

## HOLD

### 12M Target Price: Bt22.20

Closing price: Bt20.00  
Upside/downside 11.0%

Sector	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
Paid-up shares (shares mn)	2,188
Market capitalization (Bt mn)	43,770
Free float (%)	28.42
12-mth daily avg. turnover (Bt mn)	50.22
12-mth trading range (Bt)	25.25/18.20

Major shareholders (%)	
THONGMA VIJITPONGPUN	60.04
SOCIAL SECURITY OFFICE	4.40
MALINEE VIJITPONGPUN	3.88

#### Financial highlights

End of Dec 31	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue (Bt mn)	43,935	44,735	45,629	46,998
Normalized profit (Bt mn)	5,456	5,767	5,850	6,031
Net profit (Bt mn)	5,456	5,767	5,850	6,031
Normalized EPS (Bt)	2.50	2.64	2.67	2.76
EPS (Bt)	2.50	2.64	2.67	2.76
Norm. profit growth (%)	-8.1%	5.7%	1.4%	3.1%
EPS growth (%)	-8.2%	5.6%	1.4%	3.1%
P/E (x)	8.0	7.6	7.5	7.3
P/BV (x)	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	8.5	8.3	8.1	8.1
DPS (Bt)	1.29	1.36	1.38	1.42
Dividend yield (%)	6.5%	6.8%	6.9%	7.1%
ROE (%)	14.9%	14.7%	13.9%	13.7%

Source: SETSMART, AWS

**Thailand Research Department**  
Mr. Nutchapol Cheevavichawalkul  
License, No. 46377  
Tel: 02-680-5094

## กำไรสุทธิใน 3Q61 สูงขึ้น 23.3% YoY

PSH รายงานกำไรสุทธิใน 3Q61 ที่ 1,591 ล้านบาท สูงขึ้น 23.3% YoY และ 1.8% QoQ สูงกว่าที่เราคาดไว้ โดยยอดโอนโครงการคอนโดมิเนียมเพิ่มขึ้น 76% YoY ในขณะที่ยอดโอนจากโครงการแนวราบลดลง 7% YoY ทั้งนี้ PSH เตรียมแผนทำ Campaign ส่งเสริมการขายในช่วง 4Q61 โดยเร่งระบาย Inventory จำนวน 13,000 ล้านบาท ออกทั้งหมด ซึ่งเป็นโครงการที่เสร็จพร้อมโอน รวมถึงการเปิดโครงการใหม่อีก 10 โครงการ ซึ่งจะช่วยหนุนให้รายได้ใน 4Q61 ปรับตัวดีขึ้น ในขณะที่ SG&A/sales น่าจะกลับมาอยู่ในระดับที่สูงเนื่องจากการทำ Campaign เร่งยอดขาย เราแนะนำ "ถือ" เพื่อรับปันผลสูงระดับ 6.9% โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 22.20 บาท

### กำไรสุทธิใน 3Q61 สูงขึ้น 23.3%YoY

PSH รายงานกำไรสุทธิใน 3Q61 ที่ 1,591 ล้านบาท สูงขึ้น 23.3% YoY และ 1.8% QoQ สูงกว่าที่เราคาดไว้ โดยยอดโอนโครงการคอนโดมิเนียมเพิ่มขึ้น 76% YoY ในขณะที่ยอดโอนจากโครงการแนวราบลดลง 7% YoY ทั้งนี้ SG&A/sales ลดลง 190bps YoY เนื่องจากบริษัทปรับกลยุทธ์โดยควบคุมค่าใช้จ่ายได้มีประสิทธิภาพ รวมถึงการใช้โฆษณาผ่านทางช่อง Online มากขึ้น ส่วน GPM ยังอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับไตรมาสที่แล้ว

