COMPANY UPDATE Thailand

Land and Houses

(LH.BK/LH TB)*

คาดกำไร 3Q66F เติบโตเล็กน้อย QoQ ส่วน 4Q66 จะดีที่สุดของปี

Neutral · Maintained

Price as of 12 Oct 2023	7.80
12M target price (Bt/shr)	8.70
Unchanged/Revised up(down)(%)	(4.4)
Upside/downside (%)	11.5

Key messages

ถึงแม้ว่าพรีเซล (ยอดจอง) ใน 3Q66 จะฟื้นตัวแข็งแกร่ง QoQ เราประเมินว่ากำไรสุทธิใน 3Q66F จะดีขึ้นเล็กน้อย QoQ แต่ออนแอลง YoY และแม้วานาจะมีรายการกำไรพิเศษจากการขายสินทรัพย์สุดสูงอย่างมีนัยยะในไตรมาส 4/66 เรายังต้องปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2566F ลงตามผลการดำเนินงานที่ออนแอ YTD ส่วนปี 2567F แม้เราคาดกำไรปกติฟื้นตัว 15% YoY แต่กำไรสุทธิอาจลดลง 9% YoY จากรับรู้กำไรพิเศษลดลง ทั้งนี้ เราได้ประเมินราคาเป้าหมาย SOTP ใหม่อยู่ที่ 8.70 บาทรวมทั้งการขยับ valuation ไปเป็นปี 2567F และคาดอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลปี 2566F-2567F สูงกว่า 7% ต่อปี

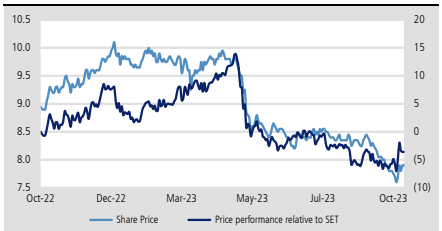
Trading data

Mkt cap (Btbn/US$bn)			93.2/2.3
Outstanding shares (mn)			11,950
Foreign ownership (mn)			1,601
3M avg. daily trading (mn)			45
52-week trading range (Bt)			7.5 – 10.1
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	-8.2	-20.8	-12.8
Relative	-4.0	-13.1	-5.5

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	0.98		

Share price chart



Source: SET

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

Event

รายละเอียดการขายโรงแรมที่พัทยา 2 แห่งที่จะเกิดขึ้นและประมาณการกำไร 3Q66F

Impact

การขายสินทรัพย์คาดจะเกิดขึ้นในราวเดือนพฤศจิกายน 2566

LH อยู่ระหว่างทำการขายโรงแรม 2 แห่งที่พัทยา ได้แก่ โรงแรม Grande Centre Point (GCP) และ Grande Centre Point (GCP) Space ซึ่งมีต้นทุนรวมราว 4.5 พันลบ.เข้าทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล (LH Hotel Leasehold Real Estate Investment Trust (LHHOTEL BK/LHHOTEL.TB) ที่มูลค่าไม่เกิน 9.8 พันลบ. (กรณีดีที่สุด) ขณะที่ เราประมาณกำไร (สุทธิหลังภาษี) จากธุรกรรมนี้อยู่ราว 2.7-2.8 พันลบ. ซึ่งสูงกว่าที่เราเคยคาดไว้ราว 1.0 พันลบ.

ธุรกิจหลักน่าจะฟื้นตัว QoQ ใน 3-4Q66 แต่ยังออนแอ YoY

กำไรของ LH ใน 1H66 ชบเซาเฉลี่ยอยู่ราว 1.4 พันลบ.ต่อไตรมาส ขณะที่ การเปิดโครงการใหม่ใน 2H66 จะช่วยหนุนให้ผลการดำเนินงานของธุรกิจหลักฟื้นตัว HoH แต่ยังคงออนแอ YoY อย่างไรก็ตาม เราคาดพรีเซลและกำไรสุทธิใน 3Q66 ฟื้นตัว QoQ อยู่ที่ 5.65 พันลบ. (+41% QoQ) และ 1.54 พันลบ. (+6.5% QoQ) ตามลำดับ แต่ลดลงมากเทียบ 3Q65 ซึ่งเป็นไตรมาสดีที่สุดในปีก่อน กำไร 9M66 คาดอยู่ที่ 4.4 พันลบ. (-31% YoY) คิดเป็น 49% จากประมาณการกำไรสุทธิใหม่เต็มปีของเรา ทั้งนี้ เรามองว่ามีความเป็นไปได้ที่ทั้งพรีเซลและกำไรใน 4Q66 จะทำจุดสูงสุดของปีนี้ หนุนจาก i) การขายสินทรัพย์ดังกล่าวข้างต้น ii) การเปิดตัวโครงการ “วันเวลา ณ เจ้าพระยา ริเวอร์ฟรอนต์คอนโด” มูลค่ากว่า 1.5 หมื่นลบ. และ iv) การเริ่มดำเนินงานโรงแรมใหม่ที่ GCP สุริวงศ์

ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิลงอีกราว 8-9% ต่อปีใน 2566F-67F

เราปรับลดรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยปี 2566F หลักลง 12% อยู่ที่ 2.3 หมื่นล้านบาทและปรับลดอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ของธุรกิจที่อยู่อาศัยลง 1ppt เหลือ 30% ทำให้กำไรปกติลดลงจากประมาณการเดิมราว 9% มาอยู่ที่ 6.2 พันลบ. (-23% QoQ) อย่างไรก็ตาม การที่มีกำไรจากการขายเงินลงทุนสูงกว่าคาดอยู่ที่ 2.7 พันลบ.จะช่วยหนุนให้กำไรสุทธิทั้งปีนี้สูงอยู่ที่ 8.9 พันลบ. (+7% YoY) ส่วนปี 2567F เราปรับลดทั้งรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยและรายได้จากค่าเช่าและบริการลงราว 10% ทำให้กำไรปกติอยู่ที่ 7.1 พันลบ. (+15% YoY) และกำไรสุทธิจะอยู่ที่ 8.1 พันลบ. (-5% YoY) โดยรวมความเป็นไปได้ที่จะมีกำไรจากการขายเงินลงทุนอีกราว 1 พันลบ. (Figure 1)

Valuation & action

เรามองว่าปี 2566F เป็นปีที่ไม่น่าจดจำของ LH จากธุรกิจที่อยู่อาศัยไม่สดใสและผลการดำเนินงานน่าจะต่ำกว่า guidance เต็มปีนี้ของบริษัทอย่างมีนัยยะ ขณะที่ เราคาดกำไรหลักปี 2567F ฟื้นตัวต่ำด้วย GPM ฟื้นตัวสูงกว่า 30% แต่กำไรสุทธิจะต่ำลง YoY เพราะมีกำไรพิเศษลดลง ส่วน รายได้จากธุรกิจโรงแรมปี 2567F มีแนวโน้มลดลงหลังจากการขายโรงแรม GCP ที่มีกำไรสูงมาก 2 แห่งที่พัทยา ทั้งนี้ เราปรับลดราคาเป้าหมาย SOTP ลงใหม่อยู่ที่ 8.7 บาทจากเดิม 9.1 บาท รวมทั้งการขยับ valuation ไปเป็นปี 2567F

Risks

ภาวะเศรษฐกิจอ่อนแอ โอกาสการปฏิรูปนโยบายจากภาครัฐ การให้สินเชื่อมีความเข้มงวดมากขึ้นท่ามกลางภาวะหนี้สินภาคครัวเรือนสูง แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยขาขึ้น รวมทั้ง การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ

Key financials and valuations

	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	29,898	32,270	35,597	30,374	31,603
Gross Profit (Btmn)	9,154	10,157	11,621	9,302	10,025
SG&A (Btmn)	3,904	3,974	4,787	4,784	4,662
Net Profit (Btmn)	7,145	6,936	8,313	8,911	8,117
Normalized Profit (Btmn)	6,557	6,884	8,058	6,211	7,117
EPS (Bt)	0.6	0.6	0.7	0.75	0.68
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.6	0.7	0.5	0.6
DPS (Bt)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
EPS Growth (%)	(28.7)	(2.9)	19.8	7.2	(8.9)
Normalized EPS Growth	(14.7)	5.0	17.1	(22.9)	14.6
P/E (X)	13.3	15.2	14.2	10.5	11.6
P/B (X)	1.9	2.1	2.3	1.6	1.6
EV/EBITDA (X)	21.7	18.9	18.6	23.9	20.8
Dividend Yield (%)	6.3	5.7	6.1	7.6	7.6
Return on Average Equity (%)	14.1	13.7	15.9	15.6	13.9

Source: Company data, KGI Securities Research

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

Figure 1: Earnings revisions for 2023-24F

Year to 31 Dec (Btm)	2023F Previous	2023F Revised	Chg (%)	2024F Previous	2024F Revised	Chg (%)
Total revenue	**33,062**	**30,374**	**(8.1)**	**35,045**	**31,603**	**(9.8)**
Rental/service revenue	7,173	7,584	5.7	7,829	7,009	(10.5)
Residential revenue	25,889	22,790	(12.0)	27,217	24,595	(9.6)
-Low-rise	24,277	21,319	(12.2)	25,941	23,451	(9.6)
-High-rise	1,612	1,471	(8.8)	1,276	1,144	(10.4)
EBIT	5,893	5,338	(9.4)	6,768	6,422	(5.1)
Share income	3,115	3,210	3.1	3,425	3,499	2.2
Net profit	7,805	8,911	14.2	**8,706**	**8,117**	**(6.8)**
Gain on sales of assets	1,000	2,700	170.0	1,000	1,000	0.0
Normalized profit	6,805	6,211	(8.7)	**7,706**	**7,117**	**(7.6)**
Key financials	**2023F Previous**	**2023F Revised**	**Chg (ppts)**	**2024F Previous**	**2024F Revised**	**Chg (ppts)**
Total gross margin	31.3	30.6	(0.7)	32.1	31.7	(0.4)
Residential gross margin (%)	31.0	30.0	(1.0)	32.0	31.5	(0.5)
Rental gross margin (%)	32.5	32.5	0.0	32.5	32.5	0.0
Net margin (%)	20.6	20.4	(0.2)	22.0	22.5	0.5

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: LH's 3Q23F/9M23F earnings preview

Bt mn	3Q23F	3Q22	YoY (%)	2Q23	QoQ (%)	9M23F	YoY (%)
Revenue	7,134	8,865	(19.5)	6,809	4.8	20,572	(20.2)
Revenue from sales of real estate	5,200	7,505	(30.7)	5,010	3.8	15,042	(34.1)
Revenue from rental and services	1,934	1,361	42.1	1,799	7.5	5,530	88.0
Gross Profit	2,178	2,802	(22.2)	2,060	5.8	6,231	(24.8)
SG&A	1,106	1,221	(9.4)	1,109	(0.3)	3,459	0.4
Operating EBIT	1,353	1,823	(25.8)	1,235	9.6	3,649	(33.2)
Equity Income/(Loss)	801	762	5.2	817	(2.0)	2,466	15.8
Pre-tax Profit	953	1,571	(39.3)	843	13.0	2,569	(45.5)
Net Profit	**1,544**	**2,249**	**(31.3)**	**1,450**	**6.5**	**4,348**	**(31.2)**
Normalized profit	**1,544**	**1,860**	**(17.0)**	**1,461**	**5.7**	**4,478**	**(20.8)**
Percent	**3Q23F**	**3Q22**	**YoY (ppts)**	**2Q23**	**QoQ (ppts)**	**9M23F**	**YoY (ppts)**
Total gross margin	30.5	31.6	(1.1)	30.2	0.3	30.3	(1.9)
Residential gross margin	29.3	32.0	(2.7)	29.0	0.2	29.0	(3.8)
SG&A/sales	15.5	13.8	1.7	16.3	(0.8)	16.8	3.4

Source: Company data, KGI Securities Research

คาดแนวโน้มผลการดำเนินงานใน 3Q66

เราประมาณพรีเซลอยู่ที่ราว 5.65 พันลบ. (+41% QoQ) หลัก ๆ เกิดจากการเปิดโครงการแนวราบใหม่ 2 แห่งได้แก่ วีเว่ กรุงเทพกรีฑา (ขายได้แล้ว 60%) มูลค่าโครงการ 2 พันลบ. และ วีเว่ บางนา กม.13 (ขายได้แล้วมากกว่า 10%) มูลค่าโครงการ 3.15 พันลบ. สวนทางกับ พรีเซลโครงการคอนโดมิเนียมอ่อนตัว QoQ อย่างไรก็ตาม ยอดขายส่วนใหญ่จากโครงการใหม่ 2 แห่งดังกล่าวยังไม่สามารถรับรู้ได้ใน 3Q66 ทั้งหมด เพราะบ้านที่สร้างเสร็จพร้อมโอนยังจำกัดอยู่เพียง 7-8 ยูนิต เราจึงคาดรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยเติบโตชะลออยู่ที่ 4% QoQ ส่วนกำไรสุทธิอาจเพิ่ม QoQ ในระดับไม่เกิน10%ที่ 1.54 พันลบ. ทั้งนี้ เราคาดกำไรสุทธิใน 9M66 อยู่ที่ 4.4 พันลบ. (-31% YoY) จากฐาน 9M65 สูง

ประเมินแนวโน้มใน 4Q66

เรามองว่าไตรมาสที่สี่ปีนี้ LH จะทำยอดขายได้สูงที่สุดจากการเปิดโครงการแนวราบใหม่หลายแห่งมีมูลค่ารวมราว 1.5 หมื่นลบ.อีกทั้งมีโครงการคอนโดมิเนียมใหม่ (วันเวลา ณ เจ้าพระยา) มูลค่าสูงที่ 1.5 หมื่นลบ. ช่วยกระตุ้นพรีเซลสูงในไตรมาสนี้ นอกจากนี้ การรับรู้กำไรพิเศษจากการขายสินทรัพย์ยังส่งผลบวกต่อผลการดำเนินงานด้วย

สัดส่วนของหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวมสุทธิ (net D/E) ปัจจุบันอยู่ที่ 1.1x เป็นหนึ่งในกลุ่มสูงที่สุดของบริษัทอสังหา ฯ ที่เราศึกษาอยู่

อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุน (net gearing) ของ LH สูงกว่า 1 เท่ามาตั้งแต่ปี 2563 และจะยังคงอยู่ในระดับพรีเมี่ยมต่อเนื่องจากแผนการลงทุนมหาศาลในโรงแรมแห่งใหม่อีก 2 แห่งมูลค่ารวมสูงเกือบ 1 หมื่นล้านบาทและการพัฒนาโครงการคอนโดมิเนียมหรูมูลค่าสูงราว 1.5 หมื่นลบ.ที่ " วันเวลา ณ เจ้าพระยา ริเวอร์ฟรอนต์คอนโด" ในอีก 2-3 ปีข้างหน้า ขณะที่ ต้นทุนทางการเงินโดยเฉลี่ยใน 1H66 เพิ่มขึ้น 0.4 ppt เป็น 2.6% และมีแนวโน้มการเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากการจ่ายดอกเบี้ยของหุ้นกู้ (debenture) รุ่นล่าสุดที่ออกไปเมื่อเดือนพฤษภาคม 2566 โดยเสนอดอกเบี้ยที่ 2.92% ต่อปี นอกจากนี้ LH ยังมีแผนการออกหุ้นกู้ชุดใหม่เพิ่มอีกราว 7-8 พันล้านบาทในเดือนตุลาคม 2566

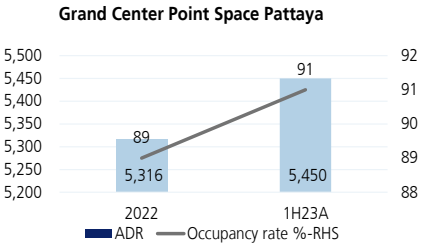
*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

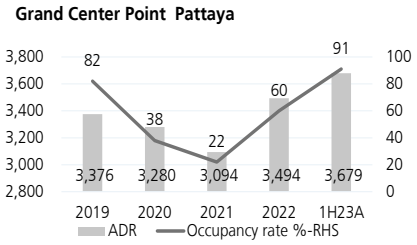
การขายโรงแรมที่มีกำไรสูงมาก 2 แห่งที่พัทยาใน 4Q66 จะทำให้รายได้ธุรกิจโรงแรมปี 2567 ลดลง

LHHOTEL มีแผนซื้อโรงแรม GCP และ GCP Space พัทยามูลค่ารวมกันไม่เกิน 9.8 พันลบ. จาก LH บนสมมติฐานกรณีปกติ (base case) ด้วยราคาที่ 9.6 พันลบ. อ้างอิงในหนังสือชี้ชวนการระดมทุนของ LHHOTEL โดยมีความเป็นไปได้ที่จะมีกำไรราว 2.7-2.8 พันล้านบาท (สุทธิหลังจากภาษี) ใน 4Q66 ในปีหน้า (2567) เราคาดรายได้จากธุรกิจโรงแรมลดลงราว 8% YoY อยู่ที่ 7 พันลบ. เพราะไม่มีรายได้จากโรงแรม 2 แห่งดังกล่าว ทั้งนี้ ประมาณการรายได้รวมจากโรงแรมทั้ง GCP และ GCP Space ที่พัทยาอยู่ที่ราว 1.86 พันลบ.ในปี 2566F (คิดเป็น 25% ของรายได้จากค่าเช่าและบริการของ LH ที่ 7.6 พันลบ.) อย่างไรก็ตาม รายได้จากโรงแรมแห่งใหม่ที่ GCP สุรวงศ์ ที่จะเริ่มดำเนินงานในเดือนพฤศจิกายน 2566 นี้ อาจไม่เพียงพอที่จะชดเชยภาวะขาดทุน นอกจากนี้ การดำเนินงานเชิงพาณิชย์ของโรงแรมใหม่อีกแห่งที่ GCP ลุมพินี ถูกเลื่อนจากปลายปี 2567 ไปเป็นปี 2568

Figure 3: Performance of GCP Space Pattaya and GCP Pattaya

2023F-Btmn	GCP Pattaya	GCP Space	Total
Revenue	628	1,237	1,865
Operating cost	161	323	484
Expense	172	335	507
EBITDA	295	579	874
GPM	74%	74%	74%
SG&A exp to sales	27%	27%	27%
EBITDA margin	47%	47%	47%





Source: LHHOTEL

ปรับลดราคาเป้าหมายอิง Sum-of-the-part (SOTP) ลงอยู่ที่ 8.7 บาท

เนื่องจากเราปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2567F ลงอีกราว 8% จากประมาณการครั้งก่อนหน้านี้ กำไรต่อหุ้นหลัก (core EPS) จะอยู่ที่ 0.29 บาท นอกจากนั้น เราปรับลด PE multiple ลงเล็กน้อยอยู่ที่ 15x ตามรายได้จากธุรกิจโรงแรมต่ำลงหลังการขายโรงแรม 2 แห่งที่ทำกำไรสูงที่พัทยาออกไป ดังนั้น ประเมินราคาเป้าหมายใหม่ลดลงอยู่ที่ 8.7 บาท จากเดิม 9.1 บาท

