FINANSIA
ALWAYS A STEP AHEAD

27 เมษายน 2563

Re-Initial Coverage

QH (QH TB)

บมจ. ควอลิตี้เฮ้าส์

Current	Previous	Close	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
HOLD	-	2.16	2.20	+1.9%	Certified	5

Consolidated earnings

BT (mn)	2018	2019	2020E	2021E
Normalized earnings	3,830	2,900	1,671	2,223
Net profit	3,801	2,854	1,671	2,223
Normalized EPS (Bt)	0.36	0.27	0.16	0.21
EPS (Bt)	0.35	0.27	0.16	0.21
% growth	11.1	-24.9	-41.5	33.1
Dividend (Bt)	0.22	0.20	0.11	0.14
BV/share (Bt)	2.45	2.51	2.57	2.65
EV/EBITDA (x)	8.3	12.0	14.1	18.9
Normalized PER (x)	6.0	8.0	13.9	10.4
PER (x)	6.1	8.1	13.9	10.4
PBV (x)	0.9	0.9	0.8	0.8
Dividend yield (%)	10.2	9.3	5.1	6.5
ROE (%)	14.5	10.6	6.1	7.8
YE No. of shares (million)	10,714	10,714	10,714	10,714
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, FSS estimates

Share data

Sector	Property Development
Close (24/04/2020)	2.16
SET Index	1,258.78
Foreign limit/actual (%)	40.00/13.64
Paid up shares (million)	10,714.38
Free float (%)	74.86
Market cap (Bt m)	23,143.06
Avg daily T/O (Bt m) (2020 YTD)	85.70
hi, lo, avg (Bt) (2020 YTD)	2.66, 1.72, 2.24

Source: Setsmart

Analyst: Thanyatorn Songwutti
Register No.: 101203
Tel.: +662 646 9805
email: thanyatorn.s@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com

Finansia Syrus Securities
Finansia
@fnsyrus

ธุรกิจการลงทุนเป็น Key Value Driver

แม้ 1Q20 มูลค่าการเปิดตัวเร่งขึ้นเทียบกับ 1Q19 ที่ไม่มีเปิดโครงการใหม่ แต่โมเมนตัมการขายชะลอตัวจากสภาพตลาดที่ไม่เอื้ออำนวย ประเมินยอด Presales 1Q20 อ่อนตัว 8% Q-Q และ 31% Y-Y อยู่ที่ 1.65 พันล้านบาท ไปในทิศทางเดียวกับกำไร 1Q20 คาดทำได้ 260 ล้านบาท (-61.5% Q-Q, -70% Y-Y) ต่ำสุดในรอบ 8 ปี กดดันจากทั้งยอดโอนที่ชะลอตัว ประกอบกับการลดลงของส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม ซึ่งคิดเป็น 85% ของกำไร ทั้ง HMPRO จากผลกระทบ COVID-19 และ LHFG ที่พลิกเป็นขาดทุน ทำให้เราคาดการณ์กำไรทั้งปีหดตัว 41.5% Y-Y อยู่ที่ 1.7 พันล้านบาท บนสมมติฐาน COVID-19 คลี่คลายใน 2Q20 และอุปสงค์ฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปใน 2H20 ราคาหุ้นปัจจุบันฟื้นตัว 25% ภายใน 1 เดือนหลังปรับลง 32% ในเดือนม.ค.-มี.ค. ทำให้ใกล้เต็มมูลค่าพื้นฐานที่เราประเมินไว้ที่ 2.20 บาท (SOTP) ระยะสั้น ขาดปัจจัยหนุนจากงบ 1Q20 อ่อนแอ และอาจถูกกดดันจาก Consensus ที่คาดปรับประมาณการลง จึงเริ่มต้นด้วยคำแนะนำถือรับปันผล โดยประกาศจ่ายปันผลระหว่างกาล 0.13 บาท/หุ้น Yield 6% ขึ้น XD 28 เม.ย. และจ่าย 18 พ.ค. 2020

ปี 2020 ตั้งเป้าหมายระมัดระวัง เน้นระบายสต็อกคอนโด

กลยุทธ์ปี 2020 เน้นเพิ่มยอดขายของโครงการแนวราบเก่า พร้อมมุ่งระบายสต็อกคอนโด ขณะที่ตั้งเป้าหมายอย่างระมัดระวัง โดยยอดขายฟื้นตัว 27% Y-Y ที่ 9.5 พันล้านบาท แบ่งเป็นแนวราบ 93% และคอนโด 7% หากหักการคืนห้อง Q 1 Sukhumvit ราว 650 ล้านบาทในปี 2019 เป้ายอดขายในปีนี้จะขยายตัว 17% Y-Y แบ่งเป็นแนวราบ +16% Y-Y และคอนโด +25% Y-Y ผ่านแผนการเปิดโครงการใหม่เป็นแนวราบทั้งหมด 5 โครงการ มูลค่ารวม 6.4 พันล้านบาท (-12% Y-Y) ส่วนใหญ่อยู่ใน 2H20 และเป็นกลุ่มระดับกลาง ขณะที่ตั้งเป้ายอดโอนขยายตัวเล็กน้อย 2% Y-Y ที่ 9.5 พันล้านบาท แบ่งเป็นแนวราบ 93% และคอนโด 7%

ยอด Presales 1Q20 ไม่เด่น สภาพตลาดไม่เอื้ออำนวย

ใน 1Q20 เปิดโครงการใหม่ตามแผน จำนวน 2 โครงการ มูลค่า 2.1 พันล้านบาท อย่าง Q Kaset-Navamintr บ้านเดี่ยว 1 หลัง มูลค่า 80 ล้านบาท ซึ่งขายได้แล้ว และ Soft Launch โครงการ Q Prime Sukhumvit 77 ในปลายเดือนก.พ.ที่ผ่านมา แต่ด้วยสภาพตลาดที่ไม่เอื้ออำนวย ส่งผลให้ทำยอดขายได้อยู่ระดับต่ำ แม้ 1Q20 มูลค่าการเปิดตัวเร่งขึ้นเทียบกับ 1Q19 ที่ไม่มีเปิดโครงการใหม่ แต่โมเมนตัมการขายชะลอตัว กดดันจากสภาพเศรษฐกิจ, เกณฑ์ LTV ใหม่ รวมถึงการแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 ส่งผลให้เราประเมินยอด Presales 1Q20 อยู่ที่ 1.65 พันล้านบาท (-8% Q-Q, -31% Y-Y) คิดเป็น 17% ของเป้าทั้งปี แบ่งเป็นแนวราบ 1.5 พันล้านบาท (-6% Q-Q, -37% Y-Y) และส่วนที่เหลือเป็นคอนโด ลดลง 30% Q-Q แต่พลิกเป็นบวกจาก -22 ล้านบาทใน 1Q19 ที่มีการคืนห้อง Q1 Sukhumvit ขณะที่แนวโน้ม 2Q20 คาดหดตัวต่อ เนื่องจากไม่มีการเปิดโครงการใหม่ รวมถึงได้รับผลกระทบมากที่สุดจาก COVID-19 ก่อนจะฟื้นตัวขึ้นใน 2H20 จากแผนการเปิดโครงการใหม่รวม 4.4 พันล้านบาท มากกว่า 2 เท่าตัวของ 1H20

ประเมินยอด Presales ทั้งปี หดตัว Y-Y ต่ำกว่าเป้าของบริษัทมาก

เราอิงสมมติฐานการแพร่ระบาด COVID-19 จะส่งผลกระทบหนักสุดใน 2Q20 ก่อนคลี่คลาย และอุปสงค์จะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปใน 2H20 ทำให้เราประเมินว่ายอด Presales ทั้งปีอยู่ที่ 6 พันล้านบาท (-20% Y-Y) ต่ำกว่าเป้าของบริษัทราว 38% ตามการลดลงของการเปิดโครงการใหม่ รวมถึงสภาพเศรษฐกิจที่ชะลอ และเกณฑ์ LTV ใหม่ที่มีผลเต็มปี โดยยอดขายคาดแบ่งเป็นแนวราบ 5.5 พันล้านบาท ลดลง 10% Y-Y ส่วนคอนโดคาดลดลง 12% Y-Y (ไม่รวมคืนห้อง Q1 Sukhumvit) ที่ 495 ล้านบาท จากการระบายสต็อกที่ไปได้ช้า

(มีรายละเอียดต่อหน้า 2)

คาดงบ 1Q20 อ่อนแอ ต่ำสุดในรอบ 8 ปี

เราคาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q20 อยู่ที่ 260 ล้านบาท ต่ำสุดในรอบ 8 ปี หดตัว 61.5% Q-Q และ 70% Y-Y กดดันจากการลดลงของยอดโอน และส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วม สรุปสาระสำคัญได้ดังนี้ 1) คาดรายได้รวม 1.9 พันล้านบาท (-16% Q-Q, -44% Y-Y) จากทั้งยอดโอนคาด -13% Q-Q ตามปัจจัยฤดูกาล และ -44.5% Y-Y จากฐานสูงใน 1Q19 ที่มีการโอนคอนโด Q1 Sukhumvit รวมถึงคาดรายได้ค่าเช่าและบริการ -30% Q-Q, -36% Y-Y จากธุรกิจโรงแรม (Centre Point Silom, Centre Point Pattaya) ที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 ตั้งแต่เดือนก.พ.ที่ผ่านมา 2) อัตรากำไรขั้นต้นการขายอสังหาฯคาดอยู่ที่ 33% ใกล้เคียงกับ 1Q19 แต่ลดลงจาก 4Q19 ที่ 34.5% เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่มาจากแนวราบ รวมถึงการจัดโปรโมชันคอนโด และไม่มียอดโอนจาก Q1 Sukhumvit ที่มีมาร์จิ้นดี 3) ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม คาดชะลอลง 65% Q-Q และ 59% Y-Y หลักๆมาจาก HMPRO (ถือ 19.87%) จากการปิดสาขาในปลายเดือนมี.ค. หลังได้รับผลกระทบ COVID-19 รวมถึง LHFG (ถือ 13.74%) ที่พลิกเป็นขาดทุน -708 ล้านบาท (เทียบกับ 1Q19 กำไร 807 ล้านบาท) จากการ Mark to Market เงินลงทุนตามมาตรฐานบัญชีใหม่ (TFRS9) อย่างไรก็ดี คาดโมเมนตัมจะดีขึ้นใน 2H20 ตามยอดขายที่ได้รับปัจจัยบวกของการเปิดโครงการใหม่ที่เร่งขึ้นและสถานการณ์ COVID-19 ที่คลี่คลาย

ปี 2020 ชะลอทั้งอสังหาฯ และบริษัทร่วมที่ถูกกระทบจาก COVID-19

เราประเมินยอดโอนปี 2020 อ่อนแอที่ 6.3 พันล้านบาท (-32% Y-Y) แบ่งเป็นแนวราบ 5.8 พันล้านบาท (-26% Y-Y) และส่วนที่เหลือเป็นคอนโด 515 ล้านบาท (-65% Y-Y) นอกจากนี้ คาดส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมคาดลดลง 26% Y-Y เป็น 1.4 พันล้านบาท หลักๆมาจากผลประกอบการที่ชะลอของ HMPRO ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นการขายอสังหาฯ คาดปรับลดเป็น 32.7% จาก 33.5% แม้ยังเน้นบริหารต้นทุนต่อเนื่อง แต่มองว่าไม่สามารถชดเชยภาวะการแข่งขันที่สูง โดยเฉพาะตลาดคอนโดนำมาสู่การทำโปรโมชันลดราคา ทำให้คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2020 อยู่ที่ 1.7 พันล้านบาท (-41.5% Y-Y) เป็นระดับต่ำสุดในรอบ 8 ปี โดยคาดว่า 2H20 จะดีขึ้น ขณะที่ปี 2021 คาดฟื้นตัว 33% Y-Y เป็น 2.2 พันล้านบาท หลักๆจากการขยายตัวของส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วม หลักๆจาก HMPRO

ทั้งนี้ Backlog ณ สิ้นปี 2019 อยู่ที่ระดับต่ำ 686 ล้านบาท เนื่องจากลักษณะการประกอบธุรกิจอสังหาฯ พึ่งพาแนวราบเกือบทั้งหมด และลักษณะสร้างเสร็จก่อนขาย ซึ่งรองรับคาดการณ์ยอดโอนของเราปีนี้ 11% สำหรับธุรกิจให้เช่าและบริการ อย่างธุรกิจโรงแรม แม้ได้รับผลกระทบอย่างหนักจาก COVID-19 แต่คิดเป็นสัดส่วนราว 10% ของรายได้รวม ส่วนธุรกิจออฟิตให้เช่า (Q House Asoke และ Q House Sathorn) คิดเป็นสัดส่วน 3-5% ของรายได้รวม คาดยังไม่ได้รับผลกระทบ จากสัญญาระยะยาว

ผลประกอบการในปี 2020-2021 ของ QH ถูกขับเคลื่อนด้วยส่วนแบ่งกำไรของบริษัทร่วม (HMPRO, LHFG, QHPF, QHHR) ซึ่งคิดเป็น 85% ของกำไร เทียบกับ 5 ปีย้อนหลังที่เฉลี่ยระดับ 50% โดยหลักๆมาจาก HMPRO เป็นสัดส่วนราว 55% ของกำไร เป็น Key Value Driver ช่วยประครองธุรกิจอสังหาที่ไม่สดใสได้ ขณะที่แนะติดตามประเด็นการกลับมาเปิดสาขาของ HMPRO และการปลดล็อกมาตรการควบคุม จะเป็น Catalyst ต่อประมาณการของ QH เช่นกัน ส่วนความเสี่ยงคือกรณี COVID-19 ยืดเยื้อกว่าคาด

ประเมินแนวราบยังไปได้ แต่ต้องติดตามการระบายสต็อกคอนโดที่ไปได้ช้า

ภาพรวมตลาดอสังหาฯ ชะลอตามสภาพเศรษฐกิจ และกำลังซื้อ อย่างไรดี หากพิจารณายอดขายปี 2019 มาจากแนวราบกว่า 84% แบ่งเป็นบ้านเดี่ยว และทาวเฮ้าส์ที่ 51% และ 33% ของยอดขายรวม ตามลำดับ ซึ่งเรามองว่าตลาดแนวราบแม้ไม่หวือหวา แต่ยังสร้างยอดขายได้ต่อเนื่อง และดูดีกว่าคอนโด จากอุปสงค์ที่ซื้อเพื่ออยู่จริงจะเป็นปัจจัยหนุนหลัก โดยเฉพาะกลุ่ม Mid-End ที่เป็นพอร์ตหลัก ซึ่งมองว่ากลุ่มดังกล่าวแข็งแกร่งกว่ากลุ่ม High และ Low-End เนื่องจากยังมีความสามารถในการใช้จ่ายในฐานะผู้มีรายได้ประจำ

ส่วนกลุ่มคอนโด แม้ QH ไม่มีการเปิดโครงการใหม่มานานกว่า 5 ปี แต่การระบายสต็อกคอนโดที่ไปได้ช้าเป็นประเด็นที่ต้องติดตาม โดย ณ สิ้นปี 2019 อยู่ที่ 1.6 หมื่นล้านบาท หลักๆมาจากคอนโด Luxury อย่าง Q1 Sukhumvit กว่า 58% ซึ่งขายค่อนข้างช้า มียอดขายเพียง 18% หลังเปิดขายมาแล้ว 5 ปี โดยปัจจุบันพฤติกรรมของลูกค้าระดับบนระมัดระวังในการใช้จ่ายมากขึ้น รวมถึงยังมีอุปทานส่วนเกินในตลาดจำนวนมาก รองลงมาเป็นคอนโดระดับ Low-end ราคาเฉลี่ยต่ำกว่า 2 ล้านบาท/ห้อง และทำเลต่างจังหวัด มีสัดส่วน 25% ซึ่งเป็นกลุ่มที่อ่อนไหวมากต่อภาวะเศรษฐกิจ รวมถึงปัญหาหนี้ครัวเรือน และต้องพึ่งพิงการปล่อยสินเชื่อ ท่ามกลางสถาบันการเงินค่อนข้างเข้มงวด อย่างไรก็ดี คอนโดหรู Q1 Sukhumvit มูลค่า 1.1 หมื่นล้านบาท หรือราคาเฉลี่ย 40 ล้านบาท/ห้อง หากขายได้มากกว่าคาดจะเป็นตัวแปรสำคัญในการผลักดันรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นทันที

ฐานะการเงินยังอยู่ในเกณฑ์ดี เชื่อว่าสามารถจัดการชำระหนี้ได้

อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ณ สิ้นปี 2019 อยู่ที่ 0.9x เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มอสังหาฯ ที่ 1.3x ส่วนอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุน (IBD/E) อยู่ที่ 0.8x เทียบกับกลุ่มอสังหาฯที่ 1.0x และข้อกำหนดทางการเงิน (Debt Covenant) ของบริษัทที่ 2.5x ส่วนใหญ่เป็นหุ้นกู้ไม่มีหลักประกันราว 2 หมื่นล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนกว่า 98% ของ IBD ทยอยครบกำหนดในปี 2020-2022 โดยส่วนที่ครบกำหนดในปีนี้อยู่ที่ 8 พันล้านบาทในเดือนพ.ค. และพ.ย. ที่ 4 พันล้านบาทต่อเดือน ซึ่งบริษัทมีแผนออกหุ้นกู้ชุดใหม่แทนที่ (Rollover) อย่างไรก็ดี ในกรณีหากไม่สามารถ Rollover ได้ เราเชื่อว่า QH จะสามารถจัดการ และหาแหล่งเงินทุนอื่นได้ จากความน่าเชื่อถือและอันดับเครดิต A- ขณะที่มีเงินสดในมือและวงเงินกู้พร้อมเบิกรวม 6.7 พันล้านบาท บาท รวมถึงมีกระแสเงินสดเข้ามาเติมจากผลประกอบการแต่ละไตรมาส โดยเฉพาะแนวราบที่หมุนรอบเร็ว และเงินลงทุนในบริษัทร่วมทั้ง 4 แห่ง

ราคาหุ้นใกล้เต็มมูลค่าพื้นฐาน เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ “ถือ”

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2020 ของ QH เท่ากับ 2.20 บาท ด้วยวิธี SOTP จากธุรกิจอสังหาฯ ที่ 0.16 บาท (อิง PER 7x) บวกกับมูลค่าการลงทุนในบริษัทร่วม 2.07 บาท (ใช้ Discount rate ที่ 35% เทียบเท่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 4 ปี -1SD) คิด Implied เป็น PE2020 ที่ 13.5x แม้ว่าราคาหุ้นปัจจุบันที่ 2.16 บาท ต่ำกว่า NAV ของบริษัทร่วมที่ 3.74 บาท/หุ้นอยู่มาก และให้อัตราผลตอบแทนปันผล 5% ต่อปี อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นฟื้นตัวขึ้น 25% ภายใน 1 เดือน หลังปรับลงกว่า 32% ในช่วงเดือนม.ค.-มี.ค. ทำให้มี Upside เพียง 2% จากมูลค่าพื้นฐาน เราจึงเริ่มต้นด้วยคำแนะนำ “ถือ” ระยะสั้น ขาดปัจจัยหนุนจากงบ 1Q20 อ่อนแอ และมีโอกาสที่ Consensus ปรับประมาณการลง เพื่อสะท้อนผลกระทบจาก COVID-19 และงบ LHFG ที่พลิกเป็นขาดทุน

QH ประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล แทนการจ่ายปันผลงวด 2H19 ในอัตราเดิมที่ 0.13 บาท/หุ้น คิดเป็น Yield 6% ขึ้น XD วันที่ 28 เม.ย. 2020 และจ่ายปันผล 18 พ.ค. 2020

ความเสี่ยง – กำลังซื้ออ่อนแอกว่าคาด, ยอดขายถูกยกเลิก, การปฏิเสธสินเชื่อของธนาคาร, งานก่อสร้างล่าช้า, สถานการณ์แพร่ ระบาด Covid-19 ยืดเยื้อถึง 2H20

1Q20E Earnings Preview

(Bt mn)	1Q20E	4Q19	%Q-Q	1Q19	%Y-Y
Revenue	1,939	2,300	-15.7	3,436	-43.6
Costs	1,294	1,505	-14.0	2,296	-43.6
Gross profit	645	795	-18.9	1,140	-43.4
SG&A costs	514	550	-6.5	579	-11.3
Interest charge	100	92	8.9	99	1.1
Norm profit	260	675	-61.5	870	-70.1
Net profit	260	675	-61.5	870	-70.1
Gross margin (%)	33.3	34.6	-1.3	33.2	0.1
Norm earnings margin (%)	13.4	29.4	-15.9	25.3	-11.9
Net profit margin (%)	13.4	29.4	-15.9	25.3	-11.9

Source: FSS Estimates

Figure 1: Product and price segmentation

Single Detached Home (SDH)	*Price range*	*Condo*	*Price range*
พฤกษ์ภิรมย์	30-85 MB	Q Condo	14-140 MB
Q House Avenue	24-80 MB	Q House Condo	3-7 MB
ลัดดารมย์	7-30 MB	Casa Condo	2-5 MB
วรารมย์	6-12 MB	The Trust Condo	1.5-4 MB
CasaGrand / Legend	7-12 MB	The Point Condo	<1 MB
Casa Premium	5-7 MB		
Casa Ville / Presto	4-6 MB		
Casa Seaside	3-6 MB		
The Trust Ville	3-5 MB		
Town Home (TH)	***Price range***		
Casa City	3-5 MB		
Gusto	2.5-3.5 MB		
The Trust Town Home	2-4 MB		

Sources: Company data, FSS Research

Figure 2: Property Development for Rent

Hotel	*Avg. Occ. as 4Q19*	*End of Lease Term*
Centre Point Hotel Silom	88%	July 2023
Centre Point Hotel Pattaya	61%	Freehold
Office		
Q. Houses Asoke	89%	Nov 2022
Q. Houses Sathorn	90%	Dec 2023

Sources: Company data, FSS Research

Figure 3: Valuation SOTP

	Method	*Hold*	*Value/share (Bt)*
Property	PER 7x		0.16
Investment in subsidiaries	Discount 35%		2.07
- HMPRO		19.87%	
- LHFG		13.74%	
- QHPF		25.66%	
- QHHR		31.33%	

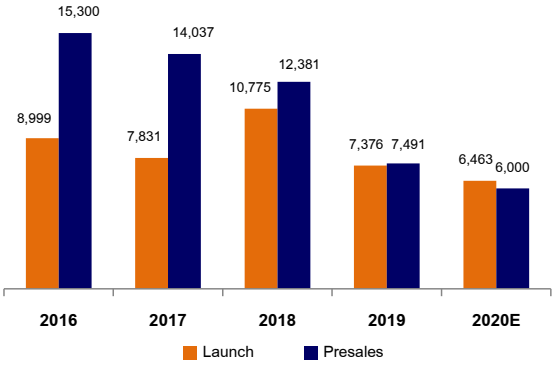
Sources: FSS Research

Figure 4: New Launch Projects in 2020

Project	Product	Value (MB)	Launch
Q Kaset-Navamintr	DH	80	1Q20
Q Prime Sukhumvit 77	TH	2,005	1Q20
Casa Grand Watcharapol-Permsin	DH	2,264	3Q20
Gusto Suksawat-Pracha Uthit	TH	712	3Q20
Q District Suksawat 76	TH	1,402	4Q20
Total project value		**6,463**	

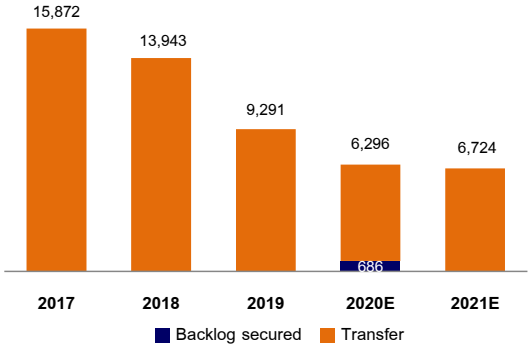
Sources: Company data, FSS Research

Figure 5: New Launch VS Presales (MB)



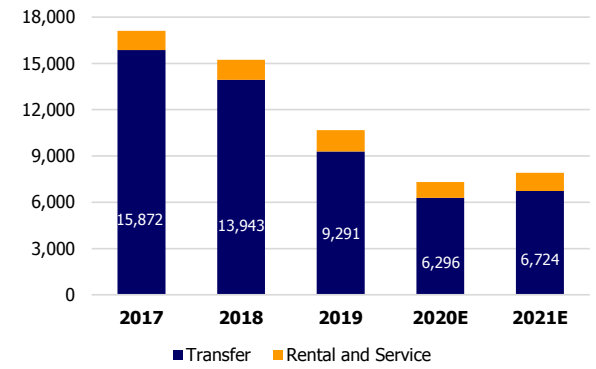
Source: Company data, FSS Research

Figure 6: Transfer VS Backlog (MB)



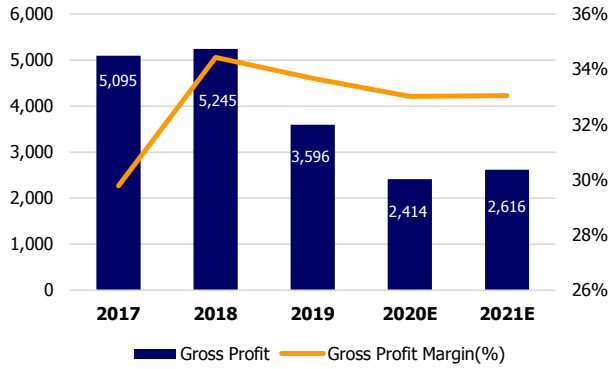
Source: Company data, FSS Research

Figure 7: Revenue (MB)



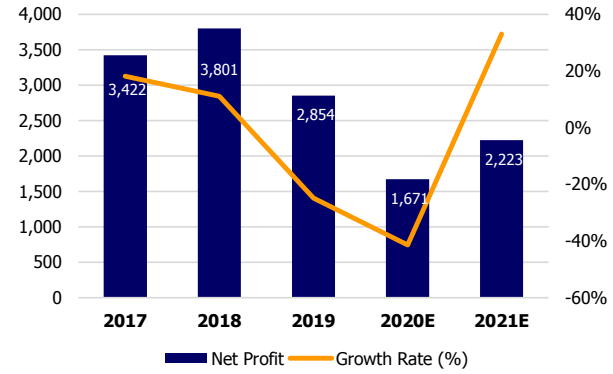
Source: FSS Research

Figure 8: Gross Profit (MB) VS Gross Profit Margin



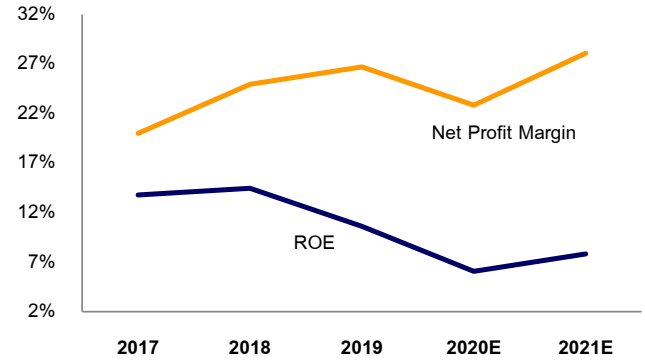
Source: FSS Research

Figure 9: Net Profit (MB)



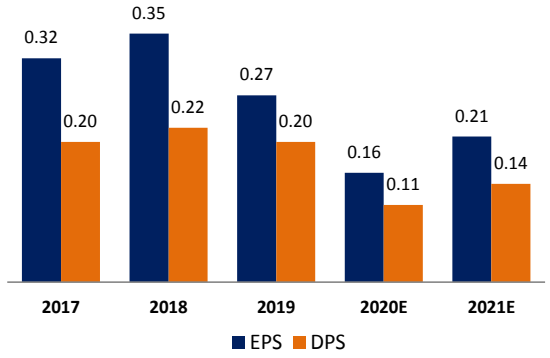
Source: FSS Research

Figure 10: ROE VS Net Profit Margin (%)



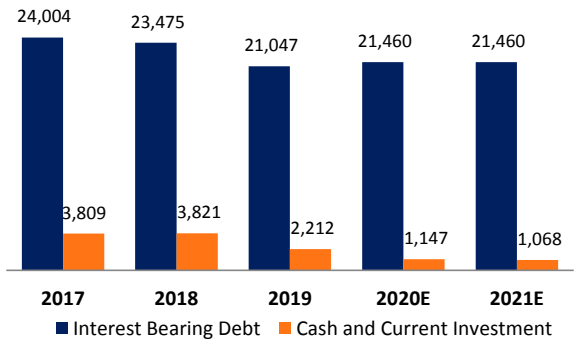
Source: FSS Research

Figure 11: EPS VS DPS (Bt)



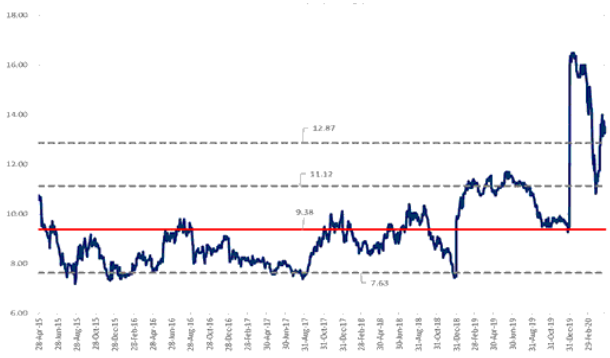
Source: FSS Research

Figure 12: Interest Bearing Debt (IBD) VS Cash (MB)



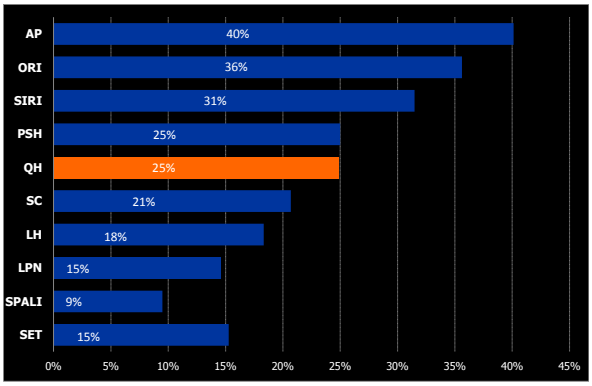
Source: FSS Research

Figure 13: QH 5 Years P/E Band (x)



Source: Bloomberg, FSS Research

Figure 14: Year-to-Date Return (%)



Source: Setsmart, FSS Research

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Revenue	17,106	15,231	10,680	7,310	7,916
Cost of sales	12,011	9,986	7,083	4,896	5,300
Gross profit	5,095	5,245	3,596	2,414	2,616
SG&A	3,027	2,655	2,209	1,959	2,074
Operating profit	2,068	2,590	1,387	455	542
Other income	283	261	270	263	263
EBIT	2,351	2,851	1,657	718	805
EBITDA	2,421	2,919	1,785	855	942
Interest charge	357	356	390	408	408
Tax on income	343	441	294	62	79
Earnings after tax	3,294	3,830	2,900	1,671	2,223
Minority Interests	0	0	0	0	0
Norm profit	3,294	3,830	2,900	1,671	2,223
Extraordinary items	128	-29	-46	0	0
Net profit	3,422	3,801	2,854	1,671	2,223

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Net profit	3,294	3,830	2,900	1,671	2,223
Depreciation etc.	71	68	128	137	137
Change in working capital	2,071	523	439	-2,086	-885
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operation	5,435	4,421	3,467	-278	1,476
Capital expenditures	-1,059	-1,533	-326	-197	-221
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	-1,059	-1,533	-326	-197	-221
Free cash flow	4,376	2,888	3,141	-475	1,255
Net borrowings	-2,024	-530	-2,428	413	0
Equity capital raised	8	-78	-26	0	0
Dividend paid	-1,439	-2,268	-2,296	-1,002	-1,334
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	-3,455	-2,876	-4,750	-590	-1,334
Net Change in cash	921	12	-1,609	-1,064	-79

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Cash and equivalent	3,809	3,821	2,212	1,147	1,068
Accounts receivable	57	58	98	67	73
Inventory	25,550	25,805	25,040	27,503	28,178
Other current asset	233	182	157	110	119
Total current assets	29,649	29,865	27,507	28,827	29,437
Investment	21,250	20,956	20,253	20,252	20,303
PPE	1,454	2,513	2,370	2,330	2,363
Other assets	705	830	772	585	633
Total Assets	53,059	54,164	50,902	51,994	52,736
Short term loan	0	1,297	500	0	0
Account payable	1,097	1,179	630	490	530
Current maturities	8,327	9,127	8,027	4,628	7,528
Other current liabilities	2,488	2,619	1,703	1,827	1,583
Total current liabilities	11,912	14,223	10,860	6,945	9,641
Long term debt	15,677	13,050	12,520	16,832	13,932
Other LT liabilities	667	606	658	685	742
Total liabilities	28,257	27,878	24,038	24,462	24,315
Registered capital	10,714	10,714	10,714	10,714	10,714
Paid-up capital	10,714	10,714	10,714	10,714	10,714
Share Premium	379	379	379	379	379
Legal reserve	1071	1071	1071	1071	1071
Retained earnings	12,619	14,181	14,785	15,453	16,343
Others	18	-60	-87	-87	-87
Minority Interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	24,802	26,286	26,863	27,532	28,421

Important Ratios (Consolidated)

	2017	2018	2019	2020E	2021E
Growth (%)					
Revenue	-10.6	-11.0	-29.9	-31.6	8.3
EBITDA	12.3	20.6	-38.9	-52.1	10.2
Net profit	18.1	11.1	-24.9	-41.5	33.1
Normalized earnings	13.7	16.3	-24.3	-42.4	33.1
Profitability (%)					
Gross profit margin	29.8	34.4	33.7	33.0	33.0
EBITDA margin	14.2	19.2	16.7	11.7	11.9
EBIT margin	13.7	18.7	15.5	9.8	10.2
Normalized profit margin	19.3	25.1	27.2	22.9	28.1
Net profit margin	20.0	25.0	26.7	22.9	28.1
Normalized ROA	6.2	7.1	5.7	3.2	4.2
Normalize ROE	13.8	14.5	10.6	6.1	7.8
Normalized ROCE	8.3	9.5	7.1	3.7	5.2
Risk (x)					
D/E	1.1	1.1	0.9	0.9	0.9
Net D/E	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
Net debt/EBITDA	10.1	8.2	12.2	27.3	24.7
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.32	0.35	0.27	0.16	0.21
Normalized EPS	0.31	0.36	0.27	0.16	0.21
EBITDA	0.23	0.27	0.17	0.08	0.09
Book value	2.31	2.45	2.51	2.57	2.65
Dividend	0	0.22	0.20	0.11	0.14
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	6.8	6.1	8.1	13.9	10.4
Norm P/E	7.0	6.0	8.0	13.9	10.4
P/BV	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	8.1	8.3	12.0	14.1	18.9
Dividend yield (%)	9	10.2	9.3	5.1	6.5

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่
999/9 อาคารดิ ออฟฟิศเศส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25
ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-658-9000, 02-658-9500

สำนักงานเอ็ม บี เค ทาวเวอร์
ชั้น 15 อาคารเอ็ม บี เค ทาวเวอร์
เลขที่ 444 ถนนพญาไท แขวงวังใหม่
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-680-0700, 02-680-0777

สำนักงานอัลม่าลิงค์
25 อาคารอัลม่าลิงค์ ชั้น 9,14,15
ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-646-9600, 02-646-9999

สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์
496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์
ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-660-5000, 02-264-6000

สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1
7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1
ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์
เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
02-878-5999

สาขา บางกระปิ
3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3
ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว
แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ
จ.กรุงเทพมหานคร
02-378-4545

สาขา บางนา
589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105)
ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา
เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร
02-740-7100

สาขา สินธร 1
130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1
ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-690-4100

สาขา เคี่ยนหงวน (สินธร 2)
140/1 อาคารเคี่ยนหงวน 2 ชั้น 18
ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-254-1717

สาขา แจ้งวัฒนะ
99, 99/9
เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19
หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด
ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี
02-005-4193

สาขา ประชาชื่น
105/1 อาคารบี ชั้น 4
ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว
เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร
02-580-9130

สาขา รังสิต
1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17
ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน
ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี
02-993-8180

สาขา รัตนาธิเบศร์
576 ถ.รัตนาธิเบศร์
ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี
จ.นนทบุรี
02-831-8300

สาขา ขอนแก่น 1
311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง
ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น
จ.ขอนแก่น
043-224-504

สาขา ขอนแก่น 3
311/1
ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมบึง)
ต. ในเมือง
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น
043-058-925

สาขา อุดรธานี
197/29, 213/3
ถ.อุดรดุษฎี ต. หมากแข้ง
อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
042-245-589

สาขา เชียงใหม่ 1
308
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่
053-204-711

สาขาเชียงใหม่ 2
310
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมือง จ.เชียงใหม่
053-235-889, 053-204-909

สาขาเชียงใหม่ 3
อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2
ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่
จ.เชียงใหม่
053-805-388

สาขา เชียงราย
353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก
อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย
053-750-120

สาขา แม่สาย
119 หมู่ 10 ต.แม่สาย
อ.แม่สาย จ.เชียงราย
053-640-599

สาขา นครราชสีมา
198/1 ตรอกสมอราย
ต.ในเมือง
อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
044-288-700, 044-014-322, 044-014-323

สาขา ออนไลน์ภูเก็ต
22/18
ถ.หลวงพ่อวัดฉลอง
ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต
จ.ภูเก็ต
076-210-499

สาขา หาดใหญ่
106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปัตย์
ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
074-243-777

สาขา ตรัง
59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง
อ.เมืองตรัง จ.ตรัง
075-211-219

สาขา สุราษฎ์ธานี
173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่
ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎ์ธานี
จ.สุราษฎ์ธานี
077-222-595

สาขา ปัตตานี
300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล
อ.เมือง จ.ปัตตานี
073-350-140-4

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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCO, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2019

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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2562 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC