

บมจ. ควอลิตี้เฮาส์ (QH)

ยอดขายโครงการแนวราบยังเป็นปัจจัยหนุนขณะที่ยอดขายคอนโดอ่อนตัวลง

ยอดขายโครงการแนวราบของ QH ทำผลงานได้ดีขณะที่ยอดขายคอนโดอยู่ในระดับต่ำ ปัจจัยหนุนกำไรสุทธิในไตรมาส 1/59 มาจากการโอนกรรมสิทธิ์ที่แข็งแกร่งแต่ยังกังวลเกี่ยวกับ margin และค่าใช้จ่าย SG&A อย่างไรก็ดี เรามองว่า valuation ยังต่ำ ซึ่งมีมูลค่าหุ้นจากการลงทุนของบริษัทในเครือด้วย คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 3.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- ยอดจอง (พีริเซล) โครงการแนวราบแข็งแกร่งแต่ยอดขายคอนโดอยู่ในระดับต่ำ** ยอดจอง (พีริเซล) ในไตรมาส 1/59 เพิ่มขึ้น 8% yoy อยู่ที่ 3,900 ล้านบาท อย่างไรก็ดี ยอดจอง (พีริเซล) คอนโดอ่อนแอโดยหดตัวลง 66% yoy อยู่ที่ 400 ล้านบาท ด้วยเหตุนี้ ยอดจอง (พีริเซล) รวมถึงลดลง 10% yoy อยู่ที่ประมาณ 4,400 ล้านบาท โดยผู้บริหารคงเป้าการเติบโตของยอดจอง (พีริเซล) ในปี 59 ไว้ที่ 8-10% หรือ 21,600-22,000 ล้านบาท เราเห็น downside risk ต่อเป้าการเติบโตที่ตั้งไว้เนื่องจากยอดจอง (พีริเซล) ของโครงการคอนโดเดิมอยู่ในระดับต่ำและบริษัทฯ เปิดตัวโครงการคอนโดใหม่แค่เพียง 1 แห่งในปีนี้ นอกจากนี้ บริษัทฯ ปรับลดเป้าหมายราคาของโครงการใหม่ที่จะเปิดตัวในปี 59 จาก 16,389 ล้านบาทมาเป็น 14,549 ล้านบาท แบ่งเป็นจากโครงการแนวราบที่ 13,967 ล้านบาทและจากคอนโดที่เพียงแค่ 582 ล้านบาท เนื่องจากเลื่อนการเปิดตัวโครงการ One Casa (บางใหญ่) ออกไปซึ่งจะทำให้ QH เหลือโครงการคอนโดใหม่ที่จะเปิดตัวในปี 59 แค่โครงการเดียวได้แก่โครงการ Q House (เชียงใหม่)
- ยอดโอนกรรมสิทธิ์ที่ดีในไตรมาส 1/59 ช่วยหนุนให้กำไรสุทธิดีขึ้น yoy แต่ยังกังวลเกี่ยวกับ margins และค่าใช้จ่าย SG&A** ปัจจัยหนุนหลักที่ทำให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น yoy ในไตรมาส 1/59 มาจากการโอนกรรมสิทธิ์ที่ดีจากมาตรการกระตุ้นด้านอสังหาฯ แต่ gross margin ยังถูกกดดันจากโครงการเดิมที่มี margin ต่ำและการออกไปโรมัน สำหรับในปี 59 เราคาดว่า gross margin น่าจะขยายตัวขึ้นได้เนื่องจากการเคลียร์สต็อกที่พักอาศัยเก่าจะน้อยลงและโครงการใหม่ที่จะทยอยเปิดมี margin ดีขึ้น อย่างไรก็ดี เรายังประมาณการ gross margin ของยอดขายในปี 59 ไว้ในระดับต่ำที่ 30.5% ลดลงจาก 30.9% ในปี 58 ในขณะที่เรายังเป็นห่วงในค่าใช้จ่าย SG&A เนื่องจากมีแนวโน้มว่า QH อาจจะต้องตั้งสำรองเพิ่มเติมสำหรับกรณีพิพาทกับลูกค้าที่เคยมีปัญหาจากโครงการเก่าในอดีต ทั้งนี้ QH ได้ตั้งสำรองไว้บางส่วนในไตรมาส 4/58-1/59 แต่ผู้บริหารคาดว่า QH อาจต้องตั้งสำรองมากขึ้น

KEY FINANCIALS

| Year to 31 Dec (Btm) | 2014 | 2015 | 2016F | 2017F | 2018F |
|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Net turnover | 21,219.5 | 20,358.2 | 20,974.9 | 22,933.4 | 24,834.1 |
| EBITDA | 3,204.5 | 2,699.4 | 2,736.5 | 3,035.6 | 3,420.0 |
| Operating profit | 3,025.8 | 2,508.6 | 2,552.5 | 2,850.9 | 3,234.6 |
| Net profit (rep./act.) | 3,329.2 | 3,106.5 | 3,392.9 | 3,806.8 | 4,247.1 |
| Net profit (adj.) | 3,329.2 | 3,106.5 | 3,392.9 | 3,806.8 | 4,247.1 |
| EPS (Bt) | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 |
| PE (x) | 6.3 | 7.9 | 7.3 | 6.5 | 5.8 |
| P/B (x) | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA (x) | 14.6 | 17.3 | 17.1 | 15.4 | 13.7 |
| Dividend yield (%) | 11.1 | 6.1 | 6.9 | 7.7 | 8.6 |
| Net margin (%) | 15.7 | 15.3 | 16.2 | 16.6 | 17.1 |
| Net debt/(cash) to equity (%) | 123.9 | 111.2 | 94.5 | 91.5 | 69.4 |
| Interest cover (x) | 13.7 | 8.6 | 11.3 | 11.9 | 16.3 |
| ROE (%) | 18.3 | 15.3 | 16.0 | 17.1 | 18.2 |
| Consensus net profit | - | - | 3,218 | 3,549 | 3,994 |
| UOBKH/Consensus (x) | - | - | 1.05 | 1.07 | 1.06 |

Source: QH, Bloomberg, UOB Kay Hian

ชื่อ

(Maintained)

| | |
|-------------------|----------|
| ราคาปัจจุบัน | 2.30 บาท |
| ราคาเป้าหมายปี'58 | 3.00 บาท |
| Upside | +30.4% |

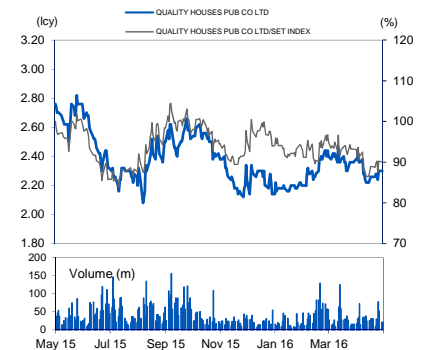
รายละเอียดบริษัท

ผู้ประกอบการด้านอสังหาริมทรัพย์ และผู้ประกอบการให้เช่า serviced apartment/อาคารสำนักงาน

Stock Data

| | | | | |
|--|---------------|-------------|------------|------------|
| GICS sector | Financials | | | |
| Bloomberg ticker: | QH TB | | | |
| Shares issued (m): | 10,714.4 | | | |
| Market cap (Btm): | 24,643.1 | | | |
| Market cap (US\$m): | 696.6 | | | |
| 3-mth avg daily t'over (US\$m): | 2.6 | | | |
| Price Performance (%) | | | | |
| 52-week high/low | Bt2.82/Bt2.08 | | | |
| 1mth | 3mth | 6mth | 1yr | YTD |
| 2.5 | 3.6 | 5.0 | 17.3 | 0.0 |
| Major Shareholders | | % | | |
| Land and House Plc | | 24.9 | | |
| Government Of Singapore Investment Corp. | | 10.8 | | |
| Thai NVDR | | 7.1 | | |
| FY16 NAV/Share (Bt) | | 2.18 | | |
| FY16 Net Debt/Share (Bt) | | 2.06 | | |

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

กิงไผ่ คู่สกุลนิรันดร์

02-659-8302

kingpai@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

- **สรุปผลประกอบการไตรมาส 1/59** QH รายงานกำไรสุทธิในไตรมาส 1/59 ที่ 744 ล้านบาท (+33.1% yoy และ -42.9% qoq) ซึ่งใกล้เคียงกับที่เราและตลาดคาดไว้กำไรสุทธิในไตรมาส 1/59 คิดเป็น 22% ของประมาณการรวมทั้งปีของเรา รายได้จากการขายอยู่ที่ 4,905 ล้านบาท (+34.6% yoy) โดยมาจากโครงการแนวราบเป็นหลักที่ประมาณ 80% ขณะที่ที่เหลืออีก 20% มาจากคอนโด รายได้จากโครงการแนวราบเพิ่มขึ้น 19% yoy ขณะที่รายได้คอนโดพุ่งขึ้น 163% ปัจจัยหนุนหลักที่ทำให้รายได้เพิ่มขึ้น yoy มาจากมาตรการกระตุ้นด้านอสังหาฯ ที่ช่วยหนุนการโอนกรรมสิทธิ์ให้มากขึ้น ในส่วนของ gross margin อ่อนตัวลง 1.7ppt อยู่ที่ 30.8% เนื่องจากมีการรับรู้รายได้จากสต็อกที่พักอาศัยเดิมที่มี margin ต่ำรวมทั้งจากการออกไปโรมัน ด้านสัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อยอดขายลดลง 2.0ppt อยู่ที่ 20.0% ทั้งนี้ สาเหตุที่ทำให้ค่าใช้จ่าย SG&A สูงขึ้นมาจากการตั้งสำรองที่มากขึ้นเพื่อรองรับผลกระทบที่เกิดขึ้นจากคดีพิพาทระหว่างไตรมาส 1/59 แต่ค่าใช้จ่าย SG&A ในสัดส่วนต่อยอดขายลดลงจากค่าธรรมเนียมในการโอนกรรมสิทธิ์ที่ต่ำลงจากมาตรการกระตุ้นด้านอสังหาฯ

1Q16 RESULTS

| Year to 31 Dec (Btm) | 1Q15 | 4Q15 | 1Q16 | yoy % chg | qoq % chg |
|----------------------|-------|-------|-------|-------------|-------------|
| Sales and services | 3,936 | 7,609 | 5,212 | 32.4 | (31.5) |
| Gross profit | 1,277 | 2,385 | 1,604 | 25.6 | (32.8) |
| SG&A | 867 | 1,166 | 1,044 | 20.4 | (10.5) |
| Operating EBIT | 409 | 1,219 | 560 | 36.7 | (54.1) |
| Interest expense | 66 | 98 | 89 | 36.2 | (9.0) |
| Equity income | 267 | 368 | 345 | 29.0 | (6.4) |
| Corporate income tax | 93 | 249 | 112 | 20.8 | (55.1) |
| Core profit | 292 | 935 | 400 | 36.9 | (57.3) |
| Net profit | 559 | 1,303 | 744 | 33.1 | (42.9) |
| Core EPS (Bt) | 0.03 | 0.09 | 0.04 | 36.9 | (57.3) |
| EPS (Bt) | 0.05 | 0.12 | 0.07 | 33.1 | (42.9) |
| (%) | 1Q15 | 4Q15 | 1Q16 | yoy ppt chg | qoq ppt chg |
| Gross margin | 32.4 | 31.3 | 30.8 | (1.7) | (0.6) |
| SG&A-to-sales | 22.0 | 15.3 | 20.0 | (2.0) | 4.7 |
| EBIT margin | 10.4 | 16.0 | 10.7 | 0.3 | (5.3) |
| Core net margin | 7.4 | 12.3 | 7.7 | 0.2 | (4.6) |
| Net margin | 14.2 | 17.1 | 14.3 | 0.1 | (2.8) |

Source: QH, UOB Kay Hian

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ปัจจัยเสี่ยงจากยอดจอง (พีริเซล) ที่ต่ำ** โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับโครงการเดิมที่มี gross margin ต่ำและยอดขายโตช้า QH ตั้งเป้าเฉลี่ยสต็อกที่พักอาศัยเดิมให้หมดในปี 59 เราจึงคาดว่าโครงการใหม่ที่จะเกิดขึ้นหลังจากนั้นจะช่วยเพิ่มยอดขายและ gross margin ให้สูงขึ้น ทั้งนี้ ยอด backlog ณ ปัจจุบัน (ณ สิ้นไตรมาส 1/59) อยู่ที่ 7,800 ล้านบาทซึ่งประมาณ 3,100 ล้านบาทคาดจะถูกโอนกรรมสิทธิ์ในปี 59 ดังนั้น ยอด backlog และรายได้ที่ถูกรับรู้ในไตรมาส 1/59 จึงคิดเป็น 40% ของประมาณการรายได้รวมทั้งปีของเรา

คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 3.00 บาท** จาก valuation ที่ยังต่ำโดยยังมีมูลค่าหุ้นจากการลงทุน ราคาเป้าหมายของเราคำนวณด้วยวิธี SOTP ซึ่งเราให้มูลค่าธุรกิจหลักที่ 1.20 บาท/หุ้น (อิงด้วย core EPS ในปี 59 ที่ 0.19 บาทและเป้า PE ที่ 6.0 เท่า) และให้มูลค่าการลงทุนของบริษัทในเครือที่ 1.80 บาท/หุ้น (รวมทั้ง HMPRO, LHBANK, QHPF และ QHHR ซึ่งอิงจาก market value ของแต่ละบริษัท และมี holding discount ที่ 25%) ทั้งนี้ ราคาเป้าหมายของเราเท่ากับ PE เฉลี่ยในอดีตของ QH ที่คำนวณด้วย 2016F PE ที่ 9.2 เท่า

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- ยอดจอง (พีริเซล) และการโอนกรรมสิทธิ์ที่ต่ำกว่าคาด
- Gross margin ที่ต่ำกว่าคาด