

Land and Houses

(LH.BK/LH TB)*

Outperform • Maintained

Price as of 8 Jun 2023	8.65
12M target price (Bt/shr)	9.84
Unchanged/Revised up(down)(%)	(19.3)
Upside/downside (%)	13.7

Key messages

LH จะเร่งยอดขายเพิ่มขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้ หลังจากผลประกอบการ 1Q66 นวัตกรรม ชุมชนที่ ธุรกิจโรงแรมและธุรกิจใหญ่ยังเป็นช่วงขาขึ้น ทั้งนี้ LH คาดกำไรปีนี้เพิ่มขึ้นจากแผนการขายโรงแรมที่ พยายามลด 5 พันล้านบาทและมีผลตอบแทนจากการลงทุนสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2566F/2567F ลง 16%/14% และปรับลดราคาเป้าหมาย SOTP ปี 2566F ลงเหลืออยู่ที่ 9.84 บาท โดยยังเหลือ upside อีก 14% และค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงขึ้นที่ 8% ต่อปี ช่วง 2566F-2567F (เทียบกับ 6% ต่อปีช่วง 2563-2565) เราคงคำแนะนำซื้อหุ้น LH

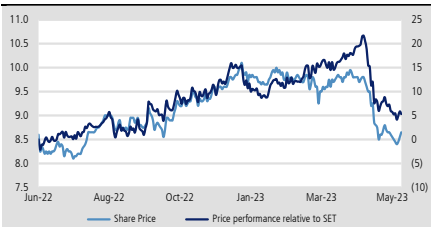
Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$bn)	103.3/2.6		
Outstanding shares (mn)	11,950		
Foreign ownership (mn)	1,767		
3M avg. daily trading (mn)	41		
52-week trading range (Bt)	8.1 – 10.1		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	-9.9	-9.4	-1.7
Relative	-7.6	-5.7	3.5

Quarterly EPS

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2021	1.18	1.27	0.88	1.36
2022	1.31	1.45	1.52	1.35
2023	0.92			

Share price chart



Source: SET

Vanida Geisler
66.2658.8888 Ext. 8857
vanidag@kgi.co.th

กำไรจากการขายเงินลงทุนจะหนุนกำไรปี 2566

Event

อัปเดตแนวโน้มธุรกิจ ปรับประมาณกำไรและราคาเป้าหมาย

Impact

รายได้จากการขายบ้านชะลอตัว

ยอดจอง (presales) 1Q66 ลดลง 40% YoY และ 14% QoQ และเดือนเมษายน 2566 อ่อนตัวที่ 1 พันล้านบาท (ค่าเฉลี่ยรายเดือน 1Q66 ที่ 1.6 พันล้านบาท) เรคาด presales 2Q66F ยังไม่น่าตื่นเต้นเพราะมีวันหยุดยาว (เดือนเมษายน-พฤษภาคม) และผู้ซื้อหรือความชัดเจนของรัฐบาลชุดใหม่ ขณะที่ presales 4M66 ต่ำอยู่ที่ 5.8 พันล้านบาทคิดเป็น 16.5% ของเป้าหมายปี 2566F ที่ 3.5 หมื่นล้านบาท ด้านรายได้จากการขายบ้าน 1Q66 ลดลงที่ 4.8 พันล้านบาท (-31% YoY และ-39% QoQ) คิดเป็น 15% ของเป้าหมายบริษัทปีนี้ ส่วนอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) 1Q66 ลดลงต่ำที่สุดตามการอ่อนแอของรายได้ ทั้งนี้ ผู้บริหารคาดธุรกิจ 2H66 พื้นตัวจาก i) รุกเปิดโครงการใหม่ ๆ มูลค่ารวม 2.75 หมื่นล้านบาท(เทียบกับ 7.5 พันล้านบาทใน 1H66) ii) มีแผนการตลาดใหม่ช่วยกระตุ้นยอดขาย และ iii) การเร่งการก่อสร้าง แต่เรามองว่าผลประกอบการปีนี้อาจต่ำกว่าเป้าหมายบริษัทเพราะคาดธุรกิจ 1H66 ยังไม่ฟื้น

คาดการณ์ upside จากรายได้อื่นนอกเหนือจากการขายบ้าน

เรคาดรายได้จากธุรกิจให้เช่าและโรงแรมปี 2566F ที่ 7.2 พันล้านบาท (+50% YoY) จาก 1Q66 มีรายได้พุ่งขึ้นที่ 1.8 พันล้านบาท (+172% YoY) คิดเป็น 25% ของเป้าหมายปีนี้ ในแง่บวก LH กำลังจะขายโรงแรม 2 แห่งที่พัทยา (Grand Centre Point และ Grand Centre Point Space) ก่อนสิ้นปีนี้ จากเดิมเคยแจ้งต้นปีนี้ว่าจะขายสินทรัพย์เพียงแห่งเดียวเข้าทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล (LH Hotel Leasehold Real Estate Investment Fund : LHHOTEL REIT) ทำให้เรคาดกำไรมี upside จากการขายเงินลงทุนในปี 2566F นอกจากนี้ ธุรกิจให้เช่า 3 แห่งในประเทศไทยที่ LH พัฒนาอยู่มีมูลค่ารวม 9 พันล้านบาทจะเปิดตัวช่วงปี 2566F-2569F และมีแผนซื้ออสังหาริมทรัพย์เพื่อให้เช่าใหม่ในสหรัฐอีกด้วย (Figure 4)

ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2566F/2567F ลง 16%/14%

เราปรับลดประมาณปี 2566F-2567F ด้านรายได้จากการขายบ้านลงปีละ 9-10% และ GPM ลงเกือบ 1% สะท้อน presales YTD อ่อนตัวและแนวโน้มเศรษฐกิจชะลอ แต่เรายังมองด้านบวกต่อธุรกิจให้เช่าและธุรกิจโรงแรมหนุนจากมีจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติสูง ขณะที่แผนการขายเงินลงทุนยังไม่ชัดเจน เราจึงคงสมมติฐานกำไรจากการขายเงินลงทุนไว้เดิมที่ 1 พันล้านบาท แม้ว่า รายได้จากการขายบ้านชะลอตัว แต่ ธุรกิจให้เช่าและธุรกิจโรงแรมยังโตแรง (+57% YoY) รวมถึงการรับรู้กำไรพิเศษจะหนุนกำไรปีนี้สูงขึ้น 8.5 พันล้านบาท(+3% YoY) เรายังคงอัตราการเติบโตกำไรที่ 12% YoY ในปี 2567F

Valuation & action

เรคาดผลการดำเนินงาน 1Q66 จะเป็นจุดต่ำสุดในปีนี้ โดยมีโมเมนตัมฟื้นตัว QoQ แต่ยังคงลดลง YoY ขณะที่ กำไรสูงสุดปีนี้อยู่ใน 4Q66 และรวมกำไรจากการขายเงินลงทุน (divestment gains) ที่สูงมาก ทั้งนี้ เราประเมินราคาเป้าหมาย SOTP ปี 2566F ใหม่ที่ 9.84 บาท (ธุรกิจหลัก 5.5 บาท และธุรกิจลงทุน 4.3 บาท) นอกจากนั้น เรคาดอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลปี 2566F-2567F สูงขึ้นที่ 8% ต่อปีเทียบกับเฉลี่ย 6% ต่อปีช่วงปี 2563-2565 และยังคงคำแนะนำซื้อ LH

Risks

ภาวะเศรษฐกิจอ่อนแอและการปฏิรูปนโยบายจากภาครัฐ

Key financials and valuations

	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	29,898	32,270	35,597	36,614	39,908
Gross Profit (Btmn)	9,154	10,157	11,621	11,605	12,730
SG&A (Btmn)	3,904	3,974	4,787	5,492	5,687
Net Profit (Btmn)	7,145	6,936	8,313	8,541	9,579
Normalized Profit (Btmn)	6,557	6,884	8,058	7,541	8,579
EPS (Bt)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7
DPS (Bt)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
EPS Growth (%)	(28.7)	(2.9)	19.8	2.8	12.2
Normalized EPS Growth	(14.7)	5.0	17.1	(6.4)	13.8
P/E (X)	13.3	15.2	14.2	12.1	10.8
P/B (X)	1.9	2.1	2.3	1.9	1.8
EV/EBITDA (X)	21.7	18.9	18.6	19.0	17.0
Dividend Yield (%)	6.3	5.7	6.1	8.1	8.1

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 1: Earnings revisions for 2023-24F

Year to 31 Dec (Btm)	2023F Previous	2023F Revised	Chg (%)	2024F Previous	2024F Revised	Chg (%)
Total revenue	39,807	36,614	(8.0)	42,731	39,908	(6.6)
Rental/service revenue	7,000	7,173	2.5	7,350	7,829	6.5
Residential revenue	32,807	29,441	(10.3)	35,381	32,080	(9.3)
-Low-rise	30,792	27,829	(9.6)	33,679	30,719	(8.8)
-High-rise	2,015	1,612	(20.0)	1,701	1,361	(20.0)
EBIT	8,718	6,845	(21.5)	9,552	7,841	(17.9)
Share income	3,200	3,115	(2.6)	3,511	3,425	(2.4)
Net profit	10,014	8,541	(14.7)	10,928	9,579	(12.3)
Gain on sales of assets	1,000	1,000	0.0	1,000	1,000	0.0
Normalized profit	9,014	7,541	(16.3)	9,928	8,579	(13.6)

Key financials	2023F Previous	2023F Revised	Chg (ppts)	2024F Previous	2024F Revised	Chg (ppts)
Total gross margin	32.5	31.7	(0.8)	32.8	31.9	(0.9)
Residential gross margin (%)	32.5	31.5	(1.0)	32.6	31.8	(0.9)
Rental gross margin (%)	32.5	32.5	0.0	33.5	32.5	(1.0)
Net margin (%)	22.6	20.6	(2.0)	23.2	21.5	(1.7)

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: SOTP valuation

SOTP Valuation	2023F Previous	2023F Revised
<u>Real estate and rental business</u>		
EPS (Bt/share)	0.48	0.36
PE multiple (x)	16.3	15.2
Target price for core business (Bt)	7.8	5.5
<u>Investments</u>		
Investment value - 35% discount (Btmn)	53,200	51,792
Shares (mn)	11,950	11,950
Investment value per share (Bt)	4.5	4.3
SOTP value (Bt)	12.2	9.84

Source: KGI Securities Research

ปัจจัยเสี่ยงที่จะมีผลต่อประมาณการกำไรสุทธิของเรา

หนึ่งในนโยบายของรัฐบาลใหม่ที่อาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์คือการเพิ่มค่าแรงงานขั้นต่ำรายวันขึ้นอีก 30% เป็น 450 บาท/วัน ปกติต้นทุนค่าแรงงานคิดเป็นราว 7-8% ของรายได้ ซึ่งมีนัยสำคัญน้อยกว่าเมื่อเทียบกับต้นทุนค่าซื้อที่ดินและค่าก่อสร้าง ที่คิดเป็น 40-50% และ 40% ของต้นทุนรวม ตามลำดับ หากมีการปรับเพิ่มค่าแรงงานขั้นต่ำต่อวันขึ้นอีก 30% ในปี 2567 เราคาดส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิของ LH ลดลงราว 5% ขณะที่กลุ่มลูกค้าหลักของ LH เป็นกลุ่มผู้มีรายได้ระดับกลางถึงระดับสูง จึงอาจผลกระทบต่อต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังผู้ซื้อได้ ในอดีตปี 2555 มีการปรับอัตราค่าแรงงานขั้นต่ำต่อวันขึ้น 30% เป็น 300 บาทต่อวัน แต่ GPM ช่วงปี 2555-2557 ของ LH ยังสูงขึ้นไปอีก 34-36% (เทียบกับ 32.6% ปี 2554) นอกจากนี้ ช่วงก่อนเกิดโรคระบาดโควิด LH มีส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทในเครือบวกกับกำไรพิเศษซึ่งคิดเป็นครึ่งหนึ่งของกำไรสุทธิ ทำให้สามารถชดเชยการเพิ่มขึ้นของต้นทุนการดำเนินงานได้ ทั้งนี้ ปัจจุบันเรายังไม่ได้รวมการขึ้นค่าจ้างแรงงานอย่างมากดังกล่าวในสมมติฐานประมาณการกำไรของเรา

จากการศึกษาพบว่าภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีความสัมพันธ์กันสูงกับอัตราการเติบโตของ GDP ที่ 65-70% โดยการปรับลดประมาณการ GDP ลงล่าสุดอยู่ที่ 4.1% YoY อาจทำให้อุปสงค์ด้านที่อยู่อาศัยลดลงด้วย ดังนั้น เราจึงปรับลดประมาณการอัตราการเติบโตรายได้และ presales ในปี 2566F ลง 10%/9% และปี 2567F ลง 10%/11% (Figure 3)

ปรับลดราคาเป้าหมายลง

นอกจากการปรับลดประมาณการกำไรโรง เรายังปรับลดค่า PE ลงใหม่อยู่ที่ 15.2x โดยธุรกิจขายบ้าน (คิดเป็น 80% ของรายได้รวม) อิง PE ที่ 10x และ ธุรกิจโรงแรม (คิดเป็น 20% ของรายได้รวม) อิง PE ที่ 35x ทำให้ได้ราคาประเมินมูลค่าธุรกิจหลักของ LH ใหม่ที่ 5.5 บาทต่อหุ้น ส่วนมูลค่าธุรกิจลงทุนลดลงอยู่ที่ 4.3 บาทจากผลของการปรับลดราคาเป้าหมายหุ้น QH และ HMPRO ของเรา ดังนั้นราคาเป้าหมายใหม่ของ LH จึงอยู่ที่ 9.84 บาท (ลดจากเดิมที่ 12.2 บาท)

Figure 3: Presales/Revenue/New launches revision for 2023F-24F

Btmn	2023F			2024F		
	Previous	New	%change	Previous	New	% change
New launch - Total	34,960	34,960	0.0	40,000	35,000	(12.5)
Low-rise	28,460	28,460	0.0	32,000	30,000	(6.3)
High-rise	6,500	6,500	0.0	8,000	5,000	(37.5)
Presales - Total	34,894	31,620	(9.4)	38,272	33,885	(11.5)
Low-rise	30,577	27,902	(8.7)	32,704	29,846	(8.7)
High-rise	4,317	3,719	(13.9)	5,568	4,039	(27.5)
Transfer - Total	33,077	29,441	(11.0)	35,685	32,080	(10.1)
Low-rise	31,062	27,829	(10.4)	33,984	30,719	(9.6)
High-rise	2,015	1,612	(20.0)	1,701	1,361	(20.0)

Source: KGI Securities Research

Figure 4: Rental properties

Grande Centre Point (GCP) Hotel	Owner	Investment	Keys	Operation
GCP Ratchadamri Hotel	REIT	2,800	497	2009
GCP Terminal 21 Hotel	REIT	2,000	462	2011
GCP Ploenchit Hotel	Property Fund	1,525	277	2014
GCP Sukhumvit 55 Hotel	REIT	1,940	442	2016
GCP Pattaya*	LH	1,600	396	2018
GCP Space Pattaya*	LH	3,400	490	2022
GCP Surawong (under development)	LH	2,260	399	2023F
GCP Lumpini (under development)	LH	4,830	512	2024F
GCP Ratchadamri2 (under development)	LH	4,580	509	2026F

9 projects worth Bt25bn
**To be sold to REITs within end-23*

Terminal 21 (T 21) Mall	Owner	Investment	Sq.m.	Operation
T21 Pattaya	LH	3,330	160,000	2018
T21 Rama 3	LH	4,500	140,000	2022

2 projects worth Bt7.8bn

USA properties	Owner	Investment	Keys	Acquisition
Parc (Apartment)	LH	135	252	2016
Yard (Apartment)	LH	127	284	2016
Revere (Apartment)	LH	119	168	2017
SpringHill (Hotel)	LH	31	120	2021

4 projects worth USD412mn

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 5: LH's 1Q23 earnings review

Bt mn	1Q23	1Q22	YoY (%)	4Q22	QoQ (%)
Revenue	6,629	7,627	(13.1)	9,825	(32.5)
Revenue from sales of real estate	4,832	6,966	(30.6)	7,921	(39.0)
Revenue from rental and services	1,797	661	171.9	1,903	(5.6)
Gross Profit	1,992	2,476	(19.5)	3,332	(40.2)
SG&A	1,244	1,006	23.7	1,339	(7.1)
Equity Income/(Loss)	848	717	18.3	781	8.6
Net Profit	1,354	1,931	(29.9)	1,993	(32.1)
Normalized profit	1,472	1,856	(20.7)	2,404	(38.8)
Percent	1Q23	1Q22	YoY (ppts)	4Q22	QoQ (ppts)
Total gross margin	30.1	32.5	(2.4)	33.9	(3.9)
Residential gross margin	28.7	32.8	(4.1)	33.4	(4.7)
SG&A/sales	18.8	13.2	5.6	13.6	5.1
Revenue breakdown by segments	1Q23	1Q22	YoY (%)	4Q22	QoQ (%)
Low-rise	4,533	7,726	(41.3)	6,945	(34.7)
High-rise	299	609	(50.9)	963	(69.0)

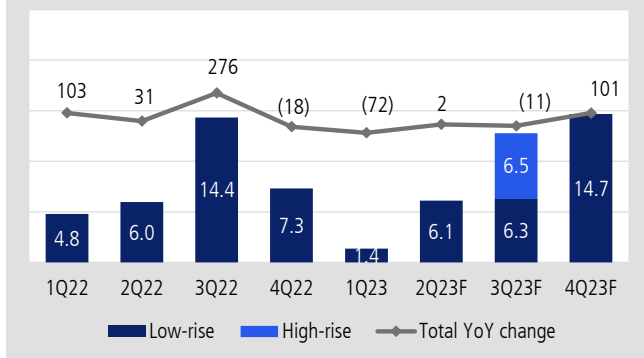
Source: KGI Securities Research

ผลการดำเนินงาน 1Q66 อ่อนแอ

- LH รายงานกำไรสุทธิ 1Q66 จะลดตัวที่ 1.35 พันล้านบาท (-30% YoY และ -32% QoQ) และกำไรปกติอ่อนแออยู่ที่ 1.47 พันล้านบาท (-21% YoY และ -39% QoQ) ต่ำกว่านักวิเคราะห์ในตลาดคาดไว้ที่ 1.5 พันล้านบาท
- รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ทั้งโครงการแนวราบและโครงการคอนโดมิเนียมแย่งชิง QoQ และ YoY
- GPM ของธุรกิจขายบ้านทำสถิติต่ำที่สุดอยู่ที่ 29%
- สัดส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A/ยอดขาย) พุ่งขึ้นทำสถิติใหม่สูงสุดที่ 19% ตามการอ่อนแอของรายได้
- รายได้ของธุรกิจโรงแรมและธุรกิจให้เช่าสูงชันน่าประทับใจที่ 1.8 พันล้านบาท (+172% YoY)
- ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทในเครือ (คิดเป็น 58% ของกำไรสุทธิ) ดีขึ้นต่อเนื่องอยู่ที่ 848 ล้านบาท (+18% YoY และ +9% QoQ)

Figure 6: Quarterly launches

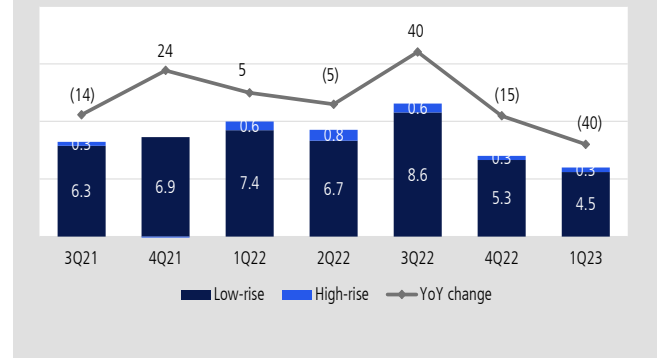
Launches of high-rise and low-rise, Btbn; YoY change of total launches, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: Quarterly presales

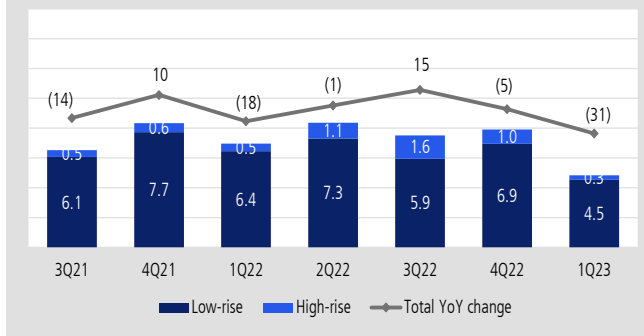
Presales of high-rise and low-rise, Btbn; YoY change of total presales, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Quarterly transfers

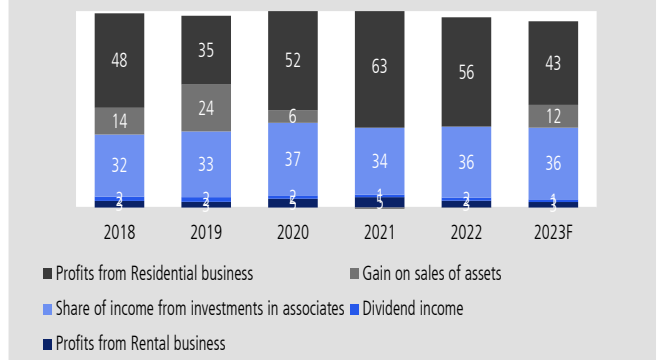
Transfer of high-rise and low-rise, Btbn; YoY change of total launches, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: Share of income breakdown

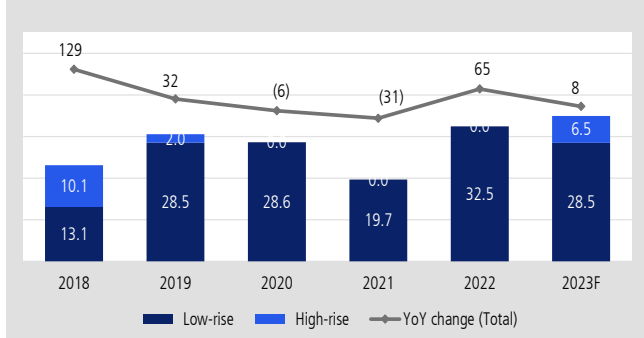
Percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: Yearly launches

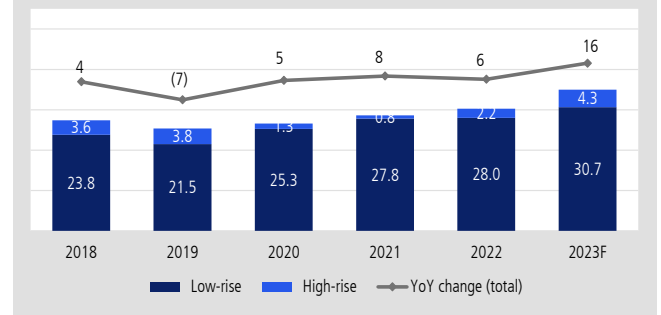
Launches of high-rise and low-rise, Btbn



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: Yearly presales

Presales of high-rise and low-rise, Btbn; YoY change of total presales, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

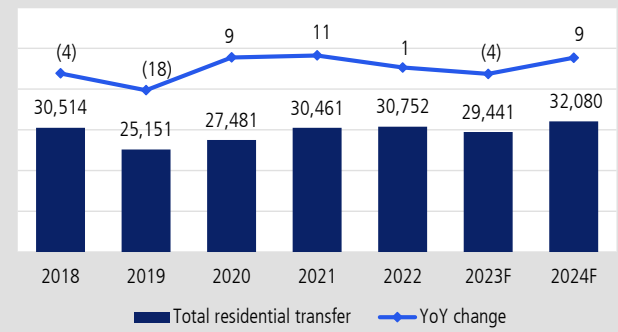
Figure 12: Company profile

Land and House Plc. (LH) engages in property development business. The company is a well-known long-established developer specialized in the mid to high-end landed properties particularly single-detached houses. Nonetheless, it also develops townhouses and condominiums. The company has recurring incomes (20% of total revenue) from shopping mall, hotel and apartment in Thailand and United States. In addition, it earns dividend income and profit contribution from its investment portfolio (1/3 of its bottom line).

Source: Company data

Figure 13: Residential revenue forecast

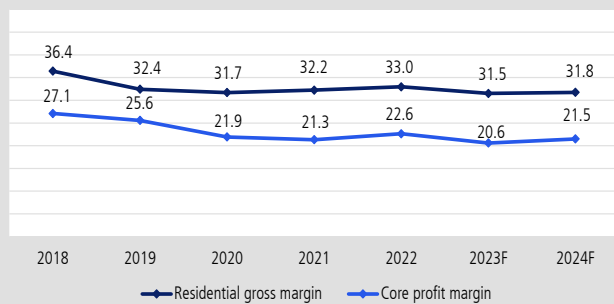
Residential revenues forecast, Btmn (LHS); YoY change, percent (RHS)



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 14: Margins

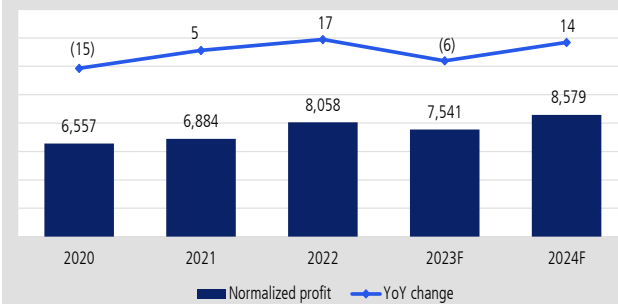
Residential gross margin and net margin, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 15: Normalized profit

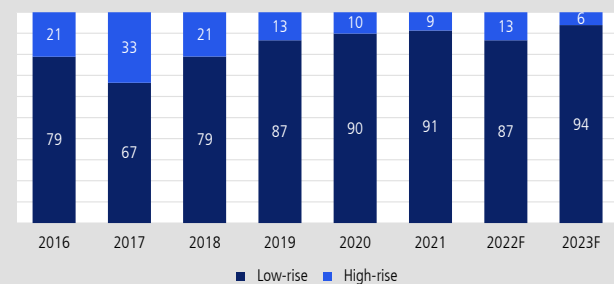
Normalized profit, Btmn



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 16: Transfer breakdown by segment

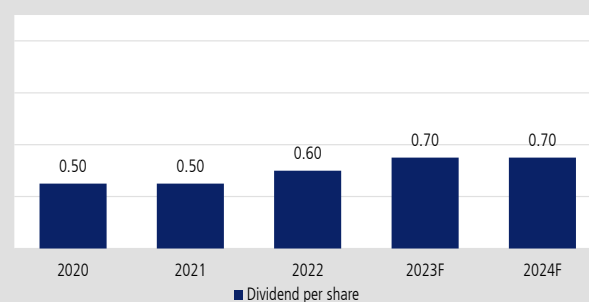
Percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 17: Company dividend per share (DPS)

