

AP บมจ. เอพี (ไทยแลนด์)

Current BUY	Previous -	Close 7.55	2017 TP 9.30	Exp Return + 23.2%	Anti-corrupt 3A	CGR 2015 3
--------------------	------------	------------	--------------	--------------------	-----------------	------------

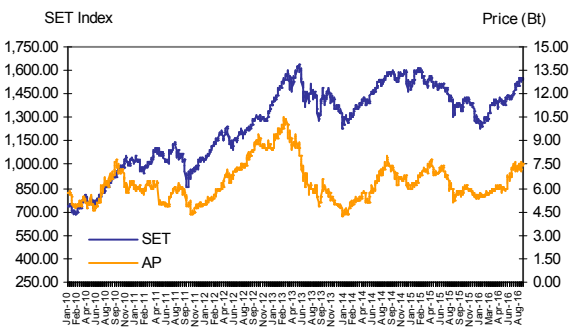
Consolidated earnings				
BT (mn)	2014	2015	2016E	2017E
Normalized earnings	2,614	2,486	2,632	3,421
Net profit	2,615	2,623	2,636	3,425
EPS (Bt)- Normalized	0.83	0.79	0.84	1.09
% growth Y-Y	30.1	-4.9	5.9	30.0
EPS (Bt)	0.83	0.83	0.84	1.09
% growth Y-Y	29.9	0.3	0.5	29.9
Dividend (Bt)	0.28	0.30	0.29	0.38
BV/share (Bt)	5.04	5.61	6.16	6.86
EV/EBITDA (x)	10.9	10.1	12.1	11.5
PER (x)	9.1	9.1	9.0	6.9
PER (x) - Normalized	9.1	9.6	9.0	6.9
PBV (x)	1.5	1.3	1.2	1.1
Dividend yield (%)	3.7	4.0	3.9	5.0
YE no. of shares (million)	2,848	2,860	3,146	3,146
No. of share - full dilution	2,848	2,860	3,146	3,146
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, FSS estimates

Share data

Close (26/08/2016)	7.55
SET index	1,549.41
Foreign limit/actual (%)	30.00/25.90
Paid up shares (million)	3,145.89
Free float (%)	65.54
Market cap (Bt mn)	23,751.54
Avg. daily T/O (Bt mn) (2016 YTD)	76.86
hi, lo, avg (Bt) (2016 YTD)	7.85, 5.30, 6.57

Source: Setsmarts



Source: SET

Analyst: Jitra Amornthum
 Register No.: 014530
 Assistant Analyst: Nattawat Kittisommanakun
 Tel.: 02-646-9966
 email: jitra.a@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com

ได้เวลาเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จาก JV

ช่วงเวลาเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จากโครงการ JV เริ่มต้นขึ้นแล้ว แม้กำไรปีนี้จะยังเติบโตไม่มากเพียง 0.5% Y-Y แต่การเริ่มโอนคอนโดภายใต้ JV จำนวน 3 โครงการในปีนี้ และอีก 2 โครงการในปีหน้าจะส่งผลให้กำไรปี 2017 เติบโตได้อย่างก้าวกระโดดถึง 29.9% Y-Y การเปิดตัวโครงการใหม่จะเร่งตัวขึ้นมากในครึ่งปีหลัง จากการเริ่มขายคอนโดใจกลางเมือง 2 โครงการในย่านเอกมัยและถนนวิฑูรย์ รายได้และกำไรปีหน้ามี Backlog มารองรับแล้วที่ 10.2 พันลพ. เริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายปี 2017 ที่ 9.30 บาท

โครงการใหม่จะเปิดตัวอีกมากในครึ่งปีหลัง...หนุนยอดขายให้เติบโตตามเป้า

ครึ่งปีที่ผ่านมา AP เปิดโครงการใหม่ได้ไม่มากเพียง 6 โครงการ มูลค่ารวม 5.9 พันลพ. แบ่งเป็นแนวราบ 41% คอนโด 59% อย่างไรก็ตามการเปิดตัวจะเร่งขึ้นมากในครึ่งปีหลัง มูลค่าโครงการทั้งหมดสูงถึง 25.6 พันลพ. โดยไฮไลต์จะอยู่ในช่วง 3Q16 จาก 1) การเปิดตัวคอนโดย่าน CBD จำนวน 2 โครงการ คือ Rhythm – Ekamai มูลค่า 2.7 พันลพ. และ Life – Wireless มูลค่า 6.4 พันลพ. 2) การเปิดโครงการแนวราบจำนวนมากถึง 8 โครงการ มูลค่า 7.2 พันลพ. (28% จากมูลค่าเปิดตัวครึ่งปีหลัง) โครงการเหล่านี้จะช่วยหนุนยอด Presales ของปีให้ขึ้นไปตามเป้าที่ 31.0 พันลพ. เติบโต 10% Y-Y จากปีที่ผ่านมา (ยอดขายสะสม 7 เดือนอยู่ที่ 13.2 พันลพ. ทำได้แล้ว 42.5% ของเป้า) นอกจากนี้ AP ยังมี Available for sale ทั้งแนวราบและคอนโดเหลือขายอีกราว 39.2 พันลพ. เมื่อรวมทั้งสินค้าที่จะเปิดใหม่และสินค้าเหลือขายส่งผลให้ AP ไม่น่ามีปัญหาด้านการขายทั้งปีนี้และปีหน้า

ช่วงเวลาเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จาก JV เริ่มต้นขึ้นแล้ว

หลังจากเริ่มต้นเปิดโครงการคอนโดภายใต้การร่วมทุนกับ Mitsubishi Estate Group ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา AP รับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจากโครงการ JV มาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ 2014 – 2Q16 อย่างไรก็ตามเราคาดว่า 2H16 บริษัทจะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากการโอนคอนโด JV ที่แล้วเสร็จจำนวน 3 โครงการ คือ 1) Aspire: Ratchada Wongsawang 2) Rhythm: Sukhumvit 36-38 และ 3) Aspire: Sathorn Thapra มูลค่ารวม 8.9 พันลพ. โดยเราคาดส่วนแบ่งกำไรจาก JV ของปีนี้อยู่ที่ 118 ลพ. และจะเติบโตอย่างก้าวกระโดดในปีหน้าเป็น 725 ลพ. จากการโอน 3 โครงการข้างต้นต่อเนื่องและเริ่มโอนโครงการ JV อีก 2 โครงการที่มีกำหนดโอนใน 1Q17 และ 4Q17

คาดการณ์ประกอบการทรงตัวในปีนี้จะแต่จะมีความแรงในปีหน้า

คาดการณ์รายได้ของปีที่ 22.1 พันลพ. ไม่เติบโตจากปีที่ผ่านมา (+0.1% Y-Y) สมมติฐาน GPM ของเราอยู่ที่ 33.5% สะท้อนโอกาสในการลดราคาสินค้าจาก Available for sale ที่ยังมีอยู่มาก ในส่วน SG&A to revenue ยังคงรักษาระดับได้ดีจากการเปิดตัวโครงการที่ใกล้เคียงกับปีก่อน ส่งผลให้คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2016 อยู่ที่ 2.6 พันลพ. (+0.5% Y-Y) ก่อนจะเติบโตอย่างมากในปีหน้าจากรายได้โอนของ AP เองที่ดีขึ้นราว 7.4% และกำไรจาก JV ที่จะโตขึ้นกว่า 6 เท่า ส่งผลให้กำไรปี 2017 คาดอยู่ที่ 3.4 พันลพ. (+29.9% Y-Y) ปัจจุบัน AP มี Backlog สิ้น 2Q16 อยู่ที่ 12.8 พันลพ. รับรู้ปีนี้ 7.8 พันลพ. เมื่อรวมกับรายได้ของ 1H16 ทำให้เป้ารายได้ของเรา Secured ไปแล้วถึง 74.4% ที่เหลือ 5.0 พันล้านจะรับรู้ในปีหน้าที่ 2.8 พันลพ. อาจจะดูไม่มากแต่ AP ยังมี Backlog ส่วนของ JV อยู่อีกราว 7.4 พันลพ. ที่จะรับรู้เป็น Share of gain ในปี 2017

เริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเหมาะสมปี 2017 ที่ 9.30 บาท

เราประเมินมูลค่าหุ้น AP ด้วยวิธี PE Multiple ด้วยฐาน EPS ของปี 2017 ที่ 1.09 บาท อิงค่าเฉลี่ย PE ย้อนหลัง 3 ปีที่ 8.5 เท่า ได้ราคาเป้าหมายของปี 2017 ที่ 9.30 บาท แนะนำ “ซื้อ” เพื่อรับการเติบโตในปีหน้า ราคาหุ้นยังมี Upside อีก 23.2% และเงินปันผลของปีนี้คาดว่าจะไว้ที่ 0.29 บาท คิดเป็น Dividend yield ราว 3.9%

ประเด็นการลงทุน

โครงการร่วมทุนกับ Mitsubishi Estate Group จะเริ่มเห็นผลบวกในปีนี้

ตั้งแต่ปี 2013 เป็นต้นมา AP มีโครงการร่วมทุน (Joint Venture) กับ Mitsubishi Estate Group (MEG) เพื่อพัฒนาโครงการคอนโดมิเนียมร่วมกันแล้ว 7 โครงการ มูลค่ารวม 24,500 ล้านบาท วัตถุประสงค์หลักในการร่วมทุนคือการแลกเปลี่ยนความรู้ทางการออกแบบ ก่อสร้าง และรูปแบบการอยู่อาศัยสมัยต่าง ๆ เพื่อนำมาปรับปรุงผลิตภัณฑ์ของบริษัท และช่วยลดความเสี่ยงของเงินลงทุนเมื่อบริษัทพัฒนาโครงการคอนโดมิเนียมที่มีมูลค่าโครงการสูงขึ้น ซึ่งปีนี้ AP จะเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนใน JV เป็นครั้งแรกจากการโอนโครงการคอนโดมิเนียมภายใต้การร่วมทุนจำนวน 3 โครงการ คือ 1) Aspire Ratchada-Wongsawang 2) Rhythm Sukhumvit 36-38 และ 3) Aspire Sathorn – Thapra มูลค่ารวม 8,950 ล้านบาท ทอยอร์รับรู้ตั้งแต่ 3Q16 และจะเข้ามามากใน 4Q16 เนื่องจากคอนโดทั้งสองโครงการตามแผนโอนขายได้มากกว่า 90% แล้ว

Table 1: Joint Venture Projects

Project name	Value	% Sold (Unit)	Transfer plan
Aspire Ratchada-Wongsawang	2,850	59%	3Q16
Rhythm Sukhumvit 36-38	2,600	93%	4Q16
Aspire Sathorn-Thapra	3,500	100%	4Q16
Rhythm Asoke II	1,500	88%	1Q17
Rhythm Rangnam	2,700	100%	4Q17
Life Asoke	7,500	98%	2Q18
Life Pinklao	3,100	35%	2Q18

Sources: Company data & FSS Estimates

ยอดขายสะสม 7 เดือนแม้ไม่โดดเด่นมากแต่ยังเกาะกลุ่มได้

AP ตั้งเป้ายอดขายปี 2016 ไว้ที่ 31,000 ล้านบาท แบ่งเป็นแนวราบ 14,500 ล้านบาท และคอนโดที่ 16,500 ล้านบาท เป้าหมายที่ตั้งไว้คิดเป็นการเติบโตแบบอนุรักษ์นิยมที่ราว 6.4% Y-Y ทั้งนี้ยอดขายสะสม 7 เดือนแรกไม่โดดเด่น ทำได้ 13,165 ล้านบาท คิดเป็น 42.5% ของเป้าหมายที่วางไว้ ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการเปิดตัวคอนโดที่น้อยเพียง 2 โครงการในครึ่งปีแรก คือ Aspire Sathorn – Taksin P.III และ Life Sukhumvit 48 มูลค่ารวม 2,460 ล้านบาท (ยอดขายต่อเป้าหมายสะสม 7 เดือนแรกนำโดย SPALI ที่ 56.1% รั้งท้ายคือ LPN ที่ 31.9% ทั้งนี้ค่าเฉลี่ยของ 7 บริษัทใหญ่อยู่ที่ 43.7%)

Table 2: 7 months cumulative presales and % to target

Company	AP	LH	LPN	PS	QH	SIRI	SPALI
Presales (7m)	13,165	13,850	5,622	25,246	9,220	14,507	13,735
% to target (7m)	42.5%	49.5%	31.9%	49.5%	41.9%	34.5%	56.1%

Sources: Company data & FSS Estimates

โครงการใหม่ใน 2H16 และ Available for sale ที่มีอยู่มากจะหนุนให้ยอดขายเติบโตได้ตามเป้า

ครึ่งปีที่ผ่านมา AP เปิดตัวโครงการใหม่ไปแล้วทั้งสิ้น 6 โครงการ มูลค่ารวม 5,910 ล้านบาท (เป็นแนวราบ 4 โครงการ มูลค่า 2,450 ล้านบาท และ คอนโด 2 โครงการ มูลค่า 3,460 ล้านบาท) ครึ่งปีหลังมีแผนเปิดตัวโครงการใหม่อีก 13 โครงการ แบ่งเป็นแนวราบ 10 โครงการมูลค่ารวม 10,500 ล้านบาทและคอนโดมิเนียม 3 โครงการมูลค่ารวม 15,080 ล้านบาท ขณะที่ Available for sale สิ้นเดือนมิถุนายนอยู่ที่ 39,252 ล้านบาท (สัดส่วนแนวราบและแนวสูงของ Available for sale คือ 50:50) หากการเปิดตัวเป็นไปตามแผน Available for sale จะเพิ่มขึ้นเป็น 64,832 ล้านบาท อย่างไรก็ตามเพื่อให้ยอดขายไปได้ตามเป้าที่ 31,000 ล้านบาท AP ยังต้องการยอดขายอีกราว 17,835 ล้านบาท ซึ่งจะเป็นไปได้หากโครงการคอนโดที่จะเปิดใหม่ใน 2H16 สามารถสร้างยอดขายได้ราว 50% คิดเป็นยอดขายราว 7,500 ล้านบาท ขณะที่โครงการแนวราบ 10 โครงการใหม่จะ

ขายได้ที่ 20% คิดเป็นยอดขายอีกราว 2,000 ล้านบาท ยอดขายส่วนที่เหลือ 8,300 จะมาจากการขาย Available for sale ซึ่งมีโอกาสเป็นไปได้เนื่องจาก AP ยังมีสินค้ารอขายอีกเป็นจำนวนมาก

Table 3: New launch plan

Low-rise: SDH		Value			Value
Centro Ratchpruk		1,200	Centro Rangsit		1,230
The City Sathorn – Ratchapruk		700	Centro Pinklao – Wongwan		470
Centro Suksawas – Rama 3		1,480	The City Prachauthid 60		580
The City Pinklao – Sai 4		800	The City Bangyai		760
Low-rise: TH		Value			Value
BKM Sukonthasawad		2,560	Pleno Rattanatibet		720
Condominium		Value			Value
Rhythm Ekamai		2,680	+1 Condo		6,000
Life ๑Wireless		6,400			

Sources: Company data & FSS Estimates

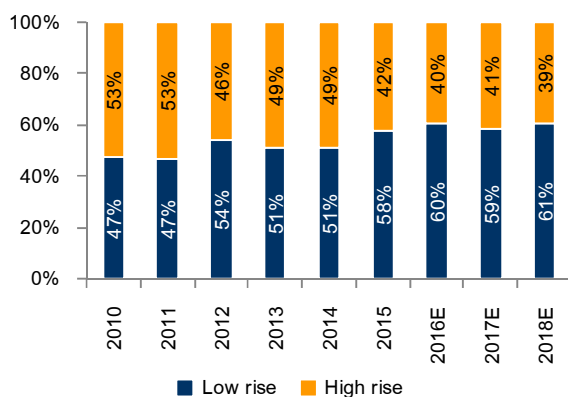
ความยืดหยุ่นสูงจากการกระจายรายได้

AP วางกลยุทธ์ในการพัฒนาสินค้าครอบคลุมทั้งแนวราบและคอนโด เพื่อให้บริษัทสามารถรักษาเสถียรภาพของรายได้ไว้ที่ประมาณ 50:50 การมีสัดส่วนรายได้ครึ่งหนึ่งเป็นสินค้าแนวราบคือ

- 1) ช่วยลดแรงเหวี่ยงจากรายได้ของคอนโดที่มักจะผันแปรไปตามช่วงเวลาของการโอน เนื่องจากสินค้าแนวราบสร้างได้เร็วจึงสามารถอุดช่องว่างของรายได้ในปีที่การโอนคอนโดมีปัญหา
- 2) สะท้อนอุปสงค์ที่แท้จริงซึ่งต่างจากคอนโดมิเนียมที่ภาพรวมการขายและโอนจะผันแปรกับระบบเศรษฐกิจอย่างมาก (และมีขนาดใหญ่กว่า) เนื่องจากดีมานด์ส่วนหนึ่งเป็นการเก็งกำไร
- 3) ทอยอใช้ CAPEX ได้ดีกว่าคอนโด เนื่องจากสามารถแบ่งเฟสก่อสร้างได้ทำให้เงินลงทุนที่บริษัทต้องแบกรับไว้ทั้งหมดใหญ่มีเพียงค่าที่ดินเท่านั้น ค่าก่อสร้างจะทยอยลงไปตามเฟสการก่อสร้าง ขณะที่การพัฒนาคอนโดมิเนียมนั้นบริษัทต้องแบกรับเงินลงทุนทั้งสองส่วนใหญ่เป็นเวลากว่า 2 – 3 ปี (สำหรับคอนโดสูง)

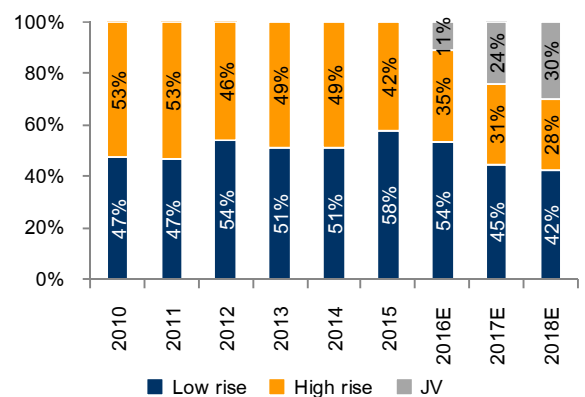
หากพิจารณาตัวเลขใน Figure 1 จะพบว่า AP รักษาสมดุลของกลยุทธ์รายได้เอาไว้ได้ อย่างไรก็ตามตัวเลขนี้อาจจะเริ่มเปลี่ยนแปลงไปเนื่องจากเริ่มรับรู้รายได้จาก JV ที่จะเริ่มต้นในปีนี้ (เนื่องจากโครงการ JV จะรับรู้เป็น Share of gain/loss เข้ามาแทน Consolidation ของงบการเงิน) อย่างไรก็ตามหากรวมรายได้ของโครงการ JV กลับเข้าไปจะพบว่าความสมดุลของรายได้จากสินค้าทั้งสองประเภทยังคงอยู่

Figure 1: Revenue Portion



Sources: Company data & FSS Estimates

Figure 2: Revenue Portion (JV include)

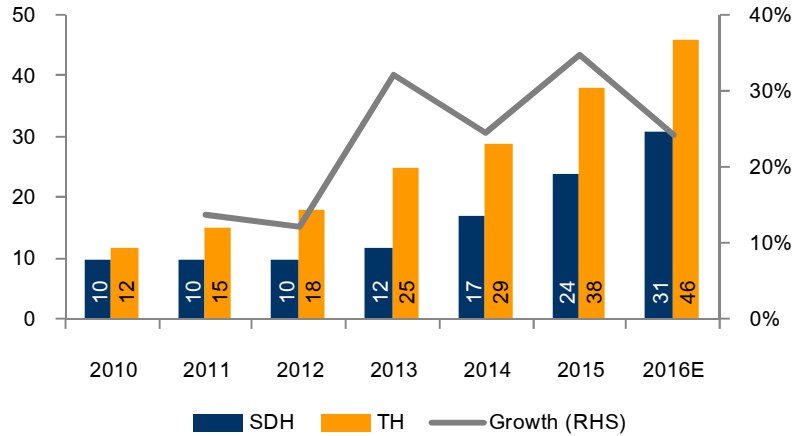


Sources: Company data & FSS Estimates

สินค้าแนวราบเติบโตดีทั้งเซกเมนต์เก่าและเซกเมนต์ใหม่

สินค้าแนวราบของ AP มีทั้งบ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์ที่ครอบคลุมเซกเมนต์ราคาตั้งแต่ 1 ล้านบาทไปจนถึงราคาที่สูงกว่า 10 ล้านบาท โดยมีแบรนด์สินค้าถึง 8 แบรนด์ ทั้งนี้สินค้าหลักของ AP จะเป็นแบรนด์ 1) “Pleno” และ 2) “บ้านกลางเมือง” สำหรับทาวน์เฮ้าส์ 3) “The CITY” และ 4) “CENTRO” สำหรับบ้านเดี่ยวในส่วนของเซกเมนต์ระดับบนบริษัทยังได้พัฒนาสินค้าใหม่ๆ เข้าสู่ตลาดคือ 5) “DISTRICT” 6) “The PALAZZO” 7) “SOUL” และมีสินค้านำระดับ Mid-end คือ 8) “MIND” ที่ถอดแบบมาจาก “SOUL” แต่ปรับลดฟังก์ชันและทำเลลงมา ทั้งนี้หากดูที่จำนวนโปรเจกต์จะพบว่า AP มีพัฒนาการในสินค้ากลุ่มนี้มาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2010 และสามารถประคองอัตราการเติบโตในแง่ของจำนวนโครงการได้มากกว่า 20% มาแล้วกว่า 4 ปี

Figure 3: Cumulative low-rise projects and growth



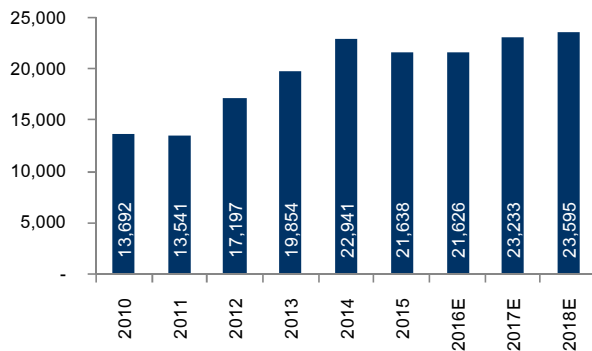
Sources: Company data & FSS Estimates

Financial Performance

แม้รายได้โอนยังไม่เติบโตแต่จะได้ส่วนแบ่งกำไรจาก JV มาช่วย

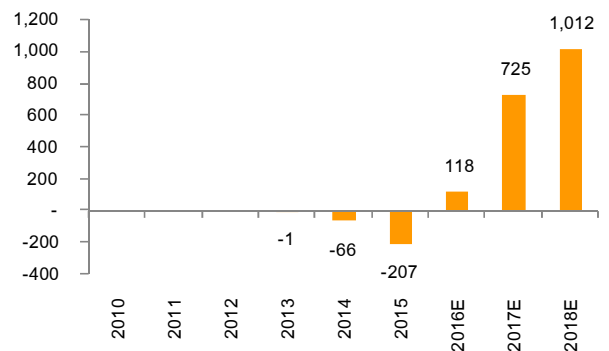
เรคาดการณ์รายได้ต่อสัปดาห์ของ AP ในปีนี้ที่ 21,626 ล้านบาท ลดลงเล็กน้อยที่ -0.1% Y-Y ส่วนแบ่งรายได้จะมาจากแนวราบที่ 13,050 ล้านบาท (+4.0% Y-Y) และคอนโดที่ 8,576 ล้านบาท (-5.7% Y-Y) ประเมินการรายได้ของเราต่ำกว่าเป้าหมายที่บริษัทมองราว 9% (เป้าโอนบริษัทตั้งไว้ที่ 23,700 ล้านบาท) เพื่อสะท้อนปัจจัยเสี่ยงคือ 1) กำลังซื้อที่ยังอ่อนแอของผู้บริโภคจากภาวะหนี้ครัวเรือน 2) Rejection rate ที่ยังสูงจากความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงิน 3) การแข่งขันที่รุนแรงโดยเฉพาะผู้ประกอบการรายใหญ่ ถึงแม้ว่ารายได้โอนจะไม่เติบโตแต่บริษัทจะเริ่มเห็นผลบวกจากเงินลงทุนในโครงการ Joint Venture ที่พัฒนาร่วมกับ Mitsubishi Estate ทั้งนี้เรคาด Share of gain ในปีนี้อยู่ที่ 118 ล้านบาท และจะเติบโตถึง 725 ล้านบาทในปี 2017 จากการโอนโครงการ JV 3 โครงการใน 2H16 และอีก 2 โครงการใน 2017 (รายละเอียดใน Table 1)

Figure 4: Property revenue



Sources: Company data & FSS Estimates

Figure 5: Share of gain/loss from JV

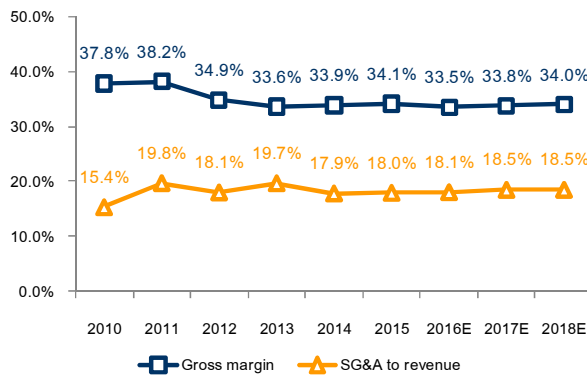


Sources: Company data & FSS Estimates

ผลประกอบการจะเติบโตสูงในปี 2017 จาก Share of gain จำนวนมาก

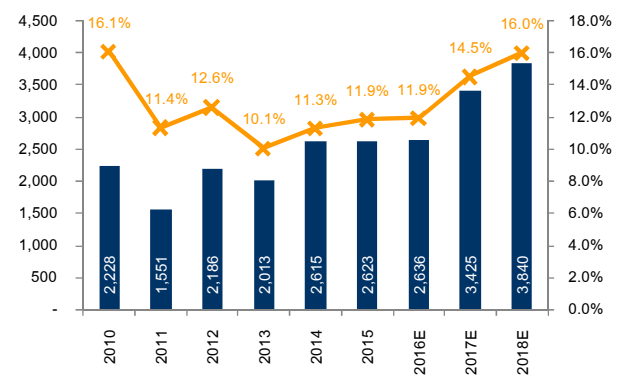
เราคาดการณ์กำไรสุทธิของปี 2016 ที่ 2,636 ล้านบาท เติบโตน้อยเพียง 0.5% Y-Y แม้รายได้จากอสังหาจะลดลงแต่ด้วย Share of gain ของปีที่ราว 118 ล้านบาทจะช่วยให้กำไรทั้งปีเติบโตได้เล็กน้อย สมมติฐาน Gross margin ของเรายู่ที่ 33.5% ลดลงจากปีที่แล้วราว 70 bps สะท้อนยอดขายที่ยังไม่สูงในหลายๆโครงการคอนโด ซึ่งอาจนำไปสู่การลดราคาเพื่อระบายสต็อกได้ ทั้งนี้คาดว่า Gross margin จะฟื้นตัวสู่ 33.8% และ 34% ในปี 2017 และ 2018 ตามลำดับ ขณะที่ SG&A to revenue คาดจะรักษาระดับได้ที่ 18.1% เนื่องจากการเปิดตัวโครงการใหม่จำนวนใกล้เคียงกับปีที่ผ่านมา สำหรับกำไรสุทธิปี 2017 คาดไว้ที่ 3,425 ล้านบาท เติบโตมากถึง 29.9% จากส่วนแบ่งกำไรของ JV ที่เพิ่มขึ้นแบบก้าวกระโดดถึง 725 ล้านบาทจากการโอนโครงการ JV ต่อเนื่องจากปีนี้และตามตารางโอนของ 2017 อีก 2 โครงการ ส่งผลให้ Net margin ปี 2017 ขึ้นไปสู่ระดับ 14.5%

Figure 6: AP's Gross margin and SG&A to revenue



Sources: Company data & FSS Estimates

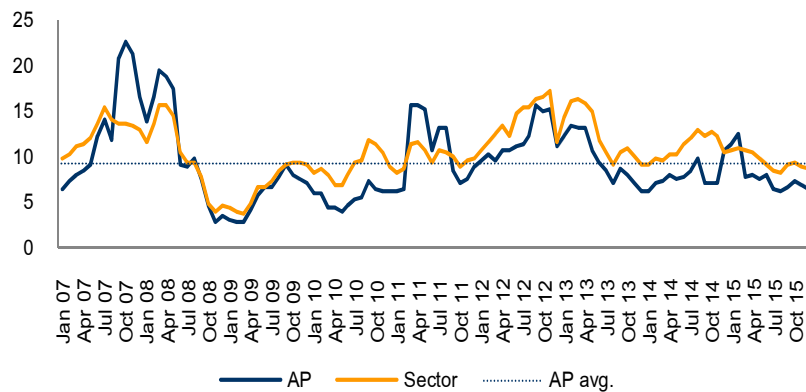
Figure 7: AP's GPM, SG&A to Revenue, and Norm. margin



Sources: Company data & FSS Estimates

การประเมินมูลค่าหุ้น

Figure 8: AP's historical PE vs. Sector's historical PE



Sources: FSS Estimates

เรา Valuation หุ้น AP ด้วยวิธี PE Multiple อิงค่าเฉลี่ย PE ย้อนหลัง 3 ปีที่ 8.5 เท่า เพื่อสะท้อนผลบวกจากการเริ่มรับรู้กำไรจากโครงการ JV บนฐาน EPS ของปี 2017 ที่ 1.09 บาท ได้ราคาเป้าหมายปี 2017 ที่ 9.30 บาท เริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาหุ้นยังมีอ็อปไซต์อีก 23.2% คาดการณ์เงินปันผลของปีที่ 0.29 บาท คิดเป็น Dividend yield ที่ 3.9%

ความเสี่ยง

- ความเสี่ยงจากผลของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์
ลูกค้าส่วนมากที่ซื้อสังหาริมทรัพย์มักจะใช้สินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ หรือธนาคารอาคารสงเคราะห์ หากธนาคารดำเนินนโยบายสินเชื่อที่อยู่อาศัยแบบดึงตัวจะส่งผลให้ Demand ต่อสินค้าของบริษัท ลดลงอย่างมีนัยสำคัญผ่าน Rejection rate ที่สูงขึ้น
- ความเสี่ยงจากการจัดหาที่ดินเพื่อการพัฒนาและราคาที่ดินที่ปรับเพิ่มขึ้น
ราคาที่ดินที่ปรับตัวสูงขึ้นกว่า 15% ในช่วงปีที่ผ่านมาส่งผลกระทบต่อต้นทุนการก่อสร้างของ AP เนื่องจากต้นทุนหลักส่วนหนึ่งของ Developer คือค่าที่ดิน (ประมาณ 30% ของ Project value) ถึงแม้การ JV กับ Mitsubishi Estate Group จะช่วยลดความเสี่ยงลงไปได้บ้าง (Risk sharing through JV contract) แต่สินค้าของ AP เองยังเผชิญกับปัญหาราคาที่ดินที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง
- ภาวะเศรษฐกิจที่ยังชะลอตัวทั้งในประเทศและต่างประเทศ
ภาวะเศรษฐกิจที่ยังชะลอตัวอย่างต่อเนื่องอาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้บริโภคในกลุ่ม Upper class และ High end ได้ ถึงแม้ Segment นี้ไม่ถูกกระทบด้วยภาระหนี้แต่ Sentiment โดยรวมของตลาดอาจจุดให้ Demand ของกลุ่มนี้ลดลงไปได้เช่นกัน

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Revenue	19,989	23,149	22,079	22,091	23,570
Costs of sales	13,270	15,304	14,545	14,683	15,611
Gross profit	6,718	7,845	7,534	7,408	7,958
SG&A costs	3,944	4,140	3,969	3,995	4,369
Operating profit	2,774	3,705	3,565	3,412	3,589
Other income	72	-53	278	81	134
EBIT	2,846	3,651	3,843	3,493	3,723
EBITDA	3,005	3,736	3,910	3,561	3,801
Interest charge	293	344	280	306	306
Tax on income	539	627	733	669	718
Share from JV	-1	-66	-207	118	725
Earnings after tax	2,013	2,615	2,623	2,636	3,425
Minority interests	0	0	0	0	0
Normalized earnings	2,010	2,614	2,486	2,632	3,421
Extraordinary items	4	2	137	4	4
Net profit	2,013	2,615	2,623	2,636	3,425

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Net profit	2,013	2,615	2,623	2,636	3,425
Depre. & amortization	159	84	67	67	78
Chg. in working capital	-3,806	-1,038	-786	-2,672	-2,679
Other adjustments	-1,034	-706	-2,373	0	0
Operating cash flow	-2,669	956	-468	32	824
Capital expenditure	-523	-505	-1,036	-122	145
Others	434	624	2,002	0	0
Investing cash flow	-89	119	966	-122	145
Free cash flow	-2,758	1,075	498	-90	969
Net borrowings	3,147	-725	-26	1,427	-2
Equity capital raised	29	286	0	0	0
Dividends paid	-715	-772	-818	-944	-923
Others	442	-290	304	-46	-354
Financing cash flow	2,903	-1,501	-540	437	-1,279
Net change in cash	145	-426	-42	347	-310

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Cash & equivalents	889	463	421	768	458
Current investment	0	0	0	0	0
Account receivable	110	96	72	77	82
Inventory	30,784	31,673	31,938	34,712	37,446
Other cur. asset	1,375	1,503	850	994	1,061
Total cur. asset	33,158	33,736	33,281	36,551	39,047
Investment	733	1,264	2,345	2,431	2,255
PPE	184	158	112	148	178
Other asset	335	406	409	409	436
Total assets	34,410	35,564	36,147	39,538	41,917
Short term loans	2,699	1,681	797	797	797
Accounts payable	1,290	1,619	1,071	1,105	1,178
Current maturities	2,360	2,750	3,183	3,110	3,108
Other cur. liabilities	3,318	2,902	2,399	2,540	2,593
Total cur. liabilities	9,667	8,952	7,451	7,552	7,676
Long-term debt	10,371	10,274	10,699	12,199	12,199
Other LT liabilities	364	489	343	420	448
Total LT liabilities	10,735	10,763	11,042	12,619	12,647
Total liabilities	20,402	19,715	18,493	20,171	20,323
Registered capital	2,860	3,146	3,146	3,146	3,146
Paid up capital	2,860	3,146	3,146	3,146	3,146
Share premium	89	89	89	89	89
Legal reserve	286	315	315	315	315
Retained earnings	10,772	12,298	14,104	15,817	18,043
Others	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	14,007	15,848	17,654	19,367	21,593

Source: Company data, FSS research

Important Ratios (Consolidated)

	2013	2014	2015	2016E	2017E
Growth (%)					
Revenue	15.5	15.8	-4.6	0.1	6.7
EBITDA	-7.3	24.3	4.7	-8.9	6.8
Net profit	-7.9	29.9	0.3	0.5	29.9
Normalized earnings	-3.9	30.1	-4.9	5.9	30.0
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	33.6	33.9	34.1	33.5	33.8
EBITDA margin	15.0	16.1	17.7	16.1	16.1
EBIT margin	14.2	15.8	17.4	15.8	15.8
Normalized profit margin	10.1	11.3	11.3	11.9	14.5
Net profit margin	10.1	11.3	11.9	11.9	14.5
Normalized ROA	5.8	7.3	6.9	6.7	8.2
Normalize ROE	14.3	16.5	14.1	13.6	15.8
Normalized ROCE	11.5	13.7	13.4	10.9	10.9
Risk (x)					
D/E	1.46	1.24	1.05	1.04	0.94
Net D/E	1.39	1.21	1.02	1.00	0.92
Net debt/EBITDA	6.49	5.15	4.62	5.45	5.23
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.64	0.83	0.83	0.84	1.09
Normalized EPS	0.64	0.83	0.79	0.84	1.09
EBITDA	0.96	1.19	1.24	1.13	1.21
FCF	-0.88	0.34	0.16	-0.03	0.31
Book value	4.46	5.04	5.61	6.16	6.86
Dividend	0.25	0.28	0.30	0.29	0.38
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	11.8	9.1	9.1	9.0	6.9
Normalized P/E	11.8	9.1	9.6	9.0	6.9
P/BV	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBTDA	13.6	10.9	10.1	12.1	11.5
Dividend yield (%)	3.3	3.7	4.0	3.9	5.0

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์ (สำนักงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา เซ็นทรัลพรีเน็กส์ 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย กรุงเทพมหานคร
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร	สาขา บางนา 1093 อาคารเซ็นทรัลซีดีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธร์ 1 140/1 อาคารเคียนทงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธร์ 2 130-132 อาคารลินธร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 24 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธร์ 3 130-132 อาคารลินธร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร กรุงเทพมหานคร
สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารระสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา รังสิต 1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา ปทุมธานี	สาขา ไทยซัมมิท 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนาธิเบศร์ 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี นนทบุรี
สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชาชลบุรี	สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี	สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่
สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย	สาขา นครราชสีมา 124/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
สาขา สมุทรสาคร 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	สาขา นครปฐม 28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม	สาขา ภูเก็ต 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา หาดใหญ่ 2 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา กระบี่ 223/20 ถ.มหาพรต ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	สาขา บิดดาดี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รัฐสมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2015

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator

ระดับ 5	Extended	ขยายผลผู้ที่เกี่ยวข้อง	มีการขยายผลการดำเนินนโยบายต่อต้านการทุจริตสู่ผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่อุปทาน และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกรณีทุจริตที่เกิดขึ้น
ระดับ 4	Certified	ได้รับการรับรอง	มีการสอบทานจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ด. ให้ความเห็นชอบ และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการจากหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)
ระดับ 3	Established	มีมาตรการป้องกัน	มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ
		- ระดับ 3A	บริษัทมีการประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
		- ระดับ 3B	บริษัทมีค่านิยมและนโยบายของบริษัท แต่มิได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
ระดับ 2	Declared	ประกาศเจตนารมณ์	มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในตนเองเดียวกัน
ระดับ 1	Committed	มีนโยบาย	มีค่านิยมหรือมติคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติตามให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

ข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator จาก สถาบันไทยพัฒนา (ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2558)