BUALUANG SECURITIES

27 มีนาคม 2555

ควอลิตี้เฮ้าส์

Residential (Property) Neutral

คาดส่วนเพิ่มของกำไรอย่างมีนัยสำคัญจากการขายสินทรัพย์ในครึ่งปีหลัง

COMPANY UPDATE

ประเด็นการลงทุน: เราได้ปรับเพิ่มคำแนะนำของเราเป็น ซื้อเก็งกำไร จากถือ และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2555 เป็น 2.12 บาทจาก 1.70 บาท (อ้างอิงจากวิธีประเมินมูลค่าแบบ sum-of-the-parts โดยใช้เป้าหมาย PER ของโครงการที่อยู่อาศัยที่ 6.6 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยปี 2549-54 อยู่ 1 เท่าของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน บวกด้วยมูลค่าสินทรัพย์และเงินลงทุนสุทธิปัจจุบันที่ 2.10 บาทต่อหุ้น) โดยการปรับเพิ่มประมาณการของเรานั้นเป็นผลมากจากการปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิหนุนโดยยอดจองซื้อในไตรมาส 1/55 ที่ดีอย่างน่าประหลาดใจ และคาดการณ์ในการขายสินทรัพย์ในครึ่งหลังของปีที่อาจจะช่วนหนุนกำไรต่อหุ้นปี 2555 ให้เพิ่มจากประมาณการในปัจจุบันถึงเท่าตัว ความเสี่ยงของมูลค่าการซื้อขายที่จะต่ำกว่าปัจจุบันมีจำกัดเนื่องจากปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ต่ำกว่ามูลค่าตลาดของสินทรัพย์/เงินลงทุนที่มีในมืออยู่แล้วถึง 13%

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิ: เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรหลักของเราขึ้น 10% สำหรับปี 2555 และ 3% สำหรับปี 2556 เพื่อสะท้อนยอดขายในไตรมาส 1/55 ที่ดีกว่าคาด โดยเราปรับเพิ่มสมมติฐานรายได้จากโครงการทีอยู่อาศัยปี 2555 ขึ้น 8% เป็น 1.1 หมื่นล้านบาท (แต่ยังคงต่ำกว่าเป้าหมายของ QH ที่ 1.2 หมื่นล้านบาท) โดยระดับยอดขายรอรับรู้รายได้ในปัจจุบันได้รับรองประมาณการรายได้ในปี 2555 ของเราไปแล้ว 27%

เซอร์ไพร์สเชิงบวกจากการเติบโตของยอดจองซื้อ YoY ในไตรมาส 1/55: QH มีแนวโน้มที่จะรายงานยอดจองซื้อในไตรมาส 1/55 ที่ 3.3 พันล้านบาท (ประมาณ 90% เป็นบ้านแนวราบ), ขยายตัว 5% YoY และ 79% QoQ โดยคาดการตัวเลขที่ดีในไตรมาส 1/55 เป็นผลมากจากยอดจองซื้อบ้านแนวราบที่ดีกว่าคาดมาก (เพิ่มขึ้น 15% YoY และ 345% QoQ) การฟื้นตัวของรายได้ทำให้เราคาดกำไรสุทธิในไตรมาส 1/55 ฟื้นตัวทั้ง YoY และ QoQ ในไตรมาส 2/55 สำหรับยอดจองซื้อไตรมาส 2/55 น่าจะยังทรงตัวแข็งแกร่ง QoQ หนุนโดยการเปิดตัวแบร์นทาว์นเฮ้าส์ใหม่คือ Gusto เน้นกลุ่มลูกค้าระดับล่าง (รูปแบบขายก่อนสร้าง) และอาจเปิดโครงการคอนโดใหม่ได้อีก 3 โครงการ (ที่ท่าพระ, พัทยา และ สุขุมวิท ซอย 79)

เริ่มมีสัญญาณอัตรากำไรขั้นต้นที่ดี: เราเห็นแนวโน้มที่อัตรากำไรขั้นต้นอาจมากกว่าที่เราประมาณการไว้ในปัจจุบัน (เราใช้สมมติฐานแบบอนุรักษ์นิยม โดยให้อัตรากำไรขั้นต้นทรงตัว YoY ที่เพียง 28.2%) เนื่องจากรายได้จาก 5 โครงการที่ให้อัตรากำไรขั้นต้นต่ำมากในปี 2554 จะค่อยๆลดลง (โครงการ Casa City สุขุมวิท 101 ขายหมดแล้ว

BUALUANG RESEARCH

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

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อเก็งกำไร**
เป้าหมายพื้นฐาน: 2.12 บาท
ราคา (26/03/12): 1.82 บาท

Key Ratios and Statistics

Market cap	Bt15.43bn
12-mth price range	Bt1.22/Bt2.44
3-mth avg daily volume	Bt88.27m
# of shares (m)	8,477.3
Est. free float (%)	62.9
Foreign limit (%)	40.0

Share price perf. (%)	**1M**	**3M**	**12M**
Relative to SET	(2.0)	1.6	(30.0)
Absolute	1.7	16.7	(15.0)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
Revenues (Btm)	9,849	12,069	13,193	14,009
Net profit (Btm)	905	982	1,184	1,427
EPS (Bt)	0.11	0.11	0.13	0.16
BLS/Consensus (x)	n.m.	1.18	0.90	0.87
EPS growth (%)	-54.8%	+.8%	+20.5%	+20.5%
Core profit (Btm)	768	982	1,184	1,427
Core EPS (Bt)	0.09	0.11	0.13	0.16
Core EPS growth (%)	-54.4%	+18.8%	+20.5%	+20.5%
PER (x)	17.0	16.9	14.0	11.6
Core PER (x)	20.1	16.9	14.0	11.6
EV/EBITDA (x)	48.5	43.3	39.1	35.3
PBV (x)	1.2	1.2	1.1	1.0
Dividend (Bt)	0.00	0.05	0.06	0.08
Dividend yield (%)	0.1	3.0	3.6	4.3
ROE (%)	6.8	7.1	8.1	9.2
Net gearing (x)	1.6	1.5	1.5	1.4

CG Rating - 2011

Company profile

Quality Houses Plc is a leading upper mid-range to high-end housing developer. The firm uses the pre-built model. In 2H10, QH expanded into the low-end segment under the presales model. The firm builds SDHs, THs and condominiums. QH has recurring revenue from: 1) five serviced apartment buildings (Centre Point Petchburi, Sukhumvit 10, Silom, Langsuan, and Saladang) and 2) three office buildings (Q.House Sathorn, Q.House Asoke and Q.House Convent). Its brands are Prukpirom, Laddarom, Vararom and Casa. Furthermore, QH has a 20% stake in HMPRO, 26% of QH Property Fund (QHPF) and 22% of LHBANK.

SEE REQUIRED DISCLOSURES SECTION AT END OF NOTES

และเหลืออีกประมาณ 30-40% ในสองโครงการ Casa ที่ถนนราชพฤกษ์ และ Casa Ville บางนา-สุวรรณภูมิ) ทั้งนี้น่าจะมีโอกาสที่อัตรากำไรขั้นต้นจะสูงกว่าประมาณการในปัจจุบัน ยังอาจเป็นผลมาจาก รายได้จากโครงการคอนโดที่สูงขึ้น (อัตรากำไรขั้นต้นอย่างน้อย 30%) รายได้คอนโดยจะคิดเป็น 27% ของยอดขายในปี 2555 เมื่อเทียบกับ 13% ในปี 2554 ในส่วนของโครงการที่อยู่ในพื้นที่น้ำท่วมในไตรมาส 4/54 บริษัทได้เพิ่มราคาขาย 1-3% เพื่อรองรับอุปสงค์อสังหาฯในพื้นที่ดังกล่าวที่น่าจะฟื้นตัวในครึ่งหลังของปี 2555

คาดกำไรจำนวนมากจากการขายสินทรัพย์เข้ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์: QH ตั้งใจที่จะขายสินทรัพย์บางส่วนหรืออาจทั้งหมดสำหรับ 5 โครงการเซอร์วิสอพาร์ทเม้นท์ในมือปัจจุบัน (อยู่ในใจกลางเมืองที่ถนนเพชรบุรี, สุขุมวิท, หลังสวน, สีลม และศาลาแดง) โดยการขายสินทรัพย์ดังกล่าว (อาจขายให้กับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์) น่าจะเกิดขึ้นในครึ่งหลังของปี 2555 โดยหากสินทรัพย์ดังกล่าวถูกขายให้กับกองทุนรวมอสังหาฯ เราคาดว่าจะมีกำไรจากการขายสูงสุดถึงประมาณ 921 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็น 0.1 บาทต่อหุ้น ซึ่งจะหนุนกำไรสุทธิในปี 2555 เพิ่มได้อีกเท่าตัว

Figure 1: Forecast changes

	2012e			2013e		
	Old	New	Chg.	Old	New	Chg.
Core profit (Btm)	890	982	10%	1,155	1,184	3%
Net profit (Btmn)	890	982	10%	1,155	1,184	3%
Core EPS (Bt)	0.10	0.11	10%	0.13	0.13	3%
Net EPS (Bt)	0.10	0.11	10%	0.13	0.13	3%
DPS(Bt)	0.05	0.05	10%	0.06	0.06	3%
Dividend yield	6.5%	6.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
Total revenue (Btm)	11,180	12,069	8%	12,715	13,193	4%
Net margin	8.0%	8.1%	0.2%	9.1%	9.0%	-0.1%
Housing GM	28.1%	28.2%	0.2%	28.4%	28.5%	0.0%
SG&A/Sale	23.3%	22.4%	-0.9%	22.7%	22.5%	-0.3%
Profits sharing	798	848	6%	933	1,033	11%

Figure 2: Quarterly performances—positive surprise to 1Q12 presales

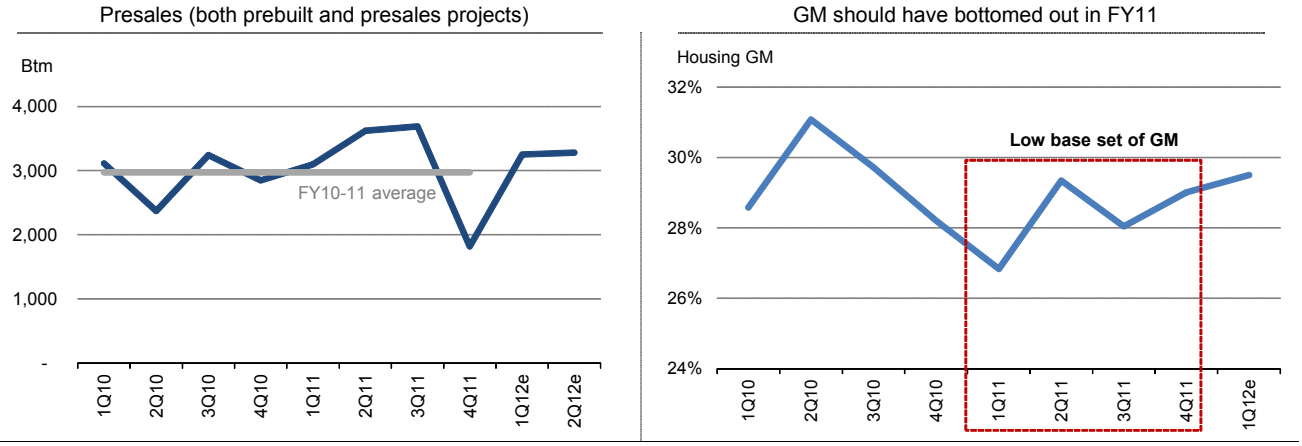
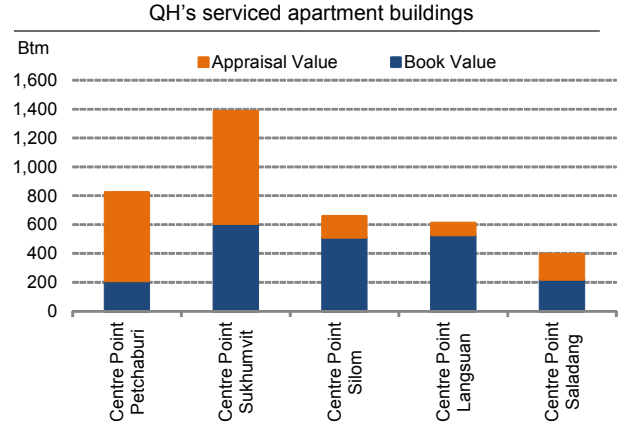


Figure 3: QH intends to divest assets in 2H12 (probably to a property fund)

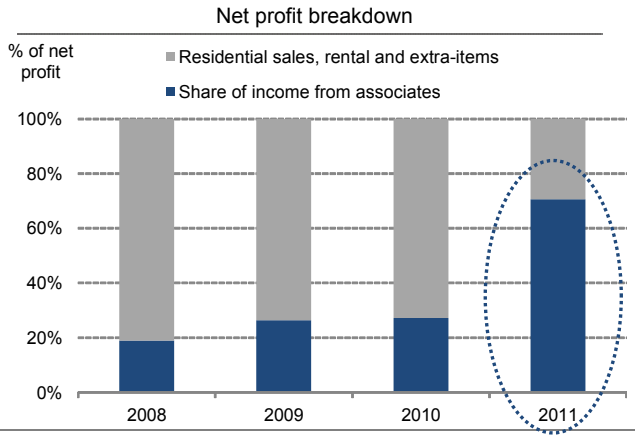


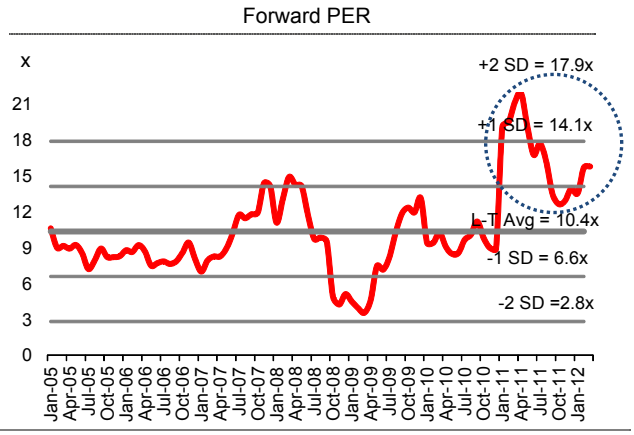
Scope for huge gains from serviced apartment sales

Service apartments	Book value	Apprasial value	Expected net gains*
	Btm	Btm	Btm
Centre Point Petchaburi	211	823	316
Centre Point Sukhumvit	608	1,384	400
Centre Point Silom	512	657	75
Centre Point Langsuan	530	610	41
Centre Point Saladang	222	395	89
Total	**2,082**	**3,868**	**921**

Bt0.10/share

Figure 4: The net investment value of QH's stakes in HMPRO, LHBANK and QHPF is Bt1.46/share, equal to 80% of its mkt cap

