



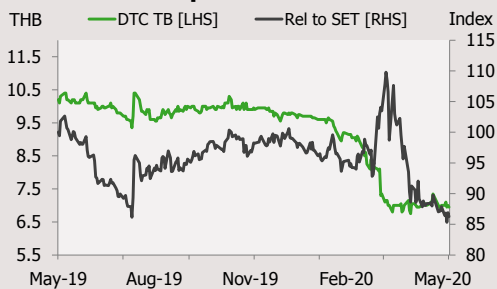
Dusit Thani PCL

DTC TB	Neutral	
Target Price	Bt	9.20
Price (15/05/2020)	Bt	6.95
Upside	%	32.37
Valuation	PER	
Sector	Tourism & Leisure	
Market Cap	Btm	5,908
30-day avg turnover	Btm	0.92
No. of shares on issue	m	850
CG Scoring	Excellent	
Anti-Corruption Indicator	Certified	

Investment fundamentals

Year-end Dec 31	2018A	2019A	2020E	2021E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	4,633	4,798	4,750	4,871
Core profit (Btmn)	-71	-766	-388	-374
Net profit (Btmn)	290	39	-188	-174
Net EPS (Bt)	0.34	0.05	-0.22	-0.20
DPS (Bt)	0.17	0.00	0.00	0.00
BVPS (Bt)	5.85	5.91	5.71	5.52
Net EPS growth (%)	8.54	-86.58	n.m.	7.57
ROA (%)	3.25	3.15	-1.17	-1.03
ROE (%)	5.92	0.78	-3.81	-3.65
Net D/E (x)	0.16	-0.15	-0.21	-0.27
Valuation				
P/E (x)	28.15	211.93	n.m.	n.m.
P/BV (x)	1.64	1.64	1.22	1.26
EV/EBITDA (x)	19.05	38.64	25.62	23.61
Dividend yield (%)	1.77	n.a.	0.00	0.00

DTC TB rel SET performance



Source: Bloomberg

(all figures in THB unless noted)

Analyst

Passakorn Linmaneechote
passakorn.l@kasikornsecurities.com

Assistant Analyst
Phochara Lertwiram

18 May 2020

Kasikorn Securities Public Company Limited

ผลกระทบจากโควิด-19

- ▶ ขาดทุนปกติในไตรมาส 1/63 ที่ 105 ลบ. นับว่าต่ำกว่าขาดทุนปกติที่ 184 ลบ. ในไตรมาส 4/2562 แต่พลิกจากกำไรปกติ 1 ลบ. ในไตรมาส 1/62
- ▶ RevPar อยู่ที่ 2,615 บาท ลดลง 29% YoY จาก Occupancy rate ที่ลดลงเหลือ 58.5% เทียบกับ 84.6% ในไตรมาส 1/2562
- ▶ คงคำแนะนำ "ถือ" DTAC ด้วยราคาเป้าหมายที่ 9.20 บาท แต่คาดว่าราคาหุ้นจะได้รับผลกระทบเชิงลบจากกำไรที่อ่อนแอในไตรมาส 1/63

Investment Highlights

- ▶ กำไรไตรมาส 1/2563 ที่อ่อนแอ DTC รายงานผลขาดทุนสุทธิไตรมาส 1/2563 ที่ 82 ลบ. พลิกจากกำไรสุทธิ 269 ลบ. ในไตรมาส 4/2562 และ 1 ลบ. ในไตรมาส 1/2562 มีสาเหตุมาจากผลกระทบจากสถานการณ์โควิด-19 หากไม่รวมรายการพิเศษ บริษัทฯ จะมีผลขาดทุนปกติที่ 105 ลบ. ซึ่งนับเป็นผลขาดทุนที่ต่ำกว่าขาดทุนปกติที่ 184 ลบ. ในไตรมาส 4/2562 แต่พลิกจากกำไรปกติที่ 1 ลบ. ในไตรมาส 1/2562 เราคาดว่า DTC จะรายงานผลขาดทุนปกติต่อเนื่องใน 3 ไตรมาสข้างหน้า อิงจากประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวเข้าทั้งปี 2563 ของเราที่ 15 ล้านคน
- ▶ RevPar ที่อ่อนแอในไตรมาส 1/2563 อัตรารายได้เฉลี่ยต่อห้องพักต่อคืน (RevPar) ในไตรมาส 1/2563 อยู่ที่ 2,615 บาท ลดลง 29% YoY จากอัตราการเข้าพัก (Occupancy rate) ที่ลดลง โดย Occupancy rate ออกมาอยู่ที่ 58.5% ลดลงจาก 84.6% ในไตรมาส 1/2562 หลักๆ เป็นผลมาจากผลการดำเนินงานที่อ่อนแอในเดือน มี.ค. 2563 หลังจากที่ไวรัสโควิด-19 ได้แพร่ระบาดในยุโรป ขณะที่ DTC สามารถกระตุ้นให้ ADR เดิมโตขึ้นได้ 2.5% YoY ทั้งนี้ จีนมีคำสั่งให้บริษัทดำเนินการท่องเที่ยวระงับชั่วคราวตั้งแต่วันที่ 24 ม.ค. 2563 เพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19
- ▶ ธุรกิจการศึกษาและอาหารได้รับผลกระทบน้อยกว่าส่วนอื่น DTC รายงานรายได้ไตรมาส 1/2563 จากธุรกิจการศึกษาและอาหารที่ 108 ลบ. (-9% YoY) และ 116 ลบ. (+29% YoY) ตามลำดับ โดยรายได้จากธุรกิจการศึกษาที่ลดลงมีสาเหตุมาจากรายได้ที่ลดลงจากวิทยาลัยดุสิตธานี เพราะสถานการณ์โควิด-19 ได้ส่งผลให้คอร์สเรียนระยะสั้นต้องเลื่อนออกไป ส่วนรายได้ธุรกิจอาหารที่โตขึ้น YoY มีแรงหนุนมาจากรายได้ที่สูงขึ้นจาก Epicure Catering ซึ่งคิดเป็น 9% ต่อรายได้ทั้งหมดของ DTC
- ▶ คาดถึงผลขาดทุนที่สูงยิ่งขึ้นในไตรมาส 2/2563 เราคาดว่า DTC จะรายงานผลขาดทุนที่สูงขึ้นในไตรมาส 2/2562 จากจำนวนนักท่องเที่ยวเข้าที่อ่อนแอต่อเนื่อง ซึ่งเป็นผลมาจากคำสั่งห้ามการเดินทางเข้าประเทศไทยในเดือน เม.ย. 2563 ซึ่งอาจมีการขยายกรอบเวลาการบังคับใช้ออกไป และจากการที่ Epicure Catering จะไม่สามารถดำเนินงานได้ตามปกติสืบเนื่องจากการประกาศปิดสถานศึกษาช่วงชั่วคราวจากคำสั่งของรัฐบาล ทั้งนี้เราคาดว่ารัฐบาลจะดำเนินมาตรการกักตัวผู้เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเป็นเวลา 14 วันเพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ซึ่งจะทำความน่าท่องเที่ยวของประเทศไทยลดลง

Valuation and Recommendation

- ▶ เราคงคำแนะนำ "ถือ" DTC ด้วยราคาเป้าหมายที่ 9.20 บาท แม้เราจะมีมุมมองเชิงบวกต่อกลยุทธ์ในระยะยาวของบริษัทฯ (โครงการมิกซ์ยูสในพื้นที่สีลม) แต่เราเชื่อว่ากำไรที่อ่อนแอในไตรมาส 1/2563 และผลกระทบเชิงลบจากสถานการณ์โควิด-19 จะเป็นปัจจัยที่กดดันต่อการดำเนินงานในปี 2563-64 ที่คาดว่าจะก่อให้เกิดบรรยากาศเชิงลบต่อราคาหุ้น
- ▶ เราคำนวณราคาเป้าหมายสั้นปี 2563 สำหรับ DTC ได้ที่ 9.20 บาท อิงวิธี PBV สำหรับธุรกิจเดิมของ DTC ด้วยตัวคูณที่ 1.2 เท่า หรือคิดเป็น -1SD ต่อค่าเฉลี่ย PBV ย้อนหลัง 5 ปีของบริษัทฯ ขณะที่ประเมินมูลค่าโครงการมิกซ์ยูสและธุรกิจที่อยู่อาศัยได้ที่ 2.60 บาท ด้วยวิธีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (NAV) โดยอิงอัตราการคิดลดที่ 7%



Fig 1 1Q20 earnings review

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	%YoY	%QoQ	%YTD2020	2020E
Financials									
Sales (Btmn)	1,264	912	877	1,140	1,007	-20.4	-11.7	21.2	4,750
EBITDA (Btmn)	192	-70	-65	18	180	-6.5	899.3	75.8	237
Operating profit (Btmn)	78	-186	-180	-97	-22	-127.8	77.8	7.7	-280
Core profit (Btmn)	1	-238	-517	-184	-105	-12,732.1	42.8	27.1	-388
Net profit (Btmn)	1	-22	73	269	-82	-9,948.0	-130.6	43.7	-188
Net EPS (Bt)	0.00	-0.00	0.01	0.03	-0.01	-9,948.0	-130.6	4.4	-0.22
Performance Drivers									
RevPar (Bt)	3,688	2,287	1,791	1,833	2,615	-29.1	42.7	2,615	1,201
Average daily rate (Bt)	4,357	3,257	2,410	3,404	4,467	2.5	31.2	4,467	2,859
Occupancy rate (%)	84.6	70.2	74.3	53.9	58.5	-26.1	4.6	58.5	42.0
Ratios									
						Change	Avg YTD	2020E	
Gross margin (%)	36.0	26.3	23.9	17.6	35.6	-0.4	18.0	35.6	37.8
EBITDA margin (%)	15.2	-7.6	-7.4	1.6	17.9	2.6	16.3	17.9	-5.9
Optg. margin (%)	6.2	-20.4	-20.5	-8.5	-2.1	-8.3	6.4	(2.1)	5.0
ROE (%)	0.1	-1.9	6.0	22.8	-7.4	-7.4	-30.1	(7.4)	0.4

Source: Company data, KS Research


DTC TB : Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	Cashflow (Btmn)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
Revenue	4,723	4,633	4,798	4,750	4,871	Net profit	332	350	354	-127	-111
Cost of sales and services	-3,393	-3,208	-3,006	-2,954	-3,017	Depreciation & amortization	629	499	509	517	526
Gross Profit	1,330	1,424	1,792	1,796	1,854	Change in working capital	-154	213	83	-4	10
SG&A	-1,706	-1,851	-2,157	-2,160	-2,222	Others	-215	-273	461	266	18
Other income	473	465	82	84	86	CF from operation activities	592	790	1,408	653	443
EBIT	470	501	586	18	31	Capital expenditure	-691	-527	-1,886	-1,277	-1,681
EBITDA	725	537	225	237	244	Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Interest expense	-59	-65	-100	-95	-94	Others	18	-313	1,765	1,165	1,566
Equity earnings	20	66	47	80	93	CF from investing activities	-673	-841	-121	-112	-115
EBT	411	436	486	-77	-64	Cash dividend	-86	-164	-145	0	0
Income tax	-79	-86	-132	-50	-47	Net proceeds from debt	-82	366	-483	-12	-11
NPAT	332	350	354	-127	-111	Capital raising	0	0	0	0	0
Minority Interest	-65	-60	-315	-62	-63	Others	418	-49	-379	-223	19
Core Profit	-56	-71	-766	-388	-374	CF from financing activities	250	153	-1,006	-235	8
Extraordinary items	323	361	805	200	200	Net change in cash	169	102	281	307	336
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	267	290	39	-188	-174	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	0.31	0.34	0.05	-0.22	-0.20
Cash & equivalents	1,021	1,112	1,393	1,700	2,036	Core EPS	-0.07	-0.08	-0.90	-0.46	-0.44
ST investments	448	457	457	457	457	DPS	0.16	0.17	0.00	0.00	0.00
Accounts receivable	538	849	452	448	459	BV	5.67	5.85	5.91	5.71	5.52
Inventories	71	77	76	75	77	EV	12.65	12.05	10.24	7.15	6.79
Other current assets	201	122	109	102	96	Free Cash Flow	-0.12	0.31	-0.56	-0.73	-1.46
Total current assets	2,278	2,617	2,487	2,782	3,126	Valuation analysis					
Investment in subs & others	1,320	1,980	2,014	2,014	2,014	Reported P/E (x)	33.42	28.15	211.93	-31.40	-33.97
Fixed assets-net	4,322	4,300	3,927	3,537	3,141	Core P/E (x)	-159.35	-114.29	-10.76	-15.22	-15.80
Other assets	2,059	2,676	2,499	2,448	2,404	P/BV (x)	1.85	1.64	1.64	1.22	1.26
Total assets	9,980	11,573	10,928	10,781	10,685	EV/EBITDA (x)	14.83	19.05	38.64	25.62	23.61
Short-term debt	758	409	233	231	230	Price/Cash flow (x)	15.06	10.34	5.86	9.04	13.32
Accounts payable	853	1,248	933	924	947	Dividend yield (%)	1.50	1.77	0.00	0.00	0.00
Other current assets	163	278	229	233	238	Profitability ratios					
Total current liabilities	1,774	1,935	1,395	1,388	1,416	Gross margin (%)	28.15	30.75	37.35	37.81	38.06
Long-term debt	1,479	2,132	652	614	578	EBITDA margin (%)	15.35	11.60	4.69	5.00	5.02
Other liabilities	846	1,429	2,435	2,444	2,453	EBIT margin (%)	9.95	10.81	12.22	0.38	0.63
Total liabilities	4,099	5,495	4,481	4,447	4,447	Net profit margin (%)	7.04	7.56	7.38	-2.66	-2.28
Paid-up capital	850	850	850	850	850	ROA (%)	3.50	3.25	3.15	-1.17	-1.03
Share premium	1,643	1,643	1,643	1,643	1,643	ROE (%)	5.67	5.92	0.78	-3.81	-3.65
Reserves & others, net	840	811	825	840	855	Liquidity ratios					
Retained earnings	1,490	1,667	1,705	1,517	1,343	Current ratio (x)	1.28	1.35	1.78	2.00	2.21
Minority interests	1,057	1,107	1,423	1,484	1,547	Quick ratio (x)	1.13	1.25	1.65	1.88	2.09
Total shareholders' equity	5,881	6,078	6,447	6,334	6,238	Leverage Ratios					
Total equity & liabilities	9,980	11,573	10,928	10,781	10,685	Liabilities/Equity ratio (x)	0.70	0.90	0.70	0.70	0.71
Key Assumptions						Net debt/EBITDA (x)	1.06	1.81	-4.29	-5.53	-6.89
RevPar (Bt)	2,636	2,734	2,656	2,727	2,782	Net debt/equity (x)	0.13	0.16	-0.15	-0.21	-0.27
ADR (Bt)	3,597	3,548	3,495	3,565	3,636	Int. coverage ratio (x)	7.99	7.73	5.85	0.19	0.33
Occupancy rate (%)	73.3	77.1	76.0	76.5	76.5	Growth					
						Revenue (%)	-5.05	-1.91	3.58	-1.01	2.54
						EBITDA (%)	-16.44	-25.85	-58.10	5.40	2.96
						Reported net profit (%)	134.00	8.54	-86.6	-583.61	7.57
						Reported EPS (%)	134.00	8.54	-86.6	-583.61	7.57
						Core profit (%)	-149.48	-27.48	-972.97	49.34	3.67
						Core EPS (%)	-149.48	-27.48	-972.97	49.34	3.67

Source: Company, KS estimates



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period
Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period
Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

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 survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, BJC, BTS, CBG, CENTEL, CK, CKP, CPALL, CPF, CPN, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, IRPC, IVL, KKP, KTB, KTC, LH, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, SCB, SCC, SPALI, SPRC, STA, STEC, TISCO, TOP, TRUE, TU, VGI and WHA