

Pruksa Holding PCL

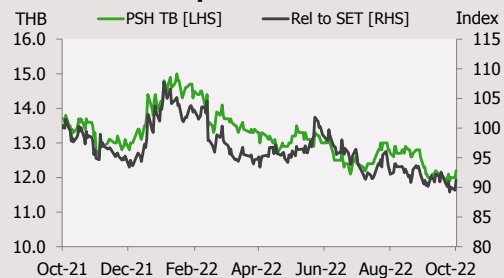
PSH TB Outperform

Target Price	Bt	13.30
Price (26/10/2022)	Bt	12.20
Upside	%	9.02
Valuation		SOTP
Sector	Property Development	
Market Cap	Btm	26,700
30-day avg turnover	Btm	8.69
No. of shares on issue	m	2,189
CG Scoring		Excellent
Anti-Corruption Indicator		Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	28,311	29,004	32,443	34,373
Core profit (Btmn)	2,246	2,884	3,049	3,318
Net profit (Btmn)	2,353	2,890	3,049	3,318
Net EPS (Bt)	1.07	1.32	1.39	1.52
DPS (Bt)	0.96	1.00	1.00	1.05
BVPS (Bt)	19.80	20.14	20.51	21.00
Net EPS growth (%)	-15.09	22.83	5.52	8.82
ROA (%)	3.20	4.13	4.34	4.59
ROE (%)	5.45	6.61	6.86	7.31
Net D/E (x)	0.37	0.36	0.37	0.35
Valuation				
P/E (x)	12.09	9.24	8.76	8.05
P/BV (x)	0.66	0.61	0.59	0.58
EV/EBITDA (x)	11.33	9.34	8.68	7.84
Dividend yield (%)	7.38	8.19	8.20	8.60

PSH TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Sorapong Jakteerungkul

Sorapong.j@kasikornsecurities.com

27 October 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

คาดการณ์ยอดขายเพิ่มกำไรไตรมาส 3/65

- ▶ เราคาดว่า PSH จะรายงานกำไรไตรมาส 3/2565 ที่ 787 ลบ. เพิ่มขึ้น 138% YoY และ 83% QoQ การเติบโตของรายได้ที่แข็งแกร่งจะเป็นตัวขับเคลื่อนกำไร
- ▶ แม้คาดการณ์กำไรไตรมาส 4/2565 จะเพิ่มขึ้นอีก จากการโอนกรรมสิทธิ์ backlog จำนวนมากซึ่งทำให้กำไรปี 2565 จะฟื้นตัวอย่างมาก แต่การฟื้นตัวของยอดขายยังจำเป็นต้องรอการเติบโตของกำไรนับจากปี 2566 จาก backlog ที่คาดว่าจะลดลงอย่างต่อเนื่อง
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายเดิมกลางปี 2566 ที่ 13.30 บาท

Investment Highlights

- ▶ **คาดการณ์กำไรไตรมาส 3/2565** แข็งแกร่ง เราคาดว่า PSH จะรายงานกำไรไตรมาส 3/2565 ที่ 787 ลบ. เพิ่มขึ้น 138% YoY และ 83% QoQ การเติบโตที่แข็งแกร่งของรายได้ที่เราคาดว่าจะเพิ่มขึ้น 27% YoY และ 45% QoQ รวมถึงอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 2.6ppt YoY และ 0.4ppt QoQ จะเป็นตัวขับเคลื่อนการเติบโตของกำไรไตรมาส 3/2565 โดยรายได้จากการขายที่เพิ่มขึ้น ไม่เพียงแต่จะมาจากกำไรจากการโอนกรรมสิทธิ์โครงการแนวราบที่เพิ่มขึ้นเมื่อปัญหาในการก่อสร้างส่วนใหญ่ได้รับการแก้ไข แต่ยังมีโครงการคอนโดที่สร้างเสร็จใหม่ 3 โครงการที่เริ่มโอนกรรมสิทธิ์ในไตรมาสนี้เป็นส่วนสนับสนุนสำคัญ ได้แก่ พลัม คอนโด รังสิต เฟรช (มูลค่า 626 ลบ. ขายแล้ว 77%) เดอะ รีซิฟ 61 ไฮดอะเวย์ (มูลค่า 3.1 พันลบ. ขายแล้ว 77%) และแชปเตอร์ เจริญนคร-ริเวอร์ไซด์ (มูลค่า 5.2 พันลบ. ขายแล้ว 99%) ด้วยสัดส่วนของคอนโดที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงที่เพิ่มขึ้นในรายได้ ทำให้ GPM ไตรมาส 3/2565 จะเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ อัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้ในไตรมาส 3/2565 จะลดลงทั้ง YoY และ QoQ จากการประหยัดต่อขนาดที่ดีขึ้น แม้โรงพยาบาลภูมิวิทย์จะยังมีผลขาดทุน
- ▶ **แนวโน้มดีขึ้นในไตรมาส 4/2565** ในขณะนี้ PSH มีแผนเปิดตัวโครงการใหม่ 9 แห่ง มูลค่า 7.4 พันลบ. ในไตรมาส 4/2565 เพิ่มขึ้นจากเพียง 11 โครงการ มูลค่ารวม 6.1 พันลบ. ในช่วง 9 เดือนแรกปีนี้ เมื่อรวมปัจจัยนี้กับยอดโอนกรรมสิทธิ์ที่ต่อเนื่องของ backlog ของ 3 โครงการคอนโดที่เริ่มเปิดโอนในไตรมาส 3/2565 และโครงการคอนโดที่สร้างเสร็จใหม่ 4 โครงการ รวมมูลค่า 6.2 พันลบ. ในไตรมาส 4/2565 ได้แก่ เดอะไฮพรเวจ จตุจักร (มูลค่า 3.6 พันลบ. ขายแล้ว 47%) พลัม พระราม 2 เฟส 2 (มูลค่า 489 ลบ. ขายแล้ว 57%) พลัม สุขุมวิท 62 (มูลค่า 577 ลบ. ขายแล้ว 44%) และ แชปเตอร์ จุฬาฯ-สามย่าน (มูลค่า 1.5 พันลบ. ขายแล้ว 82%) เราคาดว่าจะยอดขายและกำไรไตรมาส 4/2565 จะปรับดีขึ้นจากไตรมาส 3/2565 นอกจากนี้ ผลขาดทุนที่เกิดจากธุรกิจโรงพยาบาลคาดว่าจะลดลงเล็กน้อยจากจำนวนผู้ป่วยที่สูงขึ้น จึงทำให้เราเชื่อว่า PSH จะสามารถพลิกการเติบโตของกำไรไตรมาสปี 2565 ให้เป็นบวก 22% หลังจากที่กำไรลดลง 3 ปีติดต่อกัน
- ▶ **จำเป็นต้องเพิ่มยอดขายอย่างแข็งแกร่ง** เนื่องจากขาดโครงการใหม่และผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นต่อกลุ่มลูกค้าระดับล่าง ซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าเป้าหมายหลักของ PSH เราจึงคาดว่าจะยอดขายไตรมาส 3/2565 ของบริษัทฯ จะลดลงมากกว่า 20% ทั้ง YoY และ QoQ เป็น 4.5 พันลบ. เมื่อรวมปัจจัยนี้เข้ากับยอด backlog ที่ลดลงครึ่งหนึ่งจาก 4.25 หมื่นลบ. ในไตรมาส 3/2562 เป็น 2.15 หมื่นลบ. ในไตรมาส 2/2565 PSH จะไม่สามารถสร้างการเติบโตของรายได้หลักในปี 2566 จากระดับที่เราคาดว่าจะไว้ที่ 2.81 หมื่นลบ. ในปี 2565 ด้วยระดับยอดขายที่ต่ำดังกล่าว นอกเหนือจากโครงการใหม่ที่มีมากขึ้นในปี 2566 แล้ว อัตราการขายของโครงการเหล่านี้จำเป็นต้องปรับตัวดีขึ้นจากระดับปัจจุบัน เพื่อสร้างโอกาสในการเติบโตของกำไร ในมุมมองของเรา สิ่งเหล่านี้จะเป็นจุดสนใจหลักของ PSH ในระยะสั้นถึงกลาง เนื่องจากผลบวกจากธุรกิจโรงพยาบาลต่อกำไรในภาพรวมของบริษัทฯ ยังคงมีไม่มาก

Valuation and Recommendation

- ▶ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมายกลางปี 2566 ที่ 13.3 บาท สำหรับ PSH แม้แนวโน้มการเติบโตจะดูท้าทายมากสำหรับยอดขายในปัจจุบัน แต่แนวโน้มกำไรที่ยอดเยียมในไตรมาส 3/2565 และ 4/2565 รวมถึงอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend yield) ที่สูงกว่า 8% จะเป็นปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนคำแนะนำของเรา รวมทั้งราคาซื้อขายระดับต่ำด้วย PBV ปี 2565 ที่ประมาณ 0.6 เท่า นอกจากนี้ ความพยายามที่จะเข้าไปมีส่วนร่วมในการลงทุนในธุรกิจใหม่ (start-ups) ที่มีโอกาสเติบโตที่สูงในภาคอสังหาริมทรัพย์และสุขภาพจะเป็นอีกปัจจัยสำคัญของ PSH ที่อาจสร้างผลตอบแทนระดับสูงให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว



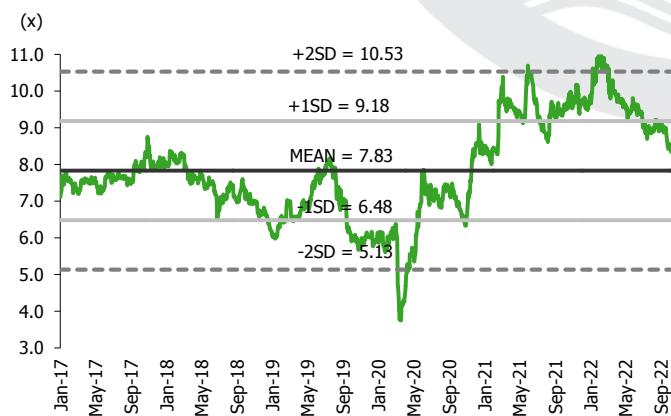
Fig 1 3Q22E earnings to grow 138% YoY and 83% QoQ

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	% YoY	% QoQ	% YTD2022E	2022E
Financials									
Sales (Btmn)	6,058	9,002	5,923	5,304	7,712	27.3	45.4	65.3	29,004
EBITDA (Btmn)	724	1,535	945	756	1,260	74.0	66.7	63.6	4,653
Operating profit (Btmn)	598	1,409	826	635	1,147	91.8	80.6	62.3	4,186
Core profit (Btmn)	331	988	552	424	787	138.1	85.6	61.1	2,884
Net profit (Btmn)	331	988	552	430	787	138.1	83.1	61.2	2,890
Net EPS (Bt)	0.15	0.45	0.25	0.20	0.36	138.1	83.1	61.2	1.32
Performance Drivers									
Presales (Btmn)	5,902	5,361	5,344	6,342	4,500	-23.8	-29.0	61.9	26,152
New launch (Btmn)	4,192	8,095	1,110	3,600	2,500	-40.4	-30.6	44.2	16,300
Net D/E (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	-15.9	2.0	111.8	0.4
Ratios									
						Change *	Avg YTD	2022E	
Gross margin (%)	28.8	31.1	29.7	31.0	31.4	2.6	0.4	30.7	30.9
EBITDA margin (%)	12.0	17.0	16.0	14.3	16.3	4.4	2.1	15.5	16.0
Optg. margin (%)	9.9	15.6	13.9	12.0	14.9	5.0	2.9	13.6	14.4
ROE (%)	3.1	9.1	5.0	4.0	7.3	4.2	3.3	5.5	6.6

Remark: * = Change in ppt

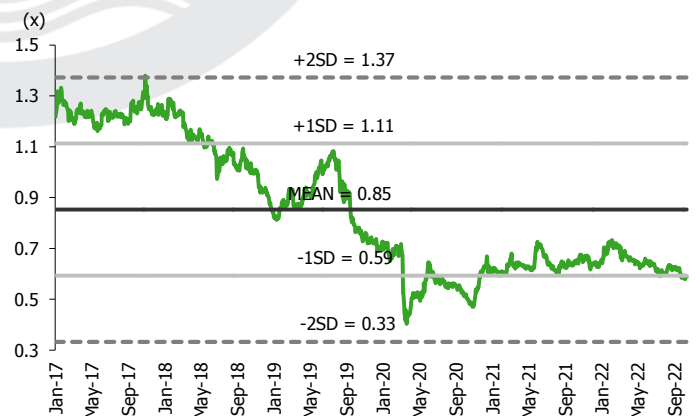
Source: Company data and KS Research

Fig 2 5-year 12M Fwd PER



Source: Bloomberg and KS Research

Fig 3 5-year 12M Fwd PBV



Source: Bloomberg and KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	29,244	28,311	29,004	32,443	34,373
Cost of sales and services	-19,876	-20,128	-20,050	-22,502	-23,811
Gross Profit	9,368	8,183	8,954	9,941	10,562
SG&A	-5,437	-4,754	-4,967	-5,480	-5,668
Other income	269	119	199	150	156
EBIT	4,200	3,658	4,217	4,612	5,050
EBITDA	4,655	4,013	4,653	5,098	5,593
Interest expense	-515	-550	-439	-584	-663
Equity earnings	0	110	25	0	0
EBT	3,685	3,108	3,779	4,027	4,387
Income tax	-858	-705	-827	-886	-965
NPAT	2,827	2,403	2,951	3,141	3,422
Minority Interest	-56	-51	-62	-92	-104
Core Profit	2,771	2,246	2,884	3,049	3,318
Extraordinary items	0	107	0	0	0
FX gain (loss)	0	0	6	0	0
Reported net profit	2,771	2,353	2,890	3,049	3,318

Balance Sheet (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Cash & equivalents	1,337	3,348	1,450	1,622	1,719
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	0	0	0	0	0
Inventories	66,863	56,757	54,416	56,230	56,715
Other current assets	1,653	1,771	1,595	1,784	1,890
Total current assets	69,853	61,876	57,461	59,637	60,324
Investment in subs & others	108	835	835	835	835
Fixed assets-net	6,728	7,941	8,387	8,885	9,440
Other assets	1,585	1,401	4,344	4,479	4,546
Total assets	78,273	72,052	71,027	73,836	75,144
Short-term debt	8,572	10,022	5,286	8,185	5,434
Accounts payable	1,800	1,350	2,465	2,758	2,922
Other current liabilities	5,693	6,530	6,091	6,813	7,218
Total current liabilities	16,065	17,902	13,842	17,756	15,574
Long-term debt	17,067	9,603	12,194	10,246	12,662
Other liabilities	1,355	474	174	195	206
Total liabilities	34,487	27,979	26,210	28,196	28,443
Paid-up capital	2,189	2,189	2,189	2,189	2,189
Share premium	1,873	1,873	1,873	1,873	1,873
Reserves & others, net	109	135	135	135	135
Retained earnings	38,876	39,128	39,873	40,695	41,758
Minority interests	740	748	748	748	748
Total shareholders' equity	43,786	44,072	44,817	45,640	46,702
Total equity & liabilities	78,273	72,052	71,027	73,836	75,144

Key Assumptions	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
New launch (Btmn)	15,720	21,100	16,300	26,080	30,000
Pre-sales	21,968	25,428	26,152	28,060	31,963
- Low-rise	17,264	20,802	21,358	22,611	25,508
- Condominium	4,704	4,626	4,794	5,449	6,455
Projects sales revenue	29,244	28,041	28,127	31,443	33,073
- Low-rise	18,475	20,125	18,035	20,553	23,872
- Condominium	10,769	7,916	10,093	10,890	9,201
Revenue growth (%)	-26.68	-3.19	2.45	11.86	5.95
Gross margin (%)	32.03	28.90	30.87	30.64	30.73
SG&A to sales (%)	18.59	16.79	17.13	16.89	16.49

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	2,827	2,403	2,951	3,141	3,422
Depreciation & amortization	455	465	467	487	543
Change in working capital	7,000	8,595	2,532	-1,038	-48
Others	296	444	-93	-92	-104
CF from operation activities	10,577	11,908	5,857	2,498	3,813
Capital expenditure	-1,259	-1,040	-996	-1,050	-1,125
Investment in subs and affiliates	0	-725	0	0	0
Others	100	648	-2,500	0	-1
CF from investing activities	-1,159	-1,117	-3,496	-1,050	-1,126
Cash dividend	-2,758	-2,101	-2,145	-2,227	-2,256
Net proceeds from debt	-6,294	-6,031	-2,145	951	-334
Capital raising	0	0	0	0	0
Others	-805	-647	0	0	0
CF from financing activities	-9,856	-8,780	-4,290	-1,276	-2,590
Net change in cash	-438	2,011	-1,929	172	96

Key Statistics & Ratios	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Per share (Bt)					
Reported EPS	1.27	1.07	1.32	1.39	1.52
Core EPS	1.27	1.03	1.32	1.39	1.52
DPS	0.96	0.96	1.00	1.00	1.05
BV	19.67	19.80	20.14	20.51	21.00
EV	23.94	20.78	19.87	20.22	20.03
Free Cash Flow	4.26	4.97	2.22	0.66	1.23
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	9.87	12.09	9.24	8.76	8.05
Core P/E (x)	9.87	12.67	9.26	8.76	8.05
P/BV (x)	0.64	0.66	0.61	0.59	0.58
EV/EBITDA (x)	11.26	11.33	9.34	8.68	7.84
Price/Cash flow (x)	2.59	2.39	4.56	10.69	7.00
Dividend yield (%)	7.68	7.38	8.19	8.20	8.60
Profitability ratios					
Gross margin (%)	32.03	28.90	30.87	30.64	30.73
EBITDA margin (%)	15.92	14.17	16.04	15.71	16.27
EBIT margin (%)	14.36	12.92	14.54	14.21	14.69
Net profit margin (%)	9.67	8.49	10.18	9.68	9.96
ROA (%)	3.43	3.20	4.13	4.34	4.59
ROE (%)	6.44	5.45	6.61	6.86	7.31
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	4.35	3.46	4.15	3.36	3.87
Quick ratio (x)	0.08	0.19	0.10	0.09	0.11
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	0.79	0.63	0.58	0.62	0.61
Net debt/EBITDA (x)	5.22	4.06	3.45	3.30	2.93
Net debt/equity (x)	0.56	0.37	0.36	0.37	0.35
Int. coverage ratio (x)	8.15	6.66	9.62	7.89	7.62
Growth					
Revenue (%)	-26.68	-3.19	2.45	11.86	5.95
EBITDA (%)	-40.24	-13.78	15.94	9.57	9.71
Reported net profit (%)	-48.30	-15.09	22.83	5.52	8.82
Reported EPS (%)	-48.30	-15.09	22.83	5.52	8.82
Core profit (%)	-48.30	-18.94	28.40	5.73	8.82
Core EPS (%)	-48.30	-18.94	28.40	5.73	8.82

Source: Company, KS estimates

Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report 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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.