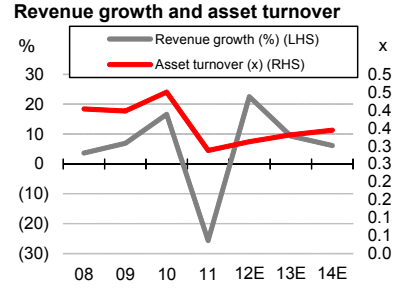




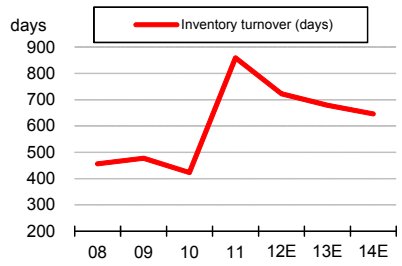
** key assumptions:23% tax rate and 33% holding in property fund,*

Sources: SETSMART, Company data, Bualuang Research

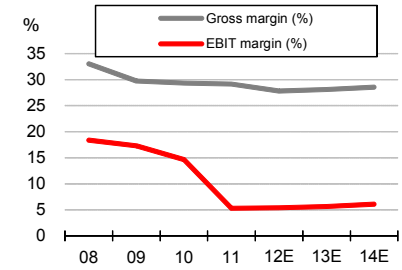
Revenue growth and asset turnover



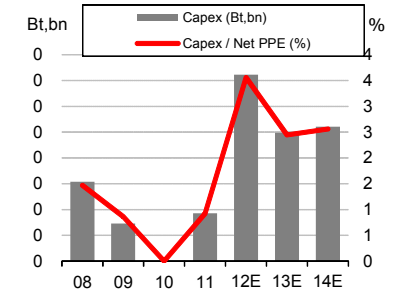
Inventory turnover (days)



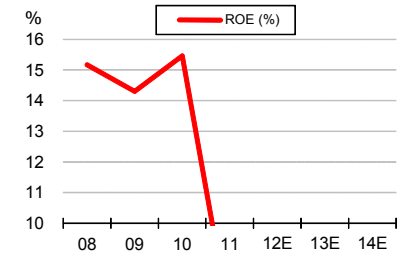
Profit margins



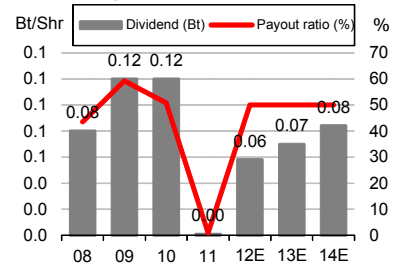
Capital expenditure



ROE



Dividend payout



PROFIT & LOSS (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue	13,241	9,849	12,069	13,193	14,009
Cost of sales and services	(9,359)	(6,981)	(8,710)	(9,484)	(10,007)
Gross profit	**3,882**	**2,868**	**3,360**	**3,709**	**4,002**
SG&A	(1,943)	(2,346)	(2,706)	(2,962)	(3,147)
EBIT	**1,939**	**522**	**653**	**747**	**854**
Interest expense	(259)	(309)	(361)	(399)	(418)
Other income/exp.	72	98	98	98	98
EBT	**1,752**	**311**	**391**	**447**	**534**
Corporate tax	(611)	(182)	(256)	(296)	(313)
After-tax profit (loss)	**1,141**	**129**	**135**	**151**	**221**
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	543	639	848	1,033	1,206
Extra items	316	137	0	0	0
Net profit (loss)	**2,000**	**905**	**982**	**1,184**	**1,427**
Reported EPS	0.24	0.11	0.11	0.13	0.16
Fully diluted EPS	0.24	0.11	0.11	0.13	0.16
Core net profit	**1,684**	**768**	**982**	**1,184**	**1,427**
Core EPS	0.20	0.09	0.11	0.13	0.16
EBITDA	**2,162**	**761**	**892**	**997**	**1,104**

KEY RATIOS	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue growth (%)	16.6	(25.6)	22.5	9.3	6.2
Gross margin (%)	29.3	29.1	27.8	28.1	28.6
EBITDA margin (%)	16.3	7.7	7.4	7.6	7.9
Operating margin (%)	14.6	5.3	5.4	5.7	6.1
Net margin (%)	15.1	9.2	8.1	9.0	10.2
Core profit margin (%)	12.7	7.8	8.1	9.0	10.2
ROA (%)	6.8	2.6	2.5	2.9	3.5
ROCE (%)	7.4	2.8	2.7	3.1	3.7
Asset turnover (x)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
Current ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Gearing ratio (x)	1.1	1.7	1.6	1.6	1.5
Interest coverage (x)	7.5	1.7	1.8	1.9	2.0

