

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 11.00

(Unchanged)

29 JULY 2022

Upside : 29.4%

Land & Houses Pcl (LH TB)

อยู่ในโซนซื้อ

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" LH ด้วยมองว่าอยู่ในโซน "ซื้อ" ที่ PE เพียง 10.4 เท่าในปี 2023F และมีแนวโน้มธุรกิจที่ดีขึ้นมาก หลังจากสามปีของการหดตัว ทั้งสามสายธุรกิจพลิกฟื้น ที่ราคาปัจจุบัน LH ยังคาดว่าจะให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7.1/8.2% ในปี 2022-23F อีกด้วย



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" LH ในฐานะเป็นหุ้นอสังหาริมทรัพย์ที่เราชอบที่สุดในกลุ่มฯ ควบคู่ไปกับ AP (ซื้อ) 1) หลังสามปีที่มีกำไรที่หดตัว สามแหล่งกำไรหลัก ซึ่งได้แก่ ยอดขายอสังหาริมทรัพย์ รายได้ค่าเช่า และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมก็กำลังพลิกฟื้น และเราคาดว่าจะได้กำไรเติบโต 22/15/11% ในปี 2022-24F 2) LH กำลังซื้อขายที่ PE ที่ไม่แพงที่เพียง 10.4 เท่า ในปี 2023F เทียบกับแนวโน้มการฟื้นตัวของกำไร และ PE เฉลี่ย 10 ปีที่ 15.1 เท่า และ 3) เรามองว่า LH ยังให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่สูงที่ 7.1/8.2% ในปี 2022-23F เราปรับประมาณการกำไรของเราและปรับมาใช้ฐานปี 2023F ได้ราคาเป้าหมายที่ 11.0 บาท ซึ่งไม่เปลี่ยนแปลง เนื่องจากมูลค่าการลงทุนที่ลดลงของบริษัทร่วมจดทะเบียน

อสังหาริมทรัพย์เพื่ออยู่อาศัยยังคงแข็งแกร่ง

แม้จะเกิดวิกฤตการณ์โควิด และหลักเกณฑ์อัตราส่วนการให้สินเชื่อซื้อบ้านโดยเทียบกับมูลค่า (LTV) ที่ลดลงจาก 2Q19 ถึงก.ย.2021 แต่ LH มียอดขายอสังหาริมทรัพย์เพื่ออยู่อาศัยเติบโตจาก 2.5 หมื่นลบ. ในปี 2019 เป็น 2.7/3.0 หมื่นลบ. ในปี 2020-21 LH ได้ส่วนแบ่งตลาดมากขึ้นจากการรุดตลาดแนวราบระดับกลางถึงระดับสูงในระดับสูง ซึ่งเป็นกลุ่มที่แข็งแกร่งในช่วงปีที่เกิดโควิด เราคาดว่าจะเติบโตต่อเนื่องเป็น 3.3 หมื่นลบ. ในปี 2022F โดยได้แรงหนุนจากความต้องการในกลุ่มแนวราบอย่างต่อเนื่อง และยอดขายคอนโดที่กลับมาในช่วงที่เศรษฐกิจฟื้นตัว อัตราส่วน LTV ถูกปรับขึ้นอีกครั้งตั้งแต่เดือนตุลาคม 2021 (Exhibit 4) เราคาดว่าจะยอดขายใน 1H22F จะแตะ 1.52 หมื่นลบ. นอกจากนี้ LH ยังสามารถขึ้นราคาเพื่อชดเชยต้นทุนที่เพิ่มขึ้น และเราคาดว่าจะอัตรากำไรขั้นต้นของอสังหาริมทรัพย์ ใน 1H22F จะขยายตัว 104bp y-y เป็น 32.8%

ธุรกิจให้เช่าพื้นที่

ปัจจุบัน LH มีทรัพย์สินให้เช่า 10 แห่ง (โรงแรม 5 แห่ง ศูนย์การค้า 1 แห่ง อพาร์ทเมนต์/โรงแรมในสหรัฐอเมริกา 4 แห่ง) สินทรัพย์เหล่านี้มีผลขาดทุนในช่วงปีเกิดโควิดในปี 2020-21 แต่เริ่มเห็นอัตราการเช่าและอัตราค่าเช่าสูงขึ้น และเราคาดว่าสินทรัพย์เหล่านี้จะสร้างกำไรให้ในสัดส่วน 1/7/9% ของกำไรรวมในปี 2022-24F นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยหนุนกำไรจากทรัพย์สินใหม่ 3 รายการ ได้แก่ SpringHill by Marriott ในเมืองอนาไฮม์ รัฐแคลิฟอร์เนีย ซึ่งสามารถเดินไปยังดิสนีย์แลนด์ได้ (เข้าซื้อกิจการใน 4Q21) โรงแรม GCP Space Pattaya (จะเปิดให้บริการในเดือนส.ค.2022) และศูนย์การค้าเทอร์มินอล 21 พระราม 3 (ต.ค.2022) รูปแบบธุรกิจให้เช่าอสังหาริมทรัพย์ของ LH คือการขายสินทรัพย์เมื่อพัฒนาเต็มที่ และรับรู้กำไรจากการขาย ซึ่งคาดว่าจะถูกจ่ายเป็นเงินปันผล

ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมฟื้นตัว

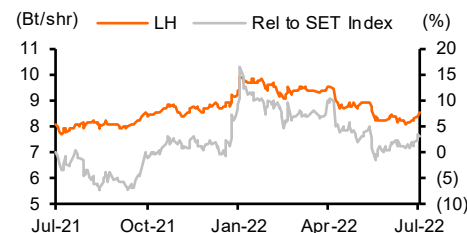
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมคิดเป็น 43% ของกำไรของ LH ในปี 2019 แต่ลดลงเหลือ 34% ในปี 2021 โดยบริษัทร่วมหลัก ได้แก่ บมจ.โฮม โปรดัคส์ เซ็นเตอร์ (HMPRO, ซื้อ), บมจ.ควอลิตี้เฮาส์ (QH, ถือ), และ บมจ.แอล เอช ไฟแนนซ์เชียล กรุ๊ป (LHFG, non rated) ซึ่งทั้งหมดกำลังฟื้นตัว (Exhibi 8) จากช่วงปีที่เกิดโควิดในปี 2020-21 เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมจะเติบโต 28/17/15% ในปี 2022-24F

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดยังหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	32,270	36,835	40,267	43,075
Net profit	6,936	8,447	9,739	10,824
Consensus NP	—	8,077	8,735	9,517
Diff frm cons (%)	—	4.6	11.5	13.7
Norm profit	6,884	8,447	9,739	10,824
Prev. Norm profit	—	8,460	9,582	10,522
Chg frm prev (%)	—	(0.2)	1.6	2.9
Norm EPS (Bt)	0.6	0.7	0.8	0.9
Norm EPS grw (%)	4.4	22.7	15.3	11.1
Norm PE (x)	14.8	12.0	10.4	9.4
EV/EBITDA (x)	19.4	16.8	15.3	14.3
P/BV (x)	2.0	1.9	1.8	1.8
Div yield (%)	5.9	7.1	8.2	8.8
ROE (%)	13.8	16.4	18.0	19.1
Net D/E (%)	95.1	82.8	82.9	83.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 27-Jul-22 (Bt)	8.50
Market Cap (US\$ m)	2,759.6
Listed Shares (m shares)	11,949.7
Free Float (%)	64.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	10.7
12M Price H/L (Bt)	9.90/7.70
Sector	PROP
Major Shareholder	Asavabhokhin Family 23.93%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Key Assumption Changes

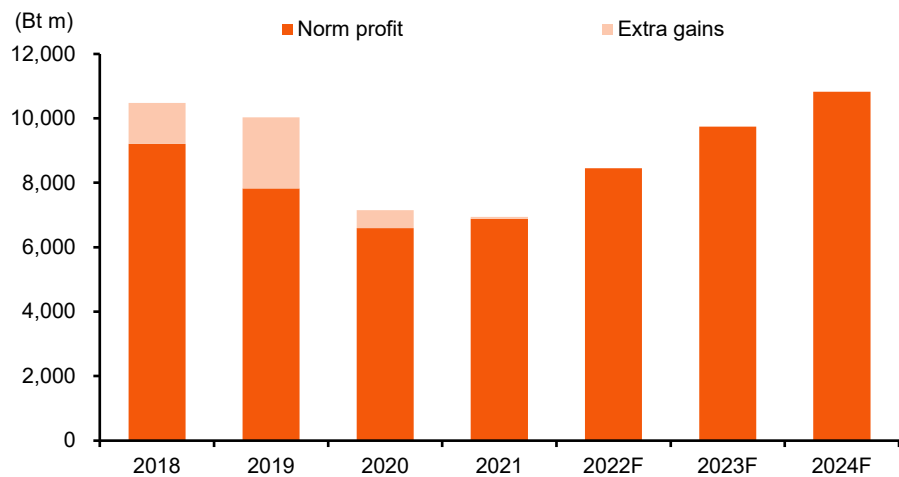
	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Rental income (Bt m)						
- New	4,907	2,417	1,809	3,793	5,133	5,891
- Old	4,907	2,417	1,809	3,951	4,606	4,987
Change (%)	0.0	0.0	0.0	(4.0)	11.4	18.1
Normalized profit (Bt m)						
- New	7,822	6,597	6,884	8,447	9,739	10,824
- Old	7,822	6,597	6,884	8,460	9,582	10,522
Change (%)	0.0	0.0	0.0	(0.2)	1.6	2.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Our DCF Calculation For LH's Property Development Business

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	8,900	9,757	10,252	10,651	10,969	11,282	11,602	11,930	12,263	12,595	12,931	
Free cash flow	2,411	2,723	4,703	16,273	14,062	12,016	7,801	12,886	11,607	9,163	11,901	173,269
PV of free cash flow	2,405	2,331	3,725	11,926	9,334	7,347	4,394	6,687	5,549	4,035	4,607	67,076
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	8.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value – property development business	129,417											
SOTP Calculation								% holding				(Bt m)
Enterprise value - property development business (plus rental business)												129,417
Rental properties												0
Investment in property fund/REITs												1,907
Investment in associates - at a 30% discount												45,187
- Quality Construction Products Plc (QCON)												308
- LH Financial Group Plc (LHFG)												3,893
- Home Product Center Plc (HMPRO)												37,013
- Quality Houses Plc (QH)												3,972
Total enterprise value												176,511
Less Net debt (end-2022F)												44,349
Less Minority interest												702
Equity value												131,460
# of shares (m)												11,950
Equity value/share (Bt)												11.00

Sources: Company data, Thanachart estimates

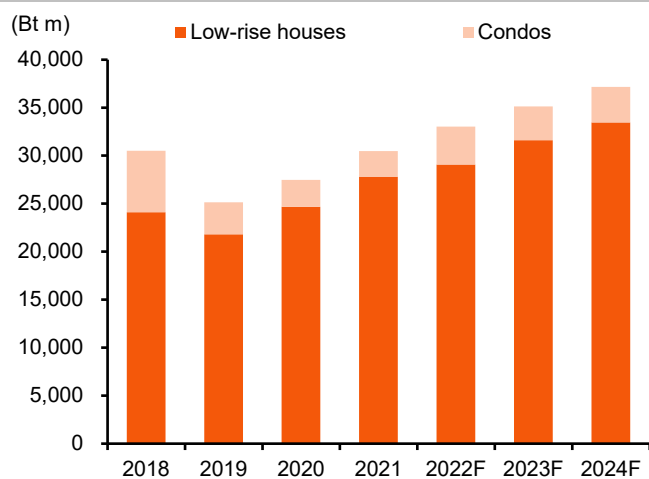
Ex 3: Net Profit Growth Resuming

Sources: Company data, Thanachart estimates

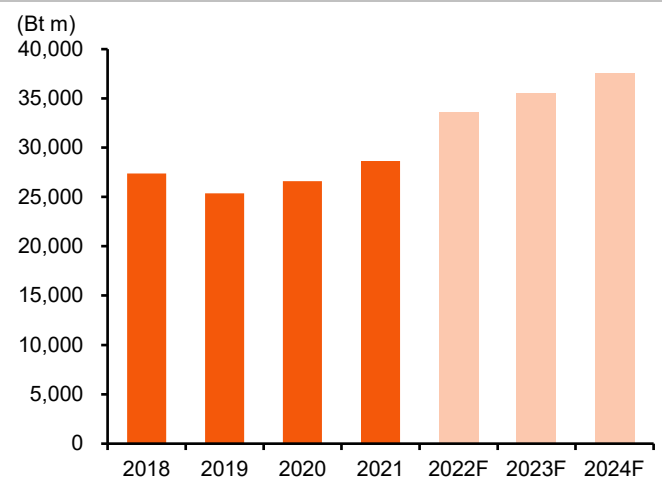
Ex 4: LTV Relaxation (Oct 20th, 2021 - Dec 31st, 2022)

House price	Mortgage contract	Collateral	LTV (%)	Special condition
<Bt10m	1st contract	All house types	100	10% top-up loans for furniture and decorations
	2nd contract	All properties (1st contract ≥ 2-year payment)	100	
		All properties (1st contract < 2-year payment)	100	
	3rd contract	All properties	100	
≥Bt10m	1st contract	All properties	100	
	2nd contract	All properties	100	
	3rd contract onwards	All properties	100	

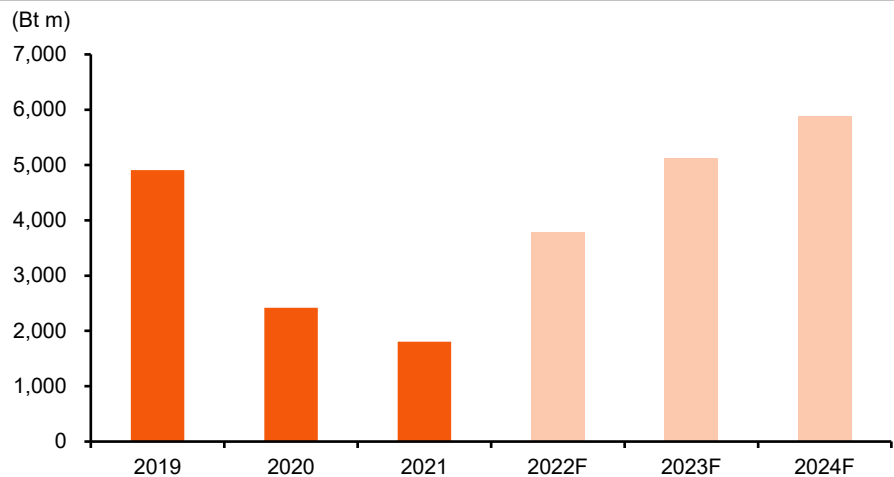
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Property Sales

