

แอล.พี.เอ็น. ดีเวลลอปเม้นท์

Property
(Residential)
Neutral

กระจายความเสี่ยงสินค้าและพื้นที่มากขึ้น

ประเด็นการลงทุน: จากการประชุมนักวิเคราะห์ คุณโอภาส ศรีพยัคฆ์ กรรมการผู้จัดการ ยืนยันมุมมองกำไรที่ชัดเจนปี 2555 อีกครั้ง โดยเปิดเผยกลยุทธ์การกระจายความเสี่ยงไปยังพื้นที่นอกกรุงเทพฯ สำหรับปี 2555 นี้ (โครงการที่เปิดตัวใหม่ประมาณ 45% จะอยู่ในต่างจังหวัด) โดย LPN ให้แนวทางว่าแนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้นไม่ต่ำกว่า 30% (ประมาณการของเราที่ 30.8%) โดยเรายังคงขอหุ้น LPN ในระยะกลาง โดย LPN ซื้อขายอยู่ที่ PER ปี 2555 ที่ 9.8 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยปี 2548-2554 ที่ 7.8 เท่า ซึ่งราคาเป้าหมายปี 2555 ของเราอ้างอิง PER ที่ 11 เท่า

มองกำไรครึ่งหลังของปี 2555 (ทำสถิติสูงสุดในไตรมาส 4/55): โครงการของ LPN 10 โครงการจะสร้างเสร็จในปีนี้ (มูลค่าโครงการรวม 1.49 หมื่นล้านบาท) โดย 8 โครงการมีกำหนดโอนในครึ่งหลังของปี 2555 ดังนั้นเราคาดว่ารายได้ครึ่งหลังปี 2555 จะคิดเป็นถึง 70% ของรายได้รวมทั้งปี 2555 (3 พันล้านบาทในครึ่งแรกของปี 2555 และอีก 1 หมื่นล้านบาท ครึ่งหลังปี 2555) โดยในครึ่งแรกของปี ค่าใช้จ่ายภาษีที่ลดลง (จากอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลลดลงเป็น 23%) จะช่วยบรรเทาผลกระทบจากยอดขายที่ลดลงจากปีก่อนประมาณ 50% ได้บ้าง หลังจากนั้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2555 คาดว่าจะรายงานรายได้เพิ่มขึ้นจากปีก่อนถึง 80% เราประมาณการกำไรสุทธิทำสถิติสูงสุดในไตรมาส 4/55

รายได้ปี 2555 มีแน่นอนแล้ว 82%: ยอดจองซื้อจำนวน 1.38 หมื่นล้านบาท ณ.สิ้นปี 2554 รองรับประมาณการกำไรปี 2555 ของเราแล้ว 76% และเพิ่มขึ้นเป็น 82% หลังจากเปิดตัว THS และ ลุมพินีวิลล์ สุขุมวิท 109-แบริ่ง (อัตราการจองซื้อประมาณ 40%) โดยยอดจองซื้อดังกล่าวมีอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยที่ไม่น้อยกว่า 30% โดยยอดจองซื้อที่เมกะ บางนา เฟส 2 (เปิดตัวไปสุดสัปดาห์ที่แล้ว) จะโอนในปี 2556

คาดยอดจองซื้อไตรมาส 2/55 สูงที่สุดในปีนี้: LPN มีที่ดินสำหรับโครงการใหม่ในปีนี 11 โครงการ มูลค่ารวม 2.2 หมื่นล้านบาท โดยบริษัทมีแผนจะเปิดตัวโครงการมูลค่าเพียง 1.6 หมื่นล้านบาทในปี 2555 นี้ (ทยอยเปิดเป็นเฟสสำหรับ ลุมพินี พาร์ค รัตนาธิเบศร์ และ ลุมพินี คอนโดทาวน์ ชลบุรี เนื่องจาก 2 โครงการนี้เป็นโครงการขนาดใหญ่) – ตามรูปที่ 2 ทำให้เราคาดว่า LPN จะรายงานยอดจองซื้อที่ดีที่สุดของปีในไตรมาส 2/55 (เปิดตัว 5 โครงการใหม่ในไตรมาสดังกล่าว)

BUALUANG RESEARCH

นฤมล เอกสมุทร
narumon.e@bualuang.co.th
+66 2 618 1345

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 16.00 บาท
ราคา (13/01/12): 14.10 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt20.81bn		
12-mth price range	Bt8.60/Bt14.40		
3-mth avg daily volume	Bt86.39m		
# of shares (m)	1,475.7		
Est. free float (%)	83.7		
Foreign limit (%)	39.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(7.8)	9.0	42.0
Absolute	-	25.9	59.3

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	12,335	14,026	15,412	16,937
Net profit (Btm)	1,917	2,132	2,417	2,651
EPS (Bt)	1.30	1.44	1.64	1.80
BLS/Consensus (x)	n.m.	0.95	0.90	0.86
EPS growth (%)	+17.1%	+11.2%	+13.3%	+9.7%
Core profit (Btm)	1,910	2,132	2,417	2,651
Core EPS (Bt)	1.29	1.44	1.64	1.80
Core EPS growth (%)	+20.6%	+11.7%	+13.3%	+9.7%
PER (x)	10.9	9.8	8.6	7.8
Core PER (x)	10.9	9.8	8.6	7.8
EV/EBITDA (x)	7.9	7.8	7.2	6.4
PBV (x)	2.9	2.5	2.2	1.9
Dividend (Bt)	0.65	0.78	0.88	0.97
Dividend yield (%)	4.6	5.5	6.3	6.9
ROE (%)	29.0	27.6	27.1	25.9
Net gearing (x)	0.0	0.0	0.0	0.0

CG Rating - 2011

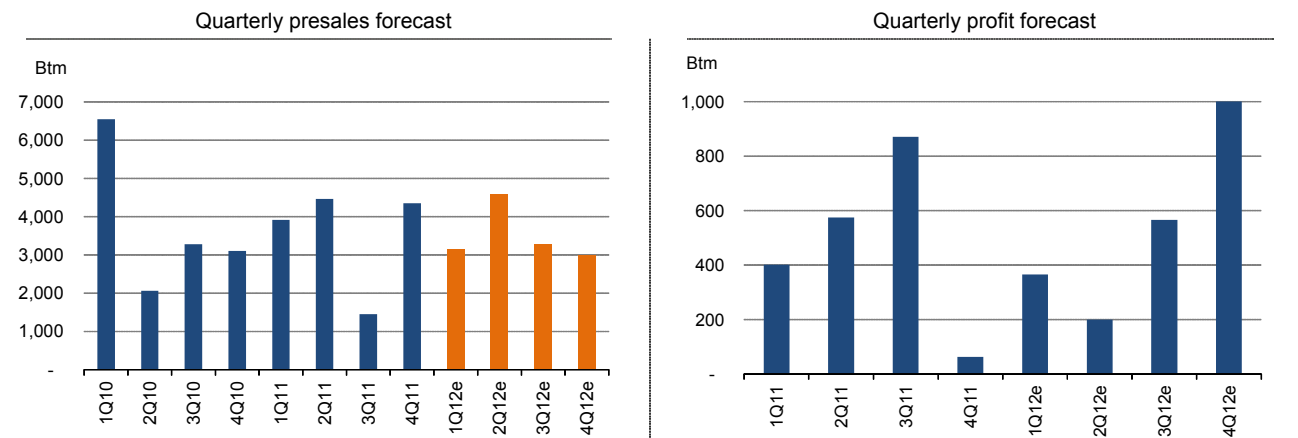


Company profile

LPN Development Plc builds and sells residential condominiums located in the CBD and suburban areas. The company has restructured since the 1997 economic crash. It currently focuses on the mid range mid-low customer segments. LPN uses a price leadership strategy, which to date, has ensured swift sales at its projects. Since 2003 the company has marketed to its various target consumer segments by offering a range of differentiated brands: "Lumpini Suite", "Lumpini Place", "Lumpini Ville", "Lumpini Center" and "Lumpini CondoTown".

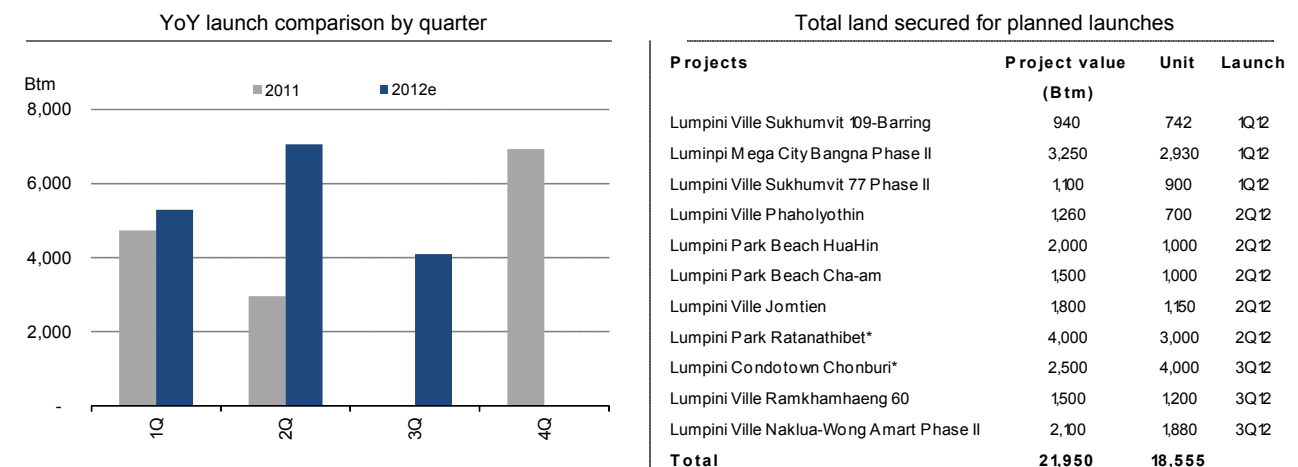
ความหลากหลายของสินค้าและกระจายพื้นที่มากขึ้นในปี 2555: บริษัทเปิดตัวแบรนด์ TH ภายใต้บริษัทลูก "พรสันติ" โครงการ TH แรกที่เสนา (ขายได้ 40 ยูนิตจากทั้งหมด 70 ยูนิต) โดยจะเริ่มอีกหนึ่งโครงการของ TH ที่ลาดพร้าวในเดือนมี.ค. ทั้งนี้ LPN กำลังศึกษาการเปิดตัวโครงการคอนโดที่ราคาระดับถูกมากถึง 5 แสนบาทต่อยูนิต โดยคาดว่าจะเริ่มที่โครงการ คอนโดทาวน์ ชลบุรี อีกทั้งบริษัทยังมีกลยุทธ์กระจายการลงทุนไปในต่างจังหวัด ด้วยได้แก่การพัฒนาโครงการใหม่ที่ชะอำและหัวหิน โดยบริษัทตั้งเป้าเปิดโครงการในต่างจังหวัดรวม 5 โครงการ จากทั้งหมด 11 โครงการใหม่ที่จะเปิดตัวในปีนี้ (รวม 3 คอนโดใหม่ในชลบุรี)

Figure 1: Quarterly performance outlook—the best presales of the year in mid 2012 and a record high profit in 4Q12



Sources: Company data, Bualuang Research

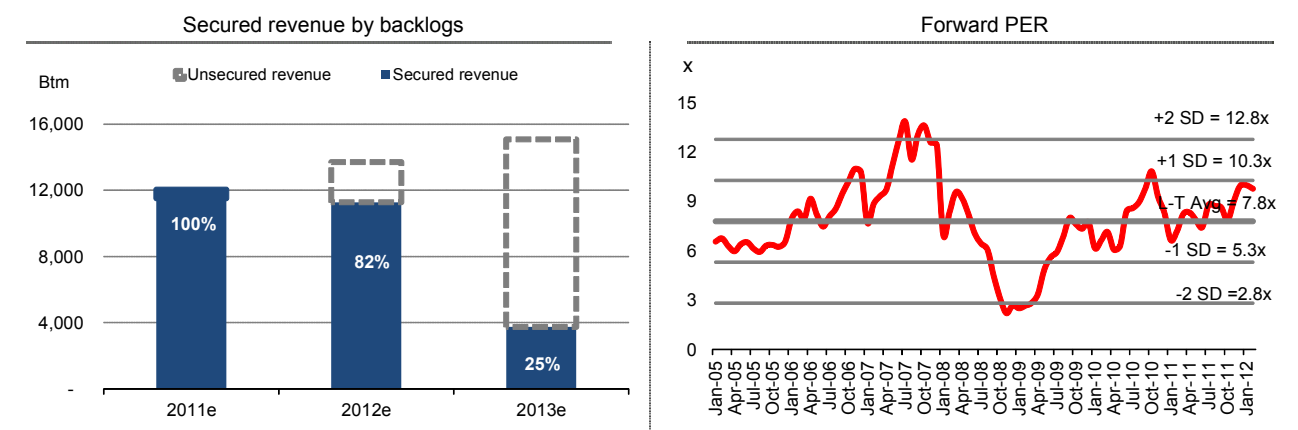
Figure 2: LPN's landbank secures Bt22bn in planned project launches (11 projects)



* phase by phase launches

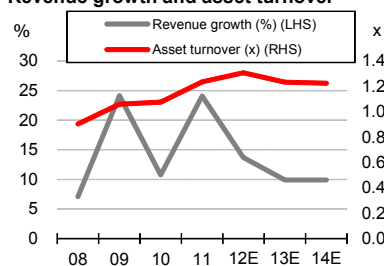
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 3: Scope for a valuation re-rating—clear earnings visibility

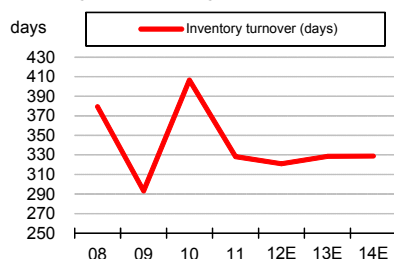


Sources: SETSMRAT, Company data, Bualuang Research

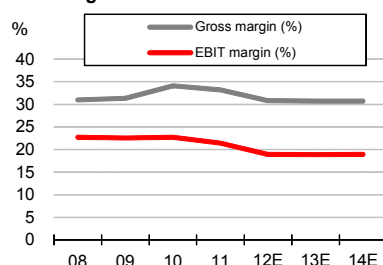
Revenue growth and asset turnover



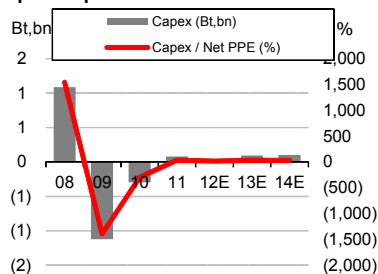
Inventory turnover (days)



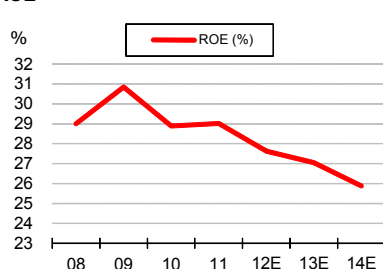
Profit margins



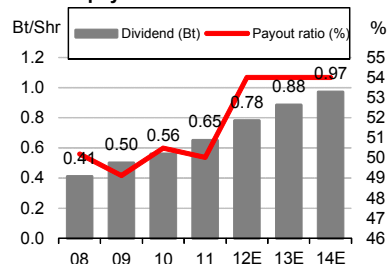
Capital expenditure



ROE



Dividend payout



PROFIT & LOSS (Btm)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue	9,941	12,335	14,026	15,412	16,937
Cost of sales and services	(6,547)	(8,237)	(9,702)	(10,675)	(11,731)
Gross profit	3,393	4,098	4,324	4,737	5,206
SG&A	(1,137)	(1,457)	(1,665)	(1,824)	(2,001)
EBIT	2,256	2,641	2,658	2,912	3,205
Interest expense	(4)	(3)	(13)	(11)	(11)
Other income/exp.	23	29	29	29	29
EBT	2,275	2,667	2,674	2,930	3,222
Corporate tax	(722)	(830)	(615)	(586)	(644)
After-tax profit (loss)	1,554	1,837	2,059	2,344	2,578
Minority interest	(0)	(0)	0	0	0
Equity earnings from affiliates	29	73	73	73	73
Extra items	54	8	0	0	0
Net profit (loss)	1,637	1,917	2,132	2,417	2,651
Reported EPS	1.11	1.30	1.44	1.64	1.80
Fully diluted EPS	1.11	1.30	1.44	1.64	1.80
Core net profit	1,583	1,910	2,132	2,417	2,651
Core EPS	1.07	1.29	1.44	1.64	1.80
EBITDA	2,288	2,674	2,702	2,958	3,252

KEY RATIOS

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue growth (%)	10.8	24.1	13.7	9.9	9.9
Gross margin (%)	34.1	33.2	30.8	30.7	30.7
EBITDA margin (%)	23.0	21.7	19.3	19.2	19.2
Operating margin (%)	22.7	21.4	19.0	18.9	18.9
Net margin (%)	16.5	15.5	15.2	15.7	15.7
Core profit margin (%)	15.9	15.5	15.2	15.7	15.7
ROA (%)	17.7	19.2	19.9	19.3	19.2
ROCE (%)	23.2	24.6	24.0	22.6	22.1
Asset turnover (x)	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2
Current ratio (x)	32.0	12.5	51.0	45.6	(8.2)
Gearing ratio (x)	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
Interest coverage (x)	533.4	955.2	208.5	254.5	280.4

BALANCE SHEET (Btm)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Cash & Equivalent	1,122	295	1,365	1,375	1,676
Accounts receivable	2	196	218	240	264
Inventory	7,295	7,408	8,533	9,608	10,569
PP&E-net	100	237	223	269	324
Other assets	1,861	1,457	1,537	1,625	1,722
Total assets	10,381	9,593	11,875	13,117	14,554
Accounts payable	896	1,335	1,358	1,388	1,525
ST debts & current portion	891	600	2	2	2
Long-term debt	863	0	1,744	1,742	1,739
Other liabilities	1,650	530	470	418	375
Total liabilities	4,300	2,465	3,574	3,550	3,642
Paid-up capital	1,476	1,476	1,476	1,476	1,476
Share premium	481	481	481	481	481
Retained earnings	4,125	5,172	6,344	7,610	8,955
Shareholders equity	6,082	7,128	8,301	9,566	10,912
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	10,381	9,593	11,875	13,117	14,554

CASH FLOW (Btm)

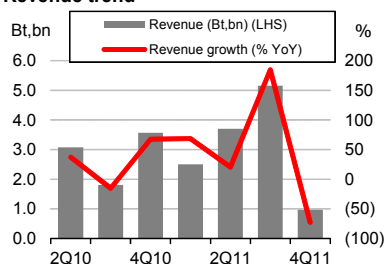
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Net income	1,637	1,917	2,132	2,417	2,651
Depreciation and amortization	32.0	32.9	44.1	46.0	46.8
Change in working capital	(2,451)	(1,457)	(1,263)	(1,207)	(988)
FX, non-cash adjustment & others	654	784	(73)	(73)	(73)
Cash flows from operating activities	-128	1,277	841	1,183	1,637
Capex (Invest)/Divest	297.7	(78.8)	(30.0)	(91.9)	(101.9)
Others	0	2	73	73	73
Cash flows from investing activities	298	(76)	43	(19)	(29)
Debt financing (repayment)	728	(1,152)	1,146	(2)	(2)
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(767)	(871)	(959)	(1,151)	(1,305)
Cash flows from financing activities	(39.6)	(2,027.5)	186.5	(1,153.6)	(1,307.2)
Net change in cash	130.1	(827.3)	1,069.9	10.6	300.7
Free cash flow (Btm)	170	1,198	811	1,091	1,535
FCF per share (Bt)	0.12	0.81	0.55	0.74	1.04

Assumptions

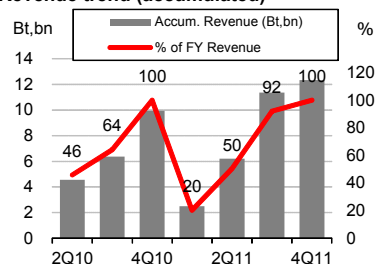
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Housing revenue (Btm)	9,676	12,035	13,710	15,081	16,589
% of secured revenue by backlogs			82%	25%	0%
Condo GM	34.3%	33.3%	30.8%	30.8%	30.8%
Presales (Btm)	15,008	14,200	16,000	-	-

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

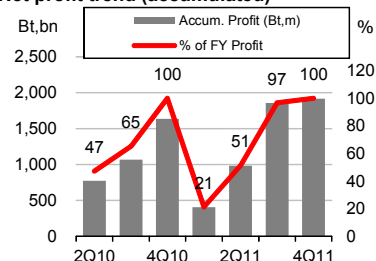
Revenue trend



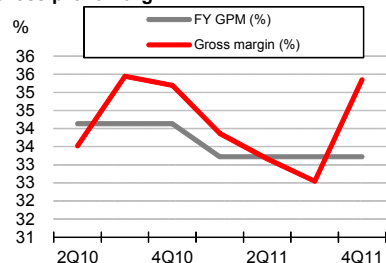
Revenue trend (accumulated)



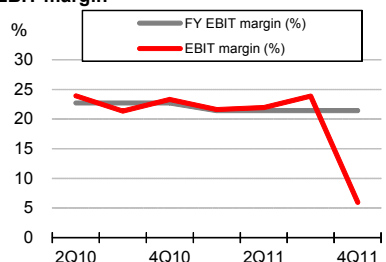
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Revenue	3,563	2,505	3,704	5,156	971
Cost of sales and services	(2,309)	(1,656)	(2,476)	(3,478)	(628)
Gross profit	1,254	848	1,229	1,678	343
SG&A	(423)	(307)	(416)	(448)	(285)
EBIT	831	541	812	1,230	58
Interest expense	(2)	(0)	(2)	(0)	(0)
Other income/exp.	6	7	7	5	10
EBT	835	548	817	1,234	68
Corporate tax	(266)	(171)	(253)	(372)	(34)
After-tax profit (loss)	569	376	565	862	34
Minority interest	(0)	0	(0)	(0)	(0)
Equity earnings from affiliates	(7)	25	11	8	29
Extra items	8	4	1	3	(0)
Net profit (loss)	570	406	576	873	62
Reported EPS	0.39	0.27	0.39	0.59	0.04
Fully diluted EPS	0.39	0.27	0.39	0.59	0.04
Core net profit	562	402	575	870	63
Core EPS	0.38	0.27	0.39	0.59	0.04
EBITDA	850	556	827	1,243	76

KEY RATIOS

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Gross margin (%)	35.2	33.9	33.2	32.5	35.3
EBITDA margin (%)	23.9	22.2	22.3	24.1	7.9
Operating margin (%)	23.3	21.6	21.9	23.9	6.0
Net margin (%)	16.0	16.2	15.6	16.9	6.4
Core profit margin (%)	15.8	16.0	15.5	16.9	6.4
BV (Bt)	4.12	4.41	3.29	4.79	4.83
ROE (%)	37.5	24.9	47.5	49.4	3.5
ROA (%)	22.0	15.5	27.6	36.2	2.6
Current ratio (x)	2.6	2.8	2.4	3.6	3.4
Gearing ratio (x)	0.3	0.2	0.3	0.0	0.1
Interest coverage (x)	340.4	1,519.9	463.6	2,807.9	264.2

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Cash & Equivalent	1,122	588	1,859	1,712	295
Accounts receivable	2	7	4	0	196
Inventory	7,295	7,834	4,920	5,906	7,408
PP&E-net	100	97	81	97	237
Other assets	1,861	1,912	1,500	1,929	1,457
Total assets	10,381	10,438	8,365	9,644	9,593
Accounts payable	896	841	379	843	1,335
ST debts & current portion	886	601	1,023	8	385
Long-term debt	880	744	599	302	21
Other liabilities	1,637	1,749	1,508	1,424	724
Total liabilities	4,300	3,934	3,510	2,577	2,465
Paid-up capital	1,476	1,476	1,476	1,476	1,476
Share premium	481	481	442	442	442
Retained earnings	4,125	4,547	2,937	5,110	5,172
Shareholders equity	6,082	6,503	4,855	7,066	7,128
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	10,381	10,438	8,365	9,644	9,593

Sources: Company data, Bualuang Research

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BIGC, BJC, BLA, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

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 a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.