#### Presales update

PSH รายงานยอด Presale 9M61 ที่ 39,196 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเล็กน้อย 3% YoY คิดเป็น 73% ของเป้าทั้งปี โดยเราเชื่อว่าบริษัทสามารถทยอยลด presale ได้ตามเป้า ถึงแม้ว่าบริษัทได้เลื่อนการเปิดตัวโครงการคอนโดมิเนียม 2 โครงการและโครงการแนวราบอีก 11 โครงการออกไป แต่ยอด Presale จะมีแรงหนุนจาก Campaign ส่งเสริมการขายในช่วง 4Q61 โดยเร่งระบาย Inventory จำนวน 13,000 ล้านบาท ออกทั้งหมด ซึ่งเป็นโครงการที่เสร็จพร้อมโอน รวมถึงการเปิดโครงการใหม่อีก 10 โครงการ เพื่อรับมือกับมาตรการ ทรพท. ที่จะมีผลบังคับใช้ในเดือน เม.ย. ปี 2562

#### แนะนำ "ถือ" เพื่อรับปันผล

เราคาดว่ารายได้ใน 4Q61 จะปรับตัวดีขึ้น โดยมีแรงหนุนจากการโอนโครงการคอนโดมิเนียมขนาดใหญ่อย่าง Chapter One และการระบาย Inventory ออก ในขณะที่ SG&A/sales น่าจะกลับมาอยู่ในระดับที่สูงเนื่องจากการทำ Campaign เร่งยอดขาย ในขณะที่โรงพยาบาลวิมุตติคาดว่าจะสร้างเสร็จในปี 2563 ซึ่งเรายังไม่นำเข้ามารวมอยู่ในประมาณการ เราแนะนำ "ถือ" เพื่อรับปันผลสูงระดับ 6.9% โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 22.20 บาท อ้างอิง PER 8.3x จากกำไรสุทธิในปี 2562

Results review

FY December 31 (Bt mn)	3Q17	2Q18	3Q18	%YoY	%QoQ	2017	2018E	%YoY
<b>Total revenue</b>	<b>10,059</b>	<b>10,930</b>	<b>11,198</b>	<b>11.3%</b>	<b>2.5%</b>	<b>43,935</b>	<b>44,735</b>	<b>1.8%</b>
Cost of goods sold	(6,398)	(6,980)	(7,233)			(28,222)	(28,766)	
<b>Gross profit</b>	<b>3,661</b>	<b>3,950</b>	<b>3,965</b>	<b>8.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>15,713</b>	<b>15,968</b>	<b>1.6%</b>
SG&A expense	(1,938)	(1,980)	(1,942)			(8,537)	(8,359)	
<b>Operating profit</b>	<b>1,724</b>	<b>1,969</b>	<b>2,022</b>	<b>17.3%</b>	<b>2.7%</b>	<b>7,176</b>	<b>7,610</b>	<b>6.0%</b>
Share of gain (loss) of joint ventures	(0)	(0)	(0)			(0)	(0)	
Other income	36	48	31			178	191	
<b>EBIT</b>	<b>1,759</b>	<b>2,017</b>	<b>2,054</b>	<b>16.7%</b>	<b>1.8%</b>	<b>7,354</b>	<b>7,800</b>	<b>6.1%</b>
Financial costs	(48)	(41)	(28)			(197)	(248)	
<b>Pretax profit</b>	<b>1,711</b>	<b>1,977</b>	<b>2,026</b>	<b>18.4%</b>	<b>2.5%</b>	<b>7,157</b>	<b>7,552</b>	<b>5.5%</b>
Income tax expenses	(393)	(385)	(407)			(1,582)	(1,670)	
<b>Profit before MI</b>	<b>1,319</b>	<b>1,591</b>	<b>1,619</b>	<b>22.8%</b>	<b>1.8%</b>	<b>5,574</b>	<b>5,883</b>	<b>5.5%</b>
Minority interests	(28)	(28)	(28)			(118)	(116)	
<b>Normalized profit</b>	<b>1,291</b>	<b>1,563</b>	<b>1,591</b>	<b>23.3%</b>	<b>1.8%</b>	<b>5,456</b>	<b>5,767</b>	<b>5.7%</b>
Extra-ordinary items	-	-	-			-	-	
<b>Net Profit</b>	<b>1,291</b>	<b>1,563</b>	<b>1,591</b>	<b>23.3%</b>	<b>1.8%</b>	<b>5,456</b>	<b>5,767</b>	<b>5.7%</b>
EBITDA	1,877	2,152	2,180	16.1%	1.3%	7,821	8,318	
<b>Normalized EPS (Bt)</b>	<b>0.59</b>	<b>0.71</b>	<b>0.73</b>	<b>23.2%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.50</b>	<b>2.64</b>	<b>5.6%</b>
<b>Net EPS (Bt)</b>	<b>0.59</b>	<b>0.71</b>	<b>0.73</b>	<b>23.3%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.50</b>	<b>2.64</b>	<b>5.6%</b>
<b>Financial ratio (%)</b>								
Gross profit margin	36.4%	36.1%	35.4%			35.8%	35.7%	-0.1%
SG&A expense	19.3%	18.1%	17.3%			19.4%	18.7%	-0.7%
Normalized profit margin	12.8%	14.3%	14.2%			12.4%	12.9%	0.5%
Net profit margin	12.8%	14.3%	14.2%			12.4%	12.9%	0.5%

**Income Statement (Btmn)**

<b>Year to 31 Dec</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
Total revenue	46,926	43,935	44,735	45,629	46,998
Cost of goods sold	(31,184)	(28,222)	(28,766)	(29,408)	(30,290)
<b>Gross profit</b>	<b>15,742</b>	<b>15,713</b>	<b>15,968</b>	<b>16,221</b>	<b>16,708</b>
SG&A	(8,153)	(8,537)	(8,359)	(8,526)	(8,782)
<b>Operating Profit</b>	<b>7,588</b>	<b>7,176</b>	<b>7,610</b>	<b>7,695</b>	<b>7,926</b>
Share of gain (loss) of joint venture	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
Other income	247	178	191	213	220
<b>EBIT</b>	<b>7,834</b>	<b>7,354</b>	<b>7,800</b>	<b>7,908</b>	<b>8,146</b>
Financial cost	(287)	(197)	(248)	(251)	(259)
<b>Pretax profit</b>	<b>7,547</b>	<b>7,157</b>	<b>7,552</b>	<b>7,657</b>	<b>7,887</b>
Income tax expenses	(1,478)	(1,582)	(1,670)	(1,693)	(1,744)
Minority interests	(128)	(118)	(116)	(114)	(112)
<b>Normalized profit</b>	<b>5,940</b>	<b>5,456</b>	<b>5,767</b>	<b>5,850</b>	<b>6,031</b>
Extraordinaries items	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>5,940</b>	<b>5,456</b>	<b>5,767</b>	<b>5,850</b>	<b>6,031</b>
EBITDA	8,288	7,821	8,318	8,436	8,720
<b>Normalized EPS (Bt)</b>	<b>2.72</b>	<b>2.50</b>	<b>2.64</b>	<b>2.67</b>	<b>2.76</b>
<b>Net EPS (Bt)</b>	<b>2.72</b>	<b>2.50</b>	<b>2.64</b>	<b>2.67</b>	<b>2.76</b>
<b>DPS (Bt)</b>	<b>1.40</b>	<b>1.29</b>	<b>1.36</b>	<b>1.38</b>	<b>1.42</b>

**Statement of Financial Position (Btmn)**

<b>Year to 31 Dec</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
Current Assets	61,705	66,228	74,816	77,953	78,830
Non-current Assets	4,638	6,015	6,019	6,115	6,265
<b>Total assets</b>	<b>66,344</b>	<b>72,244</b>	<b>80,835</b>	<b>84,068</b>	<b>85,096</b>
Current Liabilities	17,527	17,639	21,499	21,255	19,823
Non-current Liabilities	12,653	15,945	17,988	18,391	19,594
<b>Total liabilities</b>	<b>30,180</b>	<b>33,584</b>	<b>39,487</b>	<b>39,646</b>	<b>39,417</b>
Paid-up capital	2,186	2,187	2,189	2,189	2,189
Retained Earnings	31,246	33,695	36,480	39,306	42,219
<b>Total equity</b>	<b>36,164</b>	<b>38,660</b>	<b>41,348</b>	<b>44,421</b>	<b>45,678</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>66,344</b>	<b>72,244</b>	<b>80,835</b>	<b>84,068</b>	<b>85,096</b>
BVPS (Bt)	16.54	17.68	18.89	20.30	20.87

### Quarterly Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Total revenue	10,059	13,322	8,352	10,930	11,198
Cost of goods sold	(6,398)	(8,546)	(5,374)	(6,980)	(7,233)
<b>Gross profit</b>	<b>3,661</b>	<b>4,776</b>	<b>2,978</b>	<b>3,950</b>	<b>3,965</b>
SG&A	(1,938)	(2,542)	(1,853)	(1,980)	(1,942)
<b>Operating Profit</b>	<b>1,724</b>	<b>2,234</b>	<b>1,125</b>	<b>1,969</b>	<b>2,022</b>
Share of gain (loss) of joint venture	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Other income	36	75	16	48	31
<b>EBIT</b>	<b>1,759</b>	<b>2,309</b>	<b>1,141</b>	<b>2,017</b>	<b>2,054</b>
Financial cost	(48)	(43)	(38)	(41)	(28)
Pretax profit	1,711	2,266	1,103	1,977	2,026
Income tax expenses	(393)	(489)	(225)	(385)	(407)
Minority interests	(28)	(37)	(16)	(28)	(28)
<b>Normalized profit</b>	<b>1,291</b>	<b>1,740</b>	<b>862</b>	<b>1,563</b>	<b>1,591</b>
Extraordinaries items	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>1,291</b>	<b>1,740</b>	<b>862</b>	<b>1,563</b>	<b>1,591</b>
EBITDA	1,877	2,430	1,259	2,152	2,180
<b>Normalized EPS (Bt)</b>	<b>0.59</b>	<b>0.80</b>	<b>0.39</b>	<b>0.71</b>	<b>0.73</b>
<b>Net EPS (Bt)</b>	<b>0.59</b>	<b>0.80</b>	<b>0.39</b>	<b>0.71</b>	<b>0.73</b>

### Key Financial Ratios

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Sales growth (%)	(8.42)	(6.37)	1.82	2.00	3.00
Normalized profit growth (%)	(22.66)	(8.15)	5.69	1.44	3.10
Net profit growth (%)	(22.66)	(8.15)	5.69	1.44	3.10
Normalized EPS growth (%)	(21.06)	(8.19)	5.61	1.44	3.10
EPS growth (%)	(21.06)	(8.19)	5.61	1.44	3.10
Gross margin (%)	33.55	35.76	35.70	35.55	35.55
Operating margin (%)	16.17	16.33	17.01	16.86	16.86
EBITDA margin (%)	17.66	17.80	18.59	18.49	18.55
Normalized profit margin (%)	12.66	12.42	12.89	12.82	12.83
Net profit margin (%)	12.66	12.42	12.89	12.82	12.83
Effective tax rate (%)	19.59	22.11	22.11	22.11	22.11
ROA (%)	9.02	7.87	7.53	7.10	7.13
ROE (%)	17.06	14.88	14.68	13.89	13.66
EV/EBITDA	7.61	8.53	8.35	8.12	8.10
Net Debt to equity (x)	0.55	0.61	0.63	0.57	0.60
P/E (x)	7.36	8.02	7.59	7.48	7.26
P/BV (x)	1.23	1.15	1.08	1.01	0.98
Dividend Yield (%)	5.80	6.45	6.81	6.91	7.12