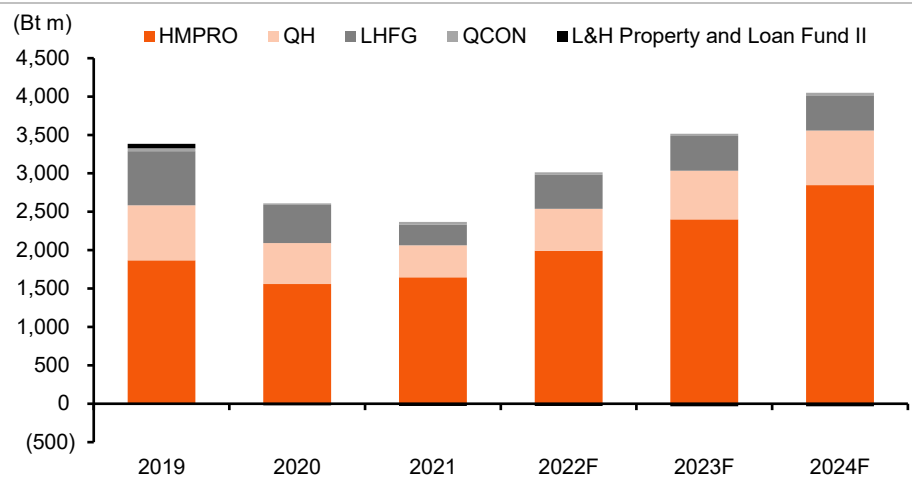
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Property Presales

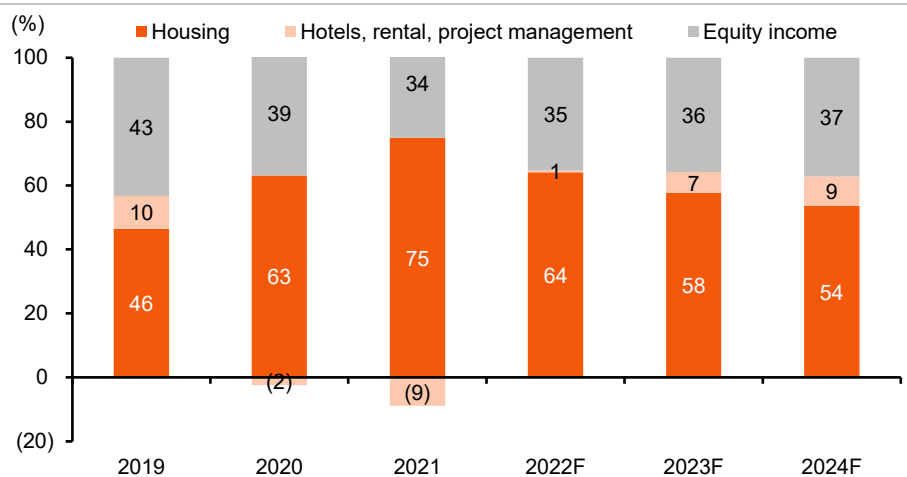
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Rental Income

Sources: Company data, Thanachart estimates

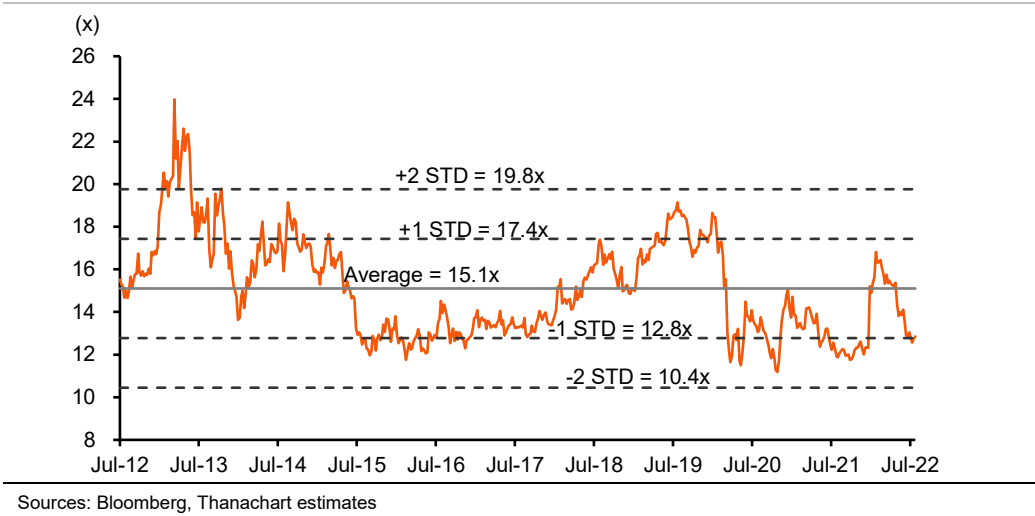
Ex 8: Equity Income

Sources: Company data, Thanachart estimates

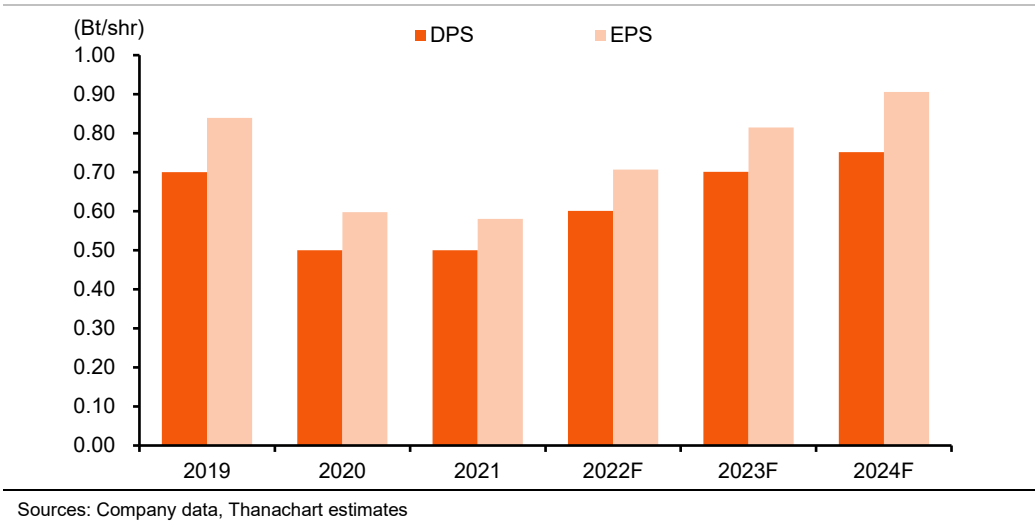
Ex 9: Normalized Profit Breakdown

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: LH's 10-Year Historical PE



Ex 11: DPS Vs. EPS



Ex 12: Rental Property Portfolio

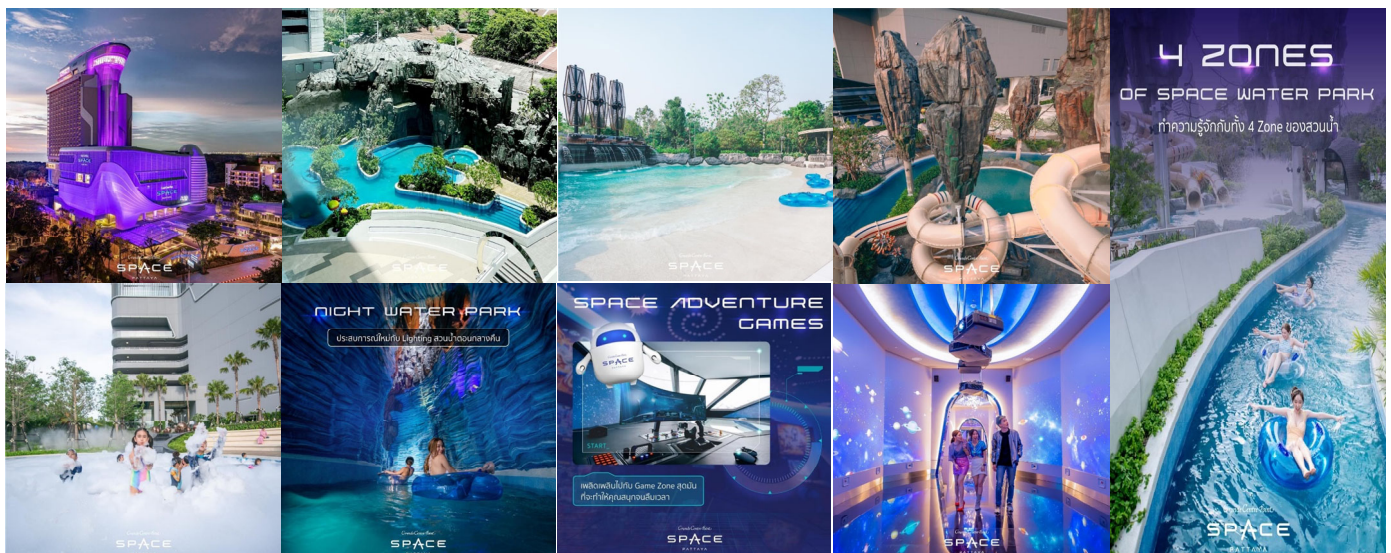
		No	Project	Project Value	Asset Type	Location	2022				2023				2024			
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Sub-Leased from Prop.Fund	{	in Thailand (M.B.)																
		1	GCP Ploenchit	1,525	Hotel	Bangkok												
Sub-Leased from REIT	{	2	GCP Ratchadamri	2,800	Hotel	Bangkok												
		3	GCP T.21 Asoke	2,000	Hotel	Bangkok												
Owned by LH	{	4	GCP Suk.55	1,940	Hotel	Bangkok												
		5	T.21 Pattaya	3,330	Mall	Pattaya												
		6	GCP Pattaya	1,600	Hotel	Pattaya												
		7	T.21 Rama 3	4,500	Mall	Bangkok												
		8	GCP Space Pattaya	3,400	Hotel	Pattaya												
		9	GCP Surawongse	2,260	Hotel	Bangkok												
		10	GCP Lumpini	4,830	Mixed-Use	Bangkok												
		11	GCP Ratchadamri 2	4,580	Hotel	Bangkok												
					32,765													
Owned by LH	{	in USA (M.USD)																
		1	Parc	135	Apartment	Campbell CA												
Owned by LH	{	2	Yard	127	Apartment	Portland OR												
		3	Revere	119	Apartment	Campbell CA												
		4	SpringHill	31	Hotel	Anaheim CA												
			412															
							Construction				Operation							

Construction

Operation

Source: Company data

Ex 13: Grande Centre Point Space Pattaya Hotel



Source: Company data

Valuation Comparison

Ex 14: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div yield	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Poly Real Estate Group	600048 CH	China	(0.5)	6.1	7.3	6.9	1.0	0.9	10.7	10.3	3.9	3.8
Agile Property Holdings	3383 HK	China	(36.1)	(5.3)	2.0	2.1	0.2	0.2	7.0	7.2	22.5	3.2
Country Garden Holdings	2007 HK	China	(22.6)	4.2	2.7	2.6	0.3	0.3	5.3	5.3	14.1	9.3
China Overseas Land & Invest	688 HK	Hong Kong	(4.6)	5.4	6.3	5.9	0.6	0.6	6.1	5.8	4.9	4.9
China Resources Land	1109 HK	Hong Kong	9.1	12.3	8.2	7.3	1.0	0.9	6.6	6.0	4.1	4.4
Hang Lung Properties	101 HK	Hong Kong	6.6	21.3	12.9	10.6	0.4	0.4	14.5	12.0	5.5	5.6
Henderson Land Development	12 HK	Hong Kong	(3.8)	6.1	9.6	9.0	0.4	0.4	18.8	17.1	6.6	6.6
Shimao Property Holdings	813 HK	Hong Kong	2.5	3.5	1.3	1.3	0.1	0.1	5.4	5.4	21.7	24.4
Sun Hung Kai Properties	16 HK	Hong Kong	(2.4)	5.4	9.1	8.6	0.4	0.4	9.2	8.9	5.4	5.3
Sino Land	83 HK	Hong Kong	(32.1)	(2.6)	12.6	13.0	0.5	0.5	7.1	8.0	5.6	4.9
CapitaLand	CAPL SP	Singapore	11.2	6.3	na	na	na	na	na	na	na	na
City Developments	CIT SP	Singapore	172.0	(5.7)	12.8	13.6	0.8	0.8	18.5	17.3	1.7	2.0
Asian Property Devt *	AP TB	Thailand	5.9	18.1	6.4	5.4	0.9	0.8	10.7	9.7	5.5	6.5
Land and Houses *	LH TB	Thailand	22.7	15.3	12.0	10.4	1.9	1.8	16.8	15.3	7.1	8.2
LPN Development *	LPN TB	Thailand	30.9	23.9	16.4	13.2	0.6	0.6	18.7	14.9	3.7	4.5
Pruksa Holding *	PSH TB	Thailand	8.6	1.2	10.6	10.5	0.6	0.6	10.5	10.2	5.7	5.7
Quality Houses *	QH TB	Thailand	33.1	16.3	10.3	8.9	0.8	0.8	46.1	39.9	5.8	6.8
Sansiri *	SIRI TB	Thailand	(24.3)	3.4	10.4	10.1	0.4	0.4	21.3	20.3	3.8	4.0
Supalai *	SPALI TB	Thailand	(7.1)	6.9	6.3	5.9	0.9	0.8	7.7	6.9	6.3	6.7
Average			8.9	7.5	8.7	8.1	0.7	0.6	13.4	12.3	7.4	6.5

Sources: Bloomberg consensus, *Thanachart estimates

Based on 27 July 2022 closing prices

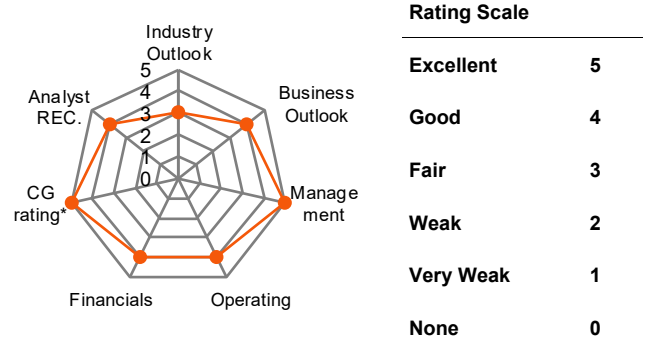
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีชื่อเสียงที่ได้รับการยอมรับอย่างมาก
- เป็นผู้นำตลาดบ้านเดี่ยว
- ที่อยู่อาศัยมีมาตรฐานด้านคุณภาพที่สูง
- มีการประหยัดจากขนาดที่ดีจากการมีโครงการจำนวนมาก

O — Opportunity

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

W — Weakness

- มีสัดส่วนที่อยู่อาศัยแบบ prebuilt ที่สูง ซึ่งต้องการเงินลงทุนในระดับสูง

T — Threat

- การเพิ่มขึ้นของราคาที่ดิน
- การเติบโตที่ชะลอตัวของตลาดบ้านเดี่ยว
- ภาวะการแข่งขันที่รุนแรงในตลาดระดับ low-end

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	10.37	11.00	6%
Net profit 22F (Bt m)	8,077	8,447	5%
Net profit 23F (Bt m)	8,735	9,739	11%
Consensus REC	BUY: 19	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิของเราในปี 2022-23F สูงกว่าตลาด 5% และ 11% เนื่องจากเราให้สมมติฐาน presales ที่สูงขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 6% ซึ่งเราเชื่อว่ามาจากการประเมินการยอด presales และยอดขายในระยะยาวที่สูงขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตของเศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาด อาจส่งผลกระทบต่อความต้องการที่อยู่อาศัย ดังนั้นสมมติยอดขาย และ presales ของเราจึงอาจเป็นระดับที่เป็นไปไม่ได้
- ถ้าผลิตภัณฑ์ใหม่ไม่ประสบความสำเร็จ ซึ่งอาจเป็นปัจจัยเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	29,898	32,270	36,835	40,267	43,075
Cost of sales	20,744	22,113	25,112	27,165	28,872
Gross profit	9,154	10,157	11,723	13,101	14,202
% gross margin	30.6%	31.5%	31.8%	32.5%	33.0%
Selling & administration expenses	3,904	3,974	4,678	5,114	5,470
Operating profit	5,250	6,183	7,045	7,987	8,732
% operating margin	17.6%	19.2%	19.1%	19.8%	20.3%
Depreciation & amortization	951	1,517	1,665	1,715	1,828
EBITDA	6,202	7,699	8,710	9,702	10,560
% EBITDA margin	20.7%	23.9%	23.6%	24.1%	24.5%
Non-operating income	718	762	949	1,008	1,080
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(888)	(1,112)	(1,155)	(1,173)	(1,298)
Pre-tax profit	5,080	5,832	6,838	7,821	8,514
Income tax	1,095	1,279	1,368	1,564	1,703
After-tax profit	3,985	4,553	5,471	6,257	6,811
% net margin	13.3%	14.1%	14.9%	15.5%	15.8%
Shares in affiliates' Earnings	2,588	2,333	2,979	3,485	4,016
Minority interests	23	(2)	(3)	(3)	(3)
Extraordinary items	548	52	0	0	0
NET PROFIT	7,145	6,936	8,447	9,739	10,824
Normalized profit	6,597	6,884	8,447	9,739	10,824
EPS (Bt)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9

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

*We project a 16% three-year
EPS CAGR over 2021-24F*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	63,355	60,464	63,770	67,568	71,674
Cash & cash equivalent	7,113	10,926	7,500	8,900	9,300
Account receivables	187	170	194	212	227
Inventories	52,893	47,256	53,665	55,819	59,327
Others	3,162	2,113	2,412	2,636	2,820
Investments & loans	23,964	24,227	24,227	24,227	24,227
Net fixed assets	11,562	13,450	15,586	17,673	18,647
Other assets	23,690	27,057	27,772	28,069	28,167
Total assets	122,571	125,198	131,354	137,536	142,714
LIABILITIES:					
Current liabilities:	25,091	28,122	27,397	29,163	30,630
Account payables	3,140	3,184	3,440	3,721	3,955
Bank overdraft & ST loans	6,845	2,469	10,370	11,092	11,645
Current LT debt	11,226	18,572	8,296	8,874	9,316
Others current liabilities	3,880	3,898	5,291	5,476	5,714
Total LT debt	37,384	38,050	33,183	35,496	37,263
Others LT liabilities	9,495	8,379	17,189	16,730	16,223
Total liabilities	71,970	74,552	77,769	81,389	84,115
Minority interest	697	699	702	705	709
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	(189)	(464)	0	0	0
Retained earnings	22,690	23,008	25,480	28,039	30,488
Shareholders' equity	49,904	49,947	52,883	55,442	57,891
Liabilities & equity	122,571	125,198	131,354	137,536	142,714

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	5,080	5,832	6,838	7,821	8,514
Tax paid	(1,092)	(1,201)	(1,308)	(1,493)	(1,660)
Depreciation & amortization	951	1,517	1,665	1,715	1,828
Chg In working capital	(148)	5,698	(6,177)	(1,891)	(3,288)
Chg In other CA & CL / minorities	1,072	2,144	2,419	1,613	2,082
Cash flow from operations	5,863	13,990	3,437	7,766	7,475
Capex	1,798	(3,405)	(3,000)	(3,000)	(2,000)
Right of use	(14,911)	(1,822)	(55)	(2)	(2)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	6,479	(263)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	7,456	(1,908)	8,945	203	541
Cash flow from investments	823	(7,397)	5,890	(2,799)	(1,461)
Debt financing	5,562	4,113	(7,242)	3,613	2,761
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(7,170)	(6,572)	(5,975)	(7,180)	(8,375)
Warrants & other surplus	(2,535)	(321)	464	0	0
Cash flow from financing	(4,143)	(2,780)	(12,753)	(3,567)	(5,614)
Free cash flow	7,662	10,585	437	4,766	5,475

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

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	15.4	14.8	12.0	10.4	9.4
Normalized PE - at target price (x)	19.9	19.1	15.6	13.5	12.1
PE (x)	14.2	14.6	12.0	10.4	9.4
PE - at target price (x)	18.4	19.0	15.6	13.5	12.1
EV/EBITDA (x)	24.2	19.4	16.8	15.3	14.3
EV/EBITDA - at target price (x)	29.0	23.3	20.2	18.3	17.1
P/BV (x)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8
P/BV - at target price (x)	2.6	2.6	2.5	2.4	2.3
P/CFO (x)	17.3	7.3	29.6	13.1	13.6
Price/sales (x)	3.4	3.1	2.8	2.5	2.4
Dividend yield (%)	5.9	5.9	7.1	8.2	8.8
FCF Yield (%)	7.5	10.4	0.4	4.7	5.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
EPS	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
DPS	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
BV/share	4.2	4.2	4.4	4.6	4.8
CFO/share	0.5	1.2	0.3	0.6	0.6
FCF/share	0.6	0.9	0.0	0.4	0.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

10.4x 2023F PE, much cheaper than its 15.1x 10-year average

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(0.5)	7.9	14.1	9.3	7.0
Net profit (%)	(28.7)	(2.9)	21.8	15.3	11.1
EPS (%)	(28.7)	(2.9)	21.8	15.3	11.1
Normalized profit (%)	(15.7)	4.4	22.7	15.3	11.1
Normalized EPS (%)	(15.7)	4.4	22.7	15.3	11.1
Dividend payout ratio (%)	83.6	86.1	85.0	86.0	83.0
Operating performance					
Gross margin (%)	30.6	31.5	31.8	32.5	33.0
Operating margin (%)	17.6	19.2	19.1	19.8	20.3
EBITDA margin (%)	20.7	23.9	23.6	24.1	24.5
Net margin (%)	13.3	14.1	14.9	15.5	15.8
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	5.9	5.6	6.1	6.8	6.7
Interest coverage - EBITDA (x)	7.0	6.9	7.5	8.3	8.1
ROA - using norm profit (%)	5.6	5.6	6.6	7.2	7.7
ROE - using norm profit (%)	12.9	13.8	16.4	18.0	19.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.8	9.1	10.6	11.6	12.0
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	20.0	21.5	21.7	22.3	22.8
- leverage (x)	2.3	2.5	2.5	2.5	2.5
- interest burden (%)	85.1	84.0	85.5	87.0	86.8
- tax burden (%)	78.5	78.1	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
ROIC (%)	4.2	4.9	5.7	6.6	6.8
NOPAT (Bt m)	4,119	4,826	5,636	6,390	6,985
invested capital (Bt m)	98,246	98,112	97,232	102,004	106,814

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 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 76 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2211A, ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2207A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211C, COM716C2211B, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, CPALL16C2211A, DOHO16C2207A, EA16C2211A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GULF16C2210A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2211A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2211A, IVL16C2209A, JMART16C2211A, JMART16C2210A, JMT16C2211A, JMT16C2207A, JMT16C2210A, KBANK16C2211A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2211A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016C2209B, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TOP16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, CPALL, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีส่วนได้ส่วนเสียในการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันภายใต้ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกันภายใต้ นางอติวีณ์ ไตรังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สกกลอิกวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สกกลอิกวิปเมนท์ 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา 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, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง 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
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ 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
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th