Figure 4: SOTP valuation

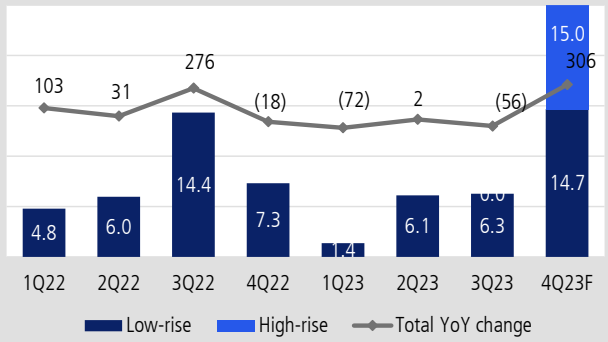
SOTP Valuation	2023F Previous	2024F Revised
Real estate and rental business		
EPS (Bt/share)	0.30	0.29
PE multiple (x)	15.8	15.0
Target price for core business (Bt)	**4.8**	**4.4**
Investments		
Investment value - 35% discount (Btmn)	51,792	51,719
Shares (mn)	11,950	11,950
Investment value per share (Bt)	**4.3**	**4.3**
SOTP value (Bt)	**9.10**	**8.70**

Source: KGI Securities Research

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.
http://research.kgi.com; Bloomberg: KGIT <GO> Please see back page for disclaimer

Figure 5: Quarterly launches

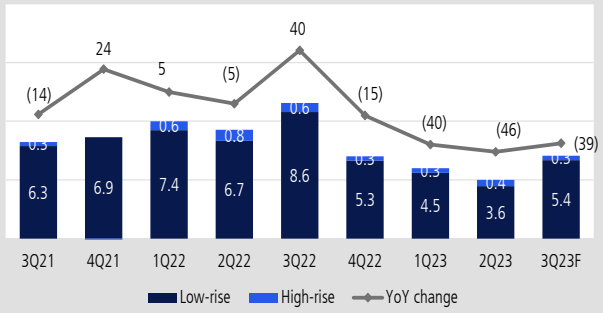
Launches of high-rise and low-rise, Btbn; YoY change of total launches, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: Quarterly presales

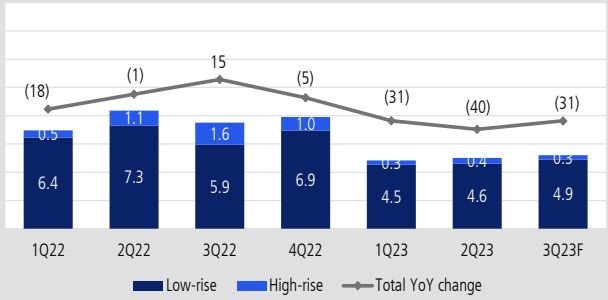
Presales of high-rise and low-rise, Btbn; YoY change of total presales, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: Quarterly transfers

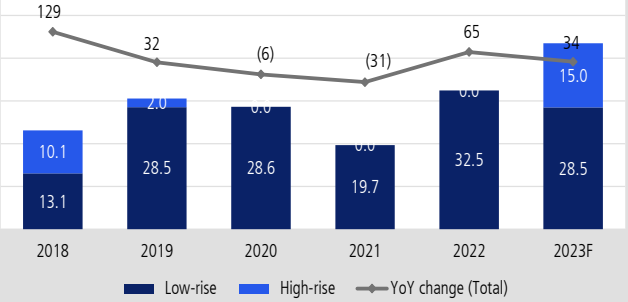
Transfer of high-rise and low-rise, Btbn; YoY change percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Yearly launches

Launches of high-rise and low-rise, Btbn



Source: Company data, KGI Securities Research

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

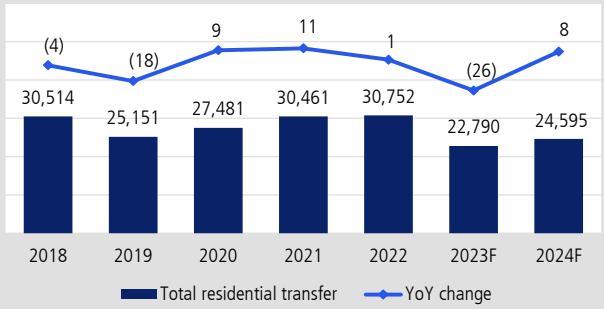
Figure 9: Company profile

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 10: Residential revenue forecast

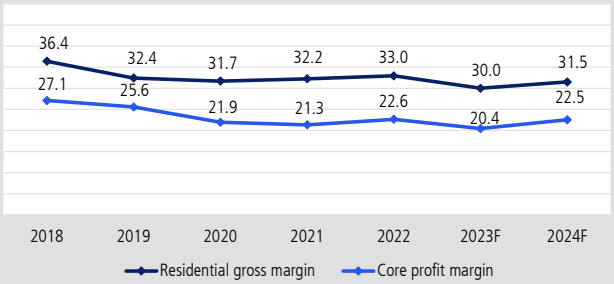
Residential revenues forecast, Btmn (LHS); YoY change, percent (RHS)



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: Margins

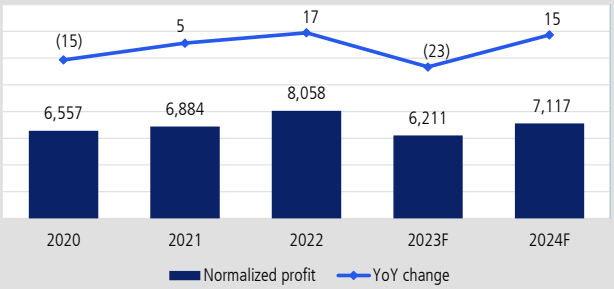
Residential gross margin and net margin, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 12: Normalized profit

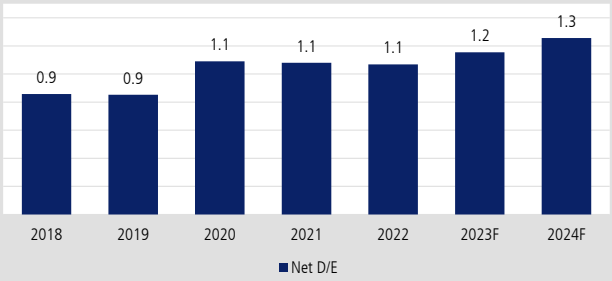
Normalized profit, Btmn



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 13: Net D/E

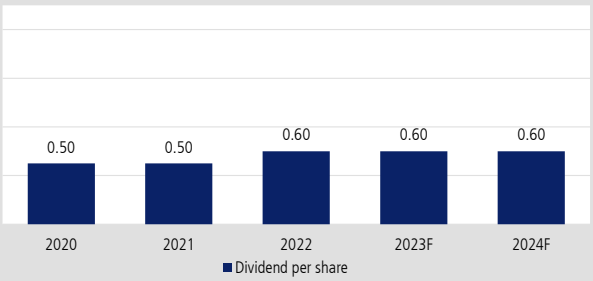
Times



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 14: Company dividend per share (DPS)

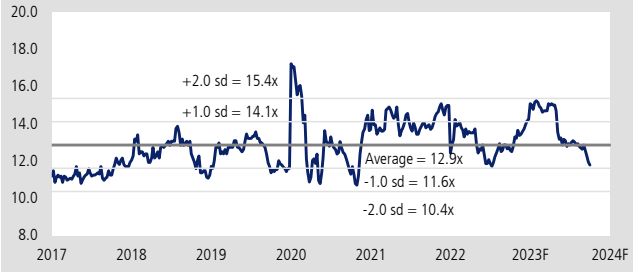
DPS, Bt



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 15: Company trading PER

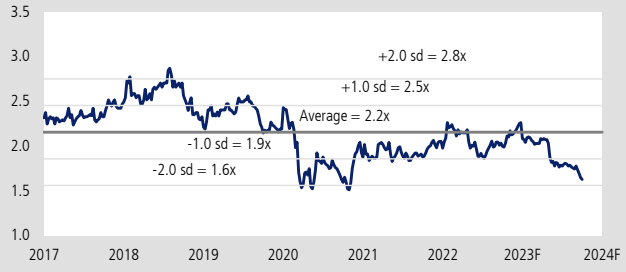
PER, times



Source: KGI Securities Research

Figure 16: Company trading PB

PB, times



Source: KGI Securities Research

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.
http://research.kgi.com; Bloomberg: KGIT <GO> Please see back page for disclaimer

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Total Assets	**122,571**	**125,198**	**123,949**	**133,682**	**143,035**
Current Assets	**63,355**	**60,464**	**55,462**	**73,253**	**79,788**
Cash & ST Investment	7,113	10,331	4,799	2,238	3,233
Inventories	52,893	47,256	48,558	69,228	74,633
Account Receivable	187	170	249	152	158
Others	1,703	2,113	1,830	1,634	1,764
Non-current Assets	**59,216**	**64,734**	**68,487**	**60,429**	**63,247**
LT Investment	38,398	41,581	42,084	37,436	39,637
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**	**76,381**	**84,774**
Current Liabilities	**25,091**	**28,122**	**24,900**	**32,708**	**39,794**
Account Payable	3,140	3,184	3,641	3,191	3,370
ST Borrowing	18,836	21,831	18,372	26,934	33,771
Others	3,115	3,108	2,887	2,583	2,653
Long-term Liabilities	**46,879**	**46,429**	**46,764**	**43,674**	**44,981**
Long-term Debts	44,243	43,975	44,215	41,463	42,613
Others	2,637	2,454	2,549	2,211	2,368
Shareholders' Equity	**50,601**	**50,646**	**52,285**	**57,300**	**58,260**
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	27,096	28,043

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2020	2021	2022	2023F	2024F
Growth (%YoY)					
Sales	(0.5)	7.9	10.3	(14.7)	4.0
OP	(6.8)	17.8	10.9	(33.3)	21.8
EBITDA	(3.9)	22.3	10.9	(28.6)	19.5
NP	(28.7)	(2.9)	19.8	7.2	(8.9)
Normalized Profit	(14.7)	5.0	17.1	(22.9)	14.6
EPS	(28.7)	(2.9)	19.8	7.2	(8.9)
Normalized EPS	(14.7)	5.0	17.1	(22.9)	14.6
Profitability (%)					
Gross Margin	30.6	31.5	32.6	30.6	31.7
Operating Margin	18.1	19.8	19.9	15.5	18.2
EBITDA Margin	23.1	26.2	26.4	22.1	25.3
Net Margin	23.9	21.5	23.4	29.3	25.7
ROAA	5.8	5.5	6.7	6.7	5.7
ROAE	14.1	13.7	15.9	15.6	13.9
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	142.2	147.2	137.1	133.3	145.5
Net Debt/Equity (%)	123.1	128.4	116.1	119.4	131.1
Interest Coverage (x)	6.7	6.2	7.3	3.7	3.7
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2
Cash Flow Interest Coverage (x)	4.1	11.0	6.2	(11.5)	(0.0)
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.2	0.5	0.3	(0.6)	(0.0)
Current Ratio (x)	2.5	2.2	2.2	2.2	2.0
Quick Ratio (x)	0.4	0.5	0.3	0.1	0.1
Net Debt (Bt mn)	55,200.9	54,684.9	55,895.1	66,158.2	73,151.1
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
Normalized EPS	0.5	0.6	0.7	0.5	0.6
CFPS	0.3	1.0	0.5	(1.4)	(0.0)
BVPS	4.2	4.2	4.4	4.8	4.9
SPS	2.5	2.7	3.0	2.5	2.6
EBITDA/Share	0.6	0.7	0.8	0.6	0.7
DPS	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
Activity					
Asset Turnover (x)	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
Days Receivables	2.3	1.9	2.5	1.8	1.8
Days Inventory	930.7	780.0	739.2	1,199.1	1,262.4
Days Payable	55.3	52.6	55.4	55.3	57.0
Cash Cycle	877.7	729.4	686.3	1,145.7	1,207.3

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to Dec 31 (Btmn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Revenue	**29,898**	**32,270**	**35,597**	**30,374**	**31,603**
Cost of Goods Sold	(20,744)	(22,113)	(23,976)	(21,072)	(21,578)
Gross Profit	**9,154**	**10,157**	**11,621**	**9,302**	**10,025**
Operating Expenses	(3,904)	(3,974)	(4,787)	(4,784)	(4,662)
Other Incomes	164	196	236	197	379
Operating Profit	**5,414**	**6,378**	**7,070**	**4,715**	**5,743**
Depreciation of fixed assets	(951)	(1,517)	(1,667)	(1,363)	(1,586)
Operating EBITDA	**6,919**	**8,461**	**9,386**	**6,701**	**8,008**
Non-Operating Income	**156**	**127**	**163**	**167**	**205**
Interest Income	40	44	34	46	47
Other Non-op Income	116	83	129	121	158
Non-Operating Expense	**(888)**	**(1,112)**	**(1,055)**	**(1,452)**	**(1,737)**
Interest Expense	(888)	(1,112)	(1,055)	(1,452)	(1,737)
Other Non-op Expense	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	**2,588**	**2,333**	**2,911**	**3,210**	**3,499**
Pretax Profit	**8,338**	**8,218**	**9,830**	**9,796**	**9,184**
Current Taxation	(1,216)	(1,279)	(1,511)	(874)	(1,054)
Minorities	(23)	2	6	11	13
Extraordinaries items	669	52	255	2,700	1,000
Net Profit	**7,145**	**6,936**	**8,313**	**8,911**	**8,117**
Normalized Profit	**6,557**	**6,884**	**8,058**	**6,211**	**7,117**
EPS (Bt)	0.60	0.58	0.70	0.75	0.68
Normalized EPS (Bt)	0.55	0.58	0.67	0.52	0.60

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**	**(16,731)**	**(75)**
Net Profit	7,145	6,936	8,313	8,911	8,117
Depreciation & Amortization	951	1,517	1,667	1,363	1,586
Change in Working Capital	(1,193)	6,146	(294)	(21,106)	(5,292)
Others					
Investment Cash Flow	**(4,536)**	**(4,831)**	**(2,159)**	**12,267**	**252**
Net CAPEX	(13,249)	(7,219)	(4,309)	10,525	(2,111)
Change in LT Investment	9,069	2,584	1,941	2,078	2,206
Change in Other Assets	(101)	(14)	114	2	0
Free Cash Flow	**(913)**	**7,384**	**4,367**	**(4,464)**	**177**
Financing Cash Flow	**3,472**	**(4,166)**	**(9,899)**	**1,903**	**817**
Change in Share Capital	0	0	0	0	0
Net Change in Debt	13,176	2,727	(3,218)	5,809	7,987
Change in Other LT Liab.	(2,399)	(275)	(715)	3,264	0
Net Cash Flow	**2,559**	**3,218**	**(5,532)**	**(2,561)**	**994**

Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Return on Invested Capital

Year	1-	COGS	+	Depreciation	+	Operating Exp.	=	Operating
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		69.4%		4.5%		15.8%		10.4%
2024F		68.3%		5.0%		14.8%		12.0%

