

**BUY****12M TP: Bt20.40**

Closing price: Bt17.40

Upside/downside: +17.2%

Sector	Property Development
Paid-up shares (shares mn)	1,150
Market capitalization (Bt mn)	19,205.00
Free float (%)	73.75
12-mth daily avg. turnover (%)	323.90
12-mth trading range (Bt)	21.03 / 7.94

Major shareholders (%)

MR. VIKROM KROMADIT	24.40
Thai NVDR	7.93
SOUTH EAST ASIA UK NOMINEES	4.15

Financial highlights

Year to 31 Dec	2018	2019	2020E	2021E
Revenue (Bt mn)	4,354	5,914	4,181	5,311
Normalized profit (Bt mn)	1,218	1,767	1,060	1,428
Net profit (Bt mn)	1,018	1,742	1,060	1,428
Normalized EPS (Bt)	1.14	1.66	0.99	1.24
EPS (Bt)	0.95	1.63	0.99	1.24
Normalized EPS growth (%)	(21.4)	45.0	(40.0)	25.1
EPS growth (%)	(27.8)	71.1	(39.2)	25.1
P/E (x)	18.2	10.7	17.5	14.0
P/BV (x)	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	7.6	10.5	9.0	8.1
DPS (Bt)	0.40	0.45	0.27	0.34
Dividend yield (%)	2.3	2.6	1.6	2.0
ROE (%)	13.1	7.3	9.3	11.4

Source: Company data, AWS Research

Rating	CGR 2019	Thai CAC
AMATA		Declared

Thailand Research Department**Benjaphol Suthwanish**

License No. 018575

Tel: 02 680 5056

Thongchai Pungcharoenkul

Assistant Analyst

คาดผลประกอบการฟื้นตัวใน 4Q63

- ▶ คาดการณ์โอนที่ดินใน 4Q63 จะช่วยผลประกอบการ 4Q63 ฟื้นตัว
- ▶ บริษัทตั้งเป้า Presales ในปี 64 อยู่ที่ 950 ไร่ แต่ปรับเป้าปี 63 ลงเหลือ 400-500 ไร่
- ▶ ความคืบหน้าของวัคซีน COVID-19 เป็นปัจจัยสำคัญต่อการฟื้นตัวของผลประกอบการปี 64
- ▶ ปี 2564 คาดการณ์โอนฟื้นตัว มี Backlog รอรับรู้ 2.0 พันล้านบาท
- ▶ คงคำแนะนำ “ซื้อ” ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 64 ที่ 20.40 บาท

ผลกระทบ COVID-19 ทำให้ปรับเป้า Presales ในปี 63 ลง

บริษัทได้ปรับเป้าหมาย Presales ที่ดินในนิคมฯ สำหรับปี 63 ลงเหลือ 400-500 ไร่ (รวมเวียดนาม) หลัง 9M63 ทำได้เพียง 116 ไร่ สาเหตุหลักเกิดจากผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 ทำให้หลายประเทศมีการปิดเมืองนับตั้งแต่ต้นปี 63 ที่ผ่านมานี้ ซึ่งรวมถึงไทยส่งผลกระทบต่อบริษัท เนื่องจากผู้ประกอบการที่สนใจเข้าเยี่ยมชมนิคมฯ รวมถึงผู้ประกอบการที่มีแผนจะโอนที่ดินในนิคมฯ ต้องมีการเลื่อนออกไปเนื่องจากติดขัดในการเดินทางเข้าประเทศ อย่างไรก็ตามในช่วง 4Q63 ภาครัฐฯ ได้มีนโยบายเปิดประเทศ (กักตัว 14 วัน) ทำให้เราเชื่อว่ายอด Presales จะมีการฟื้นตัวขึ้น

คาดผลประกอบการ 4Q63 ฟื้นตัว

เราคาดว่าผลประกอบการของบริษัทใน 4Q63 ฟื้นตัวขึ้น หนุนจากรายได้จากการโอนที่ดินในนิคมฯ โดยเฉพาะจากนิคมฯ ที่ชลบุรีซึ่งคาดว่าจะมีการโอนราว 30 ไร่ ราคาเฉลี่ยที่ 11 ล้านบาทต่อไร่ (มีราคาเฉลี่ยต่อไร่ และอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงกว่านิคมฯ ที่ระยอง) รวมทั้งมีการโอนที่ดินนิคมฯ ในระยอง นอกจากนี้คาดว่าจะรายได้จากสาธารณูปโภคจะฟื้นตัวหลังบริษัทส่วนใหญ่เริ่มกลับมาดำเนินการผลิตตามปกติ ประกอบกับรายได้จากค่าเช่าที่คาดว่าจะฟื้นตัวขึ้น หลังบริษัทไม่มีมาตรการลดค่าเช่าให้ผู้เช่า ขณะที่ปี 64 คาดว่าสถานการณ์ COVID-19 จะดีขึ้นตามลำดับ ซึ่งได้อานิสงส์จากวัคซีน COVID-19 ซึ่งจะทำให้เห็นการฟื้นตัวจากทั้งรายได้จากการโอนที่ดิน และ Recurring Income อย่างมีนัยยะ

บริษัทตั้งเป้า Presales ปี 64 ไร่ที่ 950 ไร่ เพิ่ม YoY เกือบเท่าตัว

ขณะที่ปี 64 บริษัทคาดว่าจะได้ปัจจัยหนุนจากสถานการณ์ COVID-19 ที่คลี่คลาย หลังวัคซีน COVID-19 ที่เริ่มมีการทดลองใช้ในหลายประเทศ ทำให้มีแนวโน้มที่จะมีการผ่อนปรนในกฎเกณฑ์การเดินทางระหว่างประเทศ ทำให้บริษัทตั้งเป้า Presales ที่ดินที่ 950 ไร่ นับว่าเติบโตกว่าเท่าตัวเมื่อเทียบกับยอด Presales ที่บริษัทคาดไว้ในปี 63

คงคำแนะนำเป็น “ซื้อ” ให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 20.40 บาท

แม้ช่วงที่ผ่านมาบริษัทได้รับผลกระทบจาก COVID-19 ซึ่งกระทบต่อแผนการโอนที่ดินและการเยี่ยมชมบริษัท อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่าผลประกอบการของบริษัทได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และจะเห็นการฟื้นตัวของผลประกอบการของบริษัทนับจากนี้ โดยเฉพาะในปี 64 ที่คาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวอย่างมีนัยยะ จากปัจจัยหนุนจากความชัดเจนของวัคซีน COVID-19 ที่คาดว่าจะมีการใช้อย่างแพร่หลายในช่วง 2H64 ซึ่งจะช่วยให้กฎเกณฑ์ในการเดินทางมีการผ่อนคลายลง และจะส่งผลให้การเดินทางเพื่อติดต่อทำธุรกรรมกับบริษัทมีความสะดวกมากขึ้น ประกอบกับแผนพัฒนานิคมฯ ในพม่า (YASEC) และแผนการลงทุนในนิคมฯ ที่ลาว ที่จะเป็น Upside ต่อผลประกอบการในอนาคต ทำให้เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ให้มูลค่าเหมาะสมที่ 20.40 บาท (อิง PER ที่ 16.4 เท่า)

Quarterly Income Statement (Bt mn)

Unit: Bt mn	3Q19	2Q20	3Q20	YoY	QoQ	9M19	9M20	%YoY
Total revenue	2,334	1,040	949	-59%	-9%	4,623	3,088	-33%
Cost of goods sold	(1,080)	(538)	(440)			(2,289)	(1,541)	
Gross profit	1,253	502	509	-59%	1%	2,334	1,546	-34%
SG&A expenses	(301)	(177)	(217)			(735)	(641)	
Operating profit	952	325	292	-69%	-10%	1,600	905	-43%
Share of gain (loss) of associates	167	194	120			584	328	
Other income	43	16	47			121	107	
EBIT	1,162	535	460	-60%	-14%	2,305	1,340	-42%
Financial costs	(89)	(105)	(105)			(238)	(319)	
Pretax profit	1,073	430	355	-67%	-17%	2,066	1,021	-51%
Income tax expenses	(144)	(51)	(56)			(226)	(127)	
Profit before MI	929	378	299	-68%	-21%	1,841	894	-51%
Minority interests	(176)	(77)	(77)			(303)	(257)	
Normalized profit	753	301	222	-70%	-26%	1,538	638	-59%
Extra-ordinary items	45	(86)	47			(46)	69	
Net Profit	798	215	269	-66%	25%	1,492	707	-53%
EBITDA	1,239	609	461			2,536	1,495	
Normalized EPS (Bt)	0.71	0.28	0.21			1.44	0.60	
Net EPS (Bt)	0.75	0.20	0.25			1.40	0.66	

Financial ratio (%)

Gross profit margin	53.7%	48.3%	53.6%			50.5%	50.1%	
SG&A expense	12.9%	17.0%	22.8%			15.9%	20.8%	
Normalized profit margin	32.3%	29.0%	23.4%			33.3%	20.7%	
Net profit margin	34.2%	20.7%	28.3%			32.3%	22.9%	

Income Statement (Bt mn)

Year to 31 Dec	2017	2018	2019	2020E	2021E
Total revenue	4,491	4,354	5,914	4,181	5,311
Cost of goods sold	(2,078)	(2,101)	(2,917)	(2,227)	(2,725)
Gross profit	2,413	2,253	2,997	1,954	2,586
SG&A	(862)	(1,025)	(1,053)	(920)	(1,169)
Operating Profit	1,551	1,228	1,944	1,034	1,418
Share of gain (loss) of joint venture	676	691	715	736	773
Other income	161	125	198	140	178
EBIT	2,387	2,043	2,857	1,911	2,369
Financial cost	(228)	(246)	(330)	(233)	(296)
Pretax profit	2,159	1,797	2,527	1,678	2,073
Income tax expenses	(283)	(271)	(314)	(218)	(269)
Minority interests	(327)	(308)	(446)	(400)	(375)
Normalized profit	1,549	1,218	1,767	1,060	1,428
Extraordinaries items	(140)	(200)	(25)	0	0
Net profit	1,409	1,018	1,742	1,060	1,428
EBITDA	2,703	2,358	3,168	2,236	2,708
Normalized EPS (Bt)	1.45	1.14	1.66	0.99	1.24
Net EPS (Bt)	1.32	0.95	1.63	0.99	1.24
DPS (Bt)	0.53	0.40	0.45	0.27	0.34

Statement of Financial Position (Bt mn)

Year to 31 Dec	2017	2018	2019	2020E	2021E
Current Assets	10,057	10,291	10,246	10,966	11,161
Non-current Assets	19,223	22,731	26,152	24,271	28,706
Total assets	29,280	33,021	36,397	35,237	39,867
Current Liabilities	2,160	3,866	5,179	3,955	5,255
Non-current Liabilities	12,148	13,586	14,242	13,538	15,805
Total liabilities	14,308	17,452	19,421	17,493	21,060
Paid-up capital	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067
Retained Earnings	10,818	11,238	12,606	13,374	14,437
Total equity	14,971	15,569	16,976	17,744	18,807
Total liabilities and equity	29,280	33,021	36,397	35,237	39,867
BVPS (Bt)	11.77	12.15	13.17	13.89	14.89

Cash Flow Statement (Bt mn)

Year to 31 Dec	2017	2018	2019	2020E	2021E
Pretax Profit	2,019	1,597	2,502	1,911	2,369
Depreciation & Amortization	316	315	311	325	339
Operating Cash Flow	1,185	1,871	2,400	46	3,362
CAPEX	(588)	(899)	(777)	(1,000)	(1,600)
Investing Cash Flow	(2,826)	(3,017)	(3,308)	(659)	405
Dividend Payment	(533)	(598)	(395)	(397)	(325)
Financing Cash Flow	1,466	1,039	933	980	(4,110)
Exchange rate gains(losses) on cash	(309)	(17)	(85)	0	0
Inc. (Dec.) in cash & equivalents	(483)	(123)	(60)	367	(343)
Beginning cash & equivalents	1,758	1,275	1,152	1,074	1,441
Ending cash & equivalents	1,275	1,152	1,074	1,441	1,099

Quarterly Income Statement (Bt mn)

Year to 31 Dec	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Total revenue	2,334	1,291	1,099	1,040	949
Cost of goods sold	(1,080)	(629)	(563)	(538)	(440)
Gross profit	1,253	663	535	502	509
SG&A	(301)	(319)	(248)	(177)	(217)
Operating Profit	952	344	288	325	292
Share of gain (loss) of joint venture	167	130	14	194	120
Other income	43	78	44	16	47
EBIT	1,162	552	346	535	460
Financial cost	(89)	(92)	(109)	(105)	(105)
Pretax profit	1,073	461	237	430	355
Income tax expenses	(144)	(88)	(20)	(51)	(56)
Minority interests	(176)	(143)	(103)	(77)	(77)
Normalized profit	753	229	114	301	222
Extraordinaries items	45	21	109	(86)	47
Net profit	798	250	222	215	269
EBITDA	1,239	645	426	609	461
Normalized EPS (Bt)	0.71	0.21	0.11	0.28	0.21
Net EPS (Bt)	0.75	0.23	0.21	0.20	0.25

Key Financial Ratios

Year to 31 Dec	2017	2018	2019	2020E	2021E
Sales growth (%)	0.2	(3.1)	35.8	(29.3)	27.0
Normalized profit growth (%)	7.7	(21.4)	45.0	(40.0)	34.8
Net profit growth (%)	17.6	(27.8)	71.1	(39.2)	34.8
Normalized EPS growth (%)	7.7	(21.4)	45.0	(40.0)	25.1
EPS growth (%)	17.6	(27.8)	71.1	(39.2)	25.1
Gross margin (%)	53.7	51.7	50.7	46.7	48.7
Operating margin (%)	34.5	28.2	32.9	24.7	26.7
EBITDA margin (%)	60.2	54.2	53.6	53.5	51.0
Normalized profit margin (%)	34.5	28.0	29.9	25.3	26.9
Net profit margin (%)	31.4	23.4	29.5	25.3	26.9
Effective tax rate (%)	13.1	15.1	12.4	13.0	13.0
ROA (%)	3.3	5.0	3.0	3.8	4.3
ROE (%)	9.5	13.1	7.3	9.3	11.4
EV/EBITDA (x)	8.9	7.6	10.5	9.0	8.1
Debt to equity (x)	1.3	1.4	1.2	1.3	1.5
P/E (x)	18.2	10.7	17.5	14.0	10.6
P/BV (x)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
Dividend Yield (%)	3.0	2.3	2.