

ควอลิตี้เฮ้าส์

Property
(Residential)
Overweight

กำไรไตรมาส 2/55 สูงกว่าทุกคาดการณ์

BUALUANG RESEARCH

นฤมล เอกสมุทร
+66 2 618 1000

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 2.20 บาท
ราคา (08/08/12): 1.78 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt16.35bn		
12-mth price range	Bt122/Bt198		
12-mth avg daily volume	Bt89.96m		
# of shares (m)	9,183.8		
Est. free float (%)	62.8		
Foreign limit (%)	40.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	0.0	(4.9)	(13.2)
Absolute	2.3	(6.3)	(0.6)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	9,849	12,544	14,026	15,334
Net profit (Btm)	905	2,018	1,584	1,897
EPS (Bt)	0.11	0.22	0.17	0.21
BLS/Consensus (x)	n.m.	1.04	0.92	1.01
EPS growth (%)	-54.8%	+107.1%	-21.5%	+19.8%
Core profit (Btm)	768	1,318	1,584	1,897
Core EPS (Bt)	0.09	0.14	0.17	0.21
Core EPS growth (%)	-54.4%	+59.4%	+20.2%	+19.8%
PER (x)	16.7	8.1	10.3	8.6
Core PER (x)	19.7	12.3	10.3	8.6
EV/EBITDA (x)	48.1	28.7	25.2	22.1
PBV (x)	1.1	1.0	1.0	0.9
Dividend (Bt)	0.00	0.11	0.09	0.10
Dividend yield (%)	0.1	6.2	4.9	5.8
ROE (%)	6.8	13.9	9.8	11.2
Net gearing (x)	1.6	1.4	1.4	1.3

CG Rating - 2011



EARNINGS RESULTS

สูงกว่าคาด: QH รายงานกำไรหลักไตรมาส 2/55 ที่ 337 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 18% YoY และ 11% QoQ ซึ่งสูงกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ 10% เพราะอัตรากำไรขั้นต้นจากการขายอสังหาริมทรัพย์ดีกว่าคาดมาก (อัตรากำไรขั้นต้นจากการขายอสังหาริมทรัพย์ได้ถึง 31.2% จากที่เราคาดไว้ 29.7%) สำหรับกำไรสุทธิอยู่ที่ 339 ล้านบาท ลดลง 7% YoY แต่เพิ่มขึ้น 25% QoQ Z (QH บันทึกกำไรจากการถือหุ้นใน LHRB ในไตรมาส 2/54 โดยวิธี marked-to-market กำไรที่ 82 ล้านบาท เทียบกับขาดทุนที่ 34 ล้านบาทในไตรมาส 1/55)

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ: กำไรหลักที่โดดเด่นในไตรมาส 2/55 หนุนโดยอัตรากำไรขั้นต้นจากการขายอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดและอัตราภาษีที่ลดลง โดยเซอร์ไพรส์เชิงบวกต่อทั้งเราและตลาด คือ การที่บริษัทรายงานอัตรากำไรขั้นต้นจากการขายอสังหาริมทรัพย์ที่สูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 2551 หนุนโดยโครงการบ้านแนวราบโครงการใหม่เป็นหลักทำให้อัตรากำไรขั้นต้นจากการขายอสังหาริมทรัพย์ก้าวกระโดดมาเป็น 31.2% ในไตรมาส 2/55 เทียบจากไตรมาส 2/54 ที่เพียง 29.3% และไตรมาส 1/55 ที่ 29.6% อัตรากำไรขั้นต้นของบ้านแนวราบอยู่ที่ 31.1% เพิ่มขึ้น 2.8% YoY และ 2% QoQ นอกจากนี้กำไรหลักที่เพิ่มสูงขึ้นยังช่วยชดเชยผลกระทบจากยอดขายบ้านไตรมาส 2/55 ที่ลดลง 9% YoY มาอยู่ที่ 2.4 พันล้านบาท โดยยอดขายบ้านไตรมาส 2/55 มาจากบ้านแนวราบ 82% และส่วนที่เหลือมาจากคอนโด (โดยหลักๆ มาจากโครงการคอนโด Q.หลังสวน)

รายได้จากสัดส่วนการถือหุ้นจากบริษัทในเครือ (HMPRO, LHBANK และ QHPF) เพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดที่ 22% YoY อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อทุนเพิ่มขึ้นมาเล็กน้อยอยู่ที่ 1.7 เท่า ณ สิ้นเดือนมี.ย. จาก 1.6 เท่า ณ สิ้นเดือนมี.ค.

