

บริษัท แอสเสท เวิร์ด คอร์ป จำกัด (มหาชน) (AWC)

โอกาสในการลงทุนในหุ้น Asset Play; ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น **ซื้อ**

แม้ผลประกอบการของ AWC จะยังคงอ่อนแอในระยะเวลาอันใกล้นี้ แต่เราเชื่อว่าราคาหุ้นของ AWC ยังต่ำกว่าพื้นฐาน (undervalued) เนื่องจากคาดว่ามูลค่าสินทรัพย์รวมในอนาคตจะสูงกว่ามูลค่าตลาดในปัจจุบัน เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อการเติบโตในระยะยาวของ AWC โดยได้รับแรงหนุนจากศักยภาพในการเติบโตของบริษัทผ่านการเข้าซื้อกิจการ และแนวโน้มภาคการท่องเที่ยวของประเทศไทยที่สดใสหลัง COVID-19 ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น **ซื้อ** ราคาเป้าหมายที่ 6.00 บาท

WHAT'S NEW

- **เปิดตัวศูนย์ค้าส่ง AEC Trade Center** เมื่อวันที่ 30 พ.ย.20 AWC ได้เปิดตัวศูนย์ค้าส่ง AEC Trade Center ซึ่งเป็นศูนย์กลางตลาดค้าส่งนวัตกรรมใหม่ที่ปรับเปลี่ยนจากพันธุ์ทิพย์ พลาซ่า ประตูน้ํา ซึ่งเป็นศูนย์การค้าทางด้านไอที แม้เราคาดว่าจะไม่มีส่วนแบ่งรายได้จาก AEC Trade Center ในระยะเวลาอันใกล้นี้ เนื่องจากคาดว่า AWC จะยกเว้นค่าเช่าเป็นระยะเวลา 6 เดือน เพื่อช่วยเหลือผู้เช่าในช่วงที่มีการระบาดของไวรัส COVID-19 แต่เราเชื่อว่าการขยายธุรกิจในครั้งนี้สอดคล้องกับแผนกลยุทธ์การเติบโตในระยะยาวของบริษัท นอกจากนี้ AWC ยังได้ร่วมมือกับพันธมิตรทั้งในประเทศ และต่างประเทศ รวมถึง Yiwu ซึ่งเป็นผู้ค้าส่งรายใหญ่ที่สุดในโลกจากประเทศจีน เพื่อขยายช่องทางการขายสินค้า และเข้าถึงกลุ่มลูกค้าใหม่
- **มีโอกาสดividendจากการเข้าซื้อกิจการในอัตราลด (discount rate)** จากผลกระทบของ COVID-19 เราคาดว่าหลายโรงแรมจะทยอยขยายธุรกิจในช่วงปี 2020-21 เราคาดว่า AWC จะเป็นผู้ที่ได้รับประโยชน์หลักจากโอกาสในการเติบโตนี้ผ่านการเข้าซื้อกิจการ เนื่องจาก : 1) ความแข็งแกร่งทางการเงินของ AWC (ปัจจุบัน IBDD/E อยู่ที่ 0.7 เท่า เทียบกับเป้าหมายที่ 1.2 เท่า และ debt covenant ที่ 1.5 เท่า) ซึ่งแตกต่างจากหุ้นอื่นๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกันที่ประสบปัญหาด้านการลงทุน 2) นอกจากนี้ บริษัทมีแหล่งเงินทุนให้เลือกหลายทาง รวมทั้งผ่านกองทุนพัฒนาภายใต้กลุ่ม TCC ซึ่ง AWC สามารถซื้อสินทรัพย์ภายใต้กลุ่ม TCC ได้ในราคาซื้อเดียวกันภายใต้ข้อตกลง "Grant of Right" และ 3) เราเชื่อว่า AWC จะสามารถซื้อสินทรัพย์ได้ในราคาที่ลดลง เมื่อเทียบกับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจปกติ และจะบรรลุอัตราการเติบโตเร็วขึ้นเมื่อตลาดฟื้นตัว ณ สิ้นไตรมาส 3Q20 AWC ยังคงมี debt buffer ประมาณ 31,000 ลบ.ก่อนที่จะถึงเป้า interest-bearing debt-to-equity ที่ 1.2 เท่า
- **มีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มวัคซิ่งมากขึ้น** แนวโน้มวัคซิ่งมีความชัดเจนมากขึ้นหลังจากประกาศผลบวกของวัคซิ่งหลายชนิด และความคาดหวังของวัคซิ่งอื่นๆ ที่จะได้การอนุมัติในระยะเวลาอันใกล้นี้ แม้กลุ่มโรงแรมจะยังคงประสบกับผลขาดทุนจากการดำเนินงานไปจนถึง 3Q21 เนื่องจากการกระจายวัคซิ่งจะต้องใช้เวลาอีกสักกระยะหนึ่ง แต่กระแสข่าวเกี่ยวกับวัคซิ่งได้ช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับตลาด และทำให้เกิดมุมมองเชิงบวกต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ เราคาดว่า sentiment เชิงบวกจะยังคงดำเนินต่อไปในระยะเวลาอันใกล้นี้ (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	11,610.8	11,413.3	6,069.1	9,348.7	14,577.4
EBITDA	4,594.7	4,797.3	1,063.8	4,015.7	6,980.9
Operating profit	2,858.3	3,061.0	(1,237.9)	1,063.8	3,706.6
Net profit (rep./act.)	454.2	1,040.0	(1,886.4)	(188.5)	1,765.7
Net profit (adj.)	454.2	1,040.0	(1,886.4)	(188.5)	1,765.7
EPS (Bt)	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.1
PE (x)	252.6	179.2	n.m.	n.m.	86.6
P/B (x)	4.6	2.5	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA (x)	42.8	41.0	184.8	48.9	28.2
Dividend yield (%)	0.0	0.3	0.0	0.0	0.5
Net margin (%)	3.9	9.1	(31.1)	(2.0)	12.1
Net debt/(cash) to equity (%)	247.6	18.0	61.5	74.5	85.4
Interest cover (x)	2.0	2.7	0.9	3.0	4.4
Consensus net profit	-	-	(1,343)	4	1,314
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.41	n.m.	1.34

Source: AWC, Bloomberg, UOB Kay Hian

BUY

(Upgraded)

Share Price	Bt4.78
Target Price	Bt6.00
Upside	+25.5%
(Previous TP)	Bt4.30

COMPANY DESCRIPTION

AWC is a member of TCC Group. The company is engaged in real estate development and investment involving hospitality projects, lifestyle destinations, and commercial spaces.

STOCK DATA

GICS sector	Consumer Discretionary
Bloomberg ticker:	AWC TB
Shares issued (m):	32,000.0
Market cap (Btm):	152,960.0
Market cap (US\$m):	5,066.9
3-mth avg daily t'over (US\$m):	9.8

Price Performance (%)

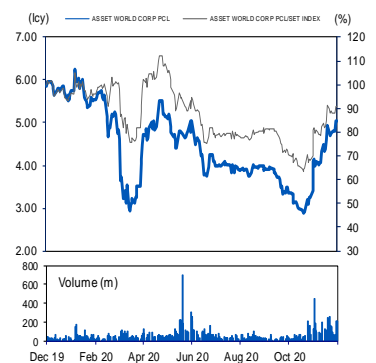
52-week high/low	Bt6.25/Bt2.88			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
52.2	20.1	2.1	(19.0)	(18.3)

Major Shareholders

TCC GROUP	29.3
Charoen Sirivadhanabhakdi	25.1
Wanna Sirivadhanabhakdi	19.8

FY20 NAV/Share (Bt)	2.22
FY20 Net Debt/Share (Bt)	1.36

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Peerawat Dentananan, CFA, FRM
+662 6598302
peerawat@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันหรือการรับประกันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคียฮัน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

STOCK IMPACT

- ผลประกอบการน่าจะยังคงอ่อนแอในระยะเวลาย้อนไกลนี้... เราคาดว่า AWC จะยังคงรายงานผลขาดทุนในระยะเวลาย้อนไกลนี้ เนื่องจากอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวมีแนวโน้มที่จะต้องพึ่งพาอุปสงค์ในประเทศไปจนถึงช่วง 2H21 ในกรณี base-case ของเรา เราคิดว่า การเข้าถึงจุดคุ้มทุนยังคงเป็นเรื่องที่ท้าทายในระยะเวลาย้อนไกลนี้ เนื่องจากการประท้วงทางกรรเมืองในกรุงเทพฯ ยังส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ในประเทศ
- ...แต่กำลังจะกลับมาฟื้นตัวจากสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง เราเชื่อว่า AWC ได้ผ่านสิ่งทีเลวร้ายไปแล้ว เนื่องจาก 1) เราคิดว่า ผลประกอบการของ AWC ได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q20 จากผลกระทบของการปิดเมือง (lockdown) ผลประกอบการน่าจะยังคงฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง qoq หลังจากผ่อนคลายนโยบายการ lockdown ใน 3Q20 และ 2) ความสามารถในการอยู่รอดของบริษัทในช่วง COVID-19 จากโครงสร้างทางการเงินที่แข็งแกร่งหลังจากเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งช่วยให้บริษัทมีเงินทุนสำหรับการดำเนินงานในระยะเวลาย้อนไกลนี้ และขยายธุรกิจในอนาคต

EARNINGS REVISION

(Bt m)	2020F			2021F			2022F		
	New	Previous	% Chg	New	Previous	% Chg	New	Previous	% Chg
Revenue from hotel	2,856	3,227	-11.5%	5,582	8,154	-31.5%	9,242	10,839	-14.7%
Revenue from rental	3,194	3,262	-2.1%	3,734	4,346	-14.1%	5,304	5,050	5.0%
Gross profit	1,493	2,560	-41.7%	3,962	5,978	-33.7%	7,336	7,759	-5.4%
Operating profit	(1,238)	99	-1350.5%	1,064	2,911	-63.5%	3,707	3,905	-5.1%
Net profit	(1,886)	(832)	-126.7%	(189)	1,442	-113.1%	1,766	2,237	-21.1%
	New	Previous	Chg(ppts)	New	Previous	Chg(ppts)	New	Previous	Chg(ppts)
Overall gross margin	24.6%	38.5%	-13.88	42.4%	46.8%	-4.40	50.3%	48.0%	2.31
SG&A to sales	45.0%	37.0%	8.00	31.0%	24.0%	7.00	24.9%	23.9%	1.05
Net profit margin	-31.1%	-12.5%	-18.57	-2.0%	11.3%	-13.30	12.1%	13.8%	-1.73

Source: AWC, UOB Kay Hian

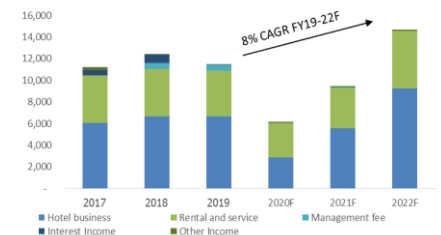
EARNINGS REVISION/ RISK

- ปรับลดประมาณการกำไรสำหรับปี 2020-22 เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิสำหรับปี 2020-22 ของเราลง 21-127% เพื่อสะท้อนตัวเลข RevPAR ที่ลดลง และสมมติฐาน EBITDA ที่ลดลง จากผลการดำเนินงานในช่วง 9M20 ของ AWC และ guidance ล่าสุดของผู้บริหาร เราคาดว่า AWC จะยังคงรายงานผลขาดทุนสุทธิในปี 2021 โดยถูกกดดันจากนโยบายจำกัดการเดินทาง และอัตราการบริโภค (consumption rates) ที่ลดลง สำหรับปี 2022 เรามีมุมมองเชิงลบต่อแนวโน้มผลประกอบการของบริษัทมากขึ้น เนื่องจากเราคิดว่าอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวจะต้องใช้เวลาในการฟื้นตัวนานขึ้น สำหรับในระยะยาว เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศไทย เนื่องจากคาดว่าฟื้นตัวอย่างเต็มที่ในปี 2023 จากการกระจายวัคซีน COVID-19 ทั่วโลก

VALUATION/ RECOMMENDATION

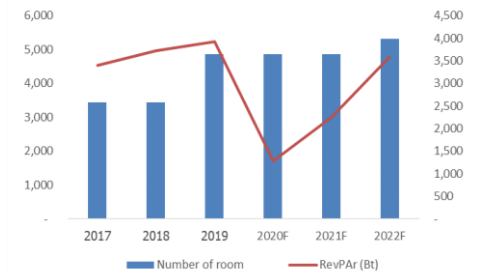
- ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น **ซื้อ** ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 6.00 บาท แม้จะปรับลดประมาณการกำไรลง แต่เรายังคงปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 6.00 บาท เพื่อสะท้อนสมมติฐาน WACC ที่ลดลง ซึ่งเราลด beta ของ AWC ลง และเพิ่มเป้า D/E ratio เพื่อสะท้อนความผันผวนราคาหุ้นของบริษัทที่ลดลงหลังจากการประกาศวัคซีนล่าสุด และเป้า D/E ใหม่ของบริษัท WACC ของเราอยู่ที่ 6.14% สมมติฐาน risk-free rate 1.1%, debt premium 1.2%, equity risk premium 9.0%, equity beta 1.13 และ terminal growth rate 4% ราคาเป้าหมายของเราอิงจากวิธี SOTP ซึ่งเราให้มูลค่าของธุรกิจของบริษัทที่ 5.80 บาท และมูลค่าของสัญญา "Grant of Right" ที่ 0.20 บาท
- แม้ผลประกอบการของ AWC จะยังคงอ่อนแอในระยะเวลาย้อนไกลนี้ แต่บริษัทน่าจะกลับมาฟื้นตัวในปี 2022 นอกจากนี้ เรายังมองว่า AWC เป็นหุ้น asset play เนื่องจากมูลค่าสินทรัพย์รวมในอนาคตสูงกว่ามูลค่าตลาดของ AWC

REVENUE BY BUSINESS OUTLOOK



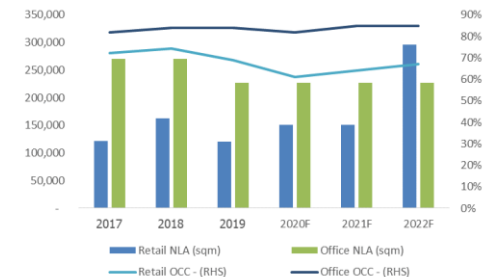
Source: AWC, UOB Kay Hian

HOTEL BUSINESS OUTLOOK



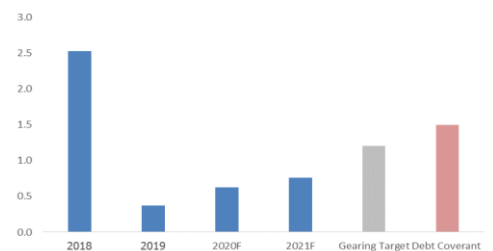
Source: AWC, UOB Kay Hian

RENTAL BUSINESS OUTLOOK



Source: AWC, UOB Kay Hian

INTEREST BEARING DEBT/EQUITY RATIO



Source: AWC, UOB Kay Hian

EARNINGS OUTLOOK



Source: AWC, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือให้คำแนะนำในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน