



SELL

12M TP: Bt0.85

Closing price: Bt1.36

Upside/downside: -37.5%

Sector	Property Development
Paid-up shares (shares mn)	15,903
Market capitalization (Bt mn)	20,213.32
Free float (%)	71.06
12-mth daily avg. turnover (%)	119.57
12-mth trading range (Bt)	1.48/ 0.57

Major shareholders (%)

UBS AD PINGAPORE	9.57
VIRIYAH INSURANCE	6.4
SETTHA THAVESIN	4.45

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)	8.4	12.1	11.8	10.4
P/BV (x)	0.7	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	17.6	18.2	18.8	16.5
DPS (Bt)	0.08	0.04	0.06	0.07
Dividend yield (%)	5.9%	2.9%	4.6%	5.3%
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 Suthwanich

License No. 018575

Tel: 02 680 5056

Thongchai Pungcharoenkul

Assistant Analyst

คาดการณ์ไอเอ็นดีใน 2Q64

- ▶ คาดการณ์ไอเอ็นดี 2Q64 จะเป็นไตรมาสที่เด่นสุดของปี จาก Backlog ที่จะรับรู้
- ▶ บริษัทเข้าลงทุน 15% ในหุ้น XPG มูลค่ากว่า 2,056 ล้านบาท เป็นการลงทุนระยะยาว โดยหวังการ Synergy จากธุรกิจไอเอ็นดี
- ▶ กำไรสุทธิ 1Q64 เพิ่มขึ้น 521%YoY จากการไอเอ็นดีและอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น
- ▶ ราคาหุ้นตอบรับเชิงบวกต่อการเข้าลงทุนใน XPG เกินมูลค่าเหมาะสม
- ▶ แนะนำ “ขาย” ให้มูลค่าเหมาะสมที่ 0.85 บาท อิง PER 7.4 เท่า

คาด 2Q64 การไอเอ็นดีของปี

เราประเมินว่า 2Q64 จะเป็นไตรมาสที่มีการไอเอ็นดีโครงการสูงสุดของปี 64 ซึ่งสอดคล้องกับบริษัทที่ได้คาดว่าจะมีการไอเอ็นดีราว 8,700 ล้านบาท หนุนจากการรับรู้รายได้จาก Backlog ที่เกิดจากการขายใน 1Q64 ประกอบกับมีโครงการแล้วเสร็จใหม่ อาทิ XT ห้วยขวาง ซึ่งเป็นโครงการขนาดใหญ่ มูลค่ากว่า 7,400 ล้านบาท ขณะที่ช่วง 2H64 คาดผลประกอบการยังอยู่ในระดับที่ดี แม้อาจอ่อนตัวลงจาก 2Q64 อย่างไรก็ตามยอดไอเอ็นดีในช่วงครึ่งหลังของปี 64 ยังมี Upsides จากการเปิดขาย 24 โครงการใหม่ มูลค่า 21,570 ล้านบาท ซึ่งในจำนวนดังกล่าวเป็นโครงการแนวราบ 16 โครงการ ซึ่งสามารถรับรู้เป็นรายได้ได้ทันที

บริษัทเข้าลงทุนใน XPG เพื่อหวังผลระยะยาว

บริษัทได้แจ้งต่อตลาดฯ ถึงการเข้าลงทุนในบริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (XPG) โดยมีมูลค่าลงทุนทั้งสิ้น 2,056 ล้านบาท ซึ่งทางบริษัทจะเข้าไปถือหุ้นเป็นจำนวนทั้งสิ้น 15% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด โดยการลงทุนครั้งนี้เป็นการลงทุนในระยะยาว หลังบริษัทมีมุมมองเป็นบวกต่อธุรกิจที่ทาง XPG ดำเนินอยู่ โดยคาดหวังการทำงานร่วมกันทั้งจากธุรกิจ AMC และ Digital Asset ซึ่งเป็นธุรกิจไอเอ็นดีของทาง XPG สำหรับการลงทุน เราประเมินว่าการเข้าลงทุนดังกล่าวจะสามารถสร้างผลตอบแทนให้บริษัทได้ แต่ในระยะสั้นอาจต้องใช้เวลาในการดำเนินธุรกิจ ทั้งการขอใบอนุญาต การลงทุนในอุปกรณ์ ซึ่งเราคาดว่ากำไรส่วนแบ่งจากธุรกิจของ XPG จะไม่มีนัยยะต่อบริษัทในช่วง 1-2 ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตามหากธุรกิจมีการดำเนินงานได้เร็วกว่าที่บริษัทและเราประเมินไว้ จะเป็น Upside ต่อผลประกอบการในอนาคต

กำไรสุทธิ 1Q64 ที่ 384 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 521%YoY แต่ลดลง 35%QoQ

บริษัทรายงานกำไรสุทธิ 1Q64 ที่ 384 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 521%YoY แต่ลดลง 35%QoQ โดยกำไรสุทธิที่ปรับตัวสูงขึ้นเกิดจาก (1) รายได้จากการไอเอ็นดีที่เพิ่มขึ้น 12%YoY เป็น 6,044 ล้านบาท หลังมีการไอเอ็นดีโครงการแนวราบมากขึ้น (2) อัตรากำไรขั้นต้นจากการไอเอ็นดีสูงขึ้น เพิ่มขึ้นเป็น 30% เทียบกับ 18% ใน 1Q63 หลังโครงการที่ไอเอ็นดีอัตรากำไรที่ดีขึ้น และ (3) SG&A/Sales ลดลงเหลือ 14.8% เทียบกับ 20.9% จากการควบคุมค่าใช้จ่ายอย่างมีประสิทธิภาพ ขณะที่ส่วนของกำไรจาก JVs ลดลงเหลือ 7 ล้านบาท เทียบกับ 140 ล้านบาท ใน 1Q63 หลังการไอเอ็นดีโครงการ JVs ลดลง ทั้งนี้กำไร 1Q64 คิดเป็น 23% ของประมาณการกำไรทั้งปี

Presales 1Q64 ที่ 6,041 ล้านบาท โดยแนวราบยังคงโดดเด่น

บริษัทรายงานยอด Presales ใน 1Q64 ที่ 6,041 ล้านบาท ลดลง 9%YoY แต่เพิ่มขึ้น 80%QoQ โดยยอดที่ลดลงเกิดจากยอดขายคอนโดมิเนียมที่ลดลงเหลือ 1,349 ล้านบาท ลดลง 58%YoY เนื่องจาก 1Q63 บริษัทมีการออกแคมเปญระบายสต็อกโครงการ ขณะที่ส่วนของยอดขายแนวราบใน 1Q64 ยังโตต่อเนื่อง 37%YoY เป็น 4,692 ล้านบาท ทั้งนี้ในช่วงที่เหลือของปี 64 บริษัทเตรียมเปิด 24 โครงการใหม่ ซึ่งคาดว่าจะช่วยหนุนยอด Presales ให้เป็นไปตามเป้าที่ 30,735 ล้านบาท

แนะนำ “ขาย” ให้มูลค่าเหมาะสมที่ 0.85 บาท

เราปรับคำแนะนำจาก “เก็งกำไร” เป็น “ขาย” หลังราคาหุ้นปรับตัวตอบรับเชิงบวกต่อการเข้าลงทุนใน XPG ในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งราคาหุ้น ณ ปัจจุบัน เกินมูลค่าเหมาะสมที่เราให้ไว้ที่ 0.85 บาท อย่างไรก็ตามหากธุรกิจของ XPG มีความชัดเจนและเติบโตเร็วกว่าที่เราประเมินไว้ จะเป็น Upsides ต่อผลประกอบการในอนาคต



Quarterly earnings

FY December 31 (Bt mn)	1Q20	4Q20	1Q21	%YoY	%QoQ	2020	2021E	%YoY
Total revenue	6,252	8,035	6,694	7.1%	-16.7%	33,833	26,324	-22.2%
Cost of goods sold	(5,269)	(5,583)	(4,797)			(25,768)	(18,980)	
Gross profit	984	2,452	1,897	92.8%	-22.7%	8,065	7,344	-8.9%
SG&A expense	(1,305)	(2,025)	(1,258)			(6,460)	(5,239)	
Operating profit	(321)	428	639	-299%	49%	1,605	2,105	31.2%
Share of gain (loss) of joint ventures	140	81	7			429	208	
Other income	425	363	170			1,069	975	
EBIT	244	871	816	234.7%	-6.3%	3,103	3,288	6.0%
Financial costs	(202)	(260)	(306)			(978)	(1,100)	
Pretax profit	42	612	510	1116.1%	-16.7%	2,125	2,188	3.0%
Income tax expenses	(40)	(177)	(151)			(760)	(481)	
Profit before MI	2	435	359	15607.5%	-17.5%	1,365	1,706	25.0%
Minority interests	60	60	25			215	-	
Normalized profit	62	495	384	520.5%	-22.4%	1,580	1,706	8.0%
Extra-ordinary items	-	93	-			93	-	
Net Profit	62	588	384	520.5%	-34.7%	1,673	1,706	2.0%
EBITDA	430	1,275	683			3,933	4,170	
Normalized EPS (Bt)	0.00	0.04	0.02	520.5%	-36.6%	0.11	0.11	8.0%
Net EPS (Bt)	0.00	0.04	0.02	520.5%	-45.5%	0.11	0.11	2.0%
Financial ratio (%)								
Gross profit margin	15.7%	30.5%	28.3%			23.8%	27.9%	
SG&A/Sales	20.9%	25.2%	18.8%			19.1%	19.9%	
Normalized profit margin	1.0%	6.2%	5.7%			4.7%	6.5%	
Net profit margin	1.0%	7.3%	5.7%			4.9%	6.5%	



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	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
Total revenue	6,252	11,138	8,408	8,035	6,694
Cost of goods sold	(5,269)	(8,909)	(6,008)	(5,583)	(4,797)
Gross profit	984	2,229	2,400	2,452	1,897
SG&A	(1,305)	(1,696)	(1,435)	(2,025)	(1,258)
Operating Profit	(321)	533	966	428	639
Share of gain (loss) of joint venture	140	159	49	81	7
Other income	425	108	174	363	170
EBIT	244	800	1,188	871	816
Financial cost	(202)	(303)	(213)	(260)	(306)
Pretax profit	42	497	975	612	510
Income tax expenses	(40)	(301)	(243)	(177)	(151)
Minority interests	60	63	33	60	25
Normalized profit	62	258	765	495	384
Extraordinaries items	0	0	0	93	0
Net profit	62	258	765	588	384
EBITDA	430	884	1,343	1,275	683
Normalized EPS (Bt)	0.004	0.016	0.048	0.038	0.024
Net EPS (Bt)	0.004	0.016	0.048	0.044	0.024

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	17.2	17.6	18.2	18.8	16.5
Net Debt to equity (x)	1.6	2.0	1.5	1.9	1.8
P/E (x)	9.9	8.4	12.1	11.8	10.4
P/BV (x)	0.7	0.7	0.5	0.6	0.6
Dividend Yield (%)	8.8	5.9	2.9	4.6	5.3



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 โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

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 ข้อมูลที่อ้างอิงในรายงานนี้ได้นำมาจากส่วนวิจัยพื้นฐานที่ผู้จัดทำได้พิจารณาแล้วว่าเชื่อถือได้ ซึ่งทัศนะต่างๆ ในรายงานนี้อิงอยู่บนพื้นฐานและการวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ผู้จัดทำไม่อาจยืนยันถึงข้อเท็จจริงหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าวได้และที่คนละต่างไป โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รวมไปถึงอาจไม่มีความสอดคล้องกับข้อมูลของส่วนกลยุทธ์การลงทุน นักลงทุนโปรดตรวจสอบข้อเท็จจริงและใช้ดุลยพินิจในการพิจารณา ความคิดเห็นและคำแนะนำที่ปรากฏในรายงานนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทไม่จำเป็นต้องเห็นด้วย บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่อาจเกิดขึ้นทั้งโดยทางตรงและทางอ้อมจากการใช้รายงานนี้ การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง นักลงทุนควรทำความเข้าใจอย่างถ่องแท้ต่อลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภทและควรศึกษาข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องก่อนการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์