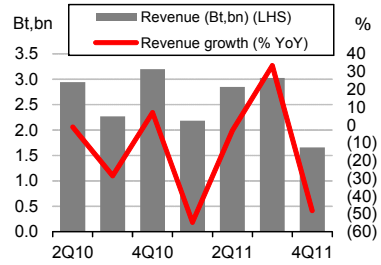
BALANCE SHEET (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Cash & Equivalent	**1,114**	**1,113**	**1,458**	**1,105**	**1,133**
Accounts receivable	31	67	82	90	96
Inventory	10,856	16,427	17,245	17,640	17,712
PP&E-net	10,113	10,032	10,154	10,153	10,164
Other assets	8,435	10,327	11,107	11,886	12,666
Total assets	**30,549**	**37,966**	**40,047**	**40,875**	**41,771**
Accounts payable	497	546	546	681	742
ST debts & current portion	3,353	9,879	4,500	4,500	4,500
Long-term debt	11,555	12,723	19,000	19,000	19,000
Other liabilities	1,771	1,651	1,651	1,651	1,651
Total liabilities	**17,176**	**24,799**	**25,697**	**25,832**	**25,893**
Paid-up capital	8,477	8,477	9,129	9,129	9,129
Share premium	237	11	11	11	11
Retained earnings	4,095	3,814	4,344	5,037	5,872
Shareholders equity	13,373	13,168	14,350	15,043	15,878
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	**30,549**	**37,966**	**40,047**	**40,875**	**41,771**

CASH FLOW (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Net income	2,000	905	982	1,184	1,427
Depreciation and amortization	223	239	239	249	250
Change in working capital	(2,295)	(5,473)	(1,613)	(1,047)	(796)
FX, non-cash adjustment & others	(758)	(1,356)	0	0	(0)
Cash flows from operating activities	**(830)**	**(5,685)**	**(392)**	**386**	**880**
Capex (Invest)/Divest	0	(93)	(361)	(249)	(260)
Others	21	(941)	0	0	0
Cash flows from investing activities	**21**	**(1,033)**	**(361)**	**(249)**	**(260)**
Debt financing (repayment)	1,754	7,735	899	0	0
Equity financing	0	0	652	0	0
Dividend payment	(1,017)	(1,017)	(452)	(491)	(592)
Cash flows from financing activities	**737**	**6,718**	**1,098**	**(491)**	**(592)**
Net change in cash	(72)	(1)	345	(353)	28
Free cash flow (Btm)	**(830)**	**(5,778)**	**(753)**	**138**	**620**
FCF per share (Bt)	**(0.10)**	**(0.68)**	**(0.08)**	**0.02**	**0.07**

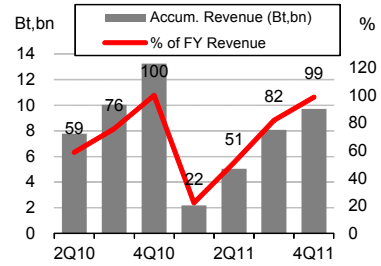
Key assumptions					
Houseing revenue (Btm)	12,235	8,814	11,013	12,123	12,924
Housing backlogs (Btm)			3,002	2,130	0
Secured revenue by backlogs			27%	18%	0%
Housing GM	29.2%	28.3%	28.2%	28.5%	28.9%
Presales (Btm)	11,570	12,230	15,000	-	-

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

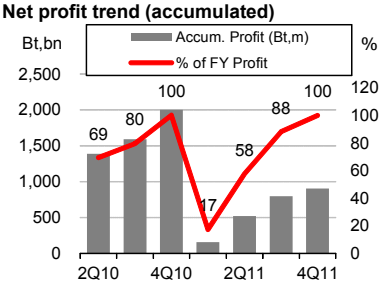
Revenue trend



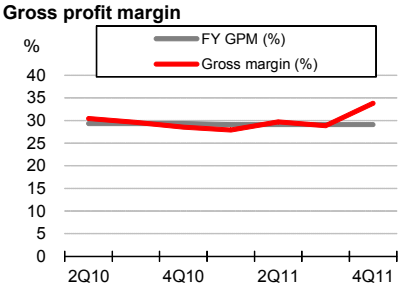
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



Financial tables

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Revenue	3,202	2,185	2,852	3,026	1,661
Cost of sales and services	(2,288)	(1,574)	(2,005)	(2,153)	(1,099)
Gross profit	**914**	**611**	**847**	**874**	**562**
SG&A	(601)	(520)	(587)	(587)	(677)
EBIT	**313**	**90**	**260**	**287**	**(115)**
Interest expense	(70)	(64)	(63)	(91)	(91)
Other income/exp.	23	26	21	20	31
EBT	**266**	**52**	**218**	**216**	**(175)**
Corporate tax	(132)	(31)	(84)	(97)	29
After-tax profit (loss)	**134**	**21**	**134**	**119**	**(146)**
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	155	136	151	156	195
Extra items	122	(0)	79	1	58
Net profit (loss)	**411**	**158**	**365**	**276**	**107**
Reported EPS	0.05	0.02	0.04	0.03	0.01
Fully diluted EPS	0.05	0.02	0.04	0.03	0.01
Core net profit	**289**	**158**	**286**	**275**	**49**
Core EPS	0.03	0.02	0.03	0.03	0.01
EBITDA	**447**	**146**	**311**	**334**	**109**

KEY RATIOS	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Gross margin (%)	28.6	28.0	29.7	28.9	33.8
EBITDA margin (%)	14.0	6.7	10.9	11.0	6.5
Operating margin (%)	9.8	4.1	9.1	9.5	(6.9)
Net margin (%)	12.8	7.2	12.8	9.1	6.4
Core profit margin (%)	9.0	7.2	10.0	9.1	3.0
BV (Bt)	1.58	1.59	1.51	1.54	1.55
ROE (%)	12.3	4.7	11.4	8.5	3.2
ROA (%)	5.4	1.9	4.2	3.0	1.1
Current ratio (x)	2.5	2.0	1.8	1.5	1.6
Gearing ratio (x)	1.1	1.3	1.5	1.6	1.7
Interest coverage (x)	4.5	1.4	4.1	3.2	n.m.

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Cash & Equivalent	**1,114**	**1,042**	**1,270**	**842**	**1,113**
Accounts receivable	31	31	32	36	67
Inventory	10,856	12,896	14,271	14,746	16,427
PP&E-net	10,113	1,986	1,969	1,981	10,032
Other assets	8,435	17,079	17,157	19,076	10,327
Total assets	**30,549**	**33,033**	**34,699**	**36,680**	**37,966**
Accounts payable	497	556	681	572	546
ST debts & current portion	2,753	5,580	7,373	8,815	9,879
Long-term debt	11,570	11,516	11,939	12,310	12,742
Other liabilities	2,356	1,943	1,921	1,922	1,632
Total liabilities	**17,176**	**19,596**	**21,913**	**23,619**	**24,799**
Paid-up capital	8,477	8,477	8,477	8,477	8,477
Share premium	379	379	379	379	379
Retained earnings	4,095	4,160	3,511	3,786	3,814
Shareholders equity	**13,373**	**13,438**	**12,785**	**13,061**	**13,168**
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	**30,549**	**33,033**	**34,699**	**36,680**	**37,966**

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.

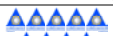
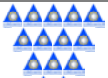
BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BIGC, BJC, BLA, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TPIPL, TRUE, TUF. 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.