

BUY (Unchanged)

TP: Bt 11.00

(From: Bt 10.50)

24 NOVEMBER 2021

Change in Numbers

Upside : 25.0%

Land & Houses Pcl (LH TB)

ฟื้นตัวในทุกธุรกิจ

Presales และยอดขายที่ทำสถิติสูงสุดในปีหน้า รายได้จากห้างสรรพสินค้า และโรงแรมที่ฟื้นตัว และส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นจาก HMPRO น่าจะผลักดันให้ EPS เติบโตแข็งแกร่งที่ 20% ในปี 2022F และ 13% ในปี 2023F เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" และเป็น Top Pick ของเรา โดยมีราคาเป้าหมายใหม่ที่ 11 บาท LH ให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงสุดในกลุ่มที่ 6.8% ในปี 2022F



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

เป็น Top Sector Pick ของเรา

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" LH และเป็น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ จากการมีปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่ง ด้วยมีการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจที่ดีทั้งธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (62% ของกำไรในปี 2021F) ธุรกิจให้เช่า (2%) และส่วนแบ่งกำไรจาก 5 บริษัทรวม (36%) จึงเป็นเบาะรองรับกำไรในทุกสถานการณ์ อสังหาริมทรัพย์ได้รับผลกระทบจาก LTV ที่เข้มงวดขึ้นในปี 2019 ขณะที่โควิดและการล็อกดาวน์ประเทศในปี 2020-21F ส่งผลกระทบต่อรายได้ห้างสรรพสินค้าและโรงแรม รวมถึงส่วนแบ่งกำไรจาก HMPRO (ถือหุ้น 30%) LH คาดว่าจะมีกำไรปกติต่อหุ้นเติบโตไว้ที่ 7% ในปีนี้ แต่ด้วยการฟื้นตัวของทุกธุรกิจในปีหน้า เราคาดว่า EPS จะเติบโตแข็งแกร่งที่ 20% ในปี 2022F และ 13% ในปี 2023F LH ยังให้อัตราผลตอบแทนปันผลดีที่สุดในกลุ่มฯ ที่ 5.7-6.8% ในปี 2021-22F ด้วยการปรับเพิ่มกำไร 4% ต่อปี ในปี 2021-32F จากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่แข็งแกร่งกว่าคาด เรายังปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 11 บาท จาก 10.5 บาท

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ทำสถิติสูงสุด

LH ได้ชื่อว่าเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีคุณภาพที่เน้นพัฒนาบ้านแนวราบ (คอนโดคิดเป็น 9% ของรายได้อสังหาริมทรัพย์ในปี 2021F) โดยตั้งเป้าไปที่กลุ่มระดับกลางถึงระดับสูง (ราคาขายเฉลี่ยที่ 7.6 ลบ./ยูนิต) LH จึงได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น ด้วยมี presales เติบโต 5% และยอดขายเติบโตอสังหาริมทรัพย์เติบโต 9% ในปีที่แล้ว สำหรับปีนี้ LH น่าจะมี presales และยอดขาย เติบโตมากกว่าเป้าหมายของบริษัทฯ ที่ 13% และ 10% เป็น 3 หminenlob. ยอด presales เดือนต.ค. เพิ่มขึ้น 70% y-y เป็น 2.8 พันลบ. ซึ่งทำให้ 10M21F อยู่ที่ 2.48 หminenlob. เราคาดว่ายอด presales และยอดขายจะสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 3.3 หminenlob. ในปี 2022F เนื่องจากแผนเปิดโครงการใหม่เพิ่มขึ้น 50% ในปีหน้า จาก 1.97 หminenlob. เป็น 3.0 หminenlob. ขณะที่โครงการค้างไม่ไ้ปัญหา และ 9M21 อัตรากำไรขั้นต้นของอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นเป็น 31.8% เทียบกับ 31.3% ใน 9M20

ธุรกิจให้เช่ากำลังฟื้นตัว

LH ดำเนินการบริหาร 5 โรงแรม, 1 ห้างสรรพสินค้า (เทอร์มินอลพญา) และ 3 เซอร์วิสอพาร์ทเมนท์ในสหรัฐฯ เราคาดว่าการทำงานจะดีขึ้นพร้อมกับโควิดที่บรรเทาลง และการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ตั้งแต่เดือนก.ย. โรงแรมแกรนด์ เซ็นเตอร์พอยต์ (GCP) ในพญาอิมมีอัตรการเข้าพักเพิ่มขึ้นเป็น 50% ในเดือนต.ค. และ 90% ในช่วงวันหยุดสุดสัปดาห์ในเดือนพ.ย. เนื่องจากการท่องเที่ยวภายในประเทศกลับมาอีกครั้ง

การลงทุน/การขายสินทรัพย์การเช่า

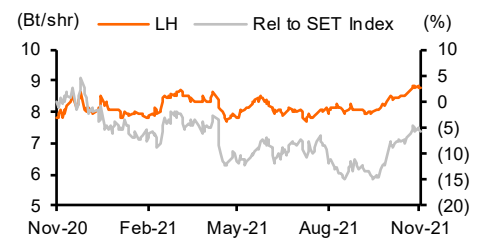
โดยปกติ LH จะขายทรัพย์สินให้เช่าเข้า REITs (LHHOTEL, LHSC) หรือให้กับบุคคลที่สามปีละครั้ง โดยล่าสุดคือ Mode Residence USA ขายใน 4Q20 แผนเดิมที่จะขายห้างสรรพสินค้าเทอร์มินอล 21 พญา และโรงแรม GCP พญา ใน 4Q21 ได้ล่าช้าออกไปจนกว่าผลการดำเนินงานจะกลับมาเป็นปกติ โครงการใหม่ที่กำลังพัฒนา ได้แก่ ศูนย์การค้าเทอร์มินอล 21 พระราม 3 (เปิดกลางปี 2022) โรงแรม GCP พญา (เฟส 2 - 2H22) โรงแรม GCP สุรวงศ์ (4Q23) และโครงการ Mixed-use GCP ลุมพินี (2024)

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	29,898	31,909	36,755	39,616
Net profit	7,145	7,054	8,460	9,582
Consensus NP	—	6,876	7,996	8,586
Diff frm cons (%)	—	2.6	5.8	11.6
Norm profit	6,597	7,054	8,460	9,582
Prev. Norm profit	—	7,420	8,318	9,341
Chg frm prev (%)	—	(4.9)	1.7	2.6
Norm EPS (Bt)	0.6	0.6	0.7	0.8
Norm EPS grw (%)	(15.7)	6.9	19.9	13.3
Norm PE (x)	15.9	14.9	12.4	11.0
EV/EBITDA (x)	24.8	21.3	19.0	17.0
P/BV (x)	2.1	2.1	2.0	1.9
Div yield (%)	5.7	5.7	6.8	7.4
ROE (%)	12.9	14.0	16.1	17.5
Net D/E (%)	95.5	86.0	97.1	92.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 24-Nov-21 (Bt)	8.80
Market Cap (US\$ m)	3,154.5
Listed Shares (m shares)	11,949.7
Free Float (%)	69.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	10.0
12M Price H/L (Bt)	8.85/7.70
Sector	PROP
Major Shareholder	Asavabhokhin Family 23.9%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

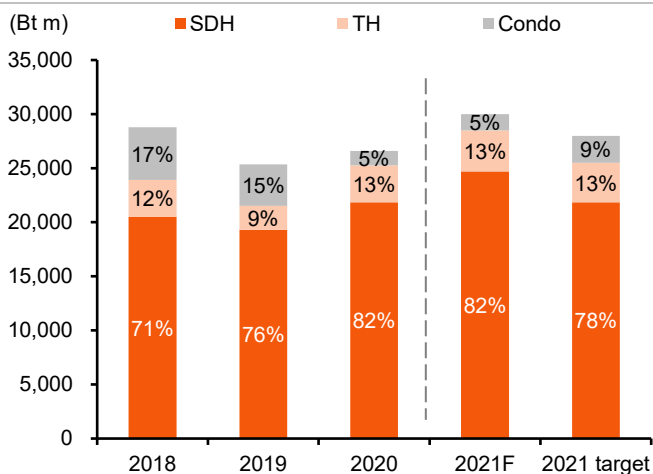
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Key Assumption Changes

	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
Presales (Bt m)														
- New	25,356	26,602	30,007	33,568	35,523	37,577	39,341	40,776	41,842	42,932	44,046	45,183	46,345	47,532
- Old	25,356	26,602	28,399	30,135	31,691	33,313	34,659	35,698	36,403	37,117	37,841	38,575	39,320	40,074
Change (%)	0	0	6	11	12	13	14	14	15	16	16	17	18	19
Property sales (Bt m)														
- New	25,151	27,481	30,097	32,804	35,010	37,067	38,886	40,390	41,535	42,625	43,730	44,859	46,012	47,190
- Old	25,151	27,481	29,176	29,765	31,314	32,921	34,318	35,419	36,190	36,903	37,622	38,351	39,090	39,838
Change (%)	0	0	3	10	12	13	13	14	15	16	16	17	18	18
Equity income (Bt m)														
- New	3,383	2,588	2,579	3,013	3,500	3,967	4,476	4,991	5,593	6,222	6,898	7,620	8,358	9,097
- Old	3,383	2,588	2,786	3,127	3,594	4,045	4,551	5,069	5,670	6,307	6,990	7,732	8,468	9,205
Change (%)	0	0	(7)	(4)	(3)	(2)	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Revenues from hotel operations (Bt m)														
- New	2,970	976	755	2,278	2,766	3,043	3,195	3,355	3,522	3,698	3,883	4,078	4,281	4,495
- Old	2,970	976	1,627	2,278	2,766	3,043	3,195	3,355	3,522	3,698	3,883	4,078	4,281	4,495
Change (%)	0	0	(54)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rental income (Bt m)														
- New	1,640	1,211	850	1,445	1,590	1,669	1,752	1,840	1,932	2,029	2,130	2,237	2,348	2,466
- Old	1,640	1,211	1,453	1,598	1,678	1,762	1,850	1,943	2,040	2,142	2,249	2,362	2,480	2,604
Change (%)	0	0	(42)	(10)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
Normalized profit (Bt m)														
- New	7,822	6,597	7,054	8,460	9,582	10,522	11,543	12,350	13,368	14,344	15,373	16,488	17,583	18,660
- Old	7,822	6,597	7,420	8,318	9,341	10,198	11,108	11,853	12,765	13,662	14,609	15,642	16,645	17,634
Change (%)	0	0	(5)	2	3	3	4	4	5	5	5	5	6	6

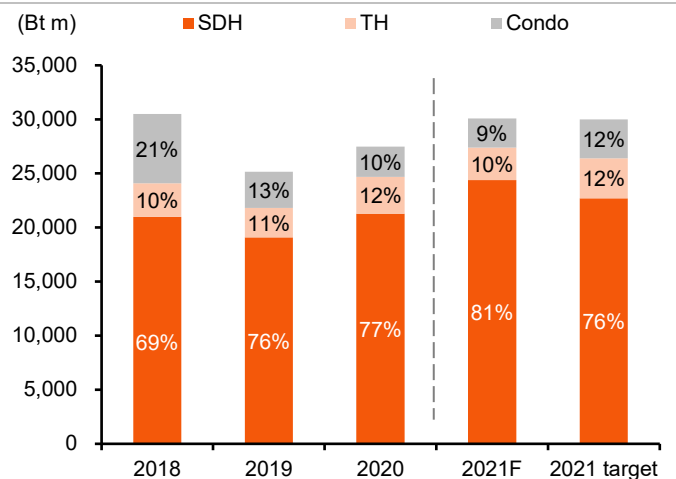
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Property Presales



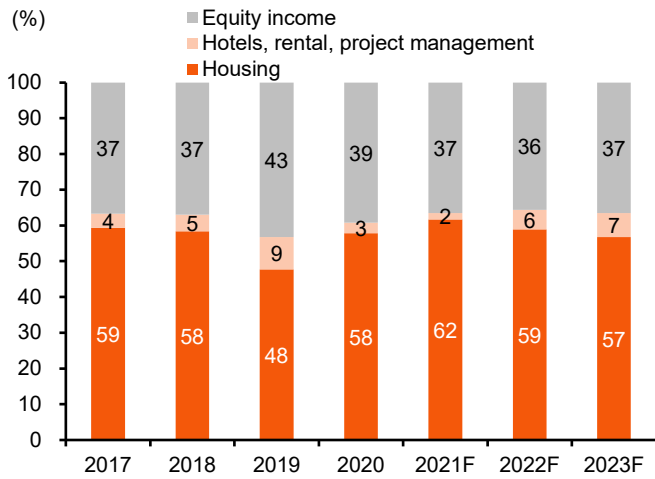
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Property Sales



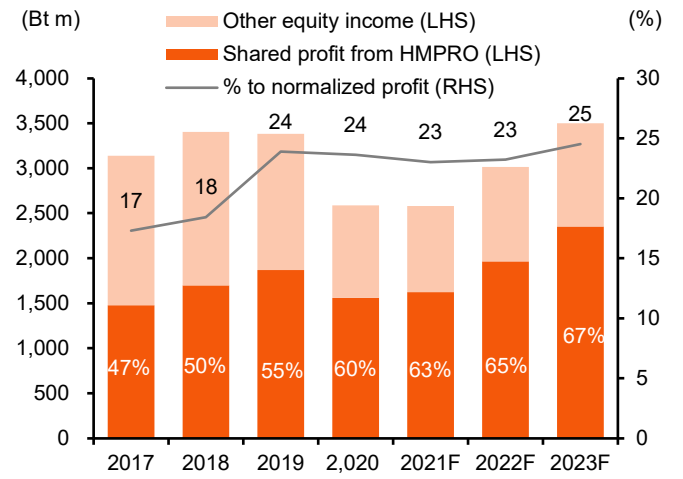
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Profit Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: HMPRO's Profit Contribution To LH



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Asset Investments/Divestments

Investment		Divestment
Centre Point Residence Phrom Phong	1999	
Centre Point Wireless (Grande Centre Point Ploenchit Hotel: 2014)	2003	Centre Point Wireless (to LHPF II - Type 4)
Centre Point Serviced Apartment Thonglor	2005	
Villa Sathorn	2007	
Grande Centre Point Ratchadamri Hotel	2008	
Terminal 21 Asoke mall Grande Centre Point Terminal 21 Hotel Verona serviced apartment (US)	2012	Centre Point Phrom Phong (to LHPF) Centre Point Thonglor (to LHPF) Villa Sathorn (to LHPF)
Domain serviced apartment (US)	2013	
	2014	Terminal 21 Asoke mall (to LHSC)
Mode serviced apartment (US)	2015	Grande Centre Point Terminal 21 hotel (to LHHOTEL) Verona, US (to 3rd party)
Grande Centre Point Sukhumvit 55 Hotel Parc serviced apartment (US) Yard serviced apartment (US)	2016	
Revere serviced apartment (US)	2017	Grande Centre Point Ratchadamri Hotel (to LHHOTEL)
Terminal 21 Pattaya mall Grande Centre Point Pattaya Hotel	2018	Domain, USA (to 3rd party)
	2019	Grande Centre Point Sukhumvit 55 Hotel (to LHHOTEL)
	2020	Mode, USA (to 3rd party)
	2021F	
Terminal 21 Rama 3 mall Grande Centre Point Pattaya Hotel (extension)	2022F	
Grande Centre Point Surawongse Hotel	2023F	Terminal 21 Pattaya mall Grande Centre Point Pattaya Hotel
Grande Centre Point Lumpini mixed-use project	2024F	

2022-24: Parc, Yard, Revere (USA)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Our DCF Calculation For LH's Property Development Business

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	7,580	8,512	9,124	9,561	9,930	10,228	10,518	10,813	11,113	11,415	11,721	
Free cash flow	(3,885)	4,803	10,787	14,401	12,484	10,895	6,936	11,766	10,545	8,221	10,939	166,699
PV of free cash flow	(3,874)	4,136	8,618	10,676	8,406	6,778	3,986	6,247	5,173	3,727	4,371	66,605
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	7.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value – property development business	124,850											
SOTP Calculation							% holding					(Bt m)
Enterprise value - property development business (plus rental business)												124,850
Rental properties								0				0
Investment in property fund/REITs								0				1,907
Investment in associates - at a 30% discount								0				49,990
- Quality Construction Products Plc (QCON)								21				332
- LH Financial Group Plc (LHBANK)								22				4,477
- Home Product Center Plc (HMPRO)								30				40,910
- Quality Houses Plc (QH)								25				4,272
Total enterprise value								0				176,748
Less Net debt (end-2021F)								0				44,577
Less Minority interest								0				672
Equity value								0				131,499
# of shares (m)								0				11,950
Equity value/share (Bt)								0				11.00

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 8: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div yield	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Poly Real Estate Group	600048 CH	China	(0.2)	7.7	5.7	5.3	0.9	0.8	9.1	8.6	5.1	5.5
Agile Property Holdings	3383 HK	China	3.1	4.3	2.4	2.3	0.3	0.3	4.7	4.4	15.8	16.7
Country Garden Holdings	2007 HK	China	(12.1)	9.4	4.4	4.0	0.8	0.7	4.6	4.3	6.8	7.4
China Overseas Land & Invest	688 HK	Hong Kong	5.9	7.8	5.1	4.8	0.6	0.6	5.1	4.7	5.9	6.3
China Resources Land	1109 HK	Hong Kong	10.3	14.4	9.2	8.1	1.1	1.0	6.6	5.9	3.9	4.4
Hang Lung Properties	101 HK	Hong Kong	13.5	13.1	15.1	13.3	0.5	0.5	16.7	15.0	4.8	4.9
Henderson Land Development	12 HK	Hong Kong	(1.6)	1.9	11.5	11.3	0.5	0.5	21.1	20.2	5.3	5.4
Shimao Property Holdings	813 HK	Hong Kong	5.5	6.4	2.6	2.4	0.3	0.3	5.8	5.4	14.0	15.5
Sun Hung Kai Properties	16 HK	Hong Kong	0.0	5.8	9.5	9.0	0.5	0.5	9.7	9.0	5.0	5.0
Sino Land	83 HK	Hong Kong	105.8	(25.1)	7.4	9.9	0.5	0.4	3.5	4.7	6.5	5.7
CapitaLand	CAPL SP	Singapore	30.5	11.2	na	na	na	na	na	na	na	na
City Developments	CIT SP	Singapore	34.7	113.5	31.2	14.6	0.8	0.7	27.1	19.4	1.8	2.2
Guocoland	GUOL SP	Singapore	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Asian Property Devt *	AP TB	Thailand	(10.3)	3.6	7.7	7.4	0.9	0.8	12.8	12.6	4.6	4.7
Land and Houses *	LH TB	Thailand	6.9	19.9	14.9	12.4	2.1	2.0	21.3	19.0	5.7	6.8
LPN Development *	LPN TB	Thailand	(11.9)	15.2	11.5	9.9	0.7	0.7	14.4	12.3	5.2	6.0
Pruksa Holding *	PSH TB	Thailand	0.4	13.0	10.4	9.2	0.7	0.6	11.4	10.1	5.8	6.5
Quality Houses *	QH TB	Thailand	(10.6)	17.0	12.9	11.0	0.9	0.8	47.6	47.9	4.7	5.5
Sansiri *	SIRI TB	Thailand	(11.6)	12.3	15.0	13.3	0.6	0.5	22.7	22.5	2.7	3.0
Supalai *	SPALI TB	Thailand	36.2	13.3	8.4	7.4	1.2	1.1	10.1	8.8	4.8	5.4
Average			10.2	13.9	10.3	8.6	0.8	0.7	14.1	13.0	6.0	6.5

Sources: Bloomberg consensus, *Thanachart estimates

Based on 24 November 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัทแลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) (LH) บริษัทพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ รวมทั้ง บ้านเดี่ยว ทาวน์เฮ้าส์ และคอนโดมิเนียม โดยโครงการเกือบทั้งหมดอยู่ในเขตกรุงเทพฯและปริมณฑล และจังหวัดใหญ่ๆ ในประเทศไทย : เชียงใหม่, นครราชสีมา, ขอนแก่น และภูเก็ต นอกจากนี้ยังมีรายได้ค่าเช่าจากโรงแรมแกรนด์ เซ็นเตอร์ ทองหล่อ และเซอร์วิส อพาร์ทเมนท์ ในสหรัฐ บริษัทฯ ได้รับส่วนแบ่งกำไรจาก 4 บริษัทร่วม HMPRO (30.23%), LHBANK (22.16%), QH (24.98%) และ QCON (21.16%)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีชื่อเสียงที่ได้รับการยอมรับอย่างมาก
- เป็นผู้นำตลาดบ้านเดี่ยว
- ที่อยู่อาศัยมีมาตรฐานด้านคุณภาพที่สูง
- มีการประหยัดจากขนาดที่ดีจากการมีโครงการจำนวนมาก

O — Opportunity

- ขยายผลิตภัณฑ์ไปยังตลาดคอนโด และบ้านเดี่ยว และทาวน์เฮ้าส์ระดับ mid-to-low end
- รายได้ค่าเช่ากำลังเติบโตจากอสังหาริมทรัพย์เพื่อการเช่าที่มีอยู่ของบริษัทฯ
- มีมูลค่าเพิ่มจากการลงทุนในบริษัทร่วมค้า

CONSENSUS COMPARISON

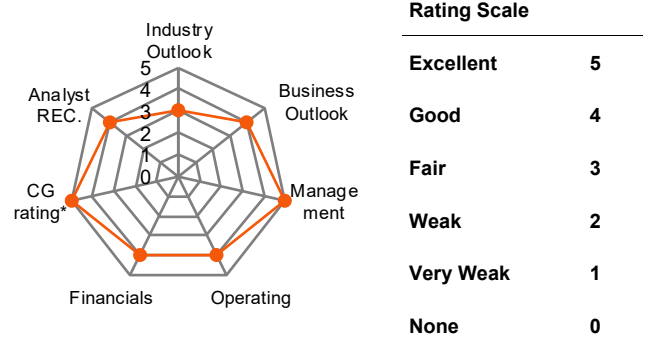
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	9.92	11.00	11%
Net profit 21F (Bt m)	6,876	7,054	3%
Net profit 22F (Bt m)	7,996	8,460	6%
Consensus REC	BUY: 23	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิของเราในปี 2021-22F สูงกว่าตลาด 3-6% เนื่องจากเราให้สมมติฐาน presales ที่สูงขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 11% ซึ่งเราเชื่อว่ามาจากประมาณการยอด presales และยอดขายในระยะยาวที่สูงขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- มีสัดส่วนที่อยู่อาศัยแบบ prebuilt ที่สูง ซึ่งต้องการเงินลงทุนในระดับสูง

T — Threat

- การเพิ่มขึ้นของราคาที่ดิน
- การเติบโตที่ชะลอลงของตลาดบ้านเดี่ยว
- ภาวะการแข่งขันที่รุนแรงในตลาดระดับ low-end

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตของเศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาด อาจส่งผลกระทบต่อความต้องการที่อยู่อาศัย ดังนั้นสมมติยอดขาย และ presales ของเราจึงอาจเป็นระดับที่เป็นไปไม่ได้
- ถ้าผลิตภัณฑ์ใหม่ไม่ประสบความสำเร็จ ซึ่งอาจเป็นปัจจัยเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	30,058	29,898	31,909	36,755	39,616
Cost of sales	20,356	20,744	22,016	25,072	26,713
Gross profit	9,702	9,154	9,893	11,683	12,903
% gross margin	32.3%	30.6%	31.0%	31.8%	32.6%
Selling & administration expenses	4,071	3,904	4,052	4,668	5,031
Operating profit	5,631	5,250	5,841	7,015	7,872
% operating margin	18.7%	17.6%	18.3%	19.1%	19.9%
Depreciation & amortization	739	951	1,187	1,302	1,378
EBITDA	6,370	6,202	7,027	8,317	9,250
% EBITDA margin	21.2%	20.7%	22.0%	22.6%	23.3%
Non-operating income	831	718	824	917	983
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(835)	(888)	(1,103)	(1,159)	(1,291)
Pre-tax profit	5,627	5,080	5,562	6,773	7,564
Income tax	1,165	1,095	1,112	1,355	1,513
After-tax profit	4,462	3,985	4,450	5,419	6,051
% net margin	14.8%	13.3%	13.9%	14.7%	15.3%
Shares in affiliates' Earnings	3,383	2,588	2,579	3,013	3,500
Minority interests	(23)	23	25	28	31
Extraordinary items	2,203	548	0	0	0
NET PROFIT	10,025	7,145	7,054	8,460	9,582
Normalized profit	7,822	6,597	7,054	8,460	9,582
EPS (Bt)	0.8	0.6	0.6	0.7	0.8
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8

A well-diversified business (property development, rental income and equity income)

We project a 14% three-year EPS CAGR over 2021-24F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	60,510	63,355	63,173	70,813	71,261
Cash & cash equivalent	4,570	7,113	5,312	4,875	4,615
Account receivables	224	187	200	230	248
Inventories	53,374	52,893	54,287	61,821	62,208
Others	2,342	3,162	3,375	3,887	4,190
Investments & loans	30,442	23,964	23,964	23,964	23,964
Net fixed assets	14,312	11,562	15,102	17,537	18,897
Other assets	7,875	23,690	24,002	24,701	24,817
Total assets	113,139	122,571	126,240	137,014	138,938
LIABILITIES:					
Current liabilities:	22,838	25,091	26,485	30,133	30,455
Account payables	3,806	3,140	3,619	4,121	4,391
Bank overdraft & ST loans	470	6,845	9,978	11,513	11,393
Current LT debt	15,207	11,226	7,982	9,211	9,115
Others current liabilities	3,355	3,880	4,906	5,288	5,556
Total LT debt	34,218	37,384	31,929	36,842	36,458
Others LT liabilities	2,899	9,495	15,982	15,758	15,359
Total liabilities	59,956	71,970	74,396	82,734	82,272
Minority interest	720	697	672	644	613
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	11,950	11,950	11,950	11,950	11,950
Share premium	15,453	15,453	15,453	15,453	15,453
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	2,211	(189)	0	0	0
Retained earnings	22,850	22,690	23,769	26,234	28,650
Shareholders' equity	52,463	49,904	51,172	53,636	56,052
Liabilities & equity	113,139	122,571	126,240	137,014	138,938

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	5,627	5,080	5,562	6,773	7,564
Tax paid	(1,251)	(1,092)	(1,082)	(1,273)	(1,466)
Depreciation & amortization	739	951	1,187	1,302	1,378
Chg In working capital	(5,021)	(148)	(927)	(7,062)	(135)
Chg In other CA & CL / minorities	554	1,072	1,840	1,063	1,482
Cash flow from operations	648	5,863	6,580	803	8,823
Capex	219	1,798	(4,000)	(3,000)	(2,000)
Right of use	0	(14,911)	(447)	(13)	(13)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(1,162)	6,479	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	5,305	7,456	7,419	92	697
Cash flow from investments	4,362	823	2,972	(2,922)	(1,316)
Debt financing	(785)	5,562	(5,567)	7,678	(600)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(7,766)	(7,170)	(5,975)	(5,996)	(7,166)
Warrants & other surplus	222	(2,535)	189	0	0
Cash flow from financing	(8,329)	(4,143)	(11,353)	1,682	(7,766)
Free cash flow	867	7,662	2,580	(2,197)	6,823

LH has consistently paid dividends at 83-89% payout ratios

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	13.4	15.9	14.9	12.4	11.0
Normalized PE - at target price (x)	16.8	19.9	18.6	15.5	13.7
PE (x)	10.5	14.7	14.9	12.4	11.0
PE - at target price (x)	13.1	18.4	18.6	15.5	13.7
EV/EBITDA (x)	23.6	24.8	21.3	19.0	17.0
EV/EBITDA - at target price (x)	27.7	29.0	25.0	22.1	19.9
P/BV (x)	2.0	2.1	2.1	2.0	1.9
P/BV - at target price (x)	2.5	2.6	2.6	2.5	2.3
P/CFO (x)	162.3	17.9	16.0	131.0	11.9
Price/sales (x)	3.5	3.5	3.3	2.9	2.7
Dividend yield (%)	8.0	5.7	5.7	6.8	7.4
FCF Yield (%)	0.8	7.3	2.5	(2.1)	6.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
EPS	0.8	0.6	0.6	0.7	0.8
DPS	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7
BV/share	4.4	4.2	4.3	4.5	4.7
CFO/share	0.1	0.5	0.6	0.1	0.7
FCF/share	0.1	0.6	0.2	(0.2)	0.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(12.2)	(0.5)	6.7	15.2	7.8
Net profit (%)	(4.3)	(28.7)	(1.3)	19.9	13.3
EPS (%)	(4.3)	(28.7)	(1.3)	19.9	13.3
Normalized profit (%)	(15.1)	(15.7)	6.9	19.9	13.3
Normalized EPS (%)	(15.1)	(15.7)	6.9	19.9	13.3
Dividend payout ratio (%)	83.4	83.6	85.0	84.7	81.1
Operating performance					
Gross margin (%)	32.3	30.6	31.0	31.8	32.6
Operating margin (%)	18.7	17.6	18.3	19.1	19.9
EBITDA margin (%)	21.2	20.7	22.0	22.6	23.3
Net margin (%)	14.8	13.3	13.9	14.7	15.3
D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.1	1.0	1.1	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.0	0.9	1.0	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	6.7	5.9	5.3	6.1	6.1
Interest coverage - EBITDA (x)	7.6	7.0	6.4	7.2	7.2
ROA - using norm profit (%)	7.0	5.6	5.7	6.4	6.9
ROE - using norm profit (%)	15.3	12.9	14.0	16.1	17.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	8.7	7.8	8.8	10.3	11.0
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	21.5	20.0	20.9	21.6	22.4
- leverage (x)	2.2	2.3	2.5	2.5	2.5
- interest burden (%)	87.1	85.1	83.5	85.4	85.4
- tax burden (%)	79.3	78.5	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC (%)	4.8	4.2	4.8	5.9	5.9
NOPAT (Bt m)	4,466	4,119	4,672	5,612	6,297
invested capital (Bt m)	97,789	98,246	95,748	106,328	108,403

Sources: Company data, Thanachart estimates

*ROE is the sector's best
and we foresee it
trending up*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 136 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2112A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2112A, COM716C2203A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPAL16C2203A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2112A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MINT16C2203A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2112A, PTTE16C2203A, PTTG16C2111A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตลัดจะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิควิปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิควิปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระดาษ
จักร เรื่องสิทธิปัญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน
พัทธดนย์ บุณนา
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชชา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวลดี หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
naripom.kla@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงไสกกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th