

โอนคอนโดมากขึ้น หนุนกำไรฟื้นตัวใน 2Q24

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยมูลค่าพื้นฐาน 14.25 บาท โดยเราคาดกำไรมีแนวโน้มลดลงอยู่ที่ 1.03 พันล้านบาท (-30.4% YoY, -22.9% QoQ) โดยอัตรากำไรขั้นต้นลดลงเล็กน้อยที่ 36% (-0.6 ppts YoY, -0.5 ppts QoQ) เนื่องจาก 1) รายได้ที่อ่อนตัว และ 2) สัดส่วนโอนกรรมสิทธิ์โครงการแนวสูงที่มีอัตรากำไรต่ำกว่าแนวราบมีมากขึ้น อย่างไรก็ตามเรามองว่ากำไร 1Q24 จะเป็นจุดต่ำสุดของปี และมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นจากกำหนดการโอนคอนโด 3 แห่ง มูลค่าเต็มรวมกว่า 1.15 หมื่นล้านบาทใน 2Q24 ได้แก่ โครงการ Aspire Ratchayothin, Life Phahon-Ladprao (JV) และ Life Rama 4-Asoke

คาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q24 อ่อนตัวทั้ง YoY และ QoQ

- เราคาดกำไรสุทธิ 1Q24 ลดลงอยู่ที่ 1.03 พันล้านบาท (-30.4% YoY, -22.9% QoQ) โดยคาดมีรายได้จากรุจกจอสั่งหายลดลงอยู่ที่ 7.6 พันล้านบาท (-17% YoY, -16% QoQ) สาเหตุหลักมาจาก 1) ยอด Presales ที่ลดลง โดยเฉพาะในส่วนของโครงการแนวราบ ที่ถึงแม้จะมีการเปิดตัวโครงการแนวราบใหม่ใน 1Q24 ถึง 4 โครงการ มูลค่า 5.1 พันล้านบาท แต่ถูกลดทอนจากอัตราการยกเลิกที่สูง (หากไม่มีการยกเลิก Presales จะอยู่ที่ 7.7 พันล้านบาท หนุนรายได้จากรุจกจอสั่งหายเพิ่ม +4%) และ 2) มีการเร่งโอนตั้งแต่ 4Q23 ทำให้ใน 1Q23 มียอด Backlog ที่พร้อมโอนกรรมสิทธิ์น้อยลง
- จากยอดรับรู้รายได้ทั้งหมด เราประเมินว่าจะมีสัดส่วนแนวราบ 92.2% และคอนโดที่มีอัตรากำไรไม่สูงมากอยู่ที่ 7.8% ส่งผลให้ภาพรวมมีแนวโน้มที่อัตรากำไร (GPM) จะต่ำลงเล็กน้อยทั้ง YoY และ QoQ อยู่ที่ 36% (-0.6 ppts YoY, -0.5 ppts QoQ)
- SG&A/Sales คาดจะปรับตัวลดลงถึง 21.7% (+2.0 ppts YoY, -1.2 ppts QoQ) จาก 1) รายได้รับรู้จากการโอนกรรมสิทธิ์ที่น้อยลงทั้ง YoY และ QoQ และ 2) ค่าใช้จ่ายทางการตลาด และโปรโมชั่นท้ายปีที่หมดไป

กำหนดการโอนกรรมสิทธิ์คอนโด 2Q24 หนุนกำไรปรับตัวสูงขึ้น

ใน 2Q24 ทาง AP มีกำหนดการเปิดตัวโครงการใหม่สูงที่สุดของปี 2024 คิดเป็นมูลค่ากว่า 2.78 หมื่นล้านบาท จำนวน 22 โครงการ โดยมีแนวราบ 18 โครงการ และคอนโด 4 โครงการ เรามองว่าด้วยการเปิดตัวโครงการที่สูง โดยเฉพาะกับแนวราบ ประกอบกับความสามารถในการระดมเงินของ AP ที่สูง (อัตราการหมุนเวียนสินค้าคงคลังที่ 0.4x สูงกว่าคู่แข่งที่ 0.3x) และมาตรการกระตุ้นที่คาดว่าจะมีบทบาทส่งเสริมตลาดอสังหาริมทรัพย์มากขึ้น จะช่วยส่งเสริมยอดขาย และยอดรับรู้รายได้หลัง 2Q24 สามารถฟื้นตัวได้ดียิ่งขึ้น

คงประมาณการ และคงคำแนะนำ “ซื้อ” หนุนด้วยปันผล 6.8%

- เรามองข้ามไปยัง 2Q24 ว่า Presales จะปรับตัวดีขึ้น จากการเร่งเปิดโครงการใหม่ ประกอบกับมาตรการกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ที่คาดว่าจะมีผลตั้งแต่ 2Q24 เป็นต้นไป ส่งเสริมการรับรู้รายได้ในช่วง 2H24 และหากมีผลตอบรับที่ดี ก็จะมีโอกาสหนุนกำไรสุทธิปี 2024 เติบโต อยู่ที่ประมาณ 6.4 พันล้านบาท (+5.24% YoY)
- มูลค่าพื้นฐาน 14.25 บาท คำนวณด้วยวิธีคิดลดเงินปันผล (GGM) ด้วย COE 9.5% และ TG 4.5% เทียบเท่า 7.0x PE'24 ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อที่อยู่อาศัย
- ประกาศจ่ายปันผลปี 2023 เป็นเงินสด 0.7 ต่อหุ้น โดยวันที่ไม่ได้รับสิทธิปันผล (XD) คือ 8 พ.ค. 2024 และจ่ายปันผล 23 พ.ค. 2024

BUY

Fair price: 14.25

Upside (Downside): 35.7%

Key Statistics

Bloomberg Ticker	AP TB
Current Price (Bt)	10.50
Market Cap. (Bt m)	33,032
Shared Issued (mn)	3,146
Par Value (Bt)	1.00
52 Week High / Low (Bt)	12.80 / 10.00
Foreign Limit / Actual (%)	30.00 / 21.15
NVDR Shareholders (%)	10.83
Free Float (%)	70.04
Number of Retail Holders	20,734
Dividend Policy (%)	< 50% of Net Profit
Industry	Property & Construction
Sector	Property Development
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	Certified

Major Shareholders

Mr. Anuphong Assavabhokhin	21.30
Thai NVDR Company Limited	10.83
Nortrust Nominees Limited	3.76
State Street Europe Limited	3.16
South East Asia UK (Type C) Nominees	2.60

Key Financial Summary

Year End Dec	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue (Bt m)	38,045	41,195	42,991	45,082
Core profit (Btm)	6,054	6,371	6,681	6,966
Net Profit (Bt m)	6,054	6,371	6,681	6,966
NP Growth (%)	3.0	5.2	4.9	4.3
EPS (Bt)	1.92	2.03	2.12	2.21
PER (x)	5.46	5.18	4.94	4.74
BPS (Bt)	12.95	14.29	15.70	17.17
PBV (x)	0.81	0.73	0.67	0.61
DPS (Bt)	0.70	0.71	0.74	0.78
Div. Yield (%)	6.7	6.8	7.1	7.4
ROA (%)	8.0	7.6	7.8	7.7
ROE (%)	15.6	14.9	14.2	13.5

