

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 2.50

Upside : 9.6%

(From: Bt 2.40)

24 NOVEMBER 2021

Small Cap Research

Quality Houses Pcl (QH TB)

มีความเสี่ยงต่อกำไรจำกัด

แม้จะปรับกำไรลง แต่เรายังคงคำแนะนำ “ถือ” QH ราคาเป้าหมาย 2.5 บาท เราเห็นความเสี่ยงต่อกำไรจากนี้จำกัด เนื่องจากเราเชื่อว่ากำไรจากอสังหาริมทรัพย์ได้ผ่านจุดต่ำสุดแล้วในปีที่ ธุรกิจโรงแรมมีแนวโน้มฟื้นตัวจากโควิด-19 และส่วนแบ่งกำไรที่เติบโตแข็งแกร่งจาก HMPRO อัตราผลตอบแทนปันผลอยู่ที่ 4.7-5.5% ในปี 2021-22F



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

คณคณแนะนำ “ถือ”

แม้กำไร 9M21 จะต่ำกว่าที่เราคาดจากรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ (-15% y-y), Presales (-22% y-y) และอัตรากำไรขั้นต้นของคอนโดมิเนียมที่อ่อนแอกว่าคาด ซึ่งทำให้กำไรลดลง 5-13% ในปี 2021-23F แต่เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 2.5 บาท (จากเดิม 2.4 บาท) เนื่องจากหนี้สินสุทธิที่ลดลงจาก 14.5 พันลบ. ในปี 2020 เป็น 12.9 พันลบ. ในปี 2021F เราจึงยังคงคำแนะนำ “ถือ” ด้วยกำไรและจุดต่ำสุดแล้วสำหรับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ธุรกิจโรงแรมที่คาดว่าจะได้รับผลกระทบสูงสุดในปี และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่คาดว่าจะเติบโตแข็งแกร่งจากปีหน้า โดยได้แรงหนุนจาก HMPRO บริษัทฯ ให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ดีที่ 4.7-5.5% ในปี 2021-22F

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และจุดต่ำสุดแล้ว

เราคาดว่ารายได้จากอสังหาริมทรัพย์จะอยู่ที่ 7.7 พันลบ. ในปี 2021F ซึ่งต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ตั้งแต่ปี 2005 ไม่เพียงแต่ได้รับผลกระทบจากความต้องการอสังหาริมทรัพย์ที่ลดลงในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมาจาก LTV ที่เข้มงวดมากขึ้นตั้งแต่เดือนเม.ย.2019 และอุปสงค์จากต่างประเทศที่หายไปจากโควิด-19 เท่านั้น แต่ QH ยังสูญเสียส่วนแบ่งตลาดเนื่องจากการลดขนาดโครงการเปิดใหม่ลงครึ่งหนึ่งจากเฉลี่ย 2.2 หมื่นลบ. ต่อปี ในปี 2011-15 เหลือ 1 หมื่นลบ. ต่อปีตั้งแต่ปี 2016 อีกด้วย เนื่องจากโครงการคงค้างที่ลดลง โดยเฉพาะบ้านแนวราบที่มีสต็อกแล้วเสร็จ 2.5 พันลบ. สำหรับขาย 4 เดือน บริษัทฯ จึงมีแผนเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่ม 32% ในปี 2022 เป็น 7 พันลบ. ด้วยสัดส่วนยอดขายโครงการใหม่ที่เพิ่มขึ้น (อัตรากำไรขั้นต้น 31-32% เทียบกับต่ำกว่า 30% สำหรับโครงการเก่า) อัตรากำไรจากบ้านแนวราบจึงน่าจะฟื้นตัว อัตรากำไรขั้นต้นของคอนโดมิเนียมอยู่ที่ 19.2% ใน 9M21 และเราคาดว่าจะอยู่ที่ 21.7%, 23.2%, 28% ในปี 2021-23F สมมติว่าสามารถขายโครงการ คิว สุขุมวิท ได้มากขึ้น (อัตรากำไร 36%) เมื่อนักท่องเที่ยวต่างชาติทยอยกลับมา โครงการคอนโดคงค้างรวมอยู่ที่ 1.26 หมื่นลบ. โดย 61% เป็นโครงการ คิว สุขุมวิท

ธุรกิจโรงแรมฟื้นตัวช้า

QH มีรายได้จาก 5 โรงแรม โดย 4 แห่ง อยู่ในกรุงเทพฯ และอีกหนึ่งแห่งในพัทยา ธุรกิจโรงแรมทำกำไรจนถึงปี 2019 ก่อนโควิดระบาด ด้วยได้รับผลกระทบจากโควิด อัตราการเข้าพักเฉลี่ยจึงลดลงจาก 81% ในปี 2019 เป็น 31% ในปี 2020 และ 9M21 ดังนั้นโรงแรมจึงมีผลขาดทุนในระดับกำไรขั้นต้น อย่างไรก็ตามการเข้าพักเพิ่มขึ้นใน 4QTD และคาดว่าธุรกิจโรงแรมจะกลับมาคุ้มทุนในระดับ EBITDA ในปีหน้า

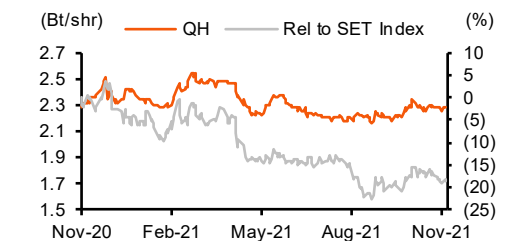
EPS เติบโต 16-17% ในปี 2022-23F

เนื่องจากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และให้เช่า (สำนักงาน, โรงแรม) ที่อ่อนแอ ลง ส่วนแบ่งกำไรจาก 4 บริษัทร่วม (HMPRO, LHFG, QHPF, QHHR) จึงกลายเป็นปัจจัยหลักหนุนกำไรที่ 83% ของกำไรปี 2021F เราคาด EPS จะเติบโต 17% และ 16% ในปี 2022-23F โดยทั้งสองปีได้แรงหนุนจากการเติบโตของส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่ 15% ซึ่งหนุนโดยกำไรที่ทำสถิติของ HMPRO (ถือหุ้น 20%) เราคาดว่า HMPRO จะสร้างส่วนแบ่งกำไรให้ QH ราว 59% และ 60% ในปี 2022-23F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	9,138	8,396	9,444	10,028
Net profit	2,123	1,897	2,220	2,583
Consensus NP	—	1,851	2,269	2,493
Diff frm cons (%)	—	2.5	(2.1)	3.6
Norm profit	2,121	1,897	2,220	2,583
Prev. Norm profit	—	2,185	2,391	2,731
Chg frm prev (%)	—	(13.2)	(7.1)	(5.4)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	(25.5)	(10.6)	17.0	16.3
Norm PE (x)	11.5	12.9	11.0	9.5
EV/EBITDA (x)	27.4	47.6	47.9	41.4
P/BV (x)	0.9	0.9	0.8	0.8
Div yield (%)	5.3	4.7	5.5	6.3
ROE (%)	7.9	7.0	7.9	8.8
Net D/E (%)	54.7	46.7	56.4	57.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 24-Nov-21 (Bt)	2.28
Market Cap (US\$ m)	732.8
Listed Shares (m shares)	10,714.4
Free Float (%)	74.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.9
12M Price H/L (Bt)	2.54/2.16
Sector	PROP
Major Shareholder	Land & Houses 24.98%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

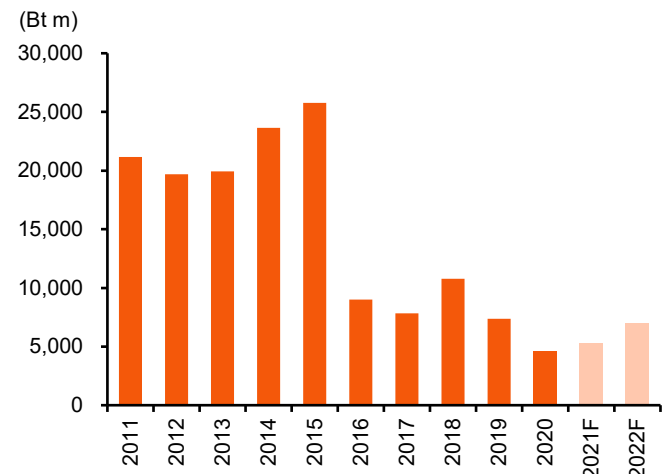
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ฯ (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Key Assumption Changes

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Presales (Bt m)					
New	7,491	8,667	7,692	8,569	8,944
Old	7,491	8,667	8,901	9,142	9,391
Change (%)	0	0	(14)	(6)	(5)
Property sales (Bt m)					
New	9,291	8,503	7,748	8,487	8,910
Old	9,291	8,503	8,868	9,108	9,355
Change (%)	0	0	(13)	(7)	(5)
Gross margin (property) (%)					
- New	33.5	32.1	29.9	30.3	31.2
- Old	33.5	32.1	30.2	30.7	31.3
Gross margin (low-rise houses) (%)					
- New	33.8	33.1	30.5	31.0	31.5
- Old	33.8	33.1	30.5	31.0	31.5
Gross margin (condominiums) (%)					
- New	31.8	22.7	21.7	23.2	28.0
- Old	31.8	22.7	28.0	28.0	30.0
Equity income (Bt m) - New					
- HMPRO	1,232	1,020	1,073	1,300	1,555
- LHFG	442	311	296	302	308
- QHPF	192	167	175	181	186
- QHHR	61	32	33	34	35
Equity income (Bt m) - Old					
- HMPRO	1,232	1,020	1,162	1,347	1,593
- LHFG	442	311	296	302	308
- QHPF	192	167	175	181	186
- QHHR	61	32	33	34	35
Equity income - Change (%)	0	0	(5)	(3)	(2)
Normalized profit (Bt m)					
New	2,847	2,121	1,897	2,220	2,583
Old	2,847	2,121	2,185	2,391	2,731
Change (%)	0	0	(13)	(7)	(5)

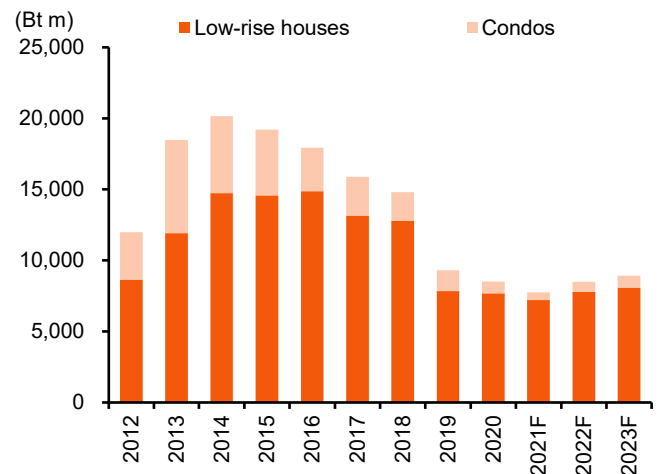
Source: Thanachart estimates

Ex 2: New Launches



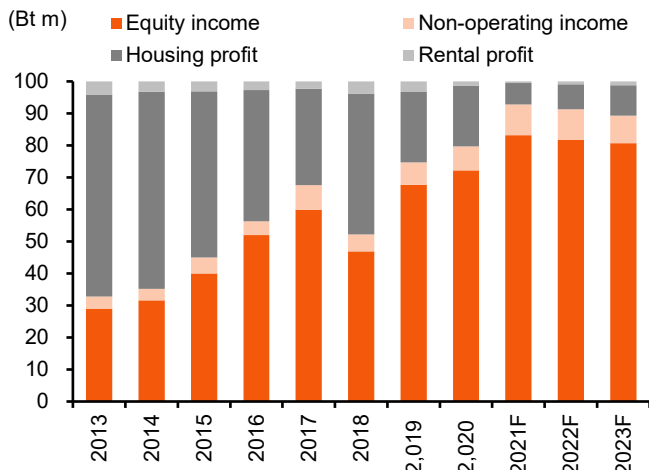
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Property Sales



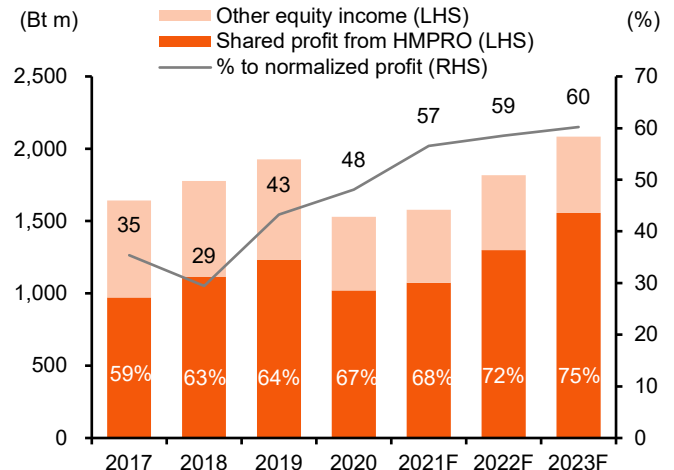
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Profit Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: HMPRO's Profit Contribution To QH



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Our DCF Calculation For QH's Property Development Business

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	786	946	1,022	1,058	1,095	1,133	1,172	1,212	1,254	1,296	1,340	
Free cash flow	(4,029)	(1,836)	799	3,912	4,136	4,370	211	1,360	280	1,017	343	4,603
PV of free cash flow	(4,018)	(1,551)	620	2,793	2,663	2,576	114	672	127	421	125	1,678
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	8.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - property development business	6,219											
SOTP Calculation												(Bt m)
Enterprise value - property development business (net of rental business)												5,597
Commercial property	Rentable area (sqm)											2,290
Office Buildings												
- Q.House Asoke	19,677 sqm											704
- Q.House Sathorn	13,505 sqm											502
Hotels												
- Centre Point Silom	13,933 sqm											538
- Centre Point Pattaya	15,611 sqm											546
Investment in associates - less 30% discount	% Holding											31,801
- Quality Houses Leasehold Property Fund (QHPF)	26.0											1,517
- LH Financial Group Plc (LHFG)	13.7											2,803
- Home Product Center Plc (HMPRO)	20.0											27,065
- QH Hotel and Residence Freehold and Leasehold Property Fund (QHHR)	31.0											416
Total enterprise value												39,689
Less Net debt (end-2021F)												12,952
Equity value												26,737
# of shares (m)												10,714
Equity value/share (Bt)												2.50

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div yield	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
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

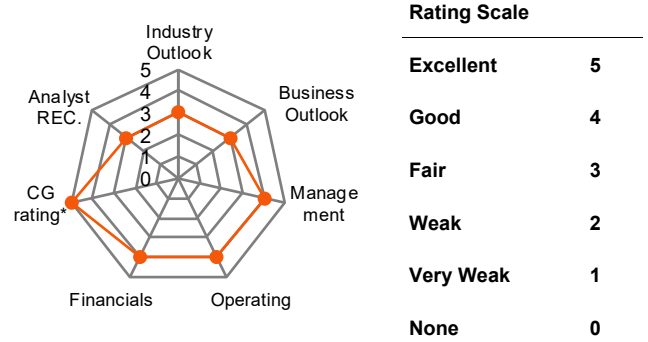
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัทควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน) “QH” และบริษัทย่อย ประกอบธุรกิจหลัก 3 ธุรกิจ ซึ่งธุรกิจเหล่านี้ คือ ธุรกิจขายบ้านพร้อมที่ดิน และอาคารชุดพักอาศัย, ธุรกิจอาคารที่พักอาศัยให้เช่า (อพาร์ทเมนต์เซอร์วิส) และธุรกิจอาคารสำนักงานให้เช่า บริษัทฯ มีนโยบายที่จะขยายการลงทุนไปยังธุรกิจขายบ้านพร้อมที่ดิน และอาคารชุดพักอาศัยในราคา 2.0-3.0 ลบ. เพื่อขยายโอกาสทางธุรกิจและเพื่อเพิ่มอัตราการเจริญเติบโต

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้นำตลาดบ้านเดี่ยวระดับ super high-end และ high-end
- ผลิตภัณฑ์มีคุณภาพดี
- มีความหลากหลายของผลิตภัณฑ์

O — Opportunity

- บุกตลาดระดับกลางถึงล่างมากขึ้น
- โอกาสในการทำโครงการในจังหวัดท่องเที่ยว และจังหวัดที่มีนิคมอุตสาหกรรมมากขึ้น

W — Weakness

- อยู่ในช่วงการสร้างการรับรู้แบรนด์สำหรับที่อยู่อาศัยระดับ mid-low end

T — Threat

- ตลาดระดับ high-end เติบโตช้า
- มีการแข่งขันสูงในตลาดระดับ low-end
- ราคาที่ดินเพิ่มขึ้น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	2.37	2.50	6%
Net profit 21F (Bt m)	1,851	1,897	2%
Net profit 22F (Bt m)	2,269	2,220	-2%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 10	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิของเราในปี 2021-22F ของเราใกล้เคียงตลาด
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราด้วยวิธี SOTP สูงกว่าตลาด 6% เนื่องจากเราได้รวมประมาณการมูลค่า HMPRO ใน QH โดยใช้ราคาตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตของเศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาด จะส่งผลกระทบต่อความต้องการที่อยู่อาศัย และแนวโน้มการเติบโตในอนาคต
- หากผลิตภัณฑ์ระดับกลางถึงล่างไม่ประสบความสำเร็จตามคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงเชิงลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- มี upside risk หากความต้องการอสังหาฯ พื้นตัวเร็วกว่าคาด

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	10,680	9,138	8,396	9,444	10,028
Cost of sales	7,083	6,318	5,983	6,748	7,052
Gross profit	3,596	2,820	2,413	2,696	2,976
% gross margin	33.7%	30.9%	28.7%	28.6%	29.7%
Selling & administration expenses	2,255	1,790	1,847	2,078	2,206
Operating profit	1,341	1,030	565	619	770
% operating margin	12.6%	11.3%	6.7%	6.6%	7.7%
Depreciation & amortization	223	390	221	230	239
EBITDA	1,564	1,420	786	849	1,009
% EBITDA margin	14.6%	15.5%	9.4%	9.0%	10.1%
Non-operating income	263	237	243	273	290
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(390)	(392)	(382)	(386)	(431)
Pre-tax profit	1,214	875	427	505	629
Income tax	294	284	107	101	130
After-tax profit	920	591	320	404	499
% net margin	8.6%	6.5%	3.8%	4.3%	5.0%
Shares in affiliates' Earnings	1,927	1,530	1,577	1,816	2,084
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	7	2	0	0	0
NET PROFIT	2,854	2,123	1,897	2,220	2,583
Normalized profit	2,847	2,121	1,897	2,220	2,583
EPS (Bt)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

Equity income growth
resumes next year driven
by HMPRO...

...to drive a 14% three-year
EPS CAGR

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	27,507	25,227	24,531	28,972	31,358
Cash & cash equivalent	2,212	2,510	2,734	2,913	3,156
Account receivables	98	37	34	38	40
Inventories	25,040	22,545	21,639	25,881	28,013
Others	157	136	125	140	149
Investments & loans	11,652	11,430	11,430	11,430	11,430
Net fixed assets	9,065	8,805	9,146	9,479	9,803
Other assets	2,679	2,205	2,061	2,159	2,186
Total assets	50,902	47,667	47,168	52,039	54,776
LIABILITIES:					
Current liabilities:	10,860	8,663	8,090	9,658	10,284
Account payables	630	502	574	647	676
Bank overdraft & ST loans	500	998	784	958	1,026
Current LT debt	8,027	5,400	5,216	6,368	6,820
Others current liabilities	1,703	1,762	1,516	1,685	1,762
Total LT debt	12,088	10,639	9,686	11,827	12,666
Others LT liabilities	1,090	1,797	1,656	1,735	1,757
Total liabilities	24,038	21,099	19,432	23,221	24,706
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	10,714	10,714	10,714	10,714	10,714
Share premium	379	379	379	379	379
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(87)	(556)	0	0	0
Retained earnings	15,856	16,031	16,643	17,725	18,976
Shareholders' equity	26,863	26,568	27,736	28,818	30,069
Liabilities & equity	50,902	47,667	47,168	52,039	54,776

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	1,214	875	427	505	629
Tax paid	(525)	(253)	(135)	(80)	(129)
Depreciation & amortization	223	390	221	230	239
Chg In working capital	175	2,428	981	(4,173)	(2,105)
Chg In other CA & CL / minorities	87	1,219	1,019	1,593	1,754
Cash flow from operations	1,173	4,659	2,512	(1,925)	388
Capex	2,499	65	(500)	(500)	(500)
Right of use	0	(1,011)	(30)	(1)	(1)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(341)	222	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(978)	2,360	323	276	331
Cash flow from investments	1,181	1,636	(207)	(225)	(170)
Debt financing	(1,686)	(3,578)	(1,351)	3,467	1,358
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,250)	(1,821)	(1,286)	(1,138)	(1,332)
Warrants & other surplus	(26)	(597)	556	0	0
Cash flow from financing	(3,963)	(5,997)	(2,081)	2,329	25
Free cash flow	3,672	4,724	2,012	(2,425)	(112)

QH has consistently paid dividends at no lower than a 60% payout ratio

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	8.6	11.5	12.9	11.0	9.5
Normalized PE - at target price (x)	9.4	12.6	14.1	12.1	10.4
PE (x)	8.6	11.5	12.9	11.0	9.5
PE - at target price (x)	9.4	12.6	14.1	12.1	10.4
EV/EBITDA (x)	27.4	27.4	47.6	47.9	41.4
EV/EBITDA - at target price (x)	28.9	29.1	50.6	50.7	43.8
P/BV (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
P/CFO (x)	20.8	5.2	9.7	(12.7)	63.0
Price/sales (x)	2.3	2.7	2.9	2.6	2.4
Dividend yield (%)	8.8	5.3	4.7	5.5	6.3
FCF Yield (%)	15.0	19.3	8.2	(9.9)	(0.5)
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
EPS	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
DPS	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8
CFO/share	0.1	0.4	0.2	(0.2)	0.0
FCF/share	0.3	0.4	0.2	(0.2)	(0.0)

Sources: Company data, Thanachart estimates

We believe the current price reflects no value for its housing and rental businesses

FINANCIAL RATIOS

*We expect normalized
EPS growth to resume
from 2022F*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(32.8)	(14.4)	(8.1)	12.5	6.2
Net profit (%)	(24.9)	(25.6)	(10.7)	17.0	16.3
EPS (%)	(24.9)	(25.6)	(10.7)	17.0	16.3
Normalized profit (%)	(24.9)	(25.5)	(10.6)	17.0	16.3
Normalized EPS (%)	(24.9)	(25.5)	(10.6)	17.0	16.3
Dividend payout ratio (%)	75.1	60.5	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	33.7	30.9	28.7	28.6	29.7
Operating margin (%)	12.6	11.3	6.7	6.6	7.7
EBITDA margin (%)	14.6	15.5	9.4	9.0	10.1
Net margin (%)	8.6	6.5	3.8	4.3	5.0
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	3.4	2.6	1.5	1.6	1.8
Interest coverage - EBITDA (x)	4.0	3.6	2.1	2.2	2.3
ROA - using norm profit (%)	5.4	4.3	4.0	4.5	4.8
ROE - using norm profit (%)	10.7	7.9	7.0	7.9	8.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.5	2.2	1.2	1.4	1.7
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	15.0	13.9	9.6	9.4	10.6
- leverage (x)	2.0	1.8	1.7	1.8	1.8
- interest burden (%)	75.7	69.1	52.8	56.7	59.3
- tax burden (%)	75.8	67.6	75.0	80.0	79.4
WACC (%)	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
ROIC (%)	2.3	1.5	1.0	1.2	1.3
NOPAT (Bt m)	1,016	696	424	476	593
invested capital (Bt m)	45,267	41,096	40,688	45,059	47,424

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัททูธนชาติ 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)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล 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 หมุติโรลิต ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิजारุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Data Support Team

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

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

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

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

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

สุจินตนา สดภาพ
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