



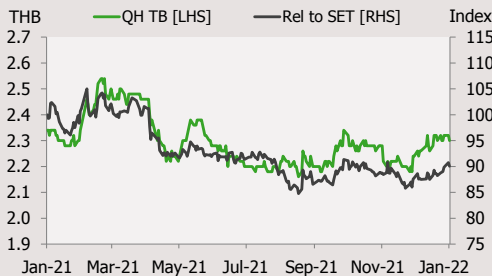
# Quality Houses PCL

QH TB	Outperform	
Target Price	Bt	2.80
Price (25/01/2022)	Bt	2.30
Upside	%	21.74
Valuation	SOTP	
Sector	Property Development	
Market Cap	Btm	24,643
30-day avg turnover	Btm	72.38
No. of shares on issue	m	10,714
CG Scoring	Excellent	
Anti-Corruption Indicator	Certified	

### Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	9,138	8,145	9,467	9,801
Core profit (Btmn)	2,123	1,671	2,447	2,614
Net profit (Btmn)	2,123	1,671	2,447	2,614
Net EPS (Bt)	0.20	0.16	0.23	0.24
DPS (Bt)	0.12	0.11	0.16	0.17
BVPS (Bt)	2.48	2.59	2.69	2.77
Net EPS growth (%)	-25.59	-21.29	46.43	6.81
ROA (%)	4.31	3.53	5.20	5.39
ROE (%)	7.95	6.16	8.66	8.94
Net D/E (x)	0.58	0.50	0.43	0.46
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	11.71	14.74	10.07	9.43
P/BV (x)	0.94	0.89	0.86	0.83
EV/EBITDA (x)	24.31	30.52	21.95	21.67
Dividend yield (%)	5.17	4.62	6.95	7.43

### QH 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 limited 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

26 January 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

## กำไรไตรมาส 4/2564 จะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง

- ▶ เราคาดว่า QH จะรายงานกำไรไตรมาส 4/64 ที่ 496 ลบ. แม้จะลดลง 14% YoY แต่จะปรับตัวขึ้นอย่างแข็งแกร่งถึง 89% QoQ จากปัจจัยหนุนกำไรหลักทุกปัจจัย
- ▶ เนื่องจากโมเมนต์ดีดังกล่าวจะดำเนินต่อไปในปี 2565 เราจึงคาดว่ากำไรปี 2565 จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งถึง 46% และดึงความสนใจจากนักลงทุนให้กลับมาจับบริษัทฯ
- ▶ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" QH และราคาเป้าหมายปี 2565 ที่ 2.8 บาท การเติบโตของธุรกิจที่อยู่อาศัยจะเป็นส่วนเพิ่มสำคัญของการฟื้นตัวในธุรกิจการลงทุนต่างๆของ QH

### Investment Highlights

- ▶ **คาดการณ์กำไรไตรมาส 4/2564 แข็งแกร่ง** เราคาดว่า QH จะรายงานกำไรสุทธิในไตรมาส 4/2564 ที่ 496 ลบ. ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งถึง 89% QoQ แม้จะลดลง 14% YoY การฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของยอดขายในไตรมาส 4/2564 และการโอนกรรมสิทธิ์ของ 2 ยูนิตที่โครงการ คิว สุขุมวิท จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยผลักดันกำไรในไตรมาส 4/2564 ให้เติบโต QoQ ไม่เพียงแต่รายได้ที่ได้รับการสนับสนุนแต่ยังรวมถึงอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) อีกด้วย ทั้งนี้ แม้ว่า QH จะต้องรับรู้ผลขาดทุนสุทธิในไตรมาส 4/2564 จาก LHFG ซึ่งเกิดจากรายได้เงินปันผลที่ลดลงและการเพิ่มขึ้นของผลขาดทุนด้านเครดิตที่คาดว่าจะเกิดขึ้น (จากมุมมองอนุรักษ์นิยมต่อผลกระทบของโควิด-19 จากผู้ถือหุ้นรายใหญ่อย่าง CTBC) ซึ่งจะทำให้ส่วนแบ่งกำไรในไตรมาส 4/2564 ลดลง เกือบ 90 ลบ. YoY ซึ่งคงที่จากไตรมาส 3/2564 และจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้กำไรสุทธิในไตรมาส 4/2564 ลดลง YoY โดยผลขาดทุนดังกล่าวจะบดบังส่วนแบ่งกำไรจากการลงทุนหลักใน HMPRO ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งในไตรมาส 4/2564 ซึ่งนักวิเคราะห์กลุ่มค่าปลีกของเราคาดว่าจะเติบโต 3% YoY และ 83% QoQ
- ▶ **รายได้และอัตรากำไรแสดงถึงสัญญาณการฟื้นตัวที่ดี** แม้ไม่มีการเปิดตัวโครงการใหม่ QH ก็สามารถเพิ่มยอดขายในไตรมาส 4/2564 ได้ 15% YoY และ 60% QoQ จากอุปสงค์ที่ดีขึ้นหลังการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ในประเทศ และกลยุทธ์ทางการตลาดเชิงรุกและมีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยหากรวมปัจจัยดังกล่าวกับธุรกิจให้เช่าที่ฟื้นตัวในระดับปานกลาง เรามองเห็นรายได้ปกติในไตรมาส 4/2564 จะเพิ่มขึ้นถึงที่ 52% QoQ เป็นระดับเดียวกับไตรมาส 4/2563 ที่ 2.4 พันลบ. นอกจากนี้ เราคาดว่า GPM จะปรับตัวดีขึ้น 1.5ppt QoQ (แม้จะยังต่ำกว่าระดับในไตรมาส 4/2563 อยู่ 0.7ppt) จากการที่มีสัดส่วนรายได้แนวราบจากโครงการใหม่ที่มี GPM ดีกว่าที่มากขึ้น รวมถึงการโอนกรรมสิทธิ์ 2 ยูนิตในโครงการที่มีอัตรากำไรสูงอย่าง โครงการ คิว สุขุมวิท ทั้งนี้เนื่องจาก QH มีแผนจะเปิดตัวโครงการใหม่ที่เพิ่มขึ้นมากในปี 2565 (โครงการ 6 แห่ง มูลค่า 9 พันลบ.- 1.0 หมื่นลบ. เทียบกับ โครงการ 2 แห่ง มูลค่า 2.5 พันลบ. ในปี 2564) เราจึงมองว่าโมเมนต์เชิงบวกนี้จะยังคงดำเนินต่อไป
- ▶ **ผลขาดทุนจาก LHFG บดบังกำไรที่แข็งแกร่งของ HMPRO** เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรในไตรมาส 4/2564 ของ QH จะลดลง 23% YoY เป็น 290 ลบ. ซึ่งใกล้เคียงกับจำนวน 288 ลบ. ในไตรมาส 3/2564 ถึงแม้ว่านักวิเคราะห์กลุ่มค่าปลีกของเราจะคาดการณ์ว่าการลงทุนหลักของบริษัทอย่าง HMPRO จะรายงานการเติบโตของกำไรในไตรมาส 4/2564 ที่แข็งแกร่ง ที่ 3% YoY และ 83% QoQ ผลผลขาดทุนสุทธิที่ 373 ลบ. ของ LHFG เทียบกับกำไรสุทธิที่ 204 ลบ. ในไตรมาส 4/2563 และ 718 ลบ. ในไตรมาส 3/2564 ได้บดบังการเติบโตของ HMPRO ดังนั้น ส่วนแบ่งกำไรที่ลดลงอย่างมากถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้กำไรในไตรมาส 4/2564 ลดลง YoY และลดการเติบโตในเชิง QoQ จากที่เราประมาณการไว้ก่อนหน้านี้

### Valuation and Recommendation

- ▶ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมายปี 2565 ที่ 2.8 บาทสำหรับ QH เราชอบ QH ในประเด็นของการฟื้นตัว ซึ่งไม่ได้มาจากการฟื้นตัวของส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนแต่เพียงอย่างเดียว แต่รวมถึงการเติบโตของธุรกิจที่อยู่อาศัย ที่นักลงทุนมีความคาดหวังที่ค่อนข้างต่ำ โดยนอกจากกำไรสุทธิที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งในไตรมาส 4/2564 แล้ว เรามองว่าพัฒนาการเชิงบวกนี้จะดำเนินต่อไปในปี 2565 โดยเริ่มตั้งแต่ไตรมาสแรกเป็นต้นไป เมื่อ QH จะเปิดตัวโครงการหรู 1 แห่ง ที่ชื่อว่า พฤษภกริมย์ ราชพฤกษ์-รัตนนิเวศร์ (มูลค่า 2.7 พันลบ.) โดยนอกจากการเติบโตของกำไรสุทธิในปี 2565 ที่เราคาดในระดับสูงที่ 46% จะดึงดูดความสนใจนักลงทุนได้แล้ว แต่ยังมีปัจจัยที่ดึงดูดผลตอบแทนเงินปันผล (DY) ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็นเกือบ 7% จากผลการดำเนินงานในปี 2565



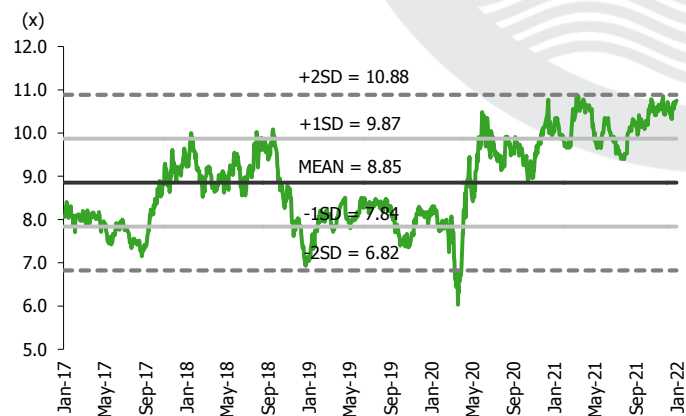
**Fig 1 4Q21E earnings to fall 14.5% YoY but to rebound strongly by 88.5% QoQ**

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	% YoY	% QoQ	2020	2021E	% change
<b>Financials</b>										
Sales (Btmn)	2,422	2,032	2,106	1,588	2,419	-0.1	52.4	9,138	8,145	-10.9
EBITDA (Btmn)	505	271	338	184	468	-7.4	154.6	1,659	1,260	-24.0
Operating profit (Btmn)	408	176	243	91	364	-11.0	300.7	1,269	873	-31.2
Core profit (Btmn)	580	431	482	263	496	-14.5	88.5	2,123	1,671	-21.3
Net profit (Btmn)	580	431	482	263	496	-14.5	88.5	2,123	1,671	-21.3
Net EPS (Bt)	0.05	0.04	0.04	0.02	0.05	-14.5	88.5	0.20	0.16	-21.3
<b>Performance Drivers</b>										
Presales (Btmn)	1,920	1,760	2,152	1,380	2,217	15.5	60.6	8,667	7,509	-13.4
New launch (Btmn)	0	0	2,553	0	0	n.m.	n.m.	4,526	2,553	-43.6
Net D/E (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	-7.2	2.4	0.6	0.5	-14.3
<b>Ratios</b>										
						<b>Change *</b>		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>Change *</b>
Gross margin (%)	31.3	28.5	29.9	29.0	30.5	-0.7	1.5	30.9	29.6	-1.3
EBITDA margin (%)	20.9	13.3	16.0	11.6	19.3	-1.5	7.8	18.2	15.5	-2.7
Optg. margin (%)	16.9	8.7	11.5	5.7	15.0	-1.8	9.3	13.9	10.7	-3.2
ROE (%)	8.7	6.4	7.3	4.0	7.4	-1.4	3.4	7.9	6.2	-1.8

Remark: \* = Change in ppt

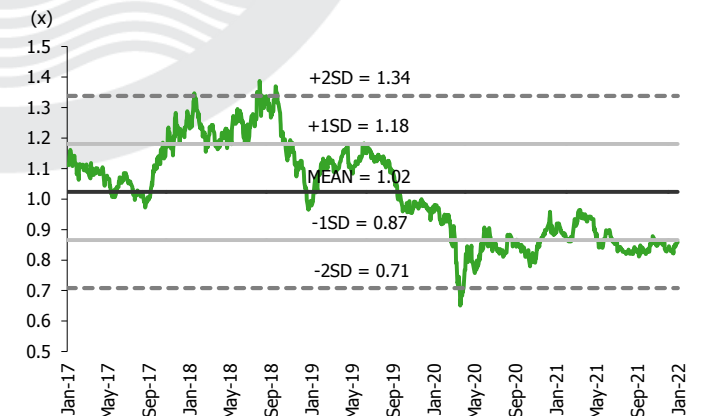
Source: Company data and KS Research

**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**

<b>Income Statement (Btmn)</b>						<b>Cashflow (Btmn)</b>					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	10,680	9,138	8,145	9,467	9,801	Net profit	2,854	2,123	1,671	2,447	2,614
Cost of sales and services	-7,083	-6,318	-5,736	-6,497	-6,693	Depreciation & amortization	231	390	387	429	440
<b>Gross Profit</b>	3,596	2,820	2,409	2,970	3,108	Change in working capital	-5,266	-1,854	1,173	1,295	-1,502
SG&A	-2,255	-1,790	-1,778	-1,971	-2,041	Others	3,734	4,520	-1,346	-1,751	-1,897
Other income	263	239	242	254	266	<b>CF from operation activities</b>	1,553	5,180	1,886	2,420	-344
<b>EBIT</b>	3,538	2,799	2,219	3,004	3,230	Capital expenditure	-79	-78	-399	-433	-437
<b>EBITDA</b>	1,835	1,659	1,260	1,682	1,773	Investment in subs and affiliates	1,452	1,162	629	686	823
Interest expense	-390	-392	-332	-355	-408	Others	123	7	797	174	185
Equity earnings	1,927	1,530	1,346	1,751	1,897	<b>CF from investing activities</b>	1,497	1,092	1,026	426	570
<b>EBT</b>	3,148	2,407	1,887	2,649	2,822	Cash dividend	-2,250	-1,821	-1,194	-1,341	-1,750
Income tax	-294	-284	-216	-202	-208	Net proceeds from debt	-2,409	-4,152	-2,111	-1,228	1,594
<b>NPAT</b>	2,854	2,123	1,671	2,447	2,614	Capital raising	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0	Others	0	0	-80	53	13
<b>Core Profit</b>	2,847	2,123	1,671	2,447	2,614	<b>CF from financing activities</b>	-4,659	-5,973	-3,386	-2,516	-142
Extraordinary items	7	0	0	0	0	<b>Net change in cash</b>	-1,609	298	-473	330	83
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	<b>Key Statistics &amp; Ratios</b>					
<b>Reported net profit</b>	2,854	2,123	1,671	2,447	2,614	<b>Per share (Bt)</b>					
<b>Balance Sheet (Btmn)</b>						Reported EPS	0.27	0.20	0.16	0.23	0.24
Cash & equivalents	2,212	2,510	2,036	2,367	2,450	Core EPS	0.27	0.20	0.16	0.23	0.24
ST investments	0	0	0	0	0	DPS	0.20	0.12	0.11	0.16	0.17
Accounts receivable	98	37	61	71	74	BV	2.51	2.48	2.59	2.69	2.77
Inventories	25,040	22,545	21,245	22,154	23,522	EV	4.28	3.76	3.59	3.45	3.59
Other current assets	157	136	96	112	116	Free Cash Flow	0.14	0.48	0.14	0.19	-0.07
<b>Total current assets</b>	27,507	25,227	23,439	24,703	26,161	<b>Valuation analysis</b>					
Investment in subs & others	11,647	11,425	12,141	13,207	14,281	Reported P/E (x)	9.61	11.71	14.74	10.07	9.43
Fixed assets-net	10,972	9,391	9,904	7,927	8,125	Core P/E (x)	9.63	11.71	14.74	10.07	9.43
Other assets	777	1,624	1,458	1,408	1,255	P/BV (x)	1.02	0.94	0.89	0.86	0.83
<b>Total assets</b>	50,902	47,667	46,942	47,246	49,822	EV/EBITDA (x)	24.96	24.31	30.52	21.95	21.67
Short-term debt	8,500	6,658	9,515	2,023	2,023	Price/Cash flow (x)	17.66	4.80	13.06	10.18	-72
Accounts payable	630	502	570	615	637	Dividend yield (%)	7.81	5.17	4.62	6.95	7.43
Other current assets	1,730	1,502	1,860	2,157	2,232	<b>Profitability ratios</b>					
<b>Total current liabilities</b>	10,860	8,663	11,945	4,796	4,892	Gross margin (%)	33.68	30.86	29.58	31.37	31.71
Long-term debt	12,088	11,316	6,348	12,612	14,206	EBITDA margin (%)	17.18	18.15	15.48	17.77	18.09
Other liabilities	1,090	1,120	933	1,016	1,037	EBIT margin (%)	33.13	30.63	27.24	31.73	32.96
<b>Total liabilities</b>	24,038	21,099	19,226	18,424	20,135	Net profit margin (%)	26.72	23.24	20.52	25.85	26.67
Paid-up capital	10,714	10,714	10,714	10,714	10,714	ROA (%)	5.43	4.31	3.53	5.20	5.39
Share premium	379	379	379	379	379	ROE (%)	10.74	7.95	6.16	8.66	8.94
Reserves & others, net	985	515	1,185	1,185	1,185	<b>Liquidity ratios</b>					
Retained earnings	14,785	14,960	15,437	16,543	17,407	Current ratio (x)	2.53	2.91	1.96	5.15	5.35
Minority interests	0	0	0	0	0	Quick ratio (x)	0.21	0.29	0.18	0.51	0.52
<b>Total shareholders' equity</b>	26,863	26,568	27,715	28,822	29,686	<b>Leverage Ratios</b>					
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	50,902	47,667	46,942	47,246	49,822	Liabilities/Equity ratio (x)	0.89	0.79	0.69	0.64	0.68
<b>Key Assumptions</b>						Net debt/EBITDA (x)	10.01	9.32	10.97	7.29	7.77
New launch (Btmn)	7,173	4,526	2,553	9,768	8,799	Net debt/equity (x)	0.68	0.58	0.50	0.43	0.46
Pre-sales	7,491	8,667	7,509	8,665	8,851	Int. coverage ratio (x)	9.07	7.14	6.69	8.47	7.92
Revenue growth (%)	-32.78	-14.44	-10.86	16.23	3.53	<b>Growth</b>					
Gross margin (%)	33.68	30.86	29.58	31.37	31.71	Revenue (%)	-32.78	-14.44	-10.86	16.23	3.53
SG&A to sales (%)	21.12	19.59	21.83	20.82	20.82	EBITDA (%)	-47.99	-9.61	-24.01	33.43	5.44
						Reported net profit (%)	-24.86	-25.59	-21.29	46.43	6.81
						Reported EPS (%)	-24.86	-25.59	-21.29	46.43	6.81
						Core profit (%)	-23.37	-25.41	-21.29	46.43	6.81
						Core EPS (%)	-23.37	-25.41	-21.29	46.43	6.81

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, AMATA, AOT, AWC, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TASC, TISCO, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.