

# Sansiri

SIRI TB / SIRI.BK

17 พฤศจิกายน 2563

## ผลประกอบการสูงกว่าที่เราและตลาดคาด

### ผลประกอบการสูงกว่าที่เราและตลาดคาด

SIRI รายงานกำไรหลักอยู่ที่ 765 ล้านบาท สำหรับไตรมาส 3/63 เพิ่มขึ้น 370% YoY และ 140% QoQ ผลประกอบการหลักสูงกว่าที่เราคาด 71% (และสูงกว่าที่ตลาดคาด 47%) เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นจากการขายโครงการอสังหาริมทรัพย์อยู่ในระดับสูงที่ 28.8% (จากที่เราคาดการณ่ว่าอยู่ที่ 28% เท่านั้น), ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการร่วมทุนคอนโดมิเนียมที่ 49 ล้านบาท (จากที่เราคาดว่าขาดทุนที่ 70 ล้านบาท) และสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้ที่ 17.3% (จากที่เราคาดว่าอยู่ที่ 18.3%)

### ประเด็นหลักผลประกอบการ

กำไรหลักเติบโตทั้ง YoY และ QoQ หนุนโดยยอดขายที่เพิ่มขึ้น YoY, อัตรากำไรขั้นต้นที่ขยายตัวทั้ง YoY และ QoQ และสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่ลดลง YoY ยอดขายโครงการที่อยู่อาศัยอยู่ที่ 7.6 พันล้านบาท (โครงการแนวราบ 59%, โครงการคอนโด 41%) สูงขึ้น 87% YoY แต่ลดลง 26% QoQ (สูงสุดในรอบ 8 ปี ในไตรมาส 2/63) ยอดขายโครงการแนวราบเพิ่มขึ้น 54% YoY (ลดลง 28% QoQ) ยอดขายโครงการคอนโดเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 172% YoY (ลดลง 23% QoQ) อัตรากำไรขั้นต้นจากการขายโครงการที่อยู่อาศัยอยู่ที่ 28.8% เพิ่มขึ้นจาก 26.8% ในไตรมาส 3/62 และ 21% ในไตรมาส 2/63 เนื่องจากใช้กลยุทธ์การลดราคาน้อยลง และสัดส่วนการโอนโครงการที่มีอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงเพิ่มขึ้น สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายอยู่ที่ 17.3% ลดลง 6% YoY แต่เพิ่มขึ้น 2% QoQ ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการร่วมทุนรวมอยู่ที่ 49 ล้านบาท ในไตรมาส 3/63 ลดลง 76% YoY และ 69% QoQ อัตราหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิยังคงสูงที่ 1.6 เท่า ณ สิ้นเดือน ก.ย. 63

### แนวโน้ม

เราคาดการณ์ว่ากำไรหลักในไตรมาส 4/63 จะปรับตัวลดลง YoY และ QoQ จากฐานที่สูงในไตรมาส 4/62 และ 3/63 จากยอดขายโครงการที่อยู่อาศัยที่จะปรับตัวลดลง YoY และ QoQ ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะทรงตัว QoQ (ปรับตัวลดลงเล็กน้อย YoY) ส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ เนื่องจากรายได้ที่ลดลงและส่วนแบ่งกำไรจะเพิ่มขึ้น QoQ แต่ลดลง YoY ทั้งนี้ โครงการคอนโด 3 แห่ง จะเริ่มโอนได้ในระหว่างไตรมาส 4/63 ได้แก่ โครงการ ดีคอนโด ชาร์จรี (มูลค่าโครงการ 1 พันล้านบาท, จองแล้ว 54%), โครงการ ลา ฮานา (2.3 พันล้านบาท, 66%) โครงการ เอ็กซ์ที เอกมัย (3.6 พันล้านบาท, 66%, โครงการร่วมทุน) เนื่องจากอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิที่สูงของ SIRI เราจึงไม่คาดหวังว่าบริษัทจะประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับปี 2563 นี้

### สิ่งที่เปลี่ยนแปลง

เราได้ปรับเพิ่มการประมาณการกำไรหลักของเรา 20% สำหรับปี 2563 (และ 6% สำหรับ 2564) เพื่อสะท้อนอัตรากำไรขั้นต้นที่สูง ในไตรมาส 3/63 และส่วนแบ่งกำไรที่สูง (รูปที่ 2) กำไรหลักในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2563 ในปีปัจจุบันคิดเป็น 65% ของการประมาณการเต็มปีของเรา (87% ของตลาด) ดังนั้นจึงมีโอกาสดัชนีราคาการณของตลาด สำหรับการ

**Sector: Residential Property** **NEUTRAL**

 ค่าแนะนำพื้นฐาน: ถือ  
เป้าหมายพื้นฐาน: 0.70 บาท  
ราคา (16/11/63): 0.71 บาท

### Key statistics

Market cap	Bt10.6bn	USD0.3bn
12-mth price range	Bt0.5/Bt1.2	
12-mth avg daily volume	Bt44m	USD1.5m
# of shares (m)	14,863	
Est. free float (%)	73.2	
Foreign limit (%)	39.0	

<b>Share price perf. (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
Relative to SET	12.9	(5.0)	(21.7)
Absolute	22.4	(2.7)	(37.7)

### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2019	2020E	2021E	2022E
Revenues (Btm)	24,266	32,959	25,083	25,395
Net profit (Btm)	2,392	1,631	1,602	1,923
EPS (Bt)	0.16	0.11	0.11	0.13
EPS growth (%)	+16.9%	-31.8%	-1.8%	+20.1%
Core profit (Btm)	2,133	1,579	1,602	1,923
Core EPS (Bt)	0.14	0.11	0.11	0.13
Core EPS growth (%)	+1.7%	-26.0%	+1.5%	+20.1%
PER (x)	4.4	6.5	6.6	5.5
PBV (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend (Bt)	0.1	0.0	0.1	0.1
Dividend yield (%)	11.3	0.0	8.1	9.7
ROE (%)	7.7	4.8	4.3	5.0

**CG/Anti-corruption**  **Certified**

 ภูวดล ภูสอดเงิน  
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์  
Phoowadol.pho@bualuang.co.th  
+66 2 618 1338

ประมาณการของเราบ่งชี้ว่ากำไรหลักจะปรับตัวลดลง 26% YoY ในปี 2563 แม้ว่ารายได้จากการขายที่อยู่อาศัยจะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 57% เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจากการขายที่อยู่อาศัยจะถูกกดดัน 480bps YoY (ลดราคา) คาดอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิจะอยู่ที่ 1.5-1.6 เท่า ณ สิ้นปี 2563 สูงที่สุดในกลุ่มอสังหาฯ เพื่อที่อยู่อาศัยที่เราให้คำแนะนำ (รวมผลของ perpetual bond ใหม่ 2 พันล้านบาท ที่จะออกในไตรมาส 4/63 แล้ว) สำหรับปี 2564 เราคาดว่ากำไรหลักจะทรงตัว YoY โดยยอดขายโครงการที่อยู่อาศัยจะปรับตัวลดลง 28% YoY แต่อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะขยายตัวราวๆ 280bps YoY

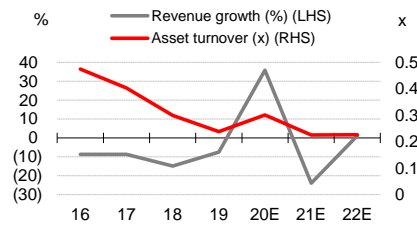
#### คำแนะนำ

เราแนะนำกลยุทธ์ลืดอกกำไร (selling-on-fact) เนื่องจากราคาหุ้นได้สะท้อนผลประกอบการไตรมาส 3/63 ที่ดีไปแล้ว เราคาดว่าในระยะกลางราคาหุ้นจะยังคงถูกกดดันจากภาระหนี้สินที่สูง ทั้งนี้ SIRI ยังมีหุ้นกู้จำนวน 8.8 พันล้านบาท ซึ่งจะครบกำหนดไถ่ถอนในปี 2564 เรายังคงคำแนะนำ "ถือ" อ้างอิงจากราคาเป้าหมายใหม่ที่ 0.70 บาท (เพิ่มขึ้นจาก 0.65 บาท) ด้วย PER ที่ 6.5 เท่า

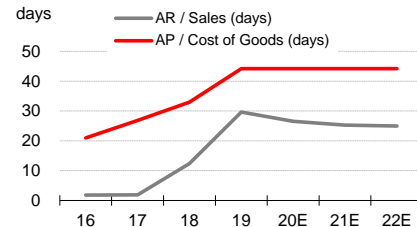
## SIRI: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	26,246	24,266	32,959	25,083	25,395
Cost of sales and services	(18,577)	(18,116)	(25,353)	(18,721)	(18,548)
<b>Gross profit</b>	<b>7,669</b>	<b>6,150</b>	<b>7,605</b>	<b>6,362</b>	<b>6,847</b>
SG&A	(5,555)	(4,591)	(5,838)	(4,620)	(4,666)
<b>EBIT</b>	<b>2,114</b>	<b>1,559</b>	<b>1,767</b>	<b>1,741</b>	<b>2,181</b>
Interest expense	(570)	(936)	(950)	(978)	(1,044)
Other income/exp.	791	1,057	718	843	872
<b>EBT</b>	<b>2,335</b>	<b>1,680</b>	<b>1,536</b>	<b>1,607</b>	<b>2,009</b>
Corporate tax	(546)	(455)	(657)	(350)	(431)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>1,789</b>	<b>1,225</b>	<b>879</b>	<b>1,257</b>	<b>1,578</b>
Minority interest	3.5	117.0	200.0	200.0	200.0
Equity earnings from affiliates	305	791	500	145	145
Extra items	(52)	260	52	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>2,046</b>	<b>2,392</b>	<b>1,631</b>	<b>1,602</b>	<b>1,923</b>
Reported EPS	0.14	0.16	0.11	0.11	0.13
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.14</b>	<b>0.16</b>	<b>0.11</b>	<b>0.11</b>	<b>0.13</b>
<b>Core net profit</b>	<b>2,098</b>	<b>2,133</b>	<b>1,579</b>	<b>1,602</b>	<b>1,923</b>
Core EPS	0.14	0.14	0.11	0.11	0.13
<b>EBITDA</b>	<b>2,318</b>	<b>1,791</b>	<b>1,871</b>	<b>1,851</b>	<b>2,295</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	(14.9)	(7.5)	35.8	(23.9)	1.2
Gross margin (%)	29.2	25.3	23.1	25.4	27.0
EBITDA margin (%)	8.8	7.4	5.7	7.4	9.0
Operating margin (%)	8.1	6.4	5.4	6.9	8.6
Net margin (%)	7.8	9.9	4.9	6.4	7.6
Core profit margin (%)	8.0	8.8	4.8	6.4	7.6
ROA (%)	2.3	2.3	1.5	1.4	1.7
ROCE (%)	2.7	2.7	1.7	1.6	1.9
Asset turnover (x)	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
Current ratio (x)	2.4	2.6	3.0	3.1	3.2
Gearing ratio (x)	1.7	2.0	1.6	1.5	1.5
Interest coverage (x)	3.7	1.7	1.9	1.8	2.1
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	6,301	2,473	2,955	4,273	3,525
Accounts receivable	889	1,970	2,400	1,736	1,736
Inventory	56,305	62,844	63,672	63,364	64,709
PP&E-net	1,975	2,663	2,970	3,278	3,586
Other assets	29,886	38,387	38,887	39,032	39,177
<b>Total assets</b>	<b>95,357</b>	<b>108,336</b>	<b>110,884</b>	<b>111,683</b>	<b>112,733</b>
Accounts payable	1,676	2,193	3,069	2,266	2,245
ST debts & current portion	18,635	17,136	13,238	13,238	13,238
Long-term debt	33,272	46,028	46,028	46,028	46,028
Other liabilities	10,922	11,105	11,105	11,105	11,105
<b>Total liabilities</b>	<b>64,504</b>	<b>76,461</b>	<b>73,440</b>	<b>72,637</b>	<b>72,616</b>
Paid-up capital	15,903	15,903	15,903	15,903	15,903
Share premium	2,296	2,296	2,296	2,296	2,296
Retained earnings	12,869	13,251	13,609	15,211	16,282
<b>Shareholders' equity</b>	<b>30,848</b>	<b>30,943</b>	<b>36,352</b>	<b>37,953</b>	<b>39,025</b>
Minority interests	4	931	1,092	1,092	1,092
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>95,357</b>	<b>108,336</b>	<b>110,884</b>	<b>111,683</b>	<b>112,733</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	2,046	2,392	1,631	1,602	1,923
Depreciation and amortization	204	232	104	110	115
Change in working capital	(23,836)	(24,500)	(382)	169	(1,366)
FX, non-cash adjustment & others	15,779	14,588	0	(0)	0
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>(5,807)</b>	<b>(7,287)</b>	<b>1,352</b>	<b>1,881</b>	<b>671</b>
Capex (Invest)/Divest	(2,496)	(1,112)	(911)	(563)	(568)
Others	0	0	161	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(2,496)</b>	<b>(1,112)</b>	<b>(750)</b>	<b>(563)</b>	<b>(568)</b>
Debt financing (repayment)	13,163	18,653	(3,897)	0	0
Equity financing	0	0	5,050	0	0
Dividend payment	(1,634)	(1,432)	(1,272)	0	(852)
Others	0	0	161	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>9,333</b>	<b>6,702</b>	<b>(119)</b>	<b>0</b>	<b>(852)</b>
Net change in cash	1,030	(1,697)	483	1,318	(748)
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>(8,303)</b>	<b>(8,400)</b>	<b>441</b>	<b>1,318</b>	<b>104</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>(0.56)</b>	<b>(0.57)</b>	<b>0.03</b>	<b>0.09</b>	<b>0.01</b>
<b>KEY ASSUMPTIONS</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
Total presales (Btm)	48,500	20,356	32,000	25,600	28,160
YoY change in presales	26%	-58%	57%	-20%	10%
Housing revenue (Btm)	21,552	19,126	30,000	21,700	21,700
YoY change in housing revenue	-17%	-11%	57%	-28%	0%
Secured revenue by backlogs (Btm)	-	-	30,305	11,529	6,778
% of secured revenue by backlogs	-	-	101%	53%	31%
Housing GM	32.1%	29.0%	24.2%	27.0%	29.0%

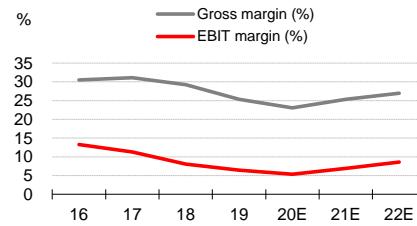
### Revenue growth and asset turnover



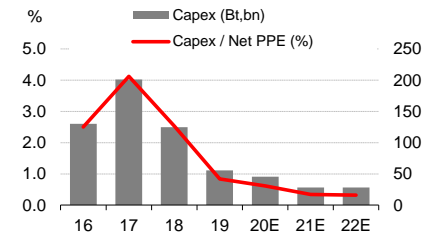
### A/C receivable & A/C payable days



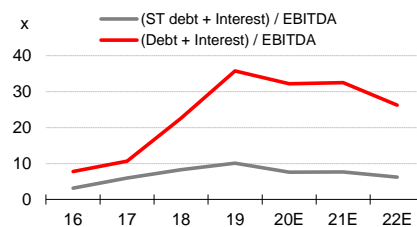
### Profit margins



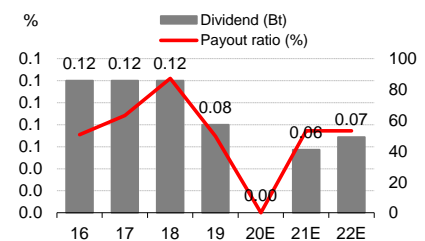
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## SIRI: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Revenue	5,183	8,942	6,169	11,127	8,316
Cost of sales and services	(3,906)	(6,964)	(5,185)	(8,842)	(5,932)
Gross profit	1,276	1,978	984	2,285	2,384
SG&A	(1,204)	(1,183)	(1,305)	(1,696)	(1,435)
<b>EBIT</b>	<b>72</b>	<b>795</b>	<b>(321)</b>	<b>589</b>	<b>950</b>
Interest expense	(282)	(304)	(202)	(303)	(213)
Other income/exp.	209	235	298	112	190
<b>EBT</b>	<b>(1)</b>	<b>726</b>	<b>(225)</b>	<b>398</b>	<b>926</b>
Corporate tax	(65)	(231)	(25)	(301)	(243)
After-tax net profit (loss)	(65)	495	(250)	97	683
Minority interest	27.1	88.8	59.6	62.7	32.7
Equity earnings from affiliates	201	670	140	159	49
Extra items	288	(2)	112	(60)	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>451</b>	<b>1,252</b>	<b>62</b>	<b>258</b>	<b>765</b>
Reported EPS	0.03	0.08	0.00	0.02	0.05
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.03</b>	<b>0.08</b>	<b>0.00</b>	<b>0.02</b>	<b>0.05</b>
<b>Core net profit</b>	<b>163</b>	<b>1,254</b>	<b>(51)</b>	<b>318</b>	<b>765</b>
Core EPS	0.01	0.08	(0.00)	0.02	0.05
<b>EBITDA</b>	<b>323</b>	<b>1,037</b>	<b>(24)</b>	<b>701</b>	<b>1,139</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	24.6	22.1	15.9	20.5	28.7
EBITDA margin (%)	6.2	11.6	(0.4)	6.3	13.7
Operating margin (%)	1.4	8.9	(5.2)	5.3	11.4
Net margin (%)	8.7	14.0	1.0	2.3	9.2
Core profit margin (%)	3.1	14.0	(0.8)	2.9	9.2
BV (Bt)	2.0	2.1	2.2	2.4	2.5
ROE (%)	6.0	16.2	0.8	3.0	8.6
ROA (%)	2.0	4.6	0.2	0.9	2.8
Current ratio (x)	2.2	2.6	2.6	3.3	2.7
Gearing ratio (x)	1.7	2.0	2.1	1.7	1.6
Interest coverage (x)	0.3	2.6	n.m.	1.9	4.4

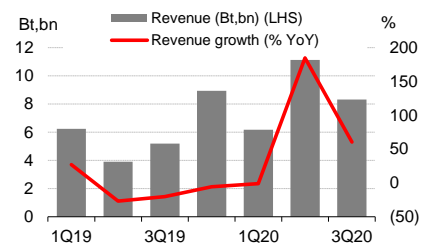
### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	5,013	2,473	3,288	3,806	2,425
Accounts receivable	141	1,970	1,973	1,966	2,031
Inventory	54,804	62,844	66,443	64,101	63,303
PP&E-net	17,263	20,608	21,202	20,911	20,846
Other assets	14,699	20,442	22,293	20,740	21,897
<b>Total assets</b>	<b>91,919</b>	<b>108,336</b>	<b>115,199</b>	<b>111,524</b>	<b>110,502</b>
Accounts payable	1,584	2,193	2,271	2,846	2,356
ST debts & current portion	11,178	6,897	6,715	3,338	2,786
Long-term debt	39,984	58,197	61,536	58,379	56,976
Other liabilities	9,336	9,174	11,601	11,267	11,025
<b>Total liabilities</b>	<b>62,082</b>	<b>76,461</b>	<b>82,123</b>	<b>75,829</b>	<b>73,143</b>
Paid-up capital	15,903	15,903	15,903	15,903	15,903
Share premium	2,296	2,296	2,296	0	2,296
Retained earnings	11,812	13,251	13,211	13,249	13,962
<b>Shareholders' equity</b>	<b>29,832</b>	<b>30,943</b>	<b>31,984</b>	<b>34,672</b>	<b>35,432</b>
Minority interests	4.6	931.5	1,092.3	1,022.9	1,928.1
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>91,919</b>	<b>108,336</b>	<b>115,199</b>	<b>111,524</b>	<b>110,502</b>

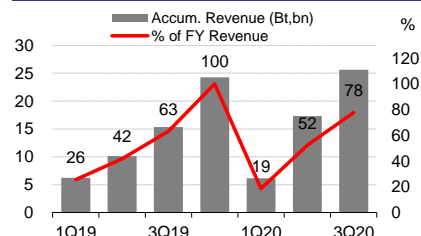
### KEY STATS

Total presales (Btm)	2,856	6,416	6,652	12,909	3,249
YoY change in presales	-83%	-10%	0%	190%	14%
Resi revenue (Btm)	4,074	7,634	5,383	10,338	7,635
YoY change in resi revenue	-24%	-4%	10%	309%	87%
Resi GM	26.8%	30.5%	17.9%	21.0%	28.8%
Rental revenue (Btm)	1,109	1,307	786	788	681

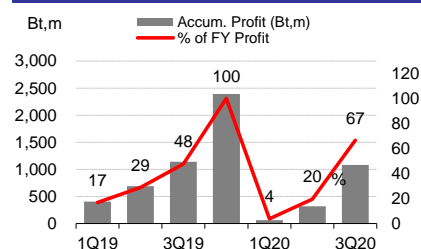
### Revenue trend



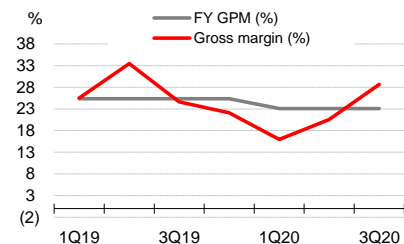
### Revenue trend (accumulated)



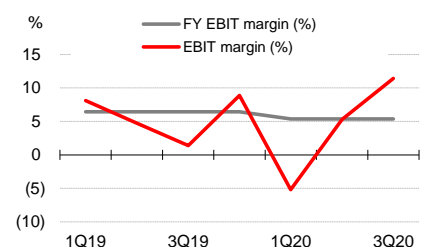
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



## Company profile

Sansiri Plc (SIRI) builds single-detached housing, townhouses and condos using a presales model. The company had earlier focused on the upper-mid to high-end of the market. In 2H10, the company expanded to the low-end segment, particularly for condos. SIRI also owns Plus Property Co Ltd, a property and asset management, brokerage service, and property sales management firm. The core revenue generator is residential sales. Its residential presales breakdown is typically 60% condo and 40% low-rise. In 2015, SIRI started a JV with BTS Group, to develop condos near mass transit stations.

**Figure 1 : 3Q20 results**

FY Ended 31 Dec (Btm)	3Q20	3Q19	YoY %	2Q20	QoQ %	9M20	9M19	YoY % 9M20 vs.	FY20E
<b>Income Statement</b>									
Revenue	8,316	5,183	60	11,127	(25)	25,611	15,324	67	78
Cost of sales and services	(5,932)	(3,906)	52	(8,842)	(33)	(19,959)	(11,152)	79	79
EBITDA	1,139	323	252	701	63	1,816	1,810	0	97
EBIT	950	72	1,210	589	61	1,217	764	59	69
Interest expense	(213)	(282)	(24)	(303)	(30)	(718)	(631)	14	76
Other income/exp.	190	209	(9)	112	69	599	822	(27)	83
Equity earnings from affiliates	49	201	0	159	0	348	121	0	0
Extra items	0	288	(100)	(60)	nm	52	262	(80)	
<b>EBT</b>	<b>926</b>	<b>(1)</b>	<b>nm</b>	<b>398</b>	<b>133</b>	<b>1,098</b>	<b>954</b>	<b>15</b>	<b>72</b>
Corporate tax	(243)	(65)	nm	(301)	nm	(569)	(224)	nm	
Minority interest	32.7	27.1	100	62.7	100	155.0	28.2	100	
<b>Net profit (loss)</b>	<b>765</b>	<b>451</b>	<b>70</b>	<b>258</b>	<b>196</b>	<b>1,085</b>	<b>1,141</b>	<b>(5)</b>	<b>67</b>
Reported EPS	0.05	0.03	70	0.02	196	0.07	0.08	(5)	
<b>Core net profit</b>	<b>765</b>	<b>163</b>	<b>370</b>	<b>318</b>	<b>140</b>	<b>1,033</b>	<b>879</b>	<b>17</b>	<b>65</b>
<b>Key ratios</b>									
Gross margin (%)	28.7	24.6		20.5		22.1	27.2		
EBITDA margin (%)	13.7	6.2		6.3		7.1	11.8		
EBIT margin (%)	11.4	1.4		5.3		4.8	5.0		
Tax rate (%)	26.2	(12,479.2)		75.7		51.8	23.5		
Net margin (%)	9.2	8.7		2.3		4.2	7.4		
Current ratio (x)	2.7	2.2		3.3		2.7	2.2		
Gearing ratio (x)	1.6	1.7		1.7		1.6	1.7		
Interest coverage (x)	4.4	0.3		1.9		1.7	1.2		
<b>Balance Sheet</b>									
Cash & Equivalent	2,425	5,013	(52)	3,806	(36)				
<b>Total assets</b>	<b>110,502</b>	<b>91,919</b>	<b>20</b>	<b>111,524</b>	<b>(1)</b>				
ST debts & current portion	2,786	11,178	(75)	3,338	(17)				
Long-term debt	56,976	39,984	42	58,379	(2)				
<b>Total liabilities</b>	<b>73,143</b>	<b>62,082</b>	<b>18</b>	<b>75,829</b>	<b>(4)</b>				
Retained earnings	13,962	11,812	18	13,249	5				
<b>Shareholders equity</b>	<b>35,432</b>	<b>29,832</b>	<b>19</b>	<b>34,672</b>	<b>2</b>				
Minority interests	1,928	5	nm	1,023	88				
BV (Bt)	2.5	2.0	25	2.4	5				

- Residential revenue jumped 87% YoY but dived 26% QoQ (a high base was set by 2Q20)
- Residential GM fattened YoY (a low 3Q19 base) and QoQ (less price-cutting)
- The SG&A/sales ratio declined YoY but rose QoQ
- Core earnings beat our estimate by 71% and the consensus by 47%
- Net gearing remains high at 1.6x

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

**Figure 2 : Forecast changes**

Btm	2020E			2021E		
	Old	New	Chg.	Old	New	Chg.
Core profit	1,317	1,579	20%	1,516	1,602	6%
Core EPS (Bt)	0.09	0.11	20%	0.10	0.11	6%
DPS(Bt)	0.05	-	-100%	0.05	0.06	6%
Dividend yield	6.9%	0.0%	-6.9%	7.6%	8.1%	0.4%
Total revenue	33,088	32,959	0%	25,368	25,083	-1%
Residential revenue	30,000	30,000	0%	21,700	21,700	0%
Residential GM	24.0%	24.2%	0.2%	27.0%	27.0%	0.0%
SG&A/Sale	17.9%	17.7%	-0.2%	18.4%	18.4%	0.0%
Equity income	400	500	25%	145	145	0%
<b>Core margin</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.4%</b>	<b>0.4%</b>

Sources: Company data and Bualuang Securities Research

## Bualuang Securities Public Company Limited

## DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIPS WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

ADVANC	AEONTS	AMATA	AOT	BDMS	BH	BJC	CBG	CENTEL	CPALL	DTAC	EGCO	GLOBAL	GPSC	IRPC
KBANK	KCE	KTC	MINT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	SCB	SPRC	TASCO	TKN	TOP	WHA	ESSO
CKP	STA	BGRIM	GULF	MTC	AWC	TCAP	CRC	AP	CPF	CPN	GUNKUL	HANA	HMPRO	I/L
OSP	SAWAD	THANI	BANPU	BCH	BEM	BTS	CK	SCC	STEC	TISCO	TRUE	TU	INTUCH	LH
RATCH	VGI	PRM	SCPG	TQM	COM7	DOHOME	JMT							

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
	SCGP, SAK

### CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		Pass
Below 50	No logo given	N/A

### Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

## CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

### Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (IOD) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The IOD survey is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment result.”

## BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

### STOCK RECOMMENDATIONS

**BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

**HOLD:** Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

**SELL:** Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

**TRADING BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

### SECTOR RECOMMENDATIONS

**OVERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

**NEUTRAL:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

**UNDERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.