

การเติบโตระยะยาว และเงินปันผลที่น่าดึงดูด

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ AWC ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” มูลค่าพื้นฐาน 2.60 บาท เนื่องจาก 1) โอกาสการเติบโตของธุรกิจระยะยาวจากสินทรัพย์กรรมสิทธิ์และถือสัญญา GOR หรือสิทธิซื้อและพัฒนาสินทรัพย์คุณภาพในอนาคตจาก TCC Group เป็นเจ้าแรก 2) อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) แข็งแกร่ง แม้มีโมเดลธุรกิจที่เน้นการลงทุนสูงแบบ Assets-heavy และ 3) เงินปันผลสูงเมื่อเทียบกับกลุ่มธุรกิจเดียวกันในตลาด แม้คาดในปี 2025 ได้รับผลกระทบจากนักท่องเที่ยวที่อ่อนตัว YoY แต่มีแนวโน้มฟื้นตัวในปี 2026 จากธุรกิจโรงแรม MICE กลุ่มไลฟ์สไตล์ อาคารสำนักงาน รวม 6 โครงการที่เปิดให้บริการตั้งแต่ปี 2025 คาดมีอัตราการเข้าพักและเช่า (Occupancy) ที่สูงขึ้น หนุนรายได้หลักคาดเติบโต 8%/10% YoY ในปี 2025/26

คาด RevPar ใน 3Q25 ฟื้นตัว QoQ แม้อ่อนแอ YoY

- เรามองว่ากำไรปกติใน 3Q25 จะเติบโตอยู่ที่ 285 ล้านบาท (-1% YoY, +37% QoQ) หนุนจาก 1) รายได้ต่อห้องพัก (RevPar) มีแนวโน้มลดลงระดับสองหลัก YoY แต่ยังคงเติบโต QoQ จากกลุ่มโรงแรม Luxury และโรงแรมที่สมุยเติบโตแข็งแกร่ง 2) ธุรกิจการค้าเชิงพาณิชย์รายได้เติบโต 8% YoY หนุนจากอัตราการเช่าที่ Asiatique คาดปรับตัวสูงขึ้นหลังเปิด Jurassic World: The Experience ในเดือนส.ค. และ 3) GPM คาดอ่อนตัวเล็กน้อยที่ 52% (-1 ppts YoY, +4ppts QoQ) จากรายได้ที่ทรงตัว ขณะต้นทุนค่าใช้จ่ายเปิดตัวโครงการสูงขึ้น (Jurassic มีต้นทุนการเปิดที่ 10 ล้านบาท)
- ในช่วง 4Q25 คาดฟื้นตัว QoQ ตามปัจจัยฤดูกาล และความกังวลต่อความปลอดภัยที่ลดลง อิงผลสำรวจในประเทศจีน Dragon Trail เดือนก.ย. (คะแนนปลอดภัย +2 ppts QoQ, ไม่ปลอดภัย -3 ppts QoQ)
- คาดกำไรปกติปี 2025 เติบโต 4% YoY หนุนจากรายได้คาดเติบโตที่ 1.7 หมื่นล้านบาท (+8% YoY) แม้ GPM คาดอ่อนตัวที่ 53% (-1 ppts YoY) จากต้นทุนค่าใช้จ่ายการเปิดโครงการ

คาดการณ์การเติบโตของกำไรปกติแข็งแกร่งในปี 2026

- กำไรปกติปี 2026 คาดเติบโตแข็งแกร่ง 22% YoY จากรายได้รับรู้หลังเปิดโครงการใหม่ที่มากขึ้น อัตราเข้าพักฟื้นตัวจากฐานต่ำ อัตราการเช่าที่สูงขึ้นโดยเฉพาะที่ Asiatique หลังเปิดโครงการ Jurassic และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ที่มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อยที่ 54% (+1 ppts YoY) จากต้นทุนการเปิดโครงการใหม่ที่มีโอกาสต่ำกว่าในปี 2025 อิงจากจำนวนโรงแรมและโครงการเปิดใหม่ที่น้อยลง YoY
- แผนเปิดโครงการใหม่ปี 2026 ทั้งหมด 4 โครงการ คาดเพิ่มจำนวนห้องพักโรงแรมรวม 609 ห้อง และพื้นที่ให้เช่าอีก 1,032 ตารางเมตร
- ปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่อาจกระทบธุรกิจ (1) ยอดจำนวนนักท่องเที่ยวกลับมาต่ำกว่าคาดการณ์ (2) เศรษฐกิจไทยชะลอตัว (3) และความมั่นคงทางการเมืองของไทย

เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยแนะนำ “ซื้อ”

เราให้คำแนะนำ “ซื้อ” ประเมินมูลค่าพื้นฐานที่ 2.60 บาท จากการคำนวณผ่านวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) ด้วย WACC 8% และ TG 2% แม้ราคาหุ้นซื้อขาย PE'26 ที่ 31x สูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มโรงแรมที่ 21x แต่ AWC มีแนวโน้มการเติบโตของกำไรปี 2025-27 ที่ดีเฉลี่ย 8% CAGR และมีอัตราการจ่ายปันผล 3.3%-3.5% สูงกว่ากลุ่มฯ ทั้งนี้ ราคาหุ้นที่ลดลงสะท้อนความกังวลต่อจำนวนนักท่องเที่ยวลดลงในปี 2025 แต่เรามองว่าเป็นจังหวะในการลงทุนระยะยาว จากโอกาสการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยว และการเติบโตของมูลค่าสินทรัพย์กับบริษัทถือกรรมสิทธิ์

BUY

Fair price: Bt 2.60

Upside (Downside): 16.1%

Key Statistics

Bloomberg Ticker	AWC TB
Current Price (Bt)	2.24
Market Cap. (Bt m)	71,709
Shared Issued (mn)	32,002
Par Value (Bt)	1.00
52 Week High / Low (Bt)	3.86 / 1.55
Foreign Limit / Actual (%)	49.00 / 9.78
NVDR Shareholders (%)	2.44
Free Float (%)	71.97
Number of Retail Holders	22,975
Dividend Policy (%)	>40% of Net Profit
Industry	Services
Sector	Tourism & Leisure
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	Certified
SET ESG Ratings	AA

Major Shareholders

9 Mar 25

TCC Business Management Co., Ltd.	44.98
TCC Retail Co., Ltd.	29.99
Nomura Singapore Limited-customer Seg	4.47
Thai NVDR Company Limited	2.44
UBS AG Singapore Branch	2.17

Key Financial Summary

Year End Dec	2023	2024	2025E	2026E
Revenue (Bt m)	13,989	15,902	17,219	18,934
Core profit (Btm)	1,058	1,860	1,935	2,350
Net Profit (Bt m)	5,038	5,850	5,925	6,340
NP Growth (%)	31	16	1	7
EPS (Bt)	0.16	0.18	0.19	0.20
PER (x)	14.2	12.3	12.1	11.3
BPS (Bt)	2.7	2.9	3.0	3.1
PBV (x)	0.8	0.8	0.8	0.7
DPS (Bt)	0.05	0.08	0.07	0.08
Div. Yield (%)	2.2	3.3	3.3	3.5
ROA (%)	3.1	3.3	3.1	3.1
ROE (%)	5.9	6.5	6.3	6.5

Source: Pi Estimated

Analyst: Tanadech Rungsritthananon

Registration No. 017926

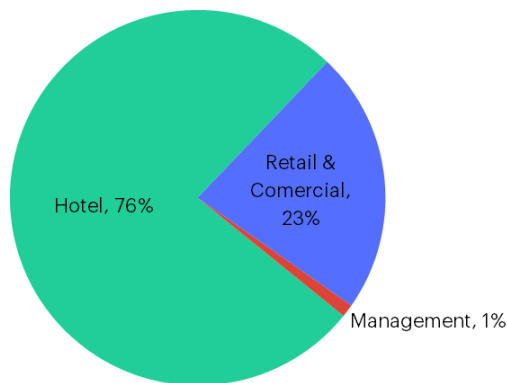
Email: tanadech.ru@pi.financial

Assistant: Pakjira Manatangsakunkit

โอกาสการเติบโตทางธุรกิจ และอัตรากำไรขั้นต้นที่แข็งแกร่ง

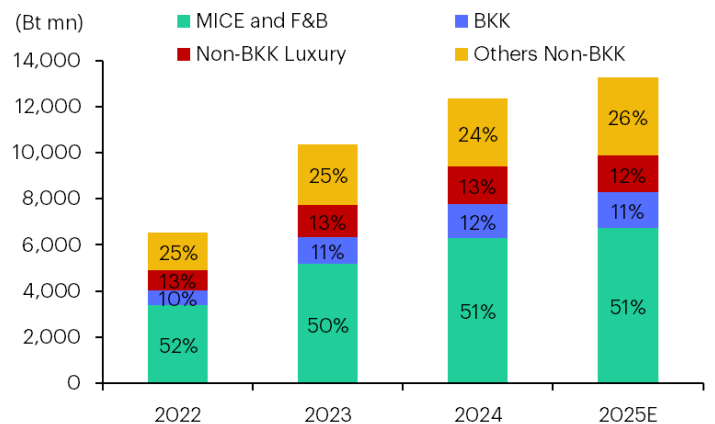
- AWC ดำเนินธุรกิจที่หลากหลาย ทั้งธุรกิจโรงแรมร่วมกับเครือแบรนด์ระดับโลก และธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เชิงพาณิชย์ โดยถือได้ว่าเป็นบริษัทเรือธงในเครือของ TCC Group มุ่งเน้นการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์แบบครบวงจรในประเทศไทย ซึ่งผู้บริหารตั้งเป้าแผนธุรกิจเติบโตยั่งยืนจากทั้ง Organic การดำเนินงานของบริษัทเอง และ Inorganic การเข้าซื้อควบรวมกิจการ หรือปรับตำแหน่งธุรกิจใหม่ โดยในปี 2024 รายได้หลักจากกิจการโรงแรมคิดเป็นสัดส่วน 76% และการค้าเชิงพาณิชย์ที่ 23%
- สัดส่วนรายได้หลักของธุรกิจโรงแรมมาจากห้องพักโรงแรมประเภท MICE (Meeting Incentive Conference Exhibition) และรายได้จากร้านอาหาร (คิดเป็น 51% ของรายได้โรงแรม) ซึ่งเน้นลูกค้าที่จองกลุ่มใหญ่เพื่อจัดประชุมสัมมนาหรืองานกิจกรรม โดย AWC มุ่งผลักดันประเทศไทยเป็น Luxury MICE Hub ของโลก เติบโตจากการเปิดโรงแรมใหม่ ปรับปรุงตำแหน่งแบรนด์โรงแรมเดิม และสร้างร้านอาหารจากเครือแบรนด์ชื่อดัง (NOBU) รวม 3 โครงการในปี 2025 และตามแผนอีก 7 โครงการในปี 2026-27
- อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ของบริษัทสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธุรกิจเดียวกัน และเติบโตจากช่วงก่อนโรคระบาด แม้โมเดลธุรกิจจะเน้นการถือกรรมสิทธิ์สินทรัพย์ (Assets-heavy) และใช้ทุนพัฒนาที่สูงก็ตาม โดย GPM ที่แข็งแกร่งได้รับแรงหนุนจาก 1) มีทีมก่อสร้างที่เป็น in-house 2) กลยุทธ์การขยายธุรกิจที่หลากหลาย ลดความเสี่ยงการผันผวนและต้นทุนจากปัจจัยเฉพาะกลุ่ม และมีสัญญา GOR (Grant of Rights) ร่วมกับ TCC ทำให้มีข้อได้เปรียบกว่าตลาดด้วยสิทธิ์ซื้อสินทรัพย์คุณภาพเป็นเจ้าแรกจาก TCC สำหรับพัฒนาโครงการใหม่ โดยในปี 2025/26 คาด GPM ที่ 53%/54% คาดสูงกว่าค่าเฉลี่ยคู่แข่งในธุรกิจเดียวกันที่ 40%
- ขณะที่ EBITDA Margin ของธุรกิจโรงแรม และการค้าเชิงพาณิชย์ในปี 2026 เติบโตอยู่ที่ 66% และ 34% ตามลำดับ โดยสูงกว่าคาดการณ์ค่าเฉลี่ยกลุ่มโรงแรมที่ 26%

ส่วนแบ่งรายได้หลักตามประเภทธุรกิจในปี 2024



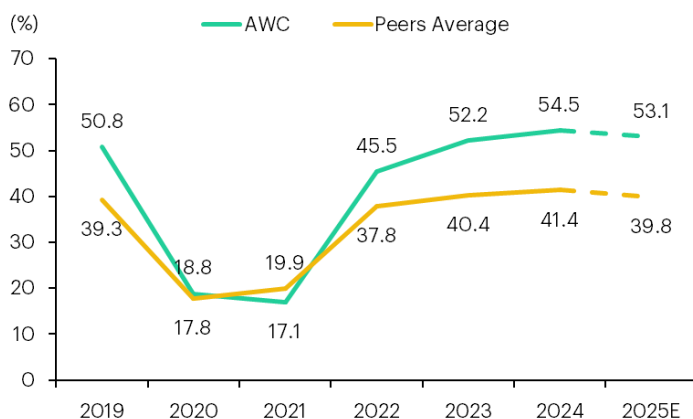
Source: Pi research, Company data

สัดส่วนรายได้โรงแรมตามประเภท



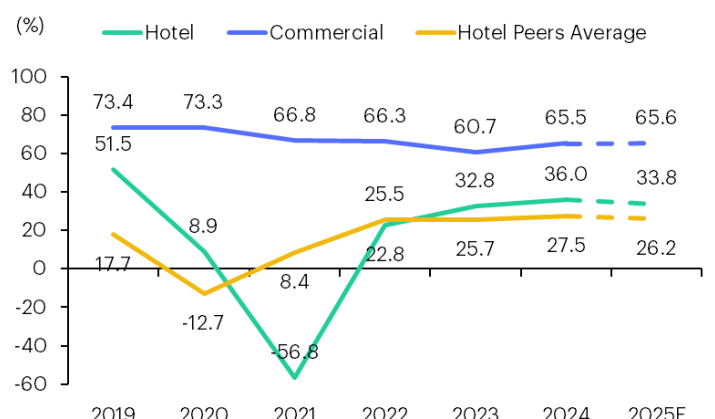
Source: Pi research, Company data

% GPM สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม



Source: Pi research, Company data, Bloomberg

% EBITDA ของโรงแรมและการค้าเชิงพาณิชย์

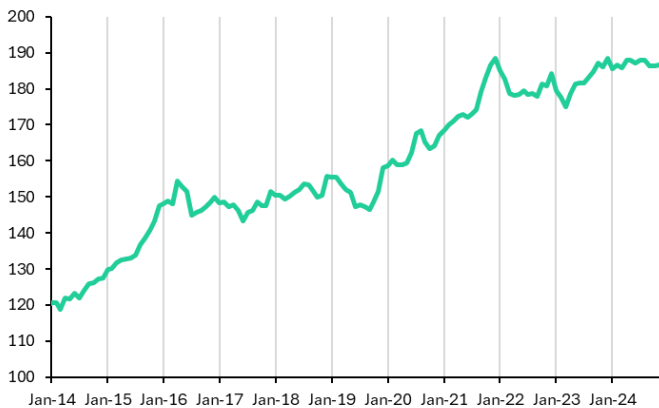


Source: Pi research, Company data

ศักยภาพในการปลดล็อกมูลค่าจากราคาที่ติดที่สูงขึ้นในอนาคต

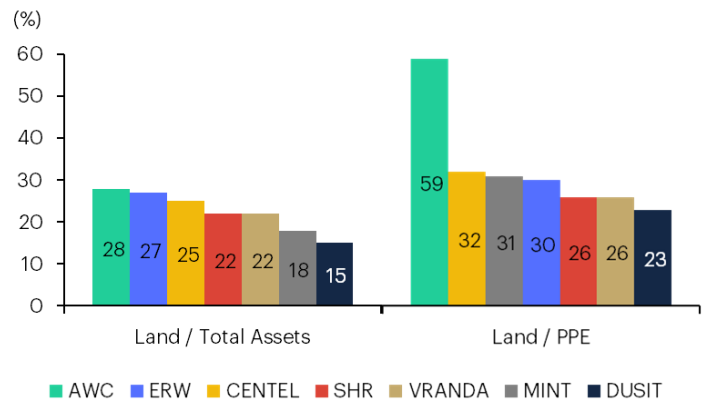
- บริษัทมีมูลค่าทรัพย์สินที่เป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์โดยสมบูรณ์ (Freehold) คิดเป็น 94% ในปี 2024 โดยบริษัทรายงานมูลค่าสินทรัพย์รวม (GAV)* เติบโตกว่า 2 เท่าจากปี 2019 โดยมีอัตราส่วนมูลค่าที่ดินต่อสินทรัพย์ถาวรสุทธิ (Land to Net PPE) ที่ 59% และสินทรัพย์กรรมสิทธิ์รวมที่ 28% มากที่สุดเทียบกับกลุ่มธุรกิจโรงแรมในตลาด ซึ่งเป็นจุดแข็งที่ส่งเสริมความแข็งแกร่งให้กับงบดุล ลดความเสี่ยงการต่ออายุสัญญา และบริษัทสามารถจัดการทรัพย์สินได้อย่างเต็มที่เพื่อสร้างมูลค่าสินทรัพย์ในระยะยาว
- เราคาดว่าราคาที่ดินจะเพิ่มขึ้น หนุนจากปัจจัยด้านทำเลที่ตั้งในกรุงเทพฯ การเดินทางสะดวกสบาย และจำนวนสถานีรถไฟฟ้าที่มากขึ้น โดยอ้างอิงข้อมูลจาก Bloomberg มูลค่าที่ดินในกรุงเทพฯ เติบโตเฉลี่ยปีละ +4% CAGR ตั้งแต่ปี 2014 การเติบโตของราคาที่ดินสามารถช่วยเพิ่มมูลค่าทางบัญชีของบริษัทได้อย่างมากในระยะยาว ขณะเดียวกันก็เปิดโอกาสให้สินทรัพย์เหล่านี้ได้รับการแปลงเป็นหลักทรัพย์ในกองทรัสต์เพื่อการลงทุนได้ ซึ่งจะช่วยให้ AWC สามารถสะสมเงินสดสำหรับการซื้อกิจการ และพัฒนาโครงการในอนาคต

Bangkok Land Price Index



Source: Pi research, Bloomberg

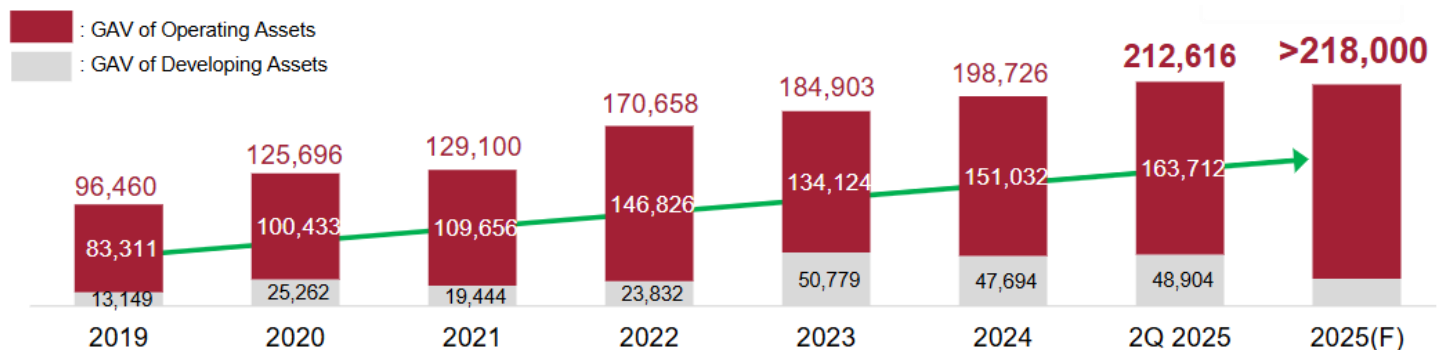
สัดส่วนมูลค่าที่ดินต่อสินทรัพย์สูงที่สุดในตลาด



Source: Pi research, Bloomberg

การเติบโตของพอร์ตสินทรัพย์ที่อยู่ระหว่างดำเนินการและแผนพัฒนา

Unit: THB million



Source: Company data

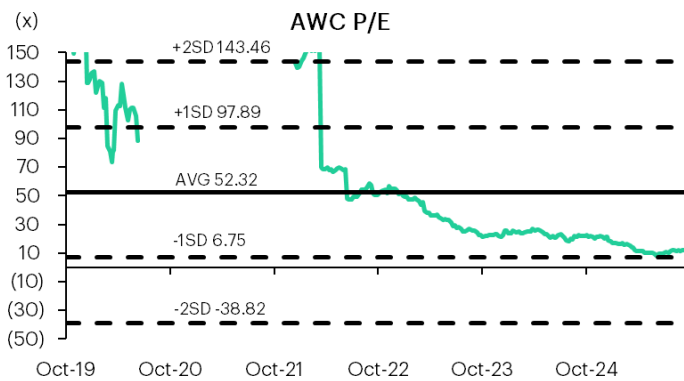
* GAV refers to the sum of acquisition cost, development cost, and Fair Value Gain by end of the specified period (except 2019-2020 which excludes Fair Value Gain), without depreciation

เงินปันผลน่าดึงดูด บนความคาดหวังต่อการเติบโตระยะยาวบนสินทรัพย์กรรมสิทธิ์

ราคาหุ้นในปัจจุบันของ AWC ซื้อขายที่ระดับค่อนข้างสูง เมื่อพิจารณาจาก PE'26 ที่ 31x เป็นอันดับ 2 ที่สูงสุดของกลุ่มฯ อย่างไรก็ตาม เรามองว่าส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากสัดส่วนมูลค่าสินทรัพย์และที่ดินในกรรมสิทธิ์ที่สูงกว่าคู่แข่งในตลาด และมีกำไรจากการลงทุนพัฒนาอสังหาริมทรัพย์บางส่วนบันทึกในรายการพิเศษ (หากคิดรวมกำไรพิเศษในกรณีที่มูลค่ารับรู้สูงและคงที่ในปี 2025-26 PE'26 จะอยู่ที่เพียง 11x เท่านั้น) หากไม่รวมผลกระทบช่วงที่มีโรคระบาด Covid-19 ค่าเฉลี่ยกลุ่มธุรกิจโรงแรมจะอยู่ที่ 16x และมีค่าเฉลี่ย 6 ปีย้อนหลังของ AWC เองที่ 52x เมื่อเทียบส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation, SD) สะท้อนราคาปัจจุบันซื้อขายใกล้เคียง -1 SD

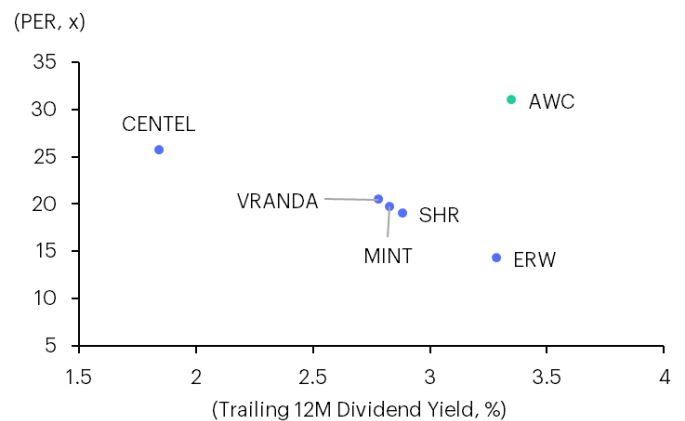
ด้านอัตราเงินปันผล เราคาดอยู่ที่ 3.3%/3.5% ในปี 2025/26 อิงตามนโยบายขึ้นต่ำจ่ายปันผลไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิ ซึ่งอัตราเงินปันผลของ AWC ถือว่าสูงที่สุดในกลุ่มธุรกิจโรงแรมที่มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 2.7%

ราคาซื้อขายใกล้เคียง -1.0SD ตามสถิติ 6 ปี (IPO)



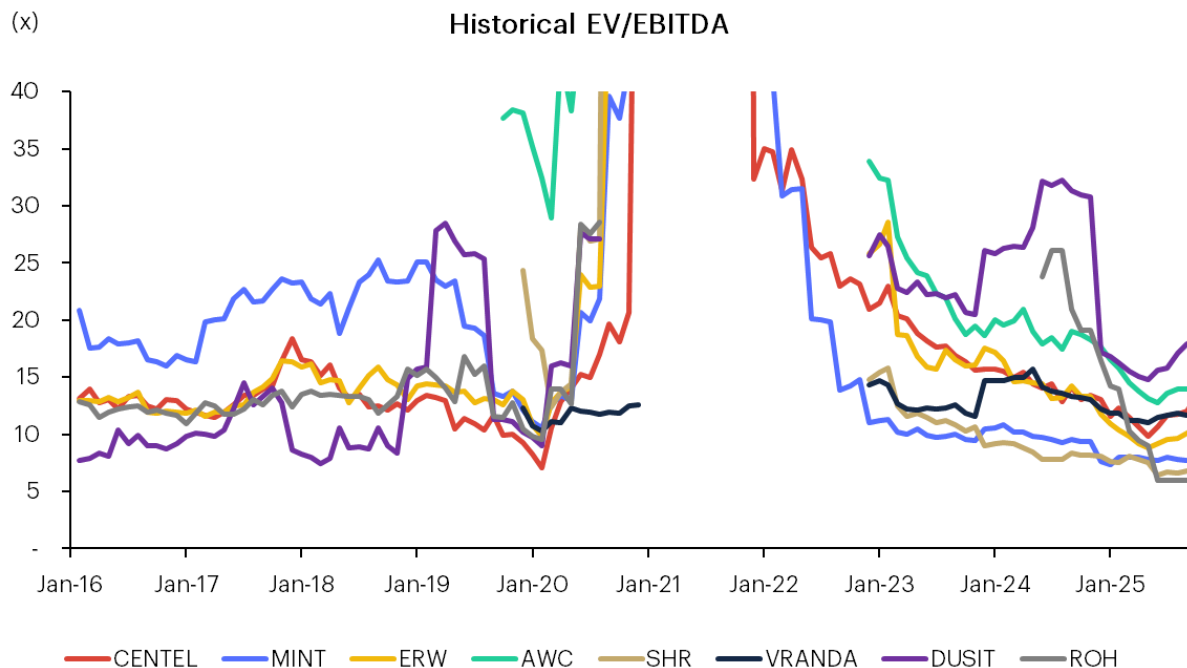
Source: Pi research, Bloomberg

ทั้ง PE'26 และอัตราเงินปันผลสูงกว่ากลุ่มฯ



Source: Pi research, Bloomberg

AWC ซื้อขายที่ EV/EBITDA ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยตัวเองในอดีต แม้จะสูงกว่ากลุ่มธุรกิจเดียวกัน



Source: Pi research, Bloomberg

*Abnormal statistics in 2020-2022 due to the Covid-19 outbreak

ประวัติบริษัท

บริษัทแอสเสท เวิร์ด คอร์ปอเรชั่น เป็นบริษัทเรื่องธงภายในเครือทียูซี กรุ๊ป (TCC Group) ที่ทำธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ชั้นนำ ตอบสนองไลฟ์สไตล์แบบครบวงจรในทุกระดับ ด้วย 2 กลุ่มธุรกิจหลัก ได้แก่ ธุรกิจโรงแรม และธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์ ซึ่งธุรกิจโรงแรมประกอบไปด้วยเครือแบรนด์ระดับโลกอย่าง Marriott, Hilton และ Banyan Tree ที่เน้นขับเคลื่อนการเติบโตในกลุ่มลูกค้าระดับบน ในขณะที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์อย่าง Asiatique, Aquatique และ Empire Tower เป็นต้น

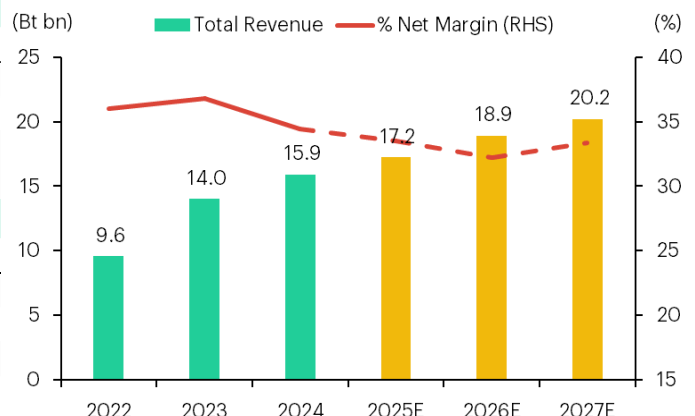


ประมาณการและสมมติฐานสำคัญ

- เราประเมินกำไรปกติของ AWC เติบโต 4% YoY และ 22% YoY ในปี 2025 และ 2026 ตามลำดับ หนุนจากการเปิดตัวโรงแรมใหม่ 3 แห่ง และการขยายพื้นที่ให้เช่าอีกกว่า 4.9 หมื่นตารางเมตร โดยหนึ่งในโครงการเด่นคือ Jurassic World: The Experience ที่ Asiatique the Water Front Destination โดยผู้บริหารตั้งเป้าอัตราการเข้าพักพื้นที่จากร้านค้า (Occupancy) สูงที่ 90% ในปี 2025
- ผลประกอบการปี 2025 คาดได้รับผลกระทบจากจำนวนชาวต่างชาติเดินทางมาท่องเที่ยวลดลง 8% YTD (ม.ค.-ก.ย.) โดยเฉพาะชาวจีนที่ลดลง 35% YTD ทั้งนี้เรามองว่าจะเป็น การปรับฐานจำนวนนักท่องเที่ยวต่ำ ก่อนเริ่มฟื้นตัวในปี 2026 อ้างอิงจาก Dragon Trail (ก.ย. 2025) รายงานผลสำรวจนักท่องเที่ยวจีนเริ่มคลายกังวลต่อประเด็นความปลอดภัยในประเทศไทย และมีแผนกลับมาท่องเที่ยวไทยอีกครั้งในช่วงเทศกาลตรุษจีน
- คาดการณ์ได้ธุรกิจโรงแรมเติบโตชะลออยู่ที่ 7% YoY ในปี 2025 และคาดการณ์ 10% ในปี 2026 หนุนจากการเพิ่มขึ้นของจำนวนห้องพัก โรงแรม 930 ห้องในปี 2025 (Jubilee Prestige Hotel Ratchadapisek, Meliá Pattaya Hotel และ Pattaya Marriott Resort and Spa) ประกอบกับอัตราการจองร้านอาหารในกลุ่ม MICE และ F&B ที่ยังแข็งแกร่งต่อเนื่อง
- ในส่วนของการได้ธุรกิจการค้าเชิงพาณิชย์ เราคาดมีแนวโน้มการเติบโตที่ 8% YoY ในปี 2025 และ 13% YoY ในปี 2026 ผ่านโครงการใหม่อย่าง Lanatique, Jurassic World และ Jubilee Prestige Tower หนุนอัตราเช่าพื้นที่ให้ฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว
- เราประเมินอย่างรัดกุมว่า GPM จะอ่อนตัว YoY เล็กน้อยอยู่ที่ราว 53%/54% ในปี 2025/26 จากอัตราค่าห้องพักเฉลี่ยรายวัน (ADR) ที่มีแนวโน้มลดลงด้วยการแข่งขันที่สูงขึ้น ขณะที่คาดการณ์อุปสงค์การเข้าพักและจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติลดลง YoY ในปี 2025 ก่อนคาดฟื้นตัวจากฐานต่ำในปี 2026

ประมาณการต่อประเภทรายได้ การเติบโต และอัตรากำไรสุทธิ

Revenue Breakdown by Segments					
Value (Bt m)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Hotel	10,175	12,133	13,021	14,208	15,131
Retail & Commercial	3,531	3,596	3,896	4,391	4,722
Management	283	174	302	335	359
Total Revenue	13,989	15,902	17,219	18,934	20,212
Sales Growth, Gross Profit Margin, SG&A					
Growth and Margin (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue Growth	46.4	13.7	8.3	10.0	6.8
Gross Profit Margin	52.2	54.5	53.1	53.7	53.5
SG&A to Sales	30.4	30.5	30.6	30.0	30.1
Net Profit Margin	30.7	16.1	1.3	7.0	2.6



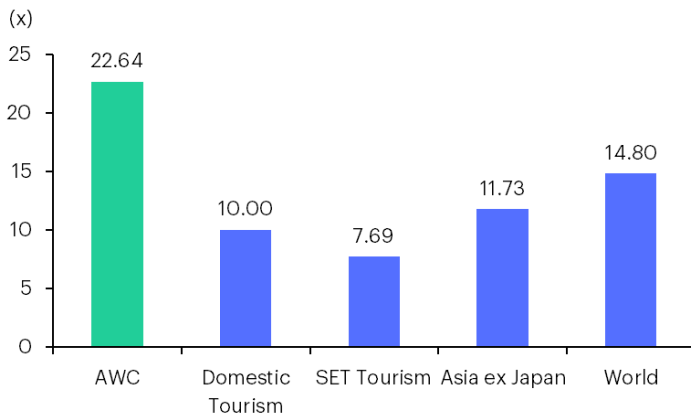
Source: Pi research, Company data

Source: Pi research, Company data

การประเมินมูลค่าหุ้น

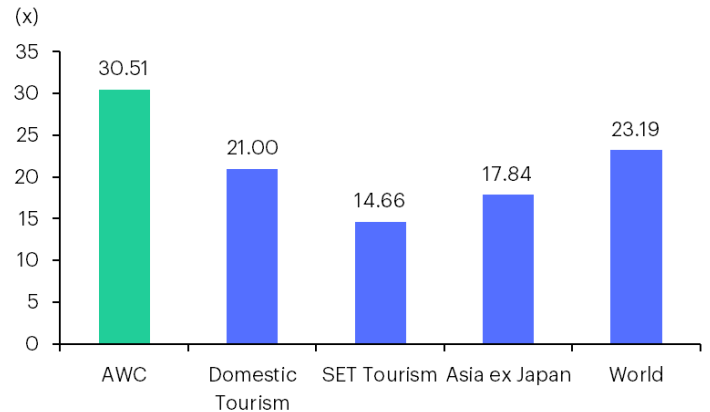
- เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ AWC ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” มูลค่าพื้นฐาน 2.60 บาท คำนวณด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) ด้วยสมมติฐานต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) 8% และการเติบโตระยะยาว (TG) 2% สะท้อน Core PE'26 ที่ 31x และ EV/EBITDA'26 ที่ 23x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 2 ปีย้อนหลังของบริษัทที่ 53x และ 27x ตามลำดับ (ไม่รวมช่วงแพร่ระบาดของ Covid-19 หลัง IPO ในปี 2019) แต่ AWC ซื้อขายที่ระดับราคาแพงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงแรมที่ 21x และ 10x ตามลำดับ (CENTEL, MINT, ERW, SHR, VRANDA และ LRH) เนื่องจาก AWC ได้บันทึกผลกำไรจากการลงทุน และพัฒนาอสังหาริมทรัพย์บางส่วนในรายการพิเศษ โดยหากรวมรายการดังกล่าว PE'26 ของ AWC คาดว่าจะอยู่ที่เพียง 11x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ค่อนข้างมาก
- คำแนะนำ “ซื้อ” สะท้อน 1) โอกาสการเติบโตจากแผนพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงการเพิ่มขึ้นของมูลค่าที่ดินในระยะยาว 2) GPM แข็งแกร่งที่ 52-54% สูงกว่าคู่แข่งในตลาด แม้มุ่งเน้นโมเดลธุรกิจที่เป็นเจ้าของสินทรัพย์เอง (Assets-heavy) 3) อัตราหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ที่ต่ำ 0.9x แสดงถึงความสามารถในการบริหารจัดการที่ดี โดยยังมีความสามารถในการกู้เพื่อพัฒนาโครงการต่อไป และ 4) อัตราเงินปันผลปี 2025/26 ที่น่าดึงดูดคาด 3.3/3.5% สูงกว่าค่าเฉลี่ยคู่แข่ง 12 เดือนย้อนหลังกลุ่มโรงแรมที่ 2.7%

EV/EBITDA'26 (x)



Source: Pi research, Company data, Bloomberg

Core PE Ratio'26 (x)



Source: Pi research, Company data, Bloomberg

EV/EBITDA (x)	2023	2024	2025E
AWC	28.5	24.9	25.3
SET Tourism	10.0	9.2	7.7
Asia ex Japan	10.6	10.7	11.7
World	12.5	13.4	14.8
PE ratio (x)	2023	2024	2025E
AWC	14.2	12.3	12.1
SET Tourism	13.7	14.7	14.7
Asia ex Japan	16.2	14.9	17.8
World	19.4	20.8	23.2
EPS growth (%)	2023	2024	2025E
AWC	30.7	16.1	1.3
SET Tourism	N.M.	(11.7)	38.6
Asia ex Japan	(14.6)	18.7	8.6
World	(0.6)	8.0	7.1

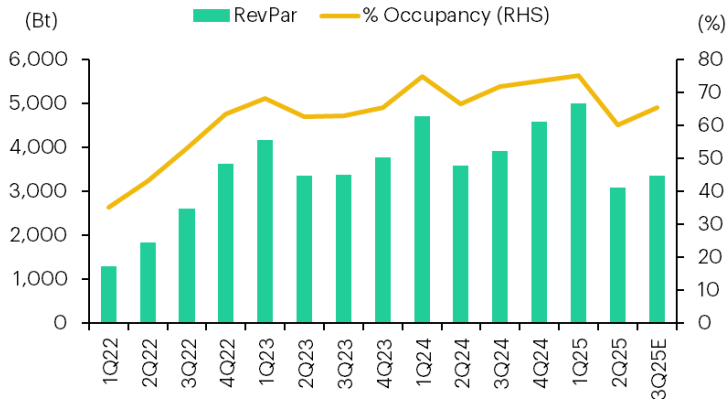
Source: Pi research, Company data, Bloomberg

Earnings Preview

(Bt m)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	%QoQ	%YoY
Revenue	3,765	4,405	4,633	3,674	3,822	4.0	1.5
Cost of sales	(1,771)	(2,001)	(2,011)	(1,906)	(1,833)	(3.8)	3.5
Gross profit	1,994	2,404	2,623	1,768	1,989	12.5	(0.3)
SG&A	(1,270)	(1,270)	(1,262)	(1,113)	(1,188)	6.7	(6.5)
Other (exp)/inc	12	16	25	32	36	12.0	200.0
EBIT	736	1,150	1,386	687	836	21.7	13.7
Finance cost	(488)	(430)	(461)	(498)	(459)	(7.9)	(6.0)
Other inc/(exp)	1	2	5	9	1	(93.1)	0.0
Earnings before taxes	249	722	931	198	378	90.9	52.2
Income tax	25	(46)	(183)	10	(95)	N.M.	N.M.
Earnings after taxes	273	676	748	208	284	36.6	3.7
Equity income	15	11	0	1	1	113.9	(90.0)
Minority interest	0	0	0	0	0	N.A.	N.A.
Earnings from cont. operations	288	688	748	208	285	36.8	(1.0)
Forex gain/(loss) & unusual items	851	1,172	1,222	1,196	723	(39.5)	(15.0)
Net profit	1,139	1,860	1,970	1,404	1,008	(28.2)	(11.5)
EBITDA	109	476	693	46	174	282.6	59.4
Recurring EPS (Bt)*	0.01	0.02	0.02	0.01	0.01	36.8	(1.0)
Reported EPS (Bt)*	0.04	0.06	0.06	0.04	0.03	(28.2)	(11.5)
Profits (%)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	chg QoQ	chg YoY
Gross margin	53.0	54.6	56.6	48.1	52.0	3.9	(0.9)
Operating margin	19.5	26.1	29.9	18.7	21.9	3.2	2.3
Net margin	30.2	42.2	42.5	38.2	26.4	(11.8)	(3.9)

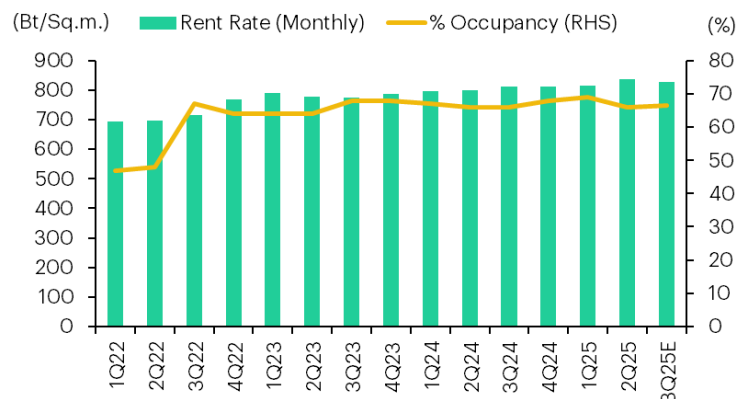
Source: Pi research, Company data

รายได้ต่อห้องพักในธุรกิจโรงแรม



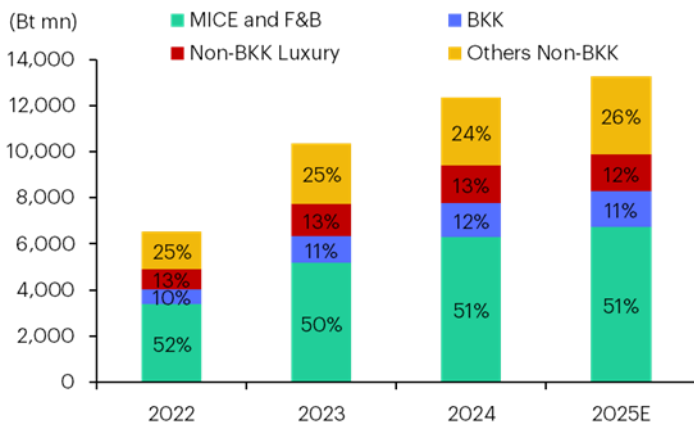
Source: Pi research, Company data

อัตราค่าเช่าในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์



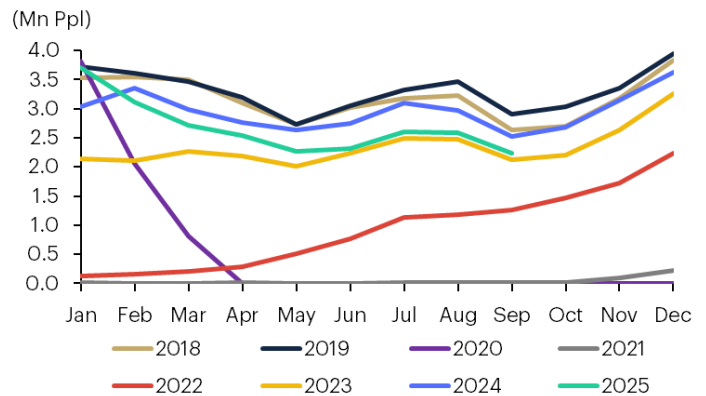
Source: Pi research, Company data

สัดส่วนรายได้โรงแรมตามประเภท



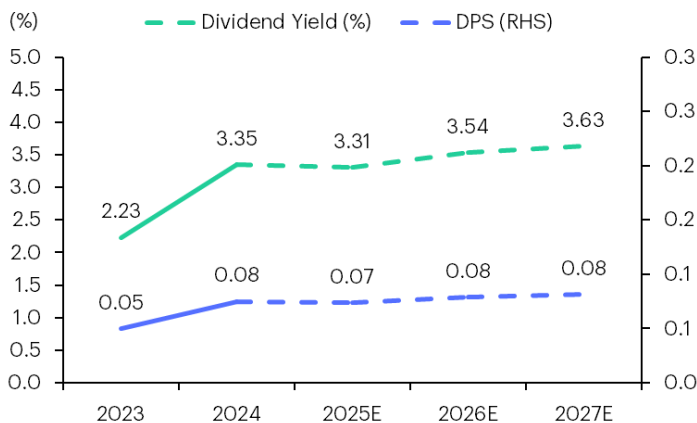
Source: Pi research, Company data

จำนวนนักท่องเที่ยวในไทย



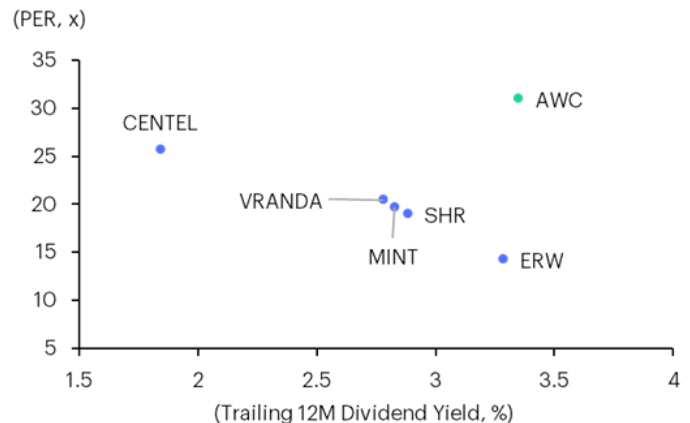
Source: Pi research, Ministry of Tourism & Sports

แนวโน้มอัตราเงินปันผล อิงนโยบายขั้นต่ำ 40%



Source: Pi research, Company data

การจัดตำแหน่งจาก Net PE และ Yield เทียบกับกลุ่ม



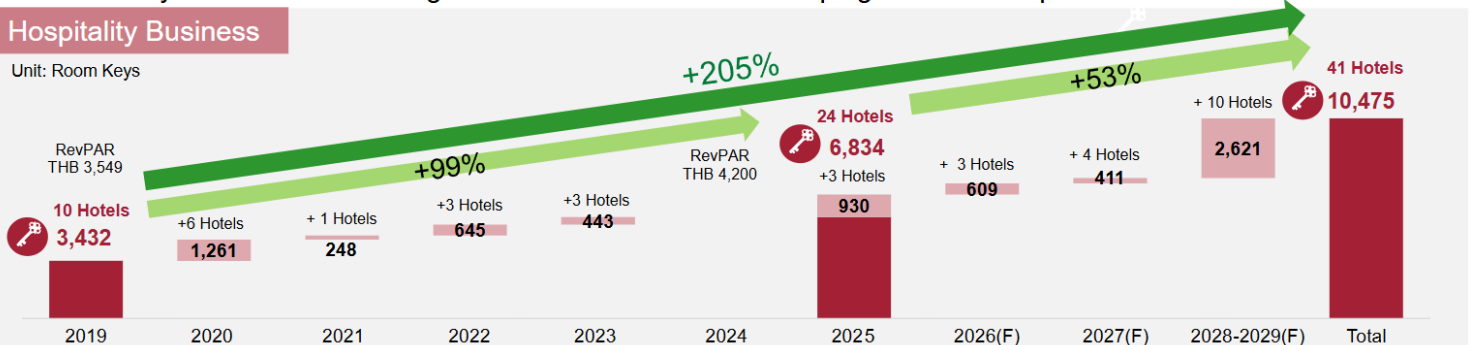
Source: Pi research, Bloomberg

แผนขยายจำนวนห้องพัก ในธุรกิจโรงแรม

Successfully demonstrated through the transformation of Developing assets into operational assets.

Hospitality Business

Unit: Room Keys



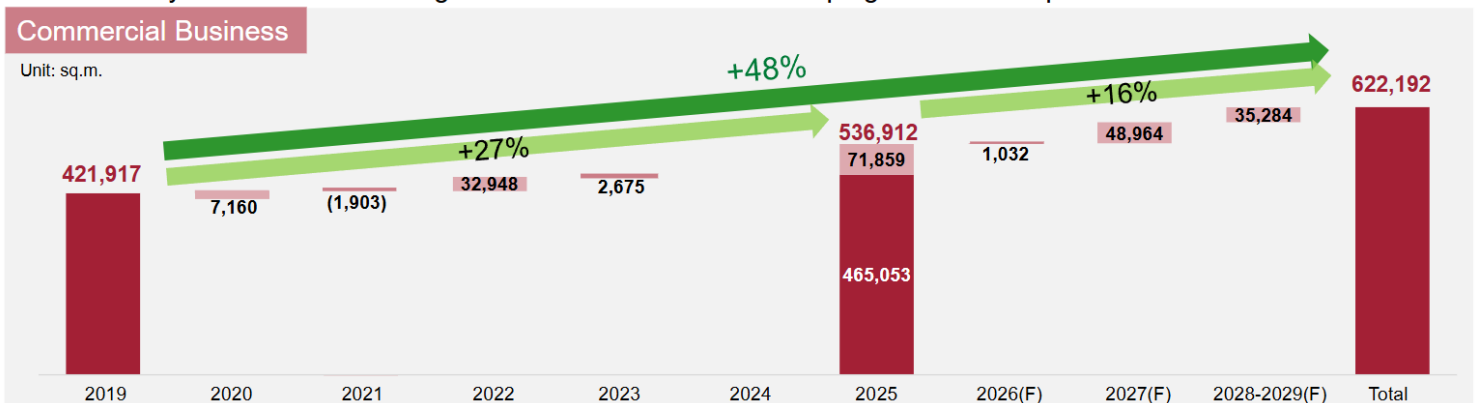
Source: Company data

แผนขยายพื้นที่ให้เช่า ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์

Successfully demonstrated through the transformation of Developing assets into operational assets.

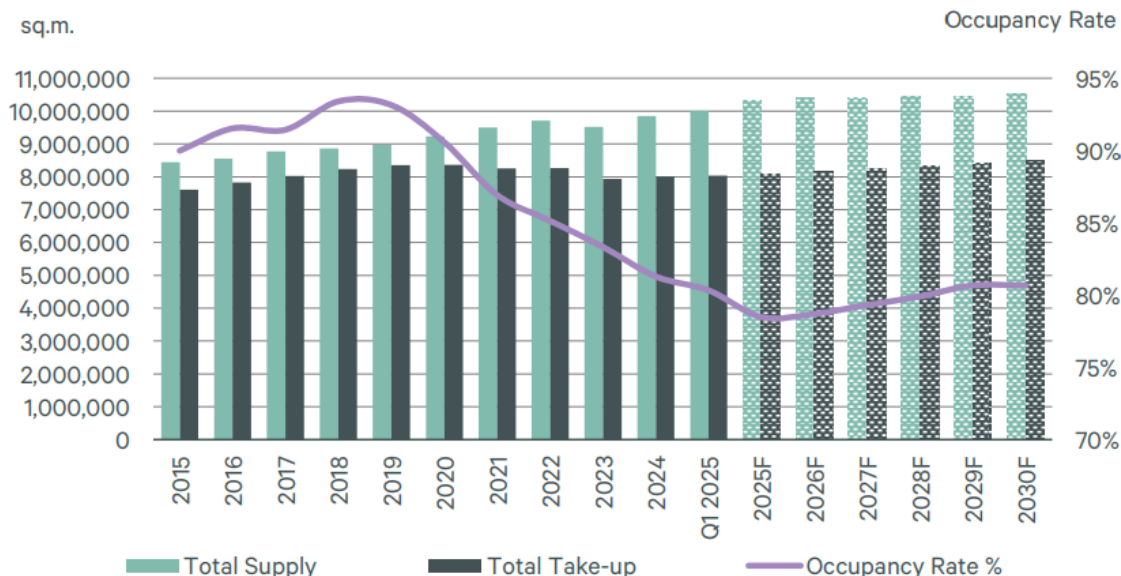
Commercial Business

Unit: sq.m.



Source: Company data

อุปทานและอุปสงค์ของธุรกิจอาคารสำนักงานของประเทศไทย



Source: CBRE

Summary financials

Balance Sheet (Bt m)						Cashflow Statement (Bt m)					
2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E	
Cash & equivalents	509	464	526	664	865	CF from operation	5,494	5,725	7,244	7,780	7,985
Accounts receivable	971	1,259	1,236	1,360	1,453	CF from investing	(5,991)	(8,208)	(14,200)	(12,200)	(11,200)
Inventories	74	102	115	124	146	CF from financing	723	2,437	7,018	4,558	3,417
Other current assets	159	354	372	391	410	Net change in cash	226	(45)	62	138	201
Total current assets	1,713	2,180	2,250	2,539	2,874						
Invest. in subs & others	-	-	-	-	-	Valuation					
Fixed assets - net	164,697	176,989	189,034	198,826	207,436	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
Other assets	6,027	6,793	7,759	8,889	10,198	EPS (Bt)	0.16	0.18	0.19	0.20	0.20
Total assets	172,437	185,963	199,043	210,253	220,508	Core EPS (Bt)	0.03	0.06	0.06	0.07	0.08
Short-term debt	15,120	39,192	39,865	42,399	44,333	DPS (Bt)	0.05	0.08	0.07	0.08	0.08
Accounts payable	2,778	3,380	3,437	3,724	4,004	BVPS (Bt)	2.73	2.87	2.98	3.10	3.23
Other current liabilities	500	692	727	734	770	EV per share (Bt)	4.30	4.52	4.82	4.95	5.02
Total current liabilities	18,397	43,264	44,029	46,857	49,107	PER (x)	14.2	12.3	12.1	11.3	11.0
Long-term debt	51,212	34,295	43,360	44,891	45,488	Core PER (x)	67.8	38.5	37.1	30.5	28.5
Other liabilities	15,352	16,626	16,351	19,233	22,672	PBV (x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
Total liabilities	84,961	94,185	103,741	110,981	117,267	EV/EBITDA (x)	28.5	24.9	25.3	22.6	21.5
Paid-up capital	32,002	32,005	32,005	32,005	32,005	Dividend Yield (%)	2.2	3.3	3.3	3.5	3.6
Premium-on-share	39,335	39,346	39,346	39,346	39,346	Profitability Ratios (%)					
Others	1,701	1,739	1,739	1,739	1,739	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
Retained earnings	14,438	18,688	22,212	26,182	30,151	Gross profit margin	52.2	54.5	53.1	53.7	53.5
Non-controlling interests	-	-	-	-	-	EBITDA margin	34.4	36.5	35.4	36.9	36.9
Total equity	87,476	91,778	95,302	99,272	103,241	EBIT margin	22.2	24.7	23.3	24.5	24.2
Total liabilities & equity	172,437	185,963	199,043	210,253	220,508	Net profit margin	36.0	36.8	34.4	33.5	32.2
Income Statement (Bt m)						ROA	3.1	3.3	3.1	3.1	3.0
2023	2024	2025E	2026E	2027E		ROE	5.9	6.5	6.3	6.5	6.4
Revenue	13,989	15,902	17,219	18,934	20,212	Financial Strength Ratios					
Cost of goods sold	(6,692)	(7,241)	(8,080)	(8,761)	(9,407)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
Gross profit	7,297	8,661	9,140	10,173	10,806	Current ratio (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
SG&A	(4,247)	(4,856)	(5,262)	(5,689)	(6,093)	Quick ratio (x)	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
Other income / (expense)	51	115	133	153	175	Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
EBIT	3,100	3,921	4,011	4,636	4,889	Net Debt/Equity (x)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
Depreciation	1,718	1,883	2,088	2,355	2,573	Interest coverage (x)	1.8	2.1	2.2	2.5	2.5
EBITDA	4,818	5,804	6,098	6,991	7,462	Inventory day (days)	4	4	5	5	5
Finance costs	(1,692)	(1,875)	(1,798)	(1,883)	(1,942)	Receivable day (days)	24	26	26	26	26
Non-other income / (expense)	4	6	5	5	7	Payable day (days)	131	156	155	155	155
Earnings before taxes (EBT)	1,413	2,051	2,218	2,758	2,953	Cash conversion cycle	(104)	(126)	(124)	(124)	(124)
Income taxes	(253)	(262)	(288)	(414)	(443)	Growth (% YoY)					
Earnings after taxes (EAT)	1,160	1,789	1,930	2,345	2,510	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
Equity income	(35)	71	5	5	5	Revenue	46.4	13.7	8.3	10.0	6.8
Non-controlling interests	(67)	-	-	-	-	EBITDA	73.5	20.5	5.1	14.6	6.7
Core Profit	1,058	1,860	1,935	2,350	2,515	EBIT	171.9	26.5	2.3	15.6	5.5
FX Gain/Loss & Extraordinary	3,980	3,990	3,990	3,990	3,990	Core profit	N.M.	75.9	4.0	21.5	7.0
Net profit	5,038	5,850	5,925	6,340	6,505	Net profit	30.7	16.1	1.3	7.0	2.6
EPS (Bt)	0.16	0.18	0.19	0.20	0.20	EPS	30.7	16.1	1.3	7.0	2.6

Source: Pi research, Company data

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2024

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

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ พาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

ความหมายของคำแนะนำ

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD Disclaimer

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

Stock Rating Definition

BUY	The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
HOLD	The stock's total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
SELL	The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย

SET ESG RATING 2024 (As of 14 January 2025)

Ratings : AAA

ACE	AJ	AMATA	BANPU	BAY	BBL	BCPG	BEM	BGC	BGRIM	BKIH
BPP	BTG	CENTEL	CKP	CPALL	CPF	CPN	DITTO	GPSC	GULF	IVL
KBANK	KTB	KTC	MC	M-CHAI	MFEC	MTC	NOBLE	OR	ORI	PB
PR9	PTT	PTTGC	RATCH	SABINA	SCC	SCGP	SIRI	SJWD	STA	STGT
TEGH	TFMAMA	THCOM	TISCO	TMT	TOP	TPBI	TPIPP	TTB	TVO	WHA
WHAUP										

Ratings : AA

ADB	ADVANC	AKP	AMATAV	AP	ASW	AWC	BAM	BBGI	BCH	BJC
BLA	BRI	BTS	CBG	CK	COM7	CPAXT	CRC	DMT	DRT	EASTW
EGCO	EPG	ETC	FPI	FPT	GLOBAL	GUNKUL	HANA	HENG	HMPRO	HTC
III	ILM	INTUCH	KKP	LH	MAJOR	MINT	MTI	NRF	NYT	OSP
PLANB	PPS	PSH	PSL	PTTEP**	QTC	S	S&J	SAT	SAWAD	SC
SCB	SCCC	SCG	SGP	SHR	SMPC	SNP	SSP	STECON	SUTHA	SVOA
SYNEX	TASCO	TCAP	TFG	TGH	THANI	TPAC	PTPIPL	TRUBB	TTA	TTW
VGI	WICE	ZEN								

Ratings : A

AH	ALLA	AOT	ASK	BDMS	CFRESH	CHASE	CM	COLOR	DELTA	GCAP
HARN	ICHI	ILINK	IRC	IT	ITEL	JMART	JTS	KCE	KCG	KUMWEL
LHFG	LOXLEY	MBK	MEGA	MFC	MODERN	MOONG	MOSHI	MSC	NER	NVD
PCC	PCSGH	PHOL	PM	RBF	RS	SAK	SAPPE	SCGD	SELIC	SFLEX
SGC	SICT	SITHAI	SNC	SNNP	SPALI	SPI	SSSC	TGE	THIP	THREL
UAC	UBE	VIH	WACOAL	XO						

Ratings : BBB

AKR	BA	BLC	DEMCO	GABLE	INSET	JMT	MICRO	PDJ	PRIME	Q-CON
QLT	SENA	SKR	SO	SUN	SYMC	THANA	UPF	UPOIC	VIBHA	

ระดับคะแนน	SET ESG Ratings
90 - 100	AAA
80 - 89	AA
65 - 79	A
50 - 64	BBB

ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการให้ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนเท่านั้น มิใช่การให้คำแนะนำด้านการลงทุนหรือความเห็นด้านกฎหมาย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมิได้ให้การรับรองในความถูกต้องของข้อมูลหรือในเรื่องของการใช้งานที่ตอบสนองวัตถุประสงค์เฉพาะอื่นใด รวมทั้งไม่รับผิดชอบ ต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้น อันเนื่องมาจากการนำข้อมูลไม่ว่าส่วนหนึ่งส่วนใดหรือทั้งหมดไปใช้อ้างอิงหรือเผยแพร่ไม่ว่าในลักษณะใดๆ นอกจากนี้ตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลง แก้ไข เพิ่มเติมข้อมูลไม่ว่าส่วนหนึ่งส่วนใดหรือทั้งหมด รวมทั้งเปลี่ยนแปลงผล SET ESG Rating ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด

หมายเหตุ: ** ผู้ใช้ SET ESG Ratings ควรตรวจสอบข้อมูลในประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม หรือบรรษัทภิบาลของบริษัทเป็นการเพิ่มเติม แหล่งที่มา : SET ESG RATINGS : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย – ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน (Setsustainability.com)