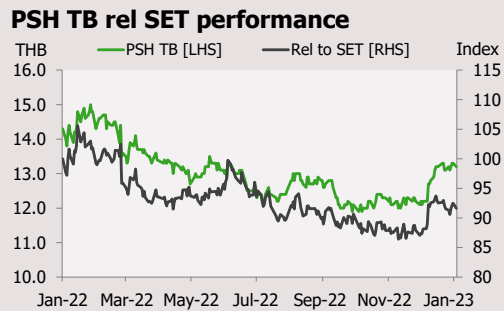




Pruksa Holding PCL

PSH TB	Neutral
Target Price	Bt 12.10
Price (16/01/2023)	Bt 13.20
Downside	% 8.33
Valuation	SOTP
Sector	Property Development
Market Cap	Btm 28,888
30-day avg turnover	Btm 16.96
No. of shares on issue	m 2,189
CG Scoring	Excellent
Anti-Corruption Indicator	Certified

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	28,311	27,594	29,483	30,062
Core profit (Btmn)	2,246	2,733	2,690	2,729
Net profit (Btmn)	2,353	2,745	2,690	2,729
Net EPS (Bt)	1.07	1.25	1.23	1.25
DPS (Bt)	0.96	0.95	0.90	0.90
BVPS (Bt)	19.80	20.09	20.37	20.71
Net EPS growth (%)	-15.09	16.66	-1.99	1.46
ROA (%)	3.20	3.91	3.95	3.98
ROE (%)	5.45	6.29	6.08	6.07
Net D/E (x)	0.37	0.30	0.29	0.32
Valuation				
P/E (x)	12.09	10.53	10.74	10.58
P/BV (x)	0.66	0.66	0.65	0.64
EV/EBITDA (x)	11.33	9.75	9.72	9.85
Dividend yield (%)	7.38	7.19	6.85	6.85



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

17 January 2023
Kasikorn Securities Public Company Limited

ควบคุมต้นทุนเพิ่มเติมได้ดี กำลังรอรายได้หลัก

- ▶ PSH ประกาศการลงทุน 18.26% ใน GEL ด้วยการแลกเปลี่ยนสัดส่วนการถือหุ้น 51% ในบริษัทพรีคาสท์ ทำให้ประหยัดต้นทุนและมีรายได้ส่วนแบ่งกำไร
- ▶ อย่างไรก็ตาม แนวโน้มรายได้หลักดูเหมือนจะล่าช้ามากเมื่อ backlog ที่ยกมาปี 2566 ลดลงอย่างมาก แผนธุรกิจปี 2566 เป็นจุดสำคัญและความสนใจของเรา
- ▶ เราคงคำแนะนำ "ถือ" และ TP ปี 2566 ที่ 12.1 บาทสำหรับ PSH โดยบริษัทฯ จำเป็นต้องมียอดขายที่อยู่อาศัยจำนวนมากเพื่อพลิกแนวโน้มของธุรกิจในระยะสั้น

Investment Highlights

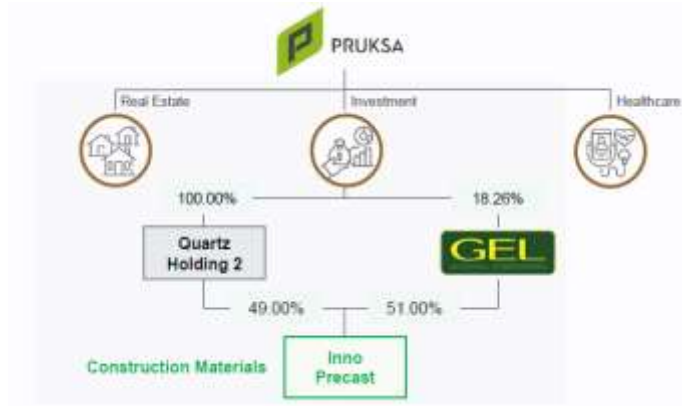
- ▶ **กลยุทธ์การประหยัดต้นทุนที่ดี** เมื่อวานนี้ PSH แจ้งต่อ SET ว่ามีแผนแลกเปลี่ยนหุ้น 51% ในบริษัท อินโน พรีคาสท์ จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อย 100% ที่เน้นธุรกิจผลิตแผ่นคอนกรีตสำเร็จรูป (พรีคาสท์) ที่มีกำลังการผลิต 4.4 ล้านตร.ม./ปี กับหุ้น 18.26% ใน GEL ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนที่เชี่ยวชาญด้านโครงสร้างพื้นฐานและวัสดุก่อสร้างโครงสร้าง เช่น เสาค้ำคอนกรีตอัดแรงและพื้นอัดแรง คิดเป็นมูลค่า 582 ลบ. หรือ 0.37 บาท/หุ้นของ GEL โดย GEL มีกำลังการผลิตพรีคาสท์ 0.8 ล้านตร.ม./ปี ทั้งนี้ PSH คาดว่าข้อตกลงนี้ไม่เพียงแต่จะช่วยประหยัดต้นทุนการก่อสร้างได้ 100-300 ลบ./ปี จากอัตราค่ากำลังการผลิตที่สูงขึ้นของโรงงานพรีคาสท์ซึ่งปัจจุบันมีอัตรา稼働ดำเนินงานอยู่ที่ 53% จากการสนับสนุนของ GEL ซึ่งขณะนี้ดำเนินงานเกินกำลังการผลิต แต่ยังคงรวมถึงรายได้ส่วนแบ่งกำไรจาก GEL เมื่อกำไรสุทธิพลิกเป็นบวกหลังจากขาดทุน 108 ลบ.ที่บันทึกในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2565 ในระยะสั้น หลังจากดีดเสร็จสิ้นในเดือนพ.ค. 2566 PSH คาดว่าจะรับรู้กำไรทางบัญชีประมาณ 700 ลบ. (ก่อนหักภาษี) ในไตรมาส 2/2566 นอกจากนี้ GEL ยังมีสิทธิในการซื้อหุ้นที่เหลืออีก 49% ของบริษัท อินโน พรีคาสท์ จำกัด เป็นระยะเวลา 5 ปี อย่างไรก็ตามราคาใช้สิทธิจะขึ้นอยู่กับมูลค่ายุติธรรมในอนาคต
- ▶ **ยอดขายปี 2565 พลาดเป้าอย่างมาก** ในวันเดียวกัน PSH ยังเปิดเผยยอดขายในไตรมาส 4/2565 ที่ 2.4 พันลบ. ลดลง 54.2% YoY และ 14.1% QoQ นอกเหนือจากการเปิดตัวใหม่ในไตรมาส 4/2565 ที่ลดลงมากเนื่องจากโครงการใหม่ที่วางแผนไว้ล่าช้าออกไปในปี 2566 ส่งผลให้มูลค่าการเปิดตัวใหม่ในปี 2565 ลดลง 53.5% เป็น 1 หมื่นลบ. คิดเป็น 61.5% ของเป้าหมายการเปิดตัวทั้งปีที่ 1.63 หมื่นลบ. นอกจากนี้การยกเลิก backlog คอนโดอีกหนึ่งโครงการ ได้แก่ "เดอะ ทรี พระราม 4" มูลค่ารวม 1.0 พันลบ. ส่งผลให้ยอดขายคอนโด ดีดลบเกือบ 500 ลบ.ในไตรมาส 4/2565 ทั้งหมดนี้ส่งผลให้ PSH จบปี 2565 ด้วยยอดขาย 1.7 หมื่นลบ. ลดลง 33.1% YoY และคิดเป็นเพียง 54.8% ของเป้าหมายยอดขายทั้งปีในตอนแรกที่ 3.1 หมื่นลบ. จากยอดขายที่ไม่ค่อยดีนักข้างต้นและข้อเท็จจริงที่ว่าเราเห็นว่าการโอนกรรมสิทธิ์ในไตรมาส 4/2565 จะแข็งแกร่ง ดังนั้น backlog ณ สิ้นปี 2565 จึงคาดว่าจะลดลงกว่า 56% QoQ เป็น 5.8 พันลบ. ซึ่งเป็นระดับ backlog ที่ต่ำที่สุดนับตั้งแต่ปี 2549
- ▶ **คาดการณ์ไตรมาส 4/2565 ยอดเยี่ยม** เราคาดว่า PSH จะรายงานกำไรไตรมาส 4/2565 ที่ 1.2 พันลบ. เพิ่มขึ้น 21% YoY และ 94% QoQ นอกเหนือจากช่วงไฮซีซั่นของการโอนกรรมสิทธิ์ backlog โครงการแนวราบแล้ว การเริ่มโอนกรรมสิทธิ์คอนโดใหม่ 4 โครงการ ได้แก่ เดอะ ไพเราะวี จตุจักร (มูลค่า 3.6 พันลบ. ขายแล้ว 40%) พลัม พระราม 2 เฟส 2.1 (มูลค่า 500 ลบ. ขายแล้ว 46%) พลัม สุขุมวิท 62 (มูลค่า 600 ลบ. ขายแล้ว 30%) และ แชนเดอร์ จุฬา-สามย่าน (มูลค่า 1.5 พันลบ. ขายแล้ว 61%) จะช่วยเสริมรายได้และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ของบริษัทให้ดีขึ้นทั้ง YoY และ QoQ นอกจากนี้ รายได้จากการขายที่แข็งแกร่งจะทำให้อัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่ำลงต่อรายได้ลดลงจากการประหยัดต่อขนาดที่ดีขึ้น เราจึงคาดว่ากำไรในปี 2565 จะสามารถแสดงการเติบโตสองหลักจากระดับต่ำสุดของวงจรธุรกิจปัจจุบันที่มีการรายงานในปี 2564

Valuation and Recommendation

- ▶ เราคงคำแนะนำ "ถือ" และราคาเป้าหมายปี 2566 ที่ 12.1 บาทสำหรับ PSH แม้เราเห็นว่า PSH จะเผชิญกับความท้าทายอย่างมากในปี 2566 เพื่อให้กำไรปกติจากธุรกิจที่อยู่อาศัยเติบโตในเชิงบวก แต่อัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่สูงกว่า 6.8% ก็สนับสนุนคำแนะนำของเราสำหรับในปี 2566 นอกจากกำไรทางบัญชี 700 ลบ.จากข้อตกลงกับ GEL แล้ว เราคาดว่ากำไรจากการขายที่ดิน ซึ่ง PSH จะขายให้กับ CapitalLand SEA Logistics Fund โดย PSH จะลงทุนเพื่อเป็นช่องทางการลงทุนสำหรับธุรกิจคลังสินค้า (ดูรายละเอียดได้จาก รายงานธุรกิจบริษัทฯ ของเราที่เผยแพร่เมื่อวันที่ 20 ธ.ค. 2565) จะเป็นส่วนผลักดันกำไรที่สำคัญ



Fig 1 Post-transaction structure of PSH and GEL



Source: Company data and KS Research

Fig 2 Current capacity of Inno Precast



Source: Company data and KS Research

Fig 3 Highlights of GEL and valuation of the deal



Remark: 1/Revenue breakdown as of 9M22 based on information from GEL

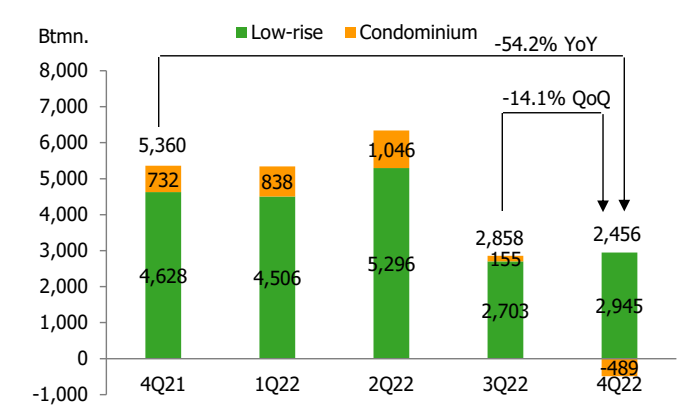
Source: Company data and KS Research

Fig 4 GEL's business



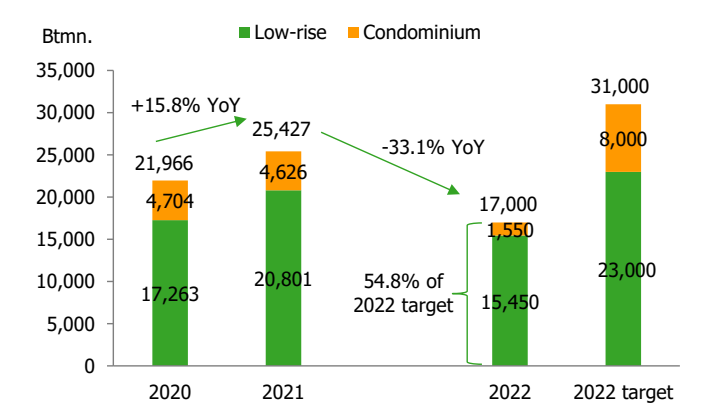
Source: Company data and KS Research

Fig 5 4Q22 presales fell 54.2% YoY and 14.1% QoQ



Source: Company data and KS Research

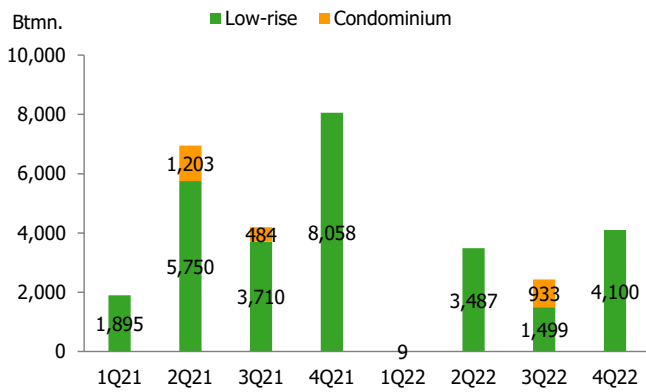
Fig 6 2022 presales far below target and fell 33.1% YoY



Source: Company data and KS Research

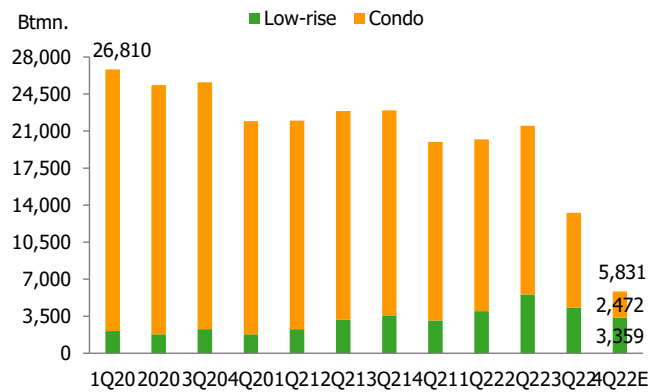


Fig 7 4Q22 new launch value remained unexciting



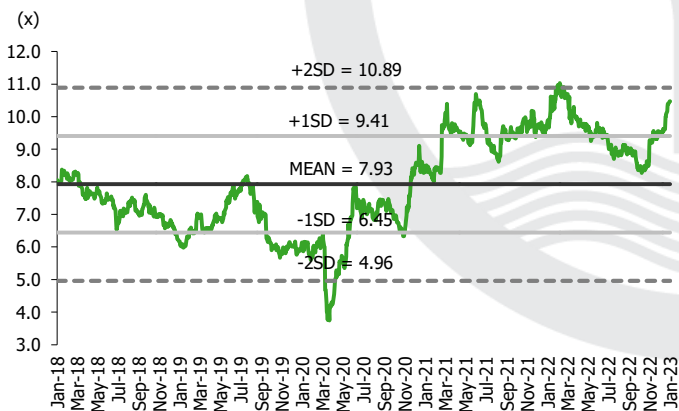
Source: Company data and KS Research

Fig 8 Backlog at the end of 2022 should be very low



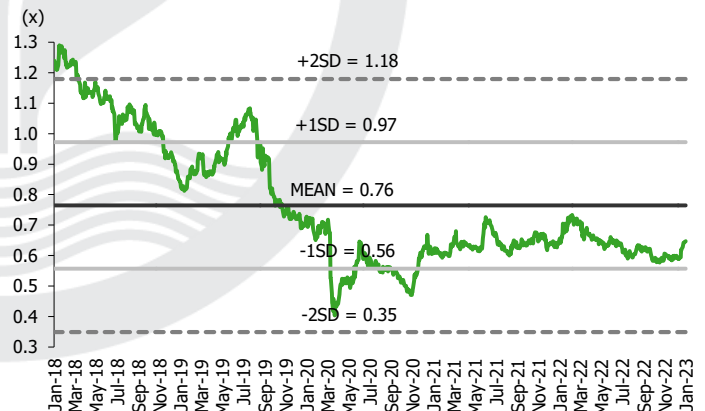
Source: Company data and KS Research

Fig 9 5-year 12M FWD PER



Source: Bloomberg and KS Research

Fig 10 5-year 12M FWD PBV



Source: Bloomberg and KS Research


Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)						Cashflow (Btmn)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	29,244	28,311	27,594	29,483	30,062	Net profit	2,827	2,403	2,795	2,769	2,819
Cost of sales and services	-19,876	-20,128	-19,023	-20,300	-20,663	Depreciation & amortization	455	465	491	442	464
Gross Profit	9,368	8,183	8,571	9,183	9,399	Change in working capital	7,000	8,595	5,678	229	-1,940
SG&A	-5,437	-4,754	-4,872	-5,510	-5,647	Others	296	444	115	-65	-86
Other income	269	119	231	269	278	CF from operation activities	10,577	11,908	9,080	3,375	1,258
EBIT	4,200	3,658	3,971	3,941	4,030	Capital expenditure	-1,259	-1,040	-1,881	-825	-900
EBITDA	4,655	4,013	4,421	4,383	4,494	Investment in subs and affiliates	0	-725	835	0	0
Interest expense	-515	-550	-426	-391	-415	Others	100	648	-3,150	0	0
Equity earnings	0	110	30	0	0	CF from investing activities	-1,159	-1,117	-4,197	-825	-900
EBT	3,685	3,108	3,545	3,550	3,614	Cash dividend	-2,758	-2,101	-2,109	-2,063	-1,990
Income tax	-858	-705	-751	-781	-795	Net proceeds from debt	-6,294	-6,031	-2,715	-2,461	1,661
NPAT	2,827	2,403	2,795	2,769	2,819	Capital raising	0	0	0	0	0
Minority Interest	-56	-51	-50	-79	-90	Others	-805	-647	0	0	0
Core Profit	2,771	2,246	2,733	2,690	2,729	CF from financing activities	-9,856	-8,780	-4,823	-4,525	-329
Extraordinary items	0	107	0	0	0	Net change in cash	-438	2,011	60	-1,975	29
FX gain (loss)	0	0	12	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	2,771	2,353	2,745	2,690	2,729	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	1.27	1.07	1.25	1.23	1.25
Cash & equivalents	1,337	3,348	3,449	1,474	1,503	Core EPS	1.27	1.03	1.25	1.23	1.25
ST investments	0	0	0	0	0	DPS	0.96	0.96	0.95	0.90	0.90
Accounts receivable	0	0	0	0	0	BV	19.67	19.80	20.09	20.37	20.71
Inventories	66,863	56,757	52,046	52,024	54,112	EV	23.94	20.78	19.69	19.47	20.22
Other current assets	1,653	1,771	1,242	1,622	1,653	Free Cash Flow	4.26	4.97	3.29	1.16	0.16
Total current assets	69,853	61,876	56,737	55,120	57,268	Valuation analysis					
Investment in subs & others	108	835	0	0	0	Reported P/E (x)	9.87	12.09	10.53	10.74	10.58
Fixed assets-net	6,728	7,941	9,434	9,909	10,441	Core P/E (x)	9.87	12.67	10.57	10.74	10.58
Other assets	1,585	1,401	4,582	4,514	4,426	P/BV (x)	0.64	0.66	0.66	0.65	0.64
Total assets	78,273	72,052	70,753	69,543	72,135	EV/EBITDA (x)	11.26	11.33	9.75	9.72	9.85
Short-term debt	8,572	10,022	4,860	7,803	4,878	Price/Cash flow (x)	2.59	2.39	3.18	8.56	22.96
Accounts payable	1,800	1,350	2,070	2,211	2,255	Dividend yield (%)	7.68	7.38	7.19	6.85	6.85
Other current assets	5,693	6,530	6,347	6,781	6,914	Profitability ratios					
Total current liabilities	16,065	17,902	13,277	16,796	14,047	Gross margin (%)	32.03	28.90	31.06	31.15	31.26
Long-term debt	17,067	9,603	12,050	6,646	11,232	EBITDA margin (%)	15.92	14.17	16.02	14.87	14.95
Other liabilities	1,355	474	717	767	782	EBIT margin (%)	14.36	12.92	14.39	13.37	13.40
Total liabilities	34,487	27,979	26,044	24,208	26,060	Net profit margin (%)	9.67	8.49	10.13	9.39	9.38
Paid-up capital	2,189	2,189	2,189	2,189	2,189	ROA (%)	3.43	3.20	3.91	3.95	3.98
Share premium	1,873	1,873	1,873	1,873	1,873	ROE (%)	6.44	5.45	6.29	6.08	6.07
Reserves & others, net	109	135	135	135	135	Liquidity ratios					
Retained earnings	38,876	39,128	39,764	40,391	41,130	Current ratio (x)	4.35	3.46	4.27	3.28	4.08
Minority interests	740	748	748	748	748	Quick ratio (x)	0.08	0.19	0.26	0.09	0.11
Total shareholders' equity	43,786	44,072	44,708	45,335	46,075	Leverage Ratios					
Total equity & liabilities	78,273	72,052	70,753	69,543	72,135	Liabilities/Equity ratio (x)	0.79	0.63	0.58	0.53	0.57
Key Assumptions						Net debt/EBITDA (x)	5.22	4.06	3.04	2.96	3.25
New launch (Btmn)	15,720	21,100	14,500	20,300	28,000	Net debt/equity (x)	0.56	0.37	0.30	0.29	0.32
Pre-sales	21,968	25,428	19,327	24,435	28,273	Int. coverage ratio (x)	8.15	6.66	9.32	10.08	9.71
- Low-rise	17,264	20,802	16,866	19,615	22,228	Growth					
- Condominium	4,704	4,626	2,461	4,820	6,045	Revenue (%)	-26.68	-3.19	-2.53	6.84	1.96
Projects sales revenue	29,244	28,041	26,418	27,748	27,990	EBITDA (%)	-40.24	-13.78	10.17	-0.87	2.54
- Low-rise	18,475	20,125	15,182	17,340	20,845	Reported net profit (%)	-48.30	-15.09	16.66	-1.99	1.46
- Condominium	10,769	7,916	11,236	10,408	7,145	Reported EPS (%)	-48.30	-15.09	16.66	-1.99	1.46
Revenue growth (%)	-26.68	-3.19	-2.53	6.84	1.96	Core profit (%)	-48.30	-18.94	21.68	-1.57	1.46
Gross margin (%)	32.03	28.90	31.06	31.15	31.26	Core EPS (%)	-48.30	-18.94	21.68	-1.57	1.46
SG&A to sales (%)	18.59	16.79	17.66	18.69	18.79						

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, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.