Source: Pi Estimated

Analyst: Tanadech Rungsrithananon

Registration No. 017926

Email: tanadech.ru@pi.financial

Assistant: Pakjira Manatangsakunkit

Earnings review

(Bt m)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	%QoQ	%YoY
Revenue	9,409	9,282	10,068	9,287	7,820	(15.8)	(16.9)
Cost of sales	(5,964)	(5,796)	(6,495)	(5,893)	(5,002)	(15.1)	(16.1)
Gross profit	3,445	3,486	3,572	3,394	2,818	(17.0)	(18.2)
SG&A	(1,853)	(1,725)	(1,818)	(2,125)	(1,694)	(20.3)	(8.5)
Other (exp)/inc	32	(78)	11	194	29	(85.0)	(10.0)
EBIT	1,624	1,683	1,766	1,464	1,153	(21.2)	(29.0)
Finance cost	(76)	(81)	(49)	(56)	(86)	55.0	14.0
Other inc/(exp)	0	5	0	21	9	(57.0)	N.M.
Earnings before taxes	1,549	1,608	1,717	1,429	1,075	(24.7)	(30.6)
Income tax	(309)	(353)	(338)	(305)	(204)	(32.9)	(33.8)
Earnings after taxes	1,240	1,256	1,380	1,124	871	(22.5)	(29.8)
Equity income	238	289	317	211	158	(25.0)	(33.7)
Minority interest	0	0	0	(1)	0	(120.0)	(22.5)
Earnings from cont. operations	1,478	1,544	1,697	1,334	1,029	(22.9)	(30.4)
Forex gain/(loss) & unusual items	0	0	0	0	0	N.A.	N.A.
Net profit	1,478	1,544	1,697	1,334	1,029	(22.9)	(30.4)
EBITDA	1,934	2,049	2,157	1,769	1,390	(21.4)	(28.1)
Recurring EPS (Bt)*	0.47	0.49	0.54	0.42	0.33	(22.9)	(30.4)
Reported EPS (Bt)*	0.47	0.49	0.54	0.42	0.33	(22.9)	(30.4)
Profits (%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	chg QoQ	chg YoY
Gross margin	36.6	37.6	35.5	36.5	36.0	(0.5)	(0.6)
Operating margin	17.3	18.1	17.5	15.8	14.7	(1.0)	(2.5)
Net margin	15.7	16.6	16.9	14.4	13.2	(1.2)	(2.6)

Source: Pi research, company data

- เราคาดว่ากำไร 1Q24 จะลดลงทั้ง YoY และ QoQ อยู่ที่ 1.03 พันล้านบาท (-30.4% YoY, -22.9% QoQ) เนื่องจาก 1) รายได้ที่อ่อนตัว และ 2) สัดส่วนการรับรู้รายได้จากโครงการแนวราบที่มีอัตรากำไรปกติน้อยลงอยู่ที่ 92.2% ของยอดโอนทั้งหมด โดยสัดส่วนคอนโด (AP Condo) ที่มีอัตรากำไรต่ำกว่าแนวราบนั้นมากขึ้นอยู่ที่ 7.8% ของยอดโอนทั้งหมด
- คาดรายได้หดตัวอยู่ที่ 7.8 พันล้านบาท (-16.9% YoY, -15.1% QoQ) จาก 1) ยอด Presales ลดลง โดยเฉพาะในส่วนของโครงการแนวราบที่ถึงแม้จะมีการเปิดตัวโครงการใหม่ใน 1Q24 ถึง 4 โครงการ มูลค่า 5.1 พันล้านบาท แต่ถูกลดทอนจากอัตราการยกเลิก และปฏิเสธสินเชื่อที่ยังคงอยู่ในระดับสูง และ 2) มีการเร่งโอนตั้งแต่ 4Q23 ทำให้ใน 1Q23 มียอด Backlog ที่พร้อมโอนกรรมสิทธิ์น้อยลง
- เราประเมินว่า GPM ใน 1Q24 อยู่ที่ 36% (-0.6 pts YoY, -0.5 pts QoQ) ลดลงจากสัดส่วนการโอนโครงการแนวราบที่มีอัตรากำไรปกติลดลง โดยโอนโครงการแนวสูงที่มีอัตรากำไรต่ำมากขึ้น ในขณะที่โครงการร่วมค้า (JV Condo) พร้อมโอนที่มีอัตรากำไรสูงลดลง
- SG&A ต่อยอดขายคาดว่าจะอยู่ที่ 21.7% (+2.0 pts YoY, -1.2 pts QoQ) สาเหตุหลักสืบเนื่องมาจาก 1) การรับรู้รายได้ที่หดตัวทั้ง YoY และ QoQ และ 2) ค่าใช้จ่ายทางการตลาด รวมถึงโปรโมชั่นเร่งขายท้ายปีทั้งหมดไป ทำให้รายจ่ายลดลง QoQ

Stock Update

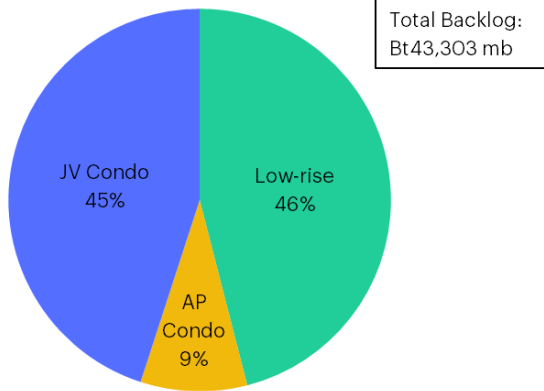


30 APR 2024

AP

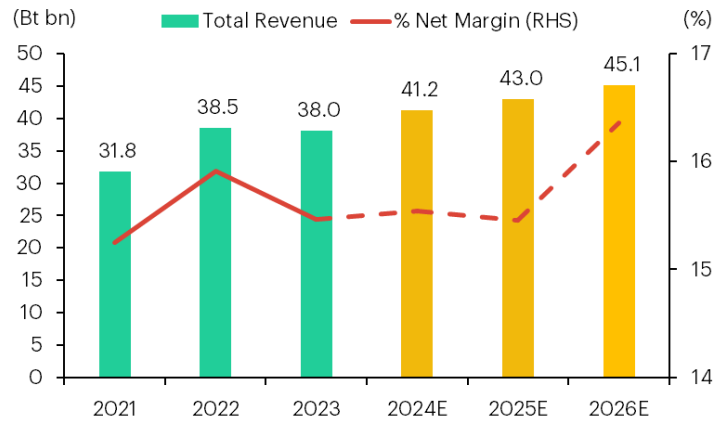
AP (Thailand) PCL

Backlog



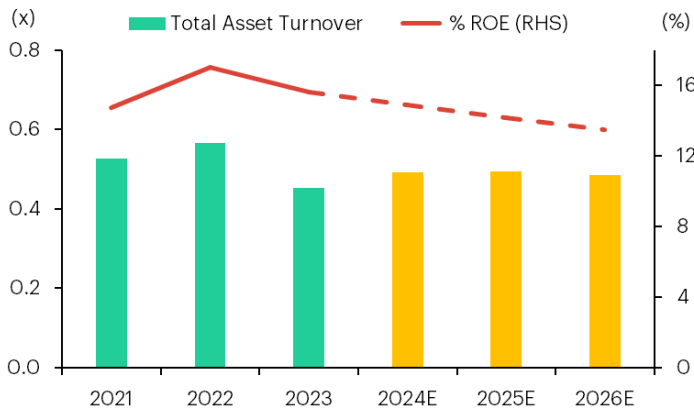
Source: Pi research, company data

รายได้ทั้งหมด และอัตรากำไรสุทธิ



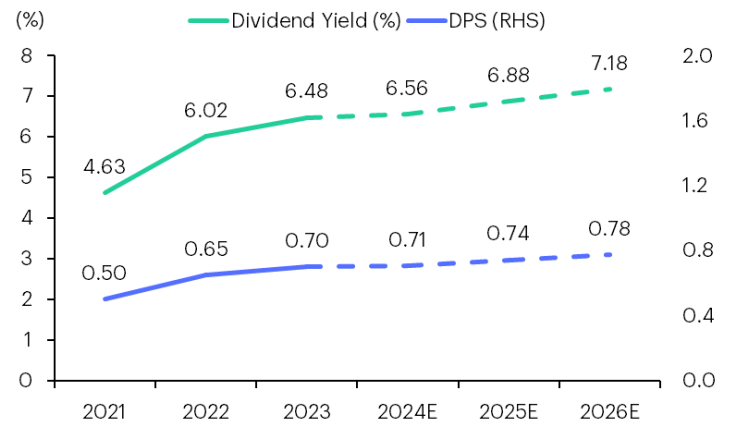
Source: Pi research, company data

การหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด และ ROE



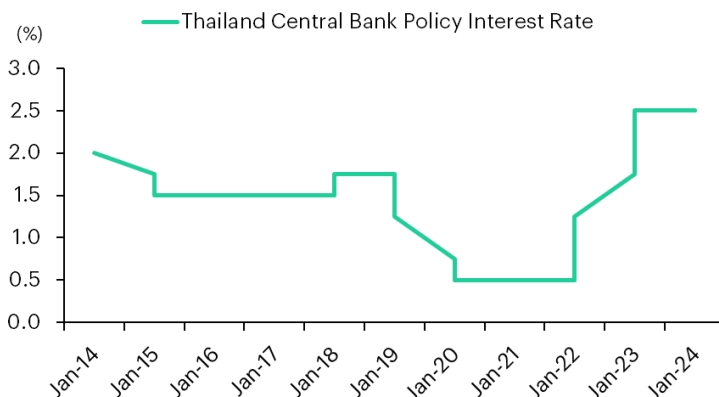
Source: Pi research, company data

อัตราเงินปันผล



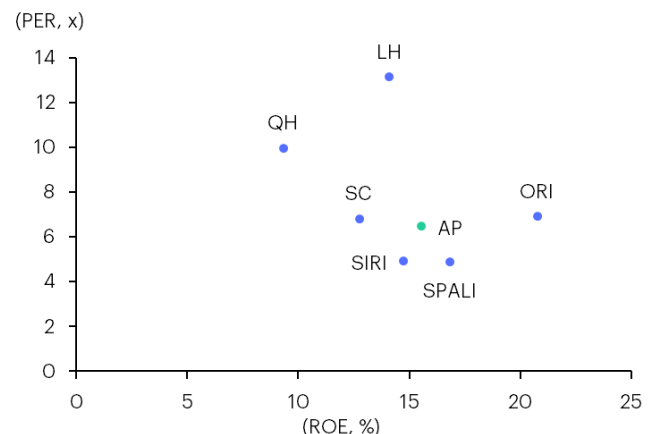
Source: Pi research, company data

อัตราดอกเบี้ยนโยบาย



Source: Bank of Thailand (BOT)

การจัดตำแหน่งจาก PE และ ROE เทียบกับกลุ่ม



Source: Pi research, company data

Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	Cashflow Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Cash & equivalents	1,650	2,041	1,184	1,435	1,969	CF from operation	(1,904)	(10,836)	6,663	4,555	2,617
Accounts receivable	104	145	136	130	136	CF from investing	1,348	(228)	(68)	(68)	(68)
Inventories	55,261	71,705	72,333	75,278	80,409	CF from financing	136	11,454	(7,451)	(4,236)	(2,016)
Other current assets	1,874	681	817	981	1,177	Net change in cash	(420)	391	(857)	251	533
Total current assets	58,889	74,572	74,470	77,824	83,691						
Invest. in subs & others	6,480	6,702	6,694	6,686	6,678	Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Fixed assets - net	1,614	1,381	1,310	1,232	1,146	EPS (Bt)	1.87	1.92	2.03	2.12	2.21
Other assets	1,244	1,288	1,333	1,425	1,567	Core EPS (Bt)	1.87	1.92	2.03	2.12	2.21
Total assets	68,227	83,944	83,808	87,167	93,081	DPS (Bt)	0.65	0.70	0.71	0.74	0.78
Short-term debt	7,841	13,428	12,957	12,607	12,370	BVPS (Bt)	11.67	12.95	14.29	15.70	17.17
Accounts payable	3,211	3,033	3,512	3,968	4,425	EV per share (Bt)	17.55	21.03	19.62	18.88	18.81
Other current liabilities	4,487	4,868	5,282	5,730	6,217	PER (x)	5.8	5.6	5.3	5.1	4.9
Total current liabilities	15,539	21,329	21,751	22,305	23,012	Core PER (x)	5.8	5.6	5.3	5.1	4.9
Long-term debt	15,055	20,784	15,965	14,261	14,783	PBV (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
Other liabilities	904	1,093	1,123	1,203	1,284	EV/EBITDA (x)	8.8	9.7	8.7	8.0	7.6
Total liabilities	31,499	43,206	38,839	37,769	39,079	Dividend Yield (%)	6.0	6.5	6.6	6.9	7.2
Paid-up capital	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146						
Premium-on-share	89	89	89	89	89	Profitability Ratios (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Others	-	-	-	-	-	Gross profit margin	33.9	36.5	35.1	35.2	35.2
Retained earnings	33,512	37,522	41,752	46,181	50,785	EBITDA margin	16.2	17.9	17.2	17.2	17.2
Non-controlling interests	(19)	(20)	(19)	(19)	(19)	EBIT margin	15.5	17.2	16.7	16.7	16.7
Total equity	36,728	40,737	44,968	49,397	54,002	Net profit margin	15.3	15.9	15.5	15.5	15.5
Total liabilities & equity	68,227	83,944	83,808	87,167	93,081	ROA	9.1	8.0	7.6	7.8	7.7
						ROE	17.0	15.6	14.9	14.2	13.5
Income Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E						
Revenue	38,539	38,045	41,195	42,991	45,082	Financial Strength Ratios	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Cost of goods sold	(25,475)	(24,148)	(26,721)	(27,867)	(29,230)	Current ratio (x)	3.8	3.5	3.4	3.5	3.6
Gross profit	13,064	13,897	14,474	15,124	15,852	Quick ratio (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
SG&A	(7,248)	(7,520)	(7,753)	(8,096)	(8,465)	Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.6	0.8	0.6	0.5	0.5
Other income / (expense)	152	160	139	138	136	Net Debt/Equity (x)	0.6	0.8	0.6	0.5	0.5
EBIT	5,969	6,538	6,859	7,166	7,523	Interest coverage (x)	57.4	25.1	28.0	45.7	47.1
Depreciation	291	290	241	232	228	Inventory day (days)	735	960	950	940	861
EBITDA	6,259	6,828	7,101	7,398	7,751	Receivable day (days)	1	1	1	1	1
Finance costs	(104)	(261)	(245)	(157)	(160)	Payable day (days)	41	47	47	47	47
Non-other income / (expense)	9	26	32	24	27	Cash conversion cycle	696	914	904	894	815
Earnings before taxes (EBT)	5,873	6,303	6,646	7,033	7,390						
Income taxes	(1,230)	(1,304)	(1,329)	(1,407)	(1,478)	Growth (% YoY)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Earnings after taxes (EAT)	4,644	4,999	5,317	5,627	5,912	Revenue	21.2	(1.3)	8.3	4.4	4.9
Equity income	1,233	1,055	1,055	1,055	1,055	EBITDA	26.7	9.1	4.0	4.2	4.8
Non-controlling interests	1	(0)	(0)	(0)	(0)	EBIT	28.1	9.5	4.9	4.5	5.0
Core Profit	5,877	6,054	6,371	6,681	6,966	Core profit	29.4	3.0	5.2	4.9	4.3
FX Gain/Loss & Extraordinary	-	-	-	-	-	Net profit	29.4	3.0	5.2	4.9	4.3
Net profit	5,877	6,054	6,371	6,681	6,966	EPS	29.4	3.0	5.2	4.9	4.3
EPS (Bt)	1.87	1.92	2.03	2.12	2.21						

Source: Pi research, company data

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies

CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่สามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ภัย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วง คะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

Stock Rating Definition

- BUY** The stock’s total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock’s total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock’s total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock’s expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ที่ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การขึ้นนำแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย