

## Outperform Maintained

Price as of 19 Feb 2018	23.70
12M target price (Bt/shr)	24.80
Unchanged / Revised up (down) (%)	Unchanged
Upside/downside (%)	4.6

### Key messages

กำไรสุทธิของ PSH ใน 4Q60 อยู่ที่ 1.74 พันล้านบาท ลดลง 7.1% YoY แต่เพิ่มขึ้น 34.8% QoQ ถึงแม้ว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้น แต่รายได้จากยอดโอนที่ลดลง และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นก็ทำให้กำไรสุทธิใน FY60 ลดลง 8.1% หลังจากที่ร่วงแรงถึง 22.7% ในปี 2559 เรายังคงคำแนะนำซื้อ PSH และให้ราคาเป้าหมายที่ 24.80 บาท อิงจาก PER เฉลี่ยระยะยาวที่ 9x จากการที่ราคาหุ้นไม่แพง และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าสนใจ ทั้งนี้ PSH ประกาศจ่ายปันผล 0.72 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 3% (กำหนดขึ้น XD วันที่ 8 มีนาคม 2561)

## ผลประกอบการ 4Q60: เป็นไปตามประมาณการของเรา

### Event

กำไรสุทธิของ PSH ใน 4Q60 อยู่ที่ 1.74 พันล้านบาท (-7.1% YoY; 34.8% QoQ)

### Impact

#### ผลประกอบการ 4Q60 เป็นไปตามที่เราคาดไว้

ผลประกอบการใน 4Q60 เป็นไปตามที่เรา แต่ต่ำกว่าตลาดคาดไว้ 19% โดยรายได้จากยอดโอนอยู่ที่ 1.33 หมื่นล้านบาท ลดลง 4.5% YoY แต่เพิ่มขึ้นถึง 32.4% QoQ เนื่องจากมีโครงการคอนโดมิเนียมใหม่สามโครงการที่โอนได้ในช่วงดังกล่าว รายได้จากยอดขายที่อยู่ในอาศัยในปี FY60 ลดลง 6.4% YoY เหลือ 4.39 หมื่นล้านบาท จาก 4.69 หมื่นล้านบาทในปี 2559 โดยยอดโอนทาวน์โฮม, บ้านเดี่ยว และคอนโดมิเนียม ลดลง 3.5%, 2.7% และ 12.9% ตามลำดับ ซึ่งสะท้อนถึงอุปสงค์ที่อยู่อาศัยที่อ่อนแอของตลาดระดับกลางถึงล่าง

#### GPM ดี แต่ยอดโอนลดและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นยังคงกดดันกำไร

อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ลดลงเล็กน้อยเหลือ 35.9% ใน 4Q60 จาก 36.4% ใน 3Q60 แต่ก็ยังคงอยู่ในระดับที่ถือว่าสูง เมื่อเทียบกับระดับปกติที่ 33-34% ในช่วงสองสามปีที่ผ่านมา โดย GPM ของทาวน์โฮม, บ้านเดี่ยว และคอนโดมิเนียมอยู่ที่ 36.7%, 34.4% และ 36.4% ตามลำดับ ส่งผลให้ GPM ในปี FY60 อยู่ที่ 35.8% เพิ่มขึ้นจาก 33.5% ในปี 2559 จากการรวมทีมก่อสร้าง และการบริหารต้นทุนได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานใน 4Q60 เพิ่มขึ้น 31.2% QoQ และ 1.1% YoY เป็น 2.54 พันล้านบาท แต่สัดส่วน SG&A ต่อยอดขายลดลงเป็น 19.1% จาก 19.3% ในไตรมาสก่อนหน้าจากการประหยัดต่อขนาด สำหรับในปี FY60 ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานอยู่ที่ 8.5 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 4.7% YoY ในขณะที่สัดส่วน SG&A ต่อยอดขายเพิ่มขึ้นเป็น 19.4% จาก 17.4% เนื่องจากมีการรุกเปิดโครงการใหม่เพิ่มขึ้นและมีโครงการอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นในปี 2560 ซึ่ง PSH เปิดโครงการอาคารสูงใหม่เพิ่มอีก 10 โครงการ ในขณะที่ในปี 2559 มีแค่สามโครงการเท่านั้น โดยสรุปแล้ว ถึงแม้ว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้น แต่รายได้จากยอดโอนที่ลดลง และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นก็ทำให้กำไรสุทธิใน FY60 ลดลง 8.1% หลังจากที่ร่วงแรงถึง 22.7% ในปี 2559

### Valuation and action

เรายังคงคำแนะนำซื้อ PSH และให้ราคาเป้าหมายที่ 24.80 บาท อิงจาก PER เฉลี่ยระยะยาวที่ 9x จากการที่ราคาหุ้นไม่แพง และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าสนใจ ทั้งนี้ PSH ประกาศจ่ายปันผล 0.72 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 3% (กำหนดขึ้น XD วันที่ 8 มีนาคม 2561)

### Risk

สภาวะตลาดในประเทศแอ้ง และภาวะเศรษฐกิจอ่อนแอลง

Ratasak Piriyant  
 66.2658.8888 Ext. 8857  
 ratasakp@kgi.co.th

Figure 1: PSH's 4Q17 earnings review

Bt mn	4Q17	4Q16	YoY (%)	3Q17	QoQ (%)	Comments
Sales	13,322	13,948	(4.5)	10,059	32.4	Transfer momentum surged sharply QoQ on transfer of three new condominiums
COGS	8,546	8,967	(4.7)	6,398	33.6	
Gross profit	4,776	4,981	(4.1)	3,661	30.5	
SG&A	2,542	2,515	1.1	1,938	31.2	High operating expenses was due to more spending on advertisement
Operating profit	2,309	2,578	(10.4)	1,759	31.2	
EBIT	2,309	2,578	(10.4)	1,759	31.2	
Interest expense	43	62	(30.7)	48	(11.2)	
Income tax expense	489	515	(5.1)	393	24.6	
<b>Net profit</b>	<b>1,740</b>	<b>1,873</b>	<b>(7.1)</b>	<b>1,291</b>	<b>34.8</b>	<b>Earnings were in line with our forecast and market consensus</b>
Percent	4Q17	4Q16	YoY (ppts)	3Q17	QoQ (ppts)	
Gross margin	35.9	35.7	0.1	36.4	(0.5)	GPM was well maintained on the high side compare to norm range of 33-34%
SG&A/sales	19.1	18.0	1.1	19.3	(0.2)	

Source: KGI Research

<b>KGI Locations</b>		
<b>China</b>	Shanghai	Room 1907-1909, Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

<b>KGI's Ratings</b>	
<b>Rating</b>	<b>Definition</b>
Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).1.3
Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.  <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

**Disclaimer** KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.