.

<sup>1</sup>OISHI was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on September 6, 2023

<sup>2</sup>SFP was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on July 19, 2023

<sup>3</sup>TCCC was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on August 25, 2023

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้ร้บร้บร้บ)**

2S, 7UP, AAI, ADVANC, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITCL, IVL, JAS, JKN, JR, JTS, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCCAMC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NKI, NOBLE, NRF, NWR, OCC, OGC, OR, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RML, RS, RWI, S&J, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMP, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TRCS, TRT, TRU, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UV, VCOM, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ได้ร้บร้บร้บ)**

ACE, ADB, ALT, AMC, ASW, BLAND, BTG, BYD, CAZ, CBG, CV, DEXON, DMT, EKH, FSX, GLOBAL, GREEN, ICN, IHL, ITC, J, JMART, JMT, LEO, LH, MENA, MITSIB, MODERN, NER, NEX, OSP, PEER, PLUS, POLY, PQS, PRIME, PROEN, PRTR, RBF, RT, SA, SANKO, SCB, SENX, SFLEX, SIS, SKE, SM, SVOA, TBN, TEGH, TIPH, TKN, TPAC, TPLAS, TQM, TRUE, W, WPH, XPG

**N/A**

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALL, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMARIN, AMR, ANAN, ANI, AOT, APCO, APEx, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, AURA, B52, BA, BBK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKGI, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BRI, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHARAN, CHASE, CHAYO, CHG, CHIC, CHO, CI, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DITTO, DOD, DPAINT, DTCENT, DTICI, DV8, EASON, ECL, EE, EFORL, EMC, ETL, EURO, EVER, F&D, FANCY, FE, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HEALTH, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, I2, IFEC, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRC, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCHK, JCT, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KAMART, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINI, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LDC, LEE, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEGA, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MJD, MK, ML, MORE, MOSHI, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NETBAY, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NVA, NV, NVD, NYT, OHTL, ONEE, ORN, PACE, PACO, PAF, PANEL, PCC, PEACE, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLE, PLT, PMTA, POLAR, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROUD, PSG, PSP, PTC, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWAD, SAWANG, SBNEXT, SCAP, SCGD, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SINGER, SINO, SISB, SJWD, SK, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STARK, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVR, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THUMI, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPP, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTI, TTT, TTW, TURTLE, TVH, TVT, TWP, TVZ, TYP, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VARO, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, WELLA, WFX, WGE, WIN, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, YGG, YONG, ZAA

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of November 1, 2023) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.