แนวโน้ม: เราคาดกำไรหลักไตรมาส 3/55 เติบโตแข็งแกร่งทั้ง QoQ และ YoY หนุนโดยการเริ่มรับโอนจากคอนโด ทริสต์ เรสซิเดนซ์ ปิ่นเกล้าในเดือนก.ย. (มูลค่าโครงการรวม 2.3 พันล้านบาท มีการจองซื้อไปแล้ว 73%) และอัตรากำไรขั้นต้นจากการขายอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้น (จากเดิมต่ำมากเพียง 28% ในไตรมาส 3/54) นอกจากนี้ เราคาดกำไรจากการขายสินทรัพย์ (เช่นเตอร์พอยท์ เพชรบุรี, สุขุมวิท และหลังสวน) เข้ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มูลค่า 700 ล้านบาท (ต่ำกว่าสมมติฐานที่เราตั้งไว้ก่อนหน้านี้เนื่องจากคาดว่ามีการกันสำรองในสัดส่วนที่สูงกว่าเดิม)

ทั้งนี้เราคาดผลกำไรสุทธิจะทำสถิติใหม่สูงสุดในไตรมาส 3/55 โดยอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อทุน ณ สิ้นเดือนก.ย. จะลดลงอย่างมากอยู่ที่ 1.5 เท่า

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป? กำไรหลักในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2555 คิดเป็น 49% ของประมาณการกำไรหลักทั้งปี 2555 ทำให้เราเห็นอัฟไซไซด์ในปรับเพิ่มกำไรสุทธิได้อีกเนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นของการขายอสังหาฯที่ล่าสุดดีกว่าคาดมาก โดยประมาณการกำไรหลักปี 2555 ของเราสูงกว่าที่ตลาดคาด 7%

คำแนะนำ: มีปัจจัยหนุน 2 ปัจจัยในระยะสั้นนี้; กำไรสุทธิไตรมาส 3/55 ทำสถิติสูงสุดใหม่บวกกับเรคาดว่าตลาดมีโอกาสปรับเพิ่มประมาณการขึ้นอีกได้ โดยหุ้น QH มีการซื้อขายยังถูกคือ PER ปี 2555 ที่ 8.1 เท่า ต่ำกว่าหนึ่งส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าเฉลี่ยย้อนหลังปี 2548-54 เรายังคงคำแนะนำซื้อ ด้วยราคาเป้าหมาย ณสิ้นปี 2555 ที่ 2.20 บาท อ้างอิงจากวิธีประเมินมูลค่า sum-of-the-parts (เป้าหมาย PER ในโครงการที่อยู่อาศัยอยู่ที่ 6.6 เท่าและมูลค่าสินทรัพย์ในการลงทุนและให้เช่าที่ 1.85 บาทต่อหุ้น)

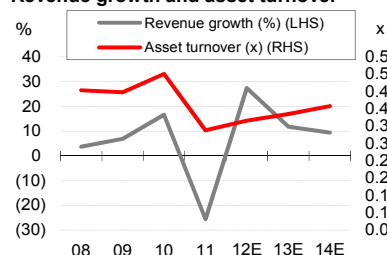
Figure 1: 2Q12 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q12	2Q11	YoY %	1Q12	QoQ %	6M 12 vs. FY12E
Income Statement						
Revenue	2,612	2,852	(8)	2,411	8	40
Cost of sales and services	(1,778)	(2,005)	(11)	(1,669)	7	39
EBITDA	299	311	(4)	281		43
EBIT	222	260	(15)	224	(1)	40
Interest expense	(70)	(63)	11	(91)	(23)	46
Other income/exp.	46	21	118	25	83	67
Equity earnings from affiliates	185	151	22	188	(2)	47
Extra items	2	79	100	(34)	nm	
EBT	198	218	(9)	158	25	41
Corporate tax	(45)	(84)	(46)	(42)	9	
Minority interest	0	0	0	0	0	
Net profit (loss)	339	365	(7)	270	25	30
Reported EPS	0.04	0.04	(7)	0.03	25	
Core net profit	337	286	18	304	11	49
Key ratios						
Gross margin (%)	31.9	29.7		30.8		
EBITDA margin (%)	11.4	10.9		11.6		
EBIT margin (%)	8.5	9.1		9.3		
Tax rate (%)	22.9	38.4		26.3		
Net margin (%)	13.0	12.8		11.2		
Current ratio (x)	1.7	1.8		1.8		
Gearing ratio (x)	1.8	1.5		1.7		
Interest coverage (x)	3.2	4.1		2.5		
Balance Sheet						
Cash & Equivalent	1,457	1,270	15	1,320	10	
Total assets	40,901	34,699	18	38,879	5	
ST debts & current portion	11,564	7,373	57	9,362	24	
Long-term debt	13,166	11,939	10	13,607	(3)	
Total liabilities	27,203	21,913	24	25,441	7	
Retained earnings	3,671	3,511	5	4,118	(11)	
Shareholders equity	13,698	12,785	7	13,438	2	
Minority interests	0	0	0	0	0	
BV (Bt)	1.6	1.5	7	1.6	2	

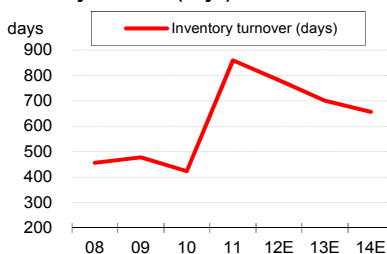
- Strong core profit growth, both YoY and QoQ, driven by housing GM
- A 18% condo revenue contribution in 2Q12 (mainly from Q.Langsuan condo)
- The strongest 2Q12 housing GM since FY08
- YoY growth in profit contributions from associated firms—HMPPRO, LHBANK and QHPF
- Average housing GM of 31.2% in 2Q12, far above management guidance of 30%
- Low-rise GM of 31.1%
- Condo GM of 31.6%
- Net gearing rose to 1.7x at end-June from 1.6x at end-March.
- Leverage peaked for the year in 2Q12

Source: Company data

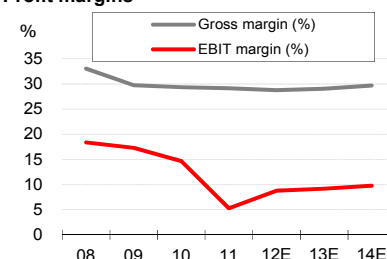
Revenue growth and asset turnover



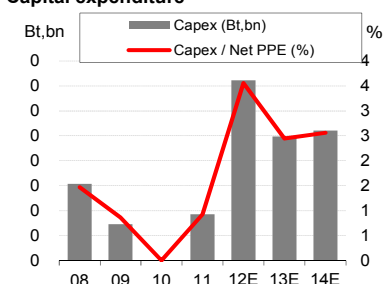
Inventory turnover (days)



