



Dusit Thani PCL

DTC TB Neutral

Target Price Bt 7.65

Price (09/04/2021) Bt 8.25

Downside % 7.27

Valuation PBV

Sector Tourism & Leisure

Market Cap Btm 7,013

30-day avg turnover Btm 1.42

No. of shares on issue m 850

CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

Investment fundamentals

Year-end Dec 31 2020A 2021E 2022E 2023E

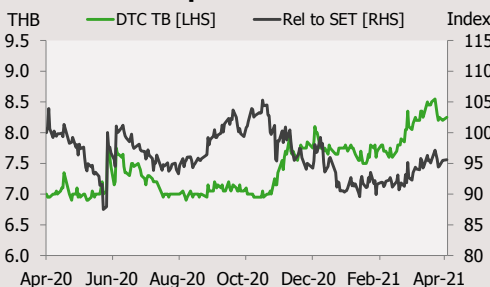
Company Financials

Revenue (Btmn)	2,272	2,620	4,111	4,952
Core profit (Btmn)	(1,691)	(1,582)	(679)	(180)
Net profit (Btmn)	(1,011)	(1,382)	(479)	(180)
Net EPS (Bt)	(1.19)	(1.63)	(0.56)	(0.21)
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00
BVPS (Bt)	4.08	2.47	1.83	1.64
Net EPS growth (%)	n.m.	(36.67)	65.31	62.42
ROA (%)	(5.82)	(7.13)	(2.69)	(0.99)
ROE (%)	(24.68)	(49.61)	(26.22)	(12.23)
Net D/E (x)	3.04	4.54	5.83	6.32

Valuation

P/E (x)	(6.51)	(5.07)	(14.63)	(38.92)
P/BV (x)	1.90	3.34	4.51	5.04
EV/EBITDA (x)	(37.28)	(48.52)	38.93	19.63
Dividend yield (%)	n.a.	0.00	0.00	0.00

DTC TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limited to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Pisut Ngamvijitvong

Pisut.n@kasikornsecurities.com

Assistant Analyst

Phochara Lertwiram

12 April 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

เพิ่มสีสันในธุรกิจอาหาร

- ▶ คงคำแนะนำ "ถือ" และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 7.65 บาทจาก 7.30 บาท เพื่อสะท้อนถึงการปรับประมาณการกำไรและการปรับปีฐานเป็นกลางปี 2565 ของเรา
- ▶ คาด OCR ปี 2564 ที่ 39.5% ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยที่ 33.3% ของหุ้นกลุ่มโรงแรม 6 บริษัทที่เราวิเคราะห์อยู่
- ▶ ส่วนแบ่งรายได้ธุรกิจอาหารที่สูงขึ้นจากพอร์จที่หลากหลายมากขึ้น ทำให้ประเมินว่าธุรกิจอาหารจะมีส่วนแบ่งรายได้ที่ 20.8% ในปี 2564

Investment Highlights

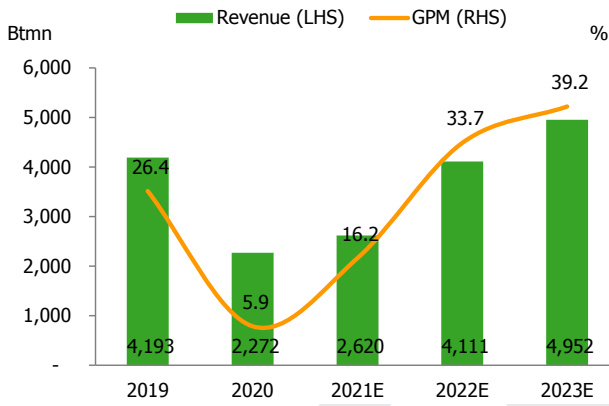
- ▶ **ข้อได้เปรียบด้านทำเลทำให้ OCR ยังคงแข็งแกร่ง** เราคาดว่า DTC จะรายงาน OCR ปี 2564 ที่ 39.5% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มโรงแรม 6 บริษัทที่เราวิเคราะห์อยู่ที่ 33.5% ทั้งนี้ DTC รายงาน OCR ทั้งปี 2563 ที่ 35.6% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 25.5% โดยเราเชื่อว่า OCR ที่เหนือขั้นนี้เป็นผลมาจากข้อได้เปรียบในแง่ของทำเล ซึ่งบริษัทฯ มีห้องพักตั้งอยู่ในพญาและหัวหิน ซึ่งเป็นสองสถานที่ที่ได้รับความนิยมจากลูกค้าในประเทศในช่วงปี 2563 หรือคิดเป็น 32.1% จากจำนวนห้องพักทั้งหมด ทั้งนี้ DTC มีสถานะที่จะได้ประโยชน์จากการกลับมาเปิดประเทศ เพราะ 45% ของสินทรัพย์บริษัทฯ นั้นตั้งอยู่ใน 6 พื้นที่ที่จะมีการยกเลิกมาตรการกักตัวในไตรมาส 4/2564
- ▶ **มีรายได้จาก Epicure มากขึ้น** แม้รัฐบาลจะมีคำสั่งให้โรงเรียนสอนทำอาหารนานาชาติปิดทำการชั่วคราว แต่ DTC สามารถทำรายได้จากธุรกิจอาหารได้ 456 ลบ. ในปี 2563 หรือเติบโตขึ้น 13.4% จากส่วนแบ่งรายได้จากการลงทุนครั้งใหม่ใน The Caterers by Epicure ช่วงไตรมาส 3/2563 นั้นสามารถชดเชยรายได้จากธุรกิจปกติที่ปรับลดลงได้ โดยเราคาดว่าส่วนแบ่งรายได้ที่สูงขึ้นจากธุรกิจอาหารจะทำให้พอร์จมีความหลากหลายมากขึ้น ดังนั้นจึงประเมินรายได้ธุรกิจอาหารในปี 2564 ที่ 545 ลบ. ด้วยส่วนแบ่งที่ 20.8% ในปี 2564 เพิ่มจาก 18.7% ในปี 2563
- ▶ **คาดโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพจะกลับมาให้บริการในครึ่งหลังปี 2566** บริษัทฯ คาดว่า จะกลับมาเปิดให้บริการโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพได้ในไตรมาส 4/2566 ซึ่งรวมถึงพื้นที่ค้าปลีกและพื้นที่สำนักงานด้วย ขณะที่คาดว่าโครงการที่อยู่อาศัยจะแล้วเสร็จในปี 2567 และ 2568 ตามลำดับ ทั้งนี้ DTC ประกาศการปรับเพิ่มมูลค่าโครงการ HRRJV จาก 1.93 หมื่นลบ. เป็น 2.63 หมื่นลบ. และใน REJV จาก 8.9 พันลบ. เป็น 9.8 พันลบ. เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันให้สูงขึ้น รวมถึงฟังก์ชันของตัวโครงการเพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการของกลุ่มลูกค้าเป้าหมายในตลาดระดับหรูได้ดียิ่งขึ้น
- ▶ **ปรับประมาณการกำไรปี 2564-65** เราได้ปรับประมาณการผลขาดทุนปกติปี 2564 ขึ้น 23% แต่ปรับลดผลขาดทุนปกติปี 2565 ลง 3% การปรับเพิ่มตัวเลขปี 2564 เป็นผลจากมุมมองที่รัดกุมมากขึ้นต่อ ADR ที่เราได้ปรับลดลง 11.4% เป็น 2,951 บาท เพราะคาดว่าอุปสงค์ในปี 2564 จะมาจากกลุ่มนักท่องเที่ยวภายในประเทศที่มักจะอ่อนไหวต่อระดับราคามากกว่านักท่องเที่ยวต่างชาติ ส่วนการที่เราปรับลดผลขาดทุนปกติปี 2565 ลงก็เพื่อสะท้อนการปรับเพิ่มประมาณการรายได้ขึ้น 7.6% อิงจาก OCR ที่สูงขึ้นเป็น 62.5% จาก 55.3%

Valuation and Recommendation

- ▶ เรายังคงคำแนะนำ "ถือ" DTC ด้วยราคาเป้าหมายที่สูงขึ้นเป็น 7.65 บาทจาก 7.30 บาท ทั้งนี้เราอิงวิธี PBV ในการประเมินมูลค่าธุรกิจในปัจจุบันของ DTC ด้วย PBV ที่ 2.01 เท่า หรือคิดเป็น +1SD ต่อค่าเฉลี่ย PBV ย้อนหลัง ขณะที่ประเมินมูลค่าธุรกิจมีศักยภาพและที่อยู่อาศัยได้ที่ 2.50 บาทอิงวิธี NAV โดยใช้อัตราคิดลดที่ 7%

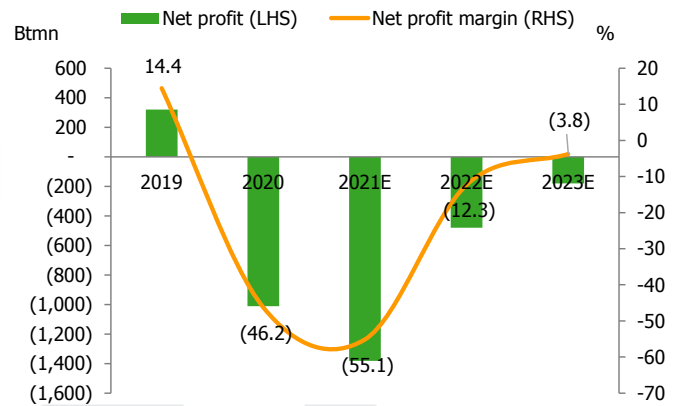


Fig 1 Revenue and GPM



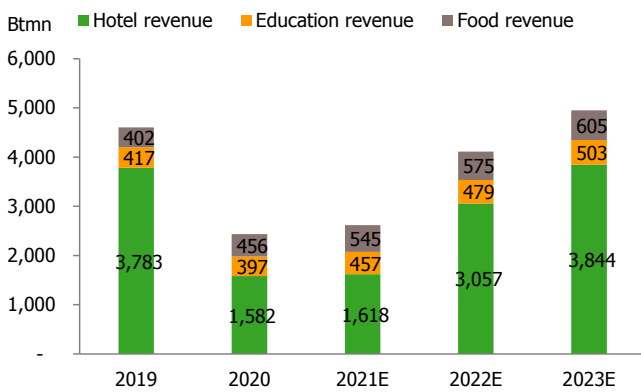
Source: Company data, KS Research

Fig 2 Net profit and net profit margin



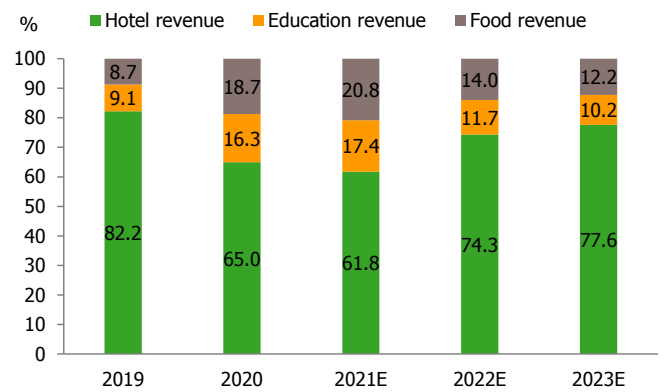
Source: Company data, KS Research

Fig 3 Revenue breakdown



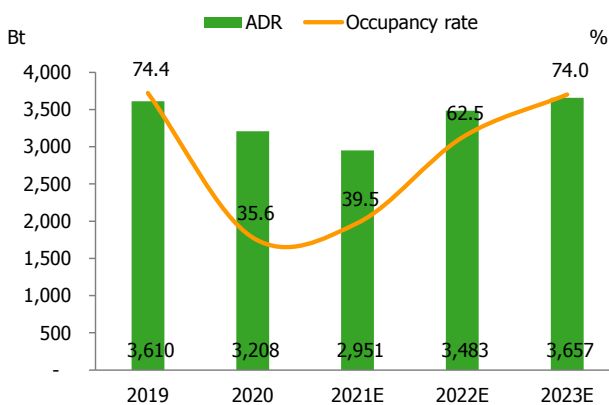
Source: Company data, KS Research

Fig 4 Revenue breakdown by percentage



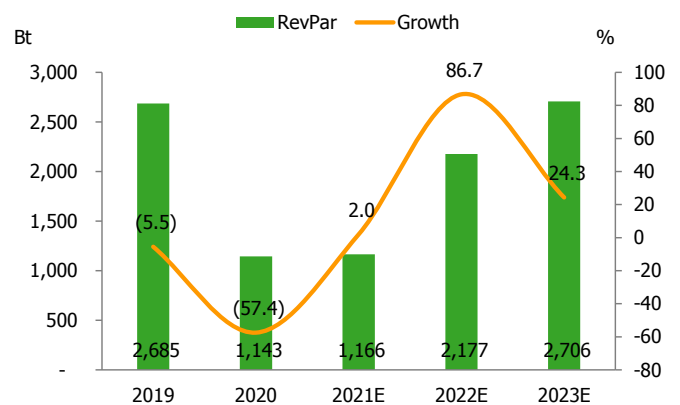
Source: Company data, KS Research

Fig 5 2021-23 ADR and OCR estimates



Source: Company data, KS Research

Fig 6 2021-23 RevPar estimates



Source: Company data, KS Research



Fig 7 Number of keys by segment

Number of rooms	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Bangkok	295	401	401	401	401
Upcountry	1,306	1,307	1,307	1,307	1,307
Thailand	1,601	1,708	1,708	1,708	1,708
Overseas	632	632	632	632	632
Total	2,233	2,340	2,340	2,340	2,340

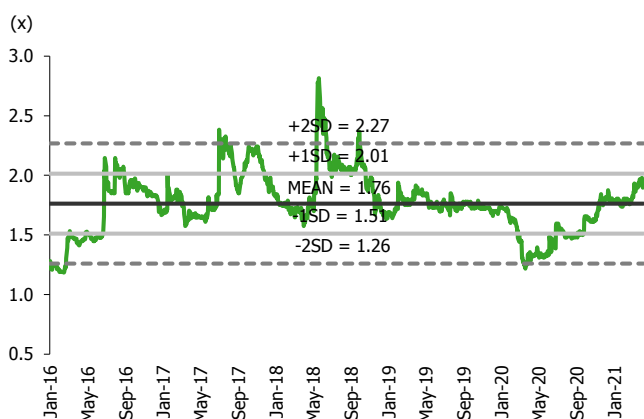
Source: Company data, KS Research

Fig 8 2021-22 earning revisions

Unit: Btmn	2021E			2022E		
Profit and loss statements	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change
Total revenue	2,620	2,577	1.7	4,111	3,823	7.6
Cost of goods sold	2,195	2,388	(8.1)	2,728	2,843	(4.0)
Gross profit	424	189	124.8	1,384	980	41.2
SG&A	1,856	1,976	(6.1)	1,980	2,167	(8.6)
Operating profit	(1,432)	(1,787)	19.9	(596)	(1,186)	49.8
EBITDA	(413)	(307)	(34.5)	519	331	56.7
EBIT	(1,004)	(840)	(19.5)	(46)	(283)	83.7
Core profit	(1,582)	(1,286)	(23.0)	(679)	(700)	3.0
Net profit	(1,382)	(1,086)	(27.2)	(479)	(580)	17.4
Key assumptions						
RevPar	1,166	1,015	14.8	2,177	1,841	18.2
Average-daily-rate	2,951	3,329	(11.4)	3,483	3,329	4.6
Occupancy rate	40	30.5	9.0	63	55.3	7.2

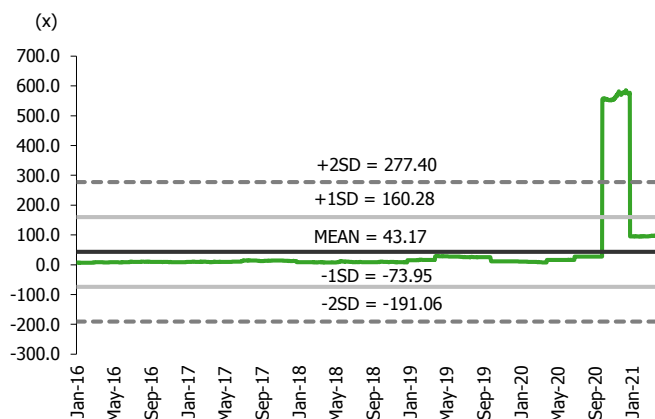
Source: Company data, KS Research

Fig 9 DTC: Trailing PBV band



Source: Bloomberg, KS Research

Fig 10 DTC: Trailing EV/EBITDA band



Source: Bloomberg, KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	4,193	2,272	2,620	4,111	4,952	Net profit	606	-1,050	-1,443	-506	-187
Cost of sales and services	-3,087	-2,138	-2,195	-2,728	-3,013	Depreciation & amortization	461	853	856	860	864
Gross Profit	1,105	134	424	1,384	1,940	Change in working capital	273	1,060	-464	114	58
SG&A	-2,086	-1,812	-1,856	-1,980	-2,084	Others	-890	-134	1,787	-1,529	-1,204
Other income	596	291	162	255	307	CF from operation activities	450	729	735	-1,061	-469
EBIT	912	-630	-1,004	-46	270	Capital expenditure	-1,655	-1,597	-1,574	-76	-79
EBITDA	76	-534	-413	519	1,027	Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Interest expense	-118	-421	-440	-460	-457	Others	876	-1,018	1,510	89	185
Equity earnings	-4	61	66	78	89	CF from investing activities	-779	-2,615	-64	12	106
EBT	795	-1,051	-1,444	-506	-187	Cash dividend	-481	-245	0	0	0
Income tax	-189	1	1	0	-0	Net proceeds from debt	2,474	745	34	496	-95
NPAT	606	-1,050	-1,443	-506	-187	Capital raising	0	0	0	0	0
Minority Interest	-285	39	61	26	7	Others	-118	140	-1,342	913	390
Core Profit	-938	-1,691	-1,582	-679	-180	CF from financing activities	1,875	640	-1,308	1,409	294
Extraordinary items	1,259	680	200	200	0	Net change in cash	1,545	-1,246	-636	360	-68
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	320	-1,011	-1,382	-479	-180	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	0.38	-1.19	-1.63	-0.56	-0.21
Cash & equivalents	2,600	1,420	784	1,145	1,076	Core EPS	-1.10	-1.99	-1.86	-0.80	-0.21
ST investments	933	0	0	0	0	DPS	0.17	0.00	0.00	0.00	0.00
Accounts receivable	1,465	653	247	387	467	BV	5.56	4.08	2.47	1.83	1.64
Inventories	69	61	41	65	78	EV	12.77	22.48	23.56	23.77	23.71
Other current assets	221	403	415	427	440	Free Cash Flow	-1.42	-1.02	-0.99	-1.34	-0.64
Total current assets	5,288	2,538	1,488	2,024	2,061	Valuation analysis					
Investment in subs & others	1,814	1,588	1,588	1,588	1,588	Reported P/E (x)	25.75	-5.72	-5.07	-14.63	-38.92
Fixed assets-net	3,475	4,849	4,417	3,983	3,547	Core P/E (x)	-8.79	-3.42	-4.43	-10.32	-38.92
Other assets	3,660	12,886	11,150	11,353	11,660	P/BV (x)	1.74	1.67	3.34	4.51	5.04
Total assets	14,237	21,861	18,642	18,948	18,857	EV/EBITDA (x)	142.74	-35.77	-49	39	20
Short-term debt	1,858	3,727	2,805	2,896	2,907	Price/Cash flow (x)	18.32	7.93	9.54	-6.61	-14.95
Accounts payable	1,380	1,388	510	800	963	Dividend yield (%)	1.75	0.00	0.00	0.00	0.00
Other current liabilities	511	224	181	186	192	Profitability ratios					
Total current liabilities	3,749	5,339	3,495	3,882	4,062	Gross margin (%)	26.36	5.88	16.20	33.65	39.16
Long-term debt	3,108	10,334	10,368	10,838	10,717	EBITDA margin (%)	1.81	-23.52	-15.76	12.62	20.74
Other liabilities	1,475	2,028	2,048	2,070	2,092	EBIT margin (%)	21.76	-27.73	-38.31	-1.12	5.46
Total liabilities	8,333	17,701	15,912	16,790	16,870	Net profit margin (%)	14.44	-46.23	-55.10	-12.30	-3.78
Paid-up capital	850	850	850	850	850	ROA (%)	4.69	-5.82	-7.13	-2.69	-0.99
Share premium	1,643	1,643	1,643	1,643	1,643	ROE (%)	6.60	-24.68	-49.61	-26.22	-12.23
Reserves & others, net	336	391	405	419	434	Liquidity ratios					
Retained earnings	1,896	585	-797	-1,356	-1,536	Current ratio (x)	1.41	0.48	0.43	0.52	0.51
Minority interests	1,179	690	629	603	596	Quick ratio (x)	1.33	0.39	0.30	0.39	0.38
Total shareholders' equity	5,904	4,160	2,730	2,159	1,986	Leverage Ratios					
Total equity & liabilities	14,237	21,861	18,642	18,948	18,857	Liabilities/Equity ratio (x)	1.41	4.26	5.83	7.78	8.49
Key Assumptions						Net debt/EBITDA (x)	18.84	-23.66	-30.01	24.26	12.22
RevPar (Bt)	2,685	1,143	1,166	2,177	2,706	Net debt/equity (x)	0.24	3.04	4.54	5.83	6.32
ADR (Bt)	3,610	3,208	2,951	3,483	3,657	Int. coverage ratio (x)	7.76	-1.50	-2.28	-0.10	0.59
Occupancy rate (%)	74.4	35.6	39.5	62.5	74.0	Growth					
						Revenue (%)	-9.50	-45.81	15.31	56.93	20.45
						EBITDA (%)	-85.85	-802	22.74	225.71	97.90
						Reported net profit (%)	10.5	-415.77	-36.67	65.31	62.42
						Reported EPS (%)	10.5	-415.77	-36.67	65.31	62.42
						Core profit (%)	-1,214	-80.18	6.43	57.05	73.48
						Core EPS (%)	-1,214	-80.18	6.43	57.05	73.48

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, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, BTS, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, EA, GPSC, GULF, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMT, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RATCH, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STEC, TASCO, TISCO, TMB, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.