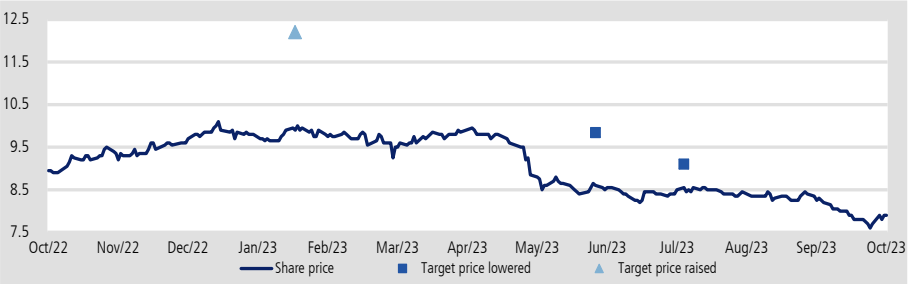
Year	1/	Working Capital / Revenue	+	Net PPE / Revenue	+	Other Assets / Revenue	=	Capital Turnover
2020		1.3		0.0		4.1		0.2
2021		1.0		0.0		3.8		0.2
2022		0.9		0.1		3.4		0.2
2023F		1.3		0.1		4.3		0.2
2023F		1.3		0.1		4.4		0.2

Year	Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	=	After-tax Return on Inv. Capital
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	10.4%		0.2		8.9%		0.2%
2024F	12.0%		0.2		11.5%		0.2%

Source: KGI Securities Research

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.
http://research.kgi.com; Bloomberg: KGIT <GO> Please see back page for disclaimer

Land and Houses – Recommendation & target price history



Date	Rating	Target	Price
17-Jul-23	Neutral	9.10	8.55
9-Jun-23	Outperform	9.84	8.60
31-Jan-23	Outperform	12.20	9.90

Source: KGI Securities Research

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies

Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	RATCH	RATCH GROUP
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RBF	R&B FOOD SUPPLY
AMA	AMA MARINE	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAT	SOMBOON ADVANCE TECHNOLOGY
AMATA	AMATA CORPORATION	HANA	HANA MICROELECTRONICS	SCB	SCB X
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HENG	HENG LEASING AND CAPITAL	SCC	THE SIAM CEMENT
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	SCCC	SIAM CITY CEMENT
AP	AP (THAILAND)	INTUCH	INTOUCH HOLDINGS	SCGP	SCG PACKAGING
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	IRPC	IRPC	SEAFCO	SEAFCO
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	IVL	INDORAMA VENTURES	SHR	S HOTELS AND RESORTS
BANPU	BANPU	KBANK	KASIKORNBANK	SICT	SILICON CRAFT TECHNOLOGY
BBL	BANGKOK BANK	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BCP	BANGCHAK CORPORATION	KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	SNC	SNC FORMER
BCPG	BCPG	KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	SPALI	SUPALAI
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTC	KRUNGTHAI CARD	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
BGRIM	B.GRIMM POWER	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
BPP	BANPU POWER	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	SUN	SUNSWEET
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	MBK	MBK	SVI	SVI
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TACC	T.A.C. CONSUMER
CK	CH. KARNCHANG	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TCAP	THANACHART CAPITAL
CKP	CK POWER	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	THCOM	THAICOM
COM7	COM7	ORI	ORIGIN PROPERTY	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CPALL	CP ALL	OSP	OSOTSPA	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CPAXT	CP AXTRA	PLANB	PLAN B MEDIA	TOP	THAI OIL
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PSH	PRUKSA HOLDING	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PTG	PTG ENERGY	TU	THAI UNION GROUP
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTT	PTT	VGI	VGI
DOHOM	DOHOME	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	WHA	WHA CORPORATION
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER
GFPT	GFPT	PYLON	PYLON	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	QH	QUALITY HOUSES		

Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AEONTS	AEON THANA SINSAP (THAILAND)	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SFT	SHRINKFLEX (THAILAND)
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SINGER	SINGER THAILAND
BEC	BEC WORLD	M	MK RESTAURANT GROUP	SMD	SAINTMED
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	SNNP	SRINANAPORN MARKETING
CBG	CARABAO GROUP	NETBAY	NETBAY	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
CHG	CHULARAT HOSPITAL	PJW	PANJAWATTANA PLASTIC	TFG	THAIFOODS GROUP
ERW	THE ERAWAN GROUP	SAK	SAKSIAM LEASING	TIDLOR	NGERN TID LOR
ESSO	ESSO (THAILAND)	SAPPE	SAPPE	TNP	THANAPIRIYA
HUMAN	HUMANICA	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION	UBE	UBON BIO ETHANOL
IIG	I&I GROUP	SFLEX	STARFLEX	XO	EXOTIC FOOD

Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AU	AFTER YOU	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TPCH	TPC POWER HOLDING
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	MENA	MENA TRANSPORT		
JMART	JAYMART GROUP HOLDINGS	SISB	SISB		

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BBGI	BBGI	NTSC	Nutrition SC	TGE	THACHANG GREEN ENERGY
BTG	BETAGRO	PLT	Pilatus Marine		
ITC	i-Tail Corporation	PQS	Premier Quality Starch		

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	KASIKORNBANK	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 ERAWAN 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.

Thailand	Contact

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.