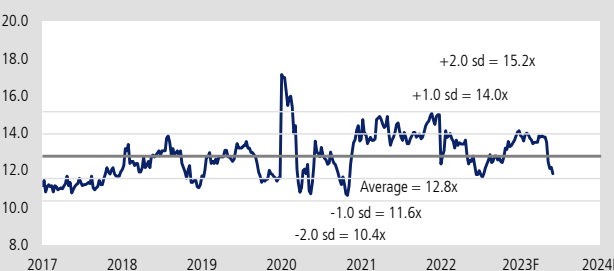
DPS, Bt



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 18: Company trading PER

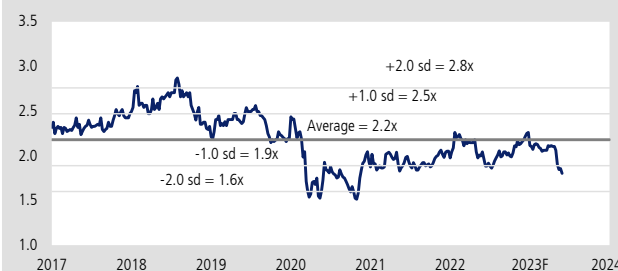
PER, times



Source: KGI Securities Research

Figure 19: Company trading PB

PB, times



Source: KGI Securities Research

Quarterly Income Statement

	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A
Income Statement (Bt mn)													
Revenue	6,035	7,557	8,161	8,146	7,575	8,871	6,909	8,915	7,627	9,280	8,865	9,825	6,629
Cost of Goods Sold	(4,262)	(5,379)	(5,578)	(5,525)	(5,228)	(6,150)	(4,785)	(5,950)	(5,151)	(6,270)	(6,063)	(6,493)	(4,637)
Gross Profit	1,773	2,178	2,582	2,621	2,346	2,721	2,124	2,965	2,476	3,011	2,802	3,332	1,992
Operating Expense	(937)	(951)	(1,001)	(1,015)	(963)	(1,001)	(934)	(1,077)	(1,006)	(1,221)	(1,221)	(1,339)	(1,244)
Other incomes	68	15	81	0	28	17	23	127	60	17	114	45	103
Operating Profit	904	1,242	1,662	1,606	1,412	1,737	1,214	2,015	1,531	1,807	1,695	2,038	851
Depreciation of fixed asset	(327)	(192)	(226)	(208)	(375)	(381)	(393)	(368)	(378)	(382)	(440)	(467)	(464)
Operating EBITDA	1,391	1,469	2,003	2,055	1,922	2,231	1,736	2,572	2,083	2,320	2,263	2,721	1,526
Non-Operating Income	52	35	26	43	33	24	35	34	43	17	33	69	72
Interest Income	10	13	8	9	11	14	12	7	11	7	8	8	8
Other Non-op Income	43	22	18	34	22	10	23	27	32	10	25	61	64
Non-Operating Expense	554	183	469	494	387	351	181	301	471	398	509	478	560
Interest Expense	(182)	(256)	(216)	(234)	(259)	(293)	(285)	(275)	(246)	(254)	(252)	(303)	(288)
Other Non-op Expense	0	(72)	0	72	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	736	511	685	656	647	644	466	577	717	651	762	781	848
Pre-tax profit	883	1,021	1,562	1,614	1,288	1,557	1,058	1,928	1,459	1,684	1,571	1,951	774
Current Taxation	(91)	(261)	(512)	(352)	(284)	(326)	(229)	(440)	(320)	(399)	(469)	(324)	(147)
Minorities	5	9	7	2	2	6	(6)	(4)	(1)	2	(4)	(4)	(2)
Extraordinary items	(189)	114	307	437	92	(12)	19	(46)	76	201	389	(411)	(118)
Net Profit	1,344	1,395	2,049	2,357	1,744	1,870	1,308	2,015	1,931	2,139	2,249	1,993	1,354
Normalized Profit	1,533	1,281	1,742	2,001	1,652	1,881	1,289	2,061	1,856	1,938	1,860	2,404	1,472
EPS (Bt)	0.91	0.95	1.39	1.60	1.18	1.27	0.88	1.36	1.31	1.45	1.52	1.35	0.92
Normalized EPS (Bt)	1.04	0.87	1.18	1.36	1.12	1.27	0.87	1.39	1.26	1.31	1.26	1.63	1.00
Margins													
Gross profit margin	29.4	28.8	31.6	32.2	31.0	30.7	30.7	33.3	32.5	32.4	31.6	33.9	30.1
Operating EBIT margin	15.0	16.4	20.4	19.7	18.6	19.6	17.6	22.6	20.1	19.5	19.1	20.7	12.8
Operating EBITDA margin	23.1	19.4	24.5	25.2	25.4	25.2	25.1	28.8	27.3	25.0	25.5	27.7	23.0
Net profit margin	22.3	18.5	25.1	28.9	23.0	21.1	18.9	22.6	25.3	23.1	25.4	20.3	20.4
Growth (YoY)													
Revenue growth	(13.1)	(1.9)	7.4	4.3	25.5	17.4	(15.3)	9.4	0.7	4.6	28.3	10.2	(13.1)
Operating EBIT growth	(28.7)	(15.1)	10.9	1.9	56.1	39.9	(27.0)	25.5	8.4	4.0	39.6	1.1	(44.4)
Operating EBITDA growth	(13.6)	(17.1)	8.5	4.2	38.2	51.9	(13.4)	25.1	8.3	4.0	30.4	5.8	(26.7)
Net profit growth	(26.4)	(24.7)	(6.9)	(43.1)	29.8	34.0	(36.2)	(14.5)	10.7	14.4	72.0	(1.1)	(29.9)
Normalized profit growth	(16.1)	(30.9)	(5.9)	(7.1)	7.8	46.9	(26.0)	3.0	12.3	3.0	44.3	16.7	(20.7)

Source: Company data, KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Total Assets	122,571	125,198	123,949	124,082	129,970
Current Assets	63,355	60,464	55,462	58,592	61,682
Cash & ST Investment	7,113	10,331	4,799	1,720	1,684
Inventories	52,893	47,256	48,558	54,077	56,998
Account Receivable	187	170	249	183	200
Others	1,703	2,113	1,830	2,112	2,301
Non-current Assets	59,216	64,734	68,487	65,490	68,288
LT Investment	38,398	41,581	42,084	42,497	44,678
Net fixed Assets	601	1,566	1,955	3,009	3,626
Others	20,216	21,587	24,447	19,984	19,984
Total Liabilities	71,970	74,552	71,664	68,341	72,997
Current Liabilities	25,091	28,122	24,900	28,329	33,423
Account Payable	3,140	3,184	3,641	4,033	4,379
ST Borrowing	18,836	21,831	18,372	21,454	26,101
Others	3,115	3,108	2,887	2,841	2,943
Long-term Liabilities	46,879	46,429	46,764	40,013	39,574
Long-term Debts	44,243	43,975	44,215	37,443	36,802
Others	2,637	2,454	2,549	2,570	2,772
Shareholders' Equity	50,601	50,646	52,285	55,741	56,974
Common Stock	11,950	11,950	11,950	11,950	11,950
Capital Surplus	15,453	15,453	15,453	15,453	15,453
Retained Earnings	22,690	23,008	25,355	25,531	26,745

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec Growth (%YoY)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Sales	(0.5)	7.9	10.3	2.9	9.0
OP	(6.8)	17.8	10.9	(10.7)	15.0
EBITDA	(3.9)	22.3	10.9	(9.9)	14.4
NP	(28.7)	(2.9)	19.8	2.8	12.2
Normalized Profit	(14.7)	5.0	17.1	(6.4)	13.8
EPS	(28.7)	(2.9)	19.8	2.8	12.2
Normalized EPS	(14.7)	5.0	17.1	(6.4)	13.8
Profitability (%)					
Gross Margin	30.6	31.5	32.6	31.7	31.9
Operating Margin	18.1	19.8	19.9	17.2	18.2
EBITDA Margin	23.1	26.2	26.4	23.1	24.2
Net Margin	23.9	21.5	23.4	23.3	24.0
ROAA	5.8	5.5	6.7	6.9	7.4
ROAE	14.1	13.7	15.9	15.3	16.8
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	142.2	147.2	137.1	122.6	128.1
Net Debt/Equity (%)	123.1	128.4	116.1	105.7	110.4
Interest Coverage (x)	6.7	6.2	7.3	6.7	7.6
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
Cash Flow Interest Coverage (x)	4.1	11.0	6.2	0.2	4.2
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.2	0.5	0.3	0.0	0.2
Current Ratio (x)	2.5	2.2	2.2	2.1	1.8
Quick Ratio (x)	0.4	0.5	0.3	0.2	0.1
Net Debt (Bt mn)	55,200.9	54,684.9	55,895.1	57,177.1	61,218.6
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
Normalized EPS	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7
CFPS	0.3	1.0	0.5	0.0	0.4
BVPS	4.2	4.2	4.4	4.7	4.8
SPS	2.5	2.7	3.0	3.1	3.3
EBITDA/Share	0.6	0.7	0.8	0.7	0.8
DPS	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
Activity					
Asset Turnover (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Days Receivables	2.3	1.9	2.5	1.8	1.8
Days Inventory	930.7	780.0	739.2	789.3	765.5
Days Payable	55.3	52.6	55.4	58.9	58.8
Cash Cycle	877.7	729.4	686.3	732.2	708.5

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to Dec 31 (Btmn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Revenue	29,898	32,270	35,597	36,614	39,908
Cost of Goods Sold	(20,744)	(22,113)	(23,976)	(25,009)	(27,179)
Gross Profit	9,154	10,157	11,621	11,605	12,730
Operating Expenses	(3,904)	(3,974)	(4,787)	(5,492)	(5,687)
Other Incomes	164	196	236	201	219
Operating Profit	5,414	6,378	7,070	6,314	7,262
Depreciation of fixed assets	(951)	(1,517)	(1,667)	(1,610)	(1,832)
Operating EBITDA	6,919	8,461	9,386	8,455	9,673
Non-Operating Income	156	127	163	165	180
Interest Income	40	44	34	55	60
Other Non-op Income	116	83	129	110	120
Non-Operating Expense	(888)	(1,112)	(1,055)	(1,017)	(1,035)
Interest Expense	(888)	(1,112)	(1,055)	(1,017)	(1,035)
Other Non-op Expense	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	2,588	2,333	2,911	3,115	3,425
Pretax Profit	8,338	8,218	9,830	9,944	11,231
Current Taxation	(1,216)	(1,279)	(1,511)	(1,387)	(1,633)
Minorities	(23)	2	6	16	19
Extraordinaries items	669	52	255	1,000	1,000
Net Profit	7,145	6,936	8,313	8,541	9,579
Normalized Profit	6,557	6,884	8,058	7,541	8,579
EPS (Bt)	0.60	0.58	0.70	0.71	0.80
Normalized EPS (Bt)	0.55	0.58	0.67	0.63	0.72

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Operating Cash Flow	3,623	12,215	6,526	189	4,326
Net Profit	7,145	6,936	8,313	8,541	9,579
Depreciation & Amortization	951	1,517	1,667	1,610	1,832
Change in Working Capital	(1,193)	6,146	(294)	(5,863)	(2,678)
Others					
Investment Cash Flow	(4,536)	(4,831)	(2,159)	5,523	(3)
Net CAPEX	(13,249)	(7,219)	(4,309)	3,517	(2,338)
Change in LT Investment	9,069	2,584	1,941	1,983	2,133
Change in Other Assets	(101)	(14)	114	2	0
Free Cash Flow	(913)	7,384	4,367	5,712	4,323
Financing Cash Flow	3,472	(4,166)	(9,899)	(8,791)	(4,359)
Change in Share Capital	0	0	0	0	0
Net Change in Debt	13,176	2,727	(3,218)	(3,690)	4,006
Change in Other LT Liab.	(2,399)	(275)	(715)	3,264	0
Net Cash Flow	2,559	3,218	(5,532)	(3,079)	(36)

Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1-	COGS Revenue	+ Depreciation Revenue	+ Operating Exp. Revenue	= Operating Margin
2019		67.7%	2.5%	13.5%	16.3%
2020		69.4%	3.2%	13.1%	14.4%
2021		68.5%	4.7%	12.3%	14.5%
2022		67.4%	4.7%	13.4%	14.5%
2023F		68.3%	4.4%	15.0%	12.3%
Year	1/	Working Capital Revenue	+ Net PPE Revenue	+ Other Assets Revenue	= Capital Turnover
2019		1.3	0.0	3.7	0.2
2020		1.3	0.0	4.1	0.2
2021		1.0	0.0	3.8	0.2
2022		0.9	0.1	3.4	0.2
2023F		0.8	0.1	3.3	0.2
Year		Operating Margin	x Capital Turnover	x Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2019		16.3%	0.2	14.6%	0.5%
2020		14.4%	0.2	14.6%	0.4%
2021		14.5%	0.2	15.6%	0.5%
2022		14.5%	0.2	15.4%	0.5%
2023F		12.3%	0.2	13.9%	0.4%

Source: KGI Securities Research

Land and Houses – Recommendation & target price history



Source: KGI Securities Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORNBANK	SEAFCO	SEAFCO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B.GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAICOM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAIFOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

Source: www.thai-iod.com

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 survey of the IOD 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 assessment 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 or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

Anti-corruption Progress Indicator

Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORN BANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFCO	SEAFCO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

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, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

KGI Locations

China	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.