Profit margins



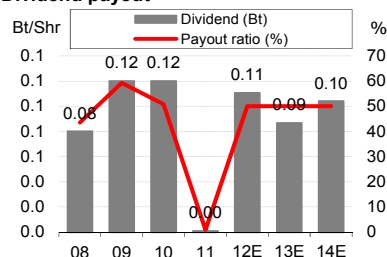
Capital expenditure



ROE



Dividend payout



PROFIT & LOSS (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue	13,241	9,849	12,544	14,026	15,334
Cost of sales and services	(9,359)	(6,981)	(8,936)	(9,950)	(10,784)
Gross profit	3,882	2,868	3,608	4,076	4,550
SG&A	(1,943)	(2,346)	(2,501)	(2,787)	(3,051)
EBIT	1,939	522	1,107	1,289	1,499
Interest expense	(259)	(309)	(351)	(380)	(399)
Other income/exp.	72	98	105	105	105
EBT	1,752	311	861	1,014	1,206
Corporate tax	(611)	(182)	(344)	(396)	(417)
After-tax profit (loss)	1,141	129	517	618	789
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	543	639	801	966	1,108
Extra items	316	137	700	0	0
Net profit (loss)	2,000	905	2,018	1,584	1,897
Reported EPS	0.24	0.11	0.22	0.17	0.21
Fully diluted EPS	0.24	0.11	0.22	0.17	0.21
Core net profit	1,684	768	1,318	1,584	1,897
Core EPS	0.20	0.09	0.14	0.17	0.21
EBITDA	2,162	761	1,346	1,538	1,749

KEY RATIOS	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue growth (%)	16.6	(25.6)	27.4	11.8	9.3
Gross margin (%)	29.3	29.1	28.8	29.1	29.7
EBITDA margin (%)	16.3	7.7	10.7	11.0	11.4
Operating margin (%)	14.6	5.3	8.8	9.2	9.8
Net margin (%)	15.1	9.2	16.1	11.3	12.4
Core profit margin (%)	12.7	7.8	10.5	11.3	12.4
ROA (%)	6.8	2.6	5.1	3.8	4.4
ROCE (%)	7.4	2.8	5.4	4.0	4.7
Asset turnover (x)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4
Current ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Gearing ratio (x)	1.1	1.7	1.5	1.4	1.3
Interest coverage (x)	7.5	1.7	3.2	3.4	3.8

BALANCE SHEET (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Cash & Equivalent	1,114	1,113	1,057	1,016	1,094
Accounts receivable	31	67	86	96	105
Inventory	10,856	16,427	19,123	19,104	19,411
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	41,527	42,255	43,440
Accounts payable	497	546	546	699	778
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	25,850	25,929
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	5,824	6,399	7,505
Shareholders equity	13,373	13,168	15,830	16,405	17,510
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	30,549	37,966	41,527	42,255	43,440

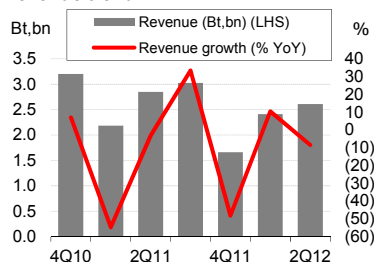
CASH FLOW (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Net income	2,000	905	2,018	1,584	1,897
Depreciation and amortization	223	239	239	249	250
Change in working capital	(2,295)	(5,473)	(3,494)	(617)	(1,017)
FX, non-cash adjustment & others	(758)	(1,356)	0	0	(0)
Cash flows from operating activities	(830)	(5,685)	(1,237)	1,216	1,130
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)	(8)	(1,009)	(792)
Cash flows from financing activities	737	6,718	1,543	(1,009)	(792)
Net change in cash	(72)	(1)	(56)	(41)	78
Free cash flow (Btm)	(830)	(5,778)	(1,599)	968	870
FCF per share (Bt)	(0.10)	(0.68)	(0.18)	0.11	0.10

Key assumptions

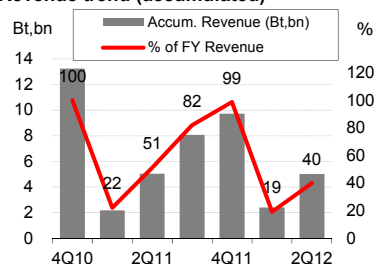
Housing revenue (Btm)	12,235	8,814	11,488	12,956	14,250
Housing backlogs (Btm)			8,221	3,209	1,679
Secured revenue by backlogs			72%	25%	12%
Housing GM	29.2%	28.3%	29.2%	29.5%	30.1%

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

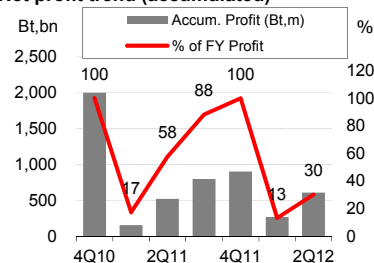
Revenue trend



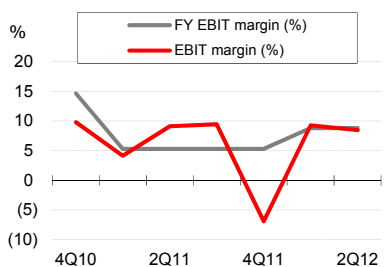
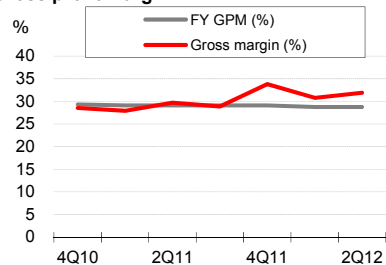
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Revenue	2,852	3,026	1,661	2,411	2,612
Cost of sales and services	(2,005)	(2,153)	(1,099)	(1,669)	(1,778)
Gross profit	847	874	562	742	834
SG&A	(587)	(587)	(677)	(518)	(612)
EBIT	260	287	(115)	224	222
Interest expense	(63)	(91)	(91)	(91)	(70)
Other income/exp.	21	20	31	25	46
EBT	218	216	(175)	158	198
Corporate tax	(84)	(97)	29	(42)	(45)
After-tax profit (loss)	134	119	(146)	116	152
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	151	156	195	188	185
Extra items	79	1	58	(34)	2
Net profit (loss)	365	276	107	270	339
Reported EPS	0.04	0.03	0.01	0.03	0.04
Fully diluted EPS	0.04	0.03	0.01	0.03	0.04
Core net profit	286	275	49	304	337
Core EPS	0.03	0.03	0.01	0.04	0.04
EBITDA	311	334	109	281	299
KEY RATIOS	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Gross margin (%)	29.7	28.9	33.8	30.8	31.9
EBITDA margin (%)	10.9	11.0	6.5	11.6	11.4
Operating margin (%)	9.1	9.5	(6.9)	9.3	8.5
Net margin (%)	12.8	9.1	6.4	11.2	13.0
Core profit margin (%)	10.0	9.1	3.0	12.6	12.9
BV (Bt)	1.51	1.54	1.55	1.59	1.62
ROE (%)	11.4	8.5	3.2	8.0	9.9
ROA (%)	4.2	3.0	1.1	2.8	3.3
Current ratio (x)	1.8	1.5	1.6	1.8	1.7
Gearing ratio (x)	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8
Interest coverage (x)	4.1	3.2	n.m.	2.5	3.2

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Cash & Equivalent	1,270	842	1,113	1,320	1,457
Accounts receivable	32	36	67	72	69
Inventory	14,271	14,746	16,427	17,506	19,626
PP&E-net	1,969	1,981	1,978	1,961	1,337
Other assets	17,157	19,076	18,380	18,020	18,412
Total assets	34,699	36,680	37,966	38,879	40,901
Accounts payable	681	572	546	594	671
ST debts & current portion	7,373	8,815	9,879	9,362	11,564
Long-term debt	11,939	12,310	12,742	13,607	13,166
Other liabilities	1,921	1,922	1,632	1,878	1,803
Total liabilities	21,913	23,619	24,799	25,441	27,203
Paid-up capital	8,477	8,477	8,477	8,477	9,184
Share premium	379	379	379	0	379
Retained earnings	3,511	3,786	3,814	4,118	3,671
Shareholders' equity	12,785	13,061	13,168	13,438	13,698
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	34,699	36,680	37,966	38,879	40,901

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, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, 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.