



Trading

12M TP: Bt0.85

Closing price: Bt0.84

Upside/downside: +1.2%

Sector	Property Development
Paid-up shares (shares mn)	15,903
Market capitalization (Bt mn)	12,484.70
Free float (%)	73.19
12-mth daily avg. turnover (%)	13.16
12-mth trading range (Bt)	0.97 / 0.52

Major shareholders (%)

UBS AD PINGAPORE	7.86
VIRIYAH INSURANCE	6.48
THAI NVDR	4.73

Financial highlights

End of Dec 31	2019	2020	2021E	2022E
Revenue (Bt mn)	24,310	33,833	26,324	29,147
Normalized profit (Bt mn)	2,392	1,580	1,706	1,938
Net profit (Bt mn)	2,392	1,673	1,706	1,938
Normalized EPS (Bt)	0.16	0.11	0.11	0.13
EPS (Bt)	0.16	0.11	0.11	0.13
Norm. profit growth (%)	16.9%	-34.0%	8.0%	13.6%
EPS growth (%)	16.9%	-30.1%	2.0%	13.6%
P/E (x)	5.2	7.5	7.3	6.4
P/BV (x)	0.4	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	15.8	16.2	16.9	14.7
DPS (Bt)	0.08	0.04	0.06	0.07
Dividend yield (%)	9.5%	4.8%	7.5%	8.5%
ROE (%)	7.7%	4.9%	4.8%	5.7%

Source: Company data, AWS Research

Rating	CGR 2020	Thai CAC
SIRI		Certified

Thailand Research Department

Benjaphol Suthwanish

License No. 018575

Tel: 02 680 5056

Thongchai Pungcharoenkul

Assistant Analyst

การแข่งขันด้านราคาที่ลดลง เป็นปัจจัยหนุนกำไร

- ▶ ปี 64 คาดหวังการฟื้นตัวของอัตรากำไรขั้นต้น หลังลดแคมเปญส่งเสริมการขาย
- ▶ ขณะที่มีโอกาสปรับเป้า Presales หลังยอด Presales ดีกว่าช่วงเดียวกันของปีก่อนหน้า
- ▶ ปรับกำไรปี 64 ขึ้น 6% เป็น 1,706 ล้านบาท หลังแนวโน้มกำไรขั้นต้นฟื้นตัว
- ▶ กำไรสุทธิ 4Q63 ที่ 588 ล้านบาท ลดลง YoY และ QoQ จากการโอนที่ลดลง
- ▶ ประกาศจ่ายปันผลปี 63 ที่ 0.04 บาทต่อหุ้น XD 15 มี.ค. จ่าย 20 พ.ค.
- ▶ ขณะคาดเงินปันผลปี 64 ที่ 0.06 บาทต่อหุ้น (Div.Yld. 7.5%)
- ▶ แนะนำ “เก็งกำไร” ให้มูลค่าเหมาะสมที่ 0.85 บาท อิง PER 7.4 เท่า

ปี 64 ปีแห่งความคาดหวัง

บริษัทยังคงตั้งเป้าหมายเดิมตามแผนธุรกิจที่ไว้ไว้ในช่วงปลายเดือน ม.ค. 64 ซึ่งมีแผนที่จะเปิด 24 โครงการ มูลค่า 26,000 ล้านบาท โดยส่วนใหญ่จะเป็นกลุ่มโครงการแนวราบระดับ Affordable รวมทั้งยังคงตั้งเป้า Presales ไว้ที่ 26,000 ล้านบาท แต่มีแนวโน้มปรับประมาณการขึ้น หลังบริษัทมียอด Presales นับถึง 21 ก.พ. อยู่ที่ 4,600 ล้านบาท นับว่าดีกว่าช่วงเดียวกันของปีก่อนหน้า แม้ยังไม่มีการเปิดโครงการใหม่ ในส่วนของยอดโอนตั้งเป้าไว้ที่ 27,000 ล้านบาท (รวมโครงการ JVs จำนวน 2,500 ล้านบาท) ซึ่งน้ำหนักการโอนจะอยู่ในระดับใกล้เคียงกันทุกไตรมาส แต่คาดว่าจะเห็นแนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นจากทั้งโครงการใหม่ และการลดแคมเปญด้านราคา

ปรับกำไรเพิ่มขึ้น 6% เป็น 1,706 ล้านบาท

แม้เราปรับประมาณการรายได้รวมในปี 64 ลง 3% เหลือ 26,324 ล้านบาท หลังสะท้อนความเสี่ยงอัตราการปฏิเสธสินเชื่อจากธนาคารที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะกลุ่มราคาต่ำกว่า 3 ล้านบาท แต่เนื่องด้วยอัตรากำไรขั้นต้นของการโอนอสังหาริมทรัพย์ที่มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น หลังโครงการที่จะแล้วเสร็จมีอัตรากำไรขั้นต้นในระดับสูงถึง 35% ประกอบกับบริษัทได้ผ่อนคลายการแข่งขันด้านราคาลง ทำให้เราประเมินว่าอัตรากำไรขั้นต้นของการโอนอสังหา ในปี 64 จะอยู่ที่ระดับ 29.4% เทียบกับ 27.5% ในปี 63 ซึ่งจะส่งผลให้กำไรสุทธิในปี 64 เพิ่มขึ้น 6% เป็น 1,706 ล้านบาท

กำไรสุทธิ 4Q63 อยู่ที่ 588 ล้านบาท ลดลง YoY และ QoQ

บริษัทรายงานกำไรสุทธิ 4Q63 ที่ 588 ล้านบาท ลดลง 53%YoY และ 23%QoQ โดยกำไรสุทธิที่ลดลง เกิดจากรายได้รวมปรับตัวลดลง 8%YoY เหลือ 8,035 ล้านบาท หลังการโอนปรับตัวลดลง ประกอบกับส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนร่วม JVs ลดลง 47%YoY เหลือ 81 ล้านบาท เนื่องจากช่วง 4Q62 มีการโอนโครงการ The Line พหล-ประดิพัทธ์ ขณะที่เห็นแนวโน้มการฟื้นตัวของอัตรากำไรขั้นต้น 4Q63 เป็น 30.5% เทียบกับ 23% ใน 4Q62 หลังมีการเริ่มโอนโครงการใหม่ที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูง ประกอบกับการโอนโครงการราคาพิเศษเริ่มลดน้อยลง หลังการโอนส่วนใหญ่อยู่ในช่วง 2Q-3Q63 ทั้งนี้ส่งผลให้กำไรสุทธิในปี 63 อยู่ที่ 1,673 ล้านบาท ลดลง 30%YoY เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นของทั้งโครงการที่บริษัทพัฒนาและ JVs ลดลงจากแคมเปญส่งเสริมการขายเพื่อระบายสต็อก

คงคำแนะนำ “เก็งกำไร” ให้ราคาเหมาะสมใหม่ที่ 0.85 บาท

เราคาดว่าผลประกอบการของบริษัทในปี 64 จะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป จากแนวโน้มของอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับตัวดีขึ้น หลังได้แรงหนุนจากโครงการใหม่ที่จะแล้วเสร็จ รวมทั้งการผ่อนคลายการแข่งขันด้านราคาลง ทำให้เราได้ปรับประมาณการกำไรในปี 64 ขึ้น 6% เป็น 1,706 ล้านบาท และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 0.85 บาท อิง PER 7.4 เท่า แต่เนื่องด้วยราคาหุ้น ปัจจุบันมี Upside เพียง 1.2% ทำให้เราแนะนำเพียง “เก็งกำไร” และคาดเงินปันผลปี 64 ที่ 0.06 บาทต่อหุ้น



Quarterly earnings

FY December 31 (Bt mn)	4Q19	3Q20	4Q20	%YoY	%QoQ	2019	2020	%YoY
Total revenue	8,731	8,408	8,035	-8.0%	-4.4%	24,310	33,833	39.2%
Cost of goods sold	(6,725)	(6,008)	(5,583)			(18,154)	(25,768)	
Gross profit	2,007	2,400	2,452	22.2%	2.2%	6,156	8,065	31.0%
SG&A expense	(1,193)	(1,435)	(2,025)			(4,644)	(6,460)	
Operating profit	814	966	428	-47%	-56%	1,512	1,605	6.1%
Share of gain (loss) of joint ventures	670	49	81			791	429	
Other income	294	174	363			1,530	1,069	
EBIT	1,778	1,188	871	-51.0%	-26.7%	3,833	3,103	-19.0%
Financial costs	(304)	(213)	(260)			(936)	(978)	
Pretax profit	1,474	975	612	-58.5%	-37.3%	2,897	2,125	-26.7%
Income tax expenses	(312)	(243)	(177)			(622)	(760)	
Profit before MI	1,163	732	435	-62.6%	-40.6%	2,275	1,365	-40.0%
Minority interests	89	33	60			117	215	
Normalized profit	1,251	765	495	-60.4%	-35.3%	2,392	1,580	-34.0%
Extra-ordinary items	-	-	93			-	93	
Net Profit	1,251	765	588	-53.0%	-23.1%	2,392	1,673	-30.1%
EBITDA	1,881	1,343	1,275			4,236	3,933	
Normalized EPS (Bt)	0.08	0.05	0.04	-51.6%	-20.8%	0.15	0.11	-29.3%
Net EPS (Bt)	0.08	0.05	0.04	-43.6%	-7.8%	0.15	0.11	-25.2%
Financial ratio (%)								
Gross profit margin	23.0%	28.5%	30.5%			25.3%	23.8%	
SG&A/Sales	13.7%	17.1%	25.2%			19.1%	19.1%	
Normalized profit margin	14.3%	9.1%	6.2%			9.8%	4.7%	
Net profit margin	14.3%	9.1%	7.3%			9.8%	4.9%	



Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	2018	2019	2020	2021E	2022E
Total revenue	26,248	24,310	33,833	26,324	29,147
Cost of goods sold	(18,580)	(18,154)	(25,768)	(18,980)	(20,893)
Gross profit	7,668	6,156	8,065	7,344	8,254
SG&A	(5,555)	(4,644)	(6,460)	(5,239)	(5,975)
Operating Profit	2,113	1,512	1,605	2,105	2,279
Share of gain (loss) of joint venture	305	791	429	208	219
Other income	728	1,530	1,069	975	1,028
EBIT	3,145	3,833	3,103	3,288	3,526
Financial cost	(570)	(936)	(978)	(1,100)	(1,041)
Pretax profit	2,576	2,897	2,125	2,188	2,484
Income tax expenses	(533)	(622)	(760)	(481)	(547)
Minority interests	4	117	215	0	0
Normalized profit	2,046	2,392	1,580	1,706	1,938
Extraordinaries items	0	0	93	0	0
Net profit	2,046	2,392	1,673	1,706	1,938
EBITDA	3,403	4,236	3,933	4,170	4,422
Normalized EPS (Bt)	0.14	0.16	0.11	0.11	0.13
Net EPS (Bt)	0.14	0.16	0.11	0.11	0.13
DPS (Bt)	0.12	0.08	0.04	0.06	0.07

Statement of Financial Position (Btmn)

Year to 31 Dec	2018	2019	2020	2021E	2022E
Current Assets	70,742	74,583	68,909	71,011	67,623
Non-current Assets	24,615	33,753	43,723	49,057	56,679
Total assets	95,357	108,336	112,632	120,068	124,302
Current Liabilities	29,125	28,240	30,713	42,745	59,489
Non-current Liabilities	35,379	48,221	42,722	41,926	28,543
Total liabilities	64,504	76,461	73,435	84,670	88,032
Paid-up capital	15,903	15,903	15,903	15,903	15,903
Retained Earnings	11,301	11,628	12,785	13,553	14,425
Total equity	30,852	31,875	39,197	35,397	36,270
Total liabilities and equity	95,357	108,336	112,632	120,068	124,302
BVPS (Bt)	1.94	2.00	2.46	2.23	2.28

Cash Flow Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	2018	2019	2020	2021E	2022E
Pretax Profit	2,576	2,897	2,125	2,188	2,484
Depreciation & Amortization	258	403	403	882	896
Operating Cash Flow	(5,807)	(7,287)	2,831	(4,139)	6,861
CAPEX	(639)	(128)	(1,533)	(533)	(533)
Investing Cash Flow	(2,496)	(1,112)	319	(2,081)	(1,466)
Dividend Payment	(1,634)	(1,432)	(892)	(939)	(1,066)
Financing Cash Flow	9,333	6,702	(2,302)	5,596	(5,893)
Exchange rate gains(losses) on cash	(75)	(103)	27	0	0
Inc. (Dec.) in cash & equivalents	955	(1,801)	875	(624)	(499)
Beginning cash & equivalents	2,978	3,933	2,132	3,007	2,382
Ending cash & equivalents	3,933	2,132	3,007	2,382	1,884



Quarterly Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
Total revenue	8,731	6,252	11,138	8,408	8,035
Cost of goods sold	(6,725)	(5,269)	(8,909)	(6,008)	(5,583)
Gross profit	2,007	984	2,229	2,400	2,452
SG&A	(1,193)	(1,305)	(1,696)	(1,435)	(2,025)
Operating Profit	814	(321)	533	966	428
Share of gain (loss) of joint venture	670	140	159	49	81
Other income	294	425	108	174	363
EBIT	1,778	244	800	1,188	871
Financial cost	(304)	(202)	(303)	(213)	(260)
Pretax profit	1,474	42	497	975	612
Income tax expenses	(312)	(40)	(301)	(243)	(177)
Minority interests	89	60	63	33	60
Normalized profit	1,251	62	258	765	495
Extraordinaries items	0	0	0	0	93
Net profit	1,251	62	258	765	588
EBITDA	1,881	430	884	1,343	1,275
Normalized EPS (Bt)	0.08	0.004	0.016	0.048	0.038
Net EPS (Bt)	0.08	0.004	0.016	0.048	0.044

Key Financial Ratios

Year to 31 Dec	2018	2019	2020	2021E	2022E
Sales growth (%)	(15.1)	(7.4)	39.2	(22.2)	10.7
Normalized profit growth (%)	(27.6)	16.9	(34.0)	8.0	13.6
Net profit growth (%)	(27.6)	16.9	(30.1)	2.0	13.6
Normalized EPS growth (%)	(22.5)	16.9	(34.0)	8.0	13.6
EPS growth (%)	(22.5)	16.9	(30.1)	2.0	13.6
Gross margin (%)	29.2	25.3	23.8	27.9	28.3
Operating margin (%)	8.1	6.2	4.7	8.0	7.8
EBITDA margin (%)	13.0	17.4	11.6	15.8	15.2
Normalized profit margin (%)	7.8	9.8	4.7	6.5	6.6
Net profit margin (%)	7.8	9.8	4.9	6.5	6.6
Effective tax rate (%)	20.7	21.5	35.8	22.0	22.0
ROA (%)	2.3	2.3	1.5	1.5	1.6
ROE (%)	6.7	7.7	4.9	4.8	5.7
EV/EBITDA	14.9	15.8	16.2	16.9	14.7
Net Debt to equity (x)	1.6	2.0	1.5	1.9	1.8
P/E (x)	6.1	5.2	7.5	7.3	6.4
P/BV (x)	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
Dividend Yield (%)	14.3	9.5	4.8	7.5	8.5



รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 – 100		ดีเลิศ
80 – 89		ดีมาก
70 – 79		ดี
60 – 69		ดีพอใช้
50 – 59		ผ่าน
Below 50	No logo given	N/A

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจ และประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และไม่ได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย เวลท์ จำกัด มีไต่ถามยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator ของบริษัทจดทะเบียน

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบาย และตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนโดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี แบบ (56-1) รายงานประจำปี แบบ(56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

คำแนะนำการลงทุน

หุ้นรายตัว

- BUY “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
- TRADING “เก็งกำไร” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
- TRADING BUY “ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น” เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกในระยะสั้น หรือมีแนวโน้มที่จะปรับประมาณการ แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
- SELL “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน

อุตสาหกรรม

- OVERWEIGHT “ลงทุนมากกว่าตลาด” เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
- NEUTRAL “ลงทุนเท่ากับตลาด” เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
- UNDERWEIGHT “ลงทุนน้อยกว่าตลาด” เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

รายงานนี้จัดทำโดยฝ่ายวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย เวลท์ จำกัด เพื่อใช้ภายในบริษัทเท่านั้น บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่ต่อสาธารณชน ข้อมูลที่อ้างอิงในรายงานนี้ได้มาจากส่วนวิจัยพื้นฐานที่ผู้จัดทำได้พิจารณาแล้วว่าเชื่อถือได้ ซึ่งทัศนะต่างๆ ในรายงานนี้อิงอยู่บนพื้นฐานและการวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ผู้จัดทำไม่อาจยืนยันถึงข้อเท็จจริงหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าวได้และที่คนละต่างๆ อาจเปลี่ยนแปลงไป โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รวมไปถึงอาจไม่มีความสอดคล้องกับข้อมูลของส่วนกลยุทธ์การลงทุน นักลงทุนโปรดตรวจสอบข้อเท็จจริงและใช้ดุลยพินิจในการพิจารณา ความคิดเห็นและคำแนะนำที่ปรากฏในรายงานนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทไม่จำเป็นต้องเห็นด้วย บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่อาจเกิดขึ้นทั้งโดยทางตรงและทางอ้อมจากการใช้รายงานนี้ การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง นักลงทุนควรทำความเข้าใจอย่างถ่องแท้ต่อลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภทและควรศึกษาข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องก่อนการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์