

DEPOSITARY RECEIPT (DR) STRATEGY

10 September 2025

Booking vs. Trip.com — One is Durable, One is Volatile

- Booking delivers steady growth with global breadth and strong cash flows.
- Trip.com offers high-beta upside from China's travel rebound.
- Our call: prioritize Booking as the core, keep Trip.com tactical.

Same Growth, Different Quality

รายได้ไตรมาส 2 ปี 2025 ของ Booking อยู่ที่ 6.8 พันล้านดอลลาร์เพิ่มขึ้น 16% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน และเพิ่มขึ้น 3% เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน พร้อมกัน EBITDA ที่ 2.42 พันล้าน เพิ่มขึ้น 28% เมื่อเทียบกับปีก่อน และ 4% เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน กำไรสุทธิตาม GAAP ลดลงเหลือ 895 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ลดลง 41% เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน โดยมีสาเหตุมาจากต้นทุนด้านอัตราแลกเปลี่ยนและดอกเบี้ย แต่ adjusted EPS เพิ่มขึ้น 32% เมื่อเทียบกับปีก่อน ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความแข็งแกร่งของธุรกิจหลัก ในขณะที่ Trip.com ประกาศรายได้ 14.8 พันล้านหยวน หรือ 2.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้น 16% เมื่อเทียบกับปีก่อน และ 5% เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน และกำไรสุทธิ 4.9 พันล้านหยวนหรือ 676 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้น 29% เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน โดยรวมแล้ว ทั้งสองบริษัทกำลังเติบโต แต่ Booking ได้ประโยชน์จากธุรกิจที่ครอบคลุมทั่วโลก ในขณะที่ความล่าช้าของ Trip.com ขึ้นอยู่กับความแข็งแกร่งของตลาดในประเทศจีนเป็นหลัก

The Quality Divide

โมเดลของ Booking สามารถลดความเสี่ยงได้แทนที่จะขยายให้รุนแรงขึ้น โดยปัจจุบันการจองโดยตรงมีสัดส่วนมากกว่า 50% ของจำนวนคืนที่เข้าพัก ทำให้ลดการพึ่งพาการค้นหาแบบเสียค่าใช้จ่ายได้ โมเดลร้านค้า (merchant model) และการชำระเงินช่วยเพิ่มอัตราค่าธรรมเนียม (take rates) ในขณะที่เที่ยวบิน (+44% เมื่อเทียบเป็นรายปีปีก่อน) สามารถขายล่วงหน้าไปยังโรงแรมได้ ส่วนการลดลงของกำไรเป็นเพียงความผันผวนทางการเงิน ไม่ใช่จุดอ่อนเชิงโครงสร้าง การฟื้นตัวของ Trip.com เป็นเรื่องจริงแต่มีประจักษ์ โดยจำนวนนักท่องเที่ยวเข้ารายได้เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าและนักท่องเที่ยวออกเพิ่มขึ้นเป็น 120% ของช่วงก่อนโควิด อย่างไรก็ตาม การเปลี่ยนแปลงนโยบาย และค่าเงินหยวนที่อ่อนค่าลง หรือการชะลอการใช้จ่ายของผู้บริโภคอาจทำให้ไม่มั่นคงเปลี่ยนทิศทางได้อย่างรวดเร็ว

Forward Catalysts — Predictable vs. Binary

Booking คาดการณ์ว่าไตรมาส 3 รายได้จะเติบโต 7-9% และ EBITDA จะขยายตัวในช่วงกลางถึงปลาย (mid-teens) ซึ่งชี้ให้เห็นถึงเส้นทางการเติบโตที่มั่นคง โดยแม้ว่าค่าห้องพักเฉลี่ยต่อวันทั่วโลก (global ADRs) จะลดลงก็ตาม จุดแข็งของ Booking คือการขยายธุรกิจอย่างต่อเนื่องและหลากหลายในยุโรป เอเชีย และสหรัฐฯ รวมถึงสัดส่วนการจองโดยตรงที่เพิ่มขึ้น และการซื้อคืนที่ช่วยลดจำนวนคืนในตลาดอย่างสม่ำเสมอ ในทางตรงกันข้าม ตัวขับเคลื่อนการเติบโตของ Trip.com นั้นเป็นแบบสองทาง โดยโอกาสในการเติบโตจะพุ่งสูงขึ้นอย่างก้าวกระโดด หากมีการผ่อนปรนคลายกฎเกณฑ์ด้านวีซ่า และจำนวนที่นั่งของสายการบินที่เพิ่มขึ้น และค่าเงินหยวนมีเสถียรภาพ แต่ปัจจัยเหล่านี้เป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจมหภาคซึ่งอยู่นอกเหนือการควบคุมของผู้บริหาร สถานการณ์นี้เป็นเหมือนแบบแผนที่มาตรฐาน: Booking เสนอการเติบโตแบบทบต้นที่คาดการณ์ได้ ในขณะที่ Trip.com เสนอทางเลือกที่มีความผันผวนสูง (high-beta optionality)

Who Uses Capital Better

คำถามที่สำคัญกว่าคือแต่ละบริษัทจะตอบสนองอย่างไรเมื่อรอบเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลง Booking มีความได้เปรียบด้านความหลากหลายทางธุรกิจที่ช่วยชดเชยจุดอ่อนในภูมิภาคหนึ่งด้วยจุดแข็งในอีกภูมิภาคหนึ่งได้ เช่น หากการท่องเที่ยวเพื่อพักผ่อนในยุโรปชะลอตัว อาจถูกชดเชยด้วยการท่องเที่ยวระยะไกลในเอเชียและการฟื้นตัวของลูกค้าในองค์กร ส่วนความเสี่ยงของ Booking คือภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวในวงกว้าง แต่จากประวัติศาสตร์แสดงให้เห็นว่าภาวะเศรษฐกิจตกต่ำที่เกิดขึ้นพร้อมกันทั่วโลกเช่นนั้นเกิดขึ้นไม่บ่อยนัก ในทางกลับกัน Trip.com มีความเสี่ยงมากกว่ามาก เนื่องจากค่าเงินหยวนที่อ่อนค่าลงโดยตรงจะบั่นทอนกำไรการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวจากนอกประเทศ ในขณะที่ปัญหาสะสมในด้านความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ สามารถหยุดยั้งความต้องการที่จะท่องเที่ยวได้ในชั่วข้ามคืน ในปัจจุบันที่มีความขัดแย้งด้านนโยบายและความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน โดย Booking สามารถปรับตัวได้ แต่ Trip.com อาจเป็นปัญหาใหญ่ได้เลย

Global Compounder Meets China Recovery Play

Booking เป็นตัวเลือกที่น่าสนใจกว่า: เป็นธุรกิจที่เติบโตแบบทบต้น มีกระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง และมีฐานลูกค้าที่กว้างขวางทั่วโลก เราประเมินมูลค่าหุ้นไว้ที่ 3.97 บาท (6,113 ดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตราแลกเปลี่ยน USD/THB 32.5) ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากการซื้อคืนคืนและเงินปันผลที่สม่ำเสมอ ส่วน Trip.com ซึ่งซื้อขายอยู่ที่ราคาประมาณ 22 เท่าของอัตราส่วนราคาต่อกำไรล่วงหน้า (forward P/E) ในขณะที่ Booking อยู่ที่ประมาณ 20 เท่า แสดงให้เห็นว่า Trip.com มีมูลค่าสูงกว่าเล็กน้อย ซึ่งสะท้อนถึงโอกาสในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีน ในขณะที่ตลาดได้รับผลกระทบจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยและความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ Booking จึงเป็นธุรกิจที่มีพื้นฐานที่มั่นคง ในขณะที่ Trip.com เป็นธุรกิจที่ขึ้นอยู่กับสถานการณ์ที่เกิดขึ้น

Analyst

Suwat Sinsadok, CFA, FRM, ERP
suwat.s@globlex.co.th,
+662 687 7026

Assistant Analyst

Peerayu Sirivorawong

Exhibit 1: 2Q25 result of Booking vs Trip.com

Booking Holdings Inc

5,569.70 ▲ +1.16% (+63.90) Today ● 0.00% (0.00)

Closed: Sep 8 4:00:01 PM UTC-4 · USD · Disclaimer After hours · 6:03 PM



Overview **Earnings** Financials

Last report	Period	EPS beat	Revenue beat
Jul 30, 2025	Q2 2025	+9.92% ▲ 55.40 / (50.40 est.)	+3.71% ▲ 6.80B / (6.55B est.)

Trip.com Group Ltd

565.50 ▼ -1.14% (-6.50) Today

Sep 9 12:00:00 PM UTC+8 · HKD · Disclaimer



Overview **Earnings** Financials

Last report	Period	EPS beat	Revenue beat
Aug 28, 2025	Q2 2025	+17.51% ▲ 7.20 / (6.13 est.)	+1.39% ▲ 14.84B / (14.64B est.)

Sources: Google Finance

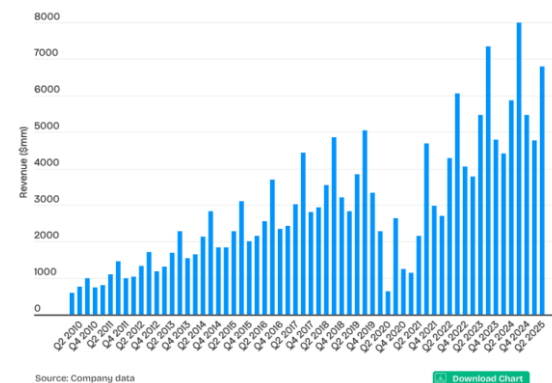
Exhibit 2: European Travel Patterns — Western vs. Chinese Tourists

	Western tourists	Chinese tourists
Most popular European destinations	Paris, Rome and New York	Austria, France and Spain
Average daily spend	140€	301€
Average trip duration	14-21 days	7-9 days
Decision making	Information from friends, family and travel guides	Recommendations on Chinese social networks

Sources: influchina

Exhibit 3: Booking Holdings Revenue Growth (2010–2024)

Booking revenue 2010 to 2024 (\$mm)



Sources: Businessofapps

GENERAL DISCLAIMER

Analyst Certification

Suwat Sinsadok, Register No. 020799, Globlex Securities Public Company Limited

The opinions and information presented in this report are those of the Globlex Securities Co. Ltd. Research Department. No representation or warranty in any form regarding the accuracy, completeness, correctness or fairness of opinions and information of this report is offered by Globlex Securities Co. Ltd. Globlex Securities Co. Ltd. Accepts no liability whatsoever for any loss arising from the use of this report or its contents. This report (in whole or in part) may not be reproduced or published without the express permission of Globlex Securities Co. Ltd.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock Recommendations

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

- BUY:** Expected return of 10% or more over the next 12 months.
HOLD: Expected return between -10% and 10% over the next 12 months.
REDUCE: Expected return of -10% or worse over the next 12 months.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Sector Recommendations

- Overweight:** The industry is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.
Neutral: The industry is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.
Underweight: The industry is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight: Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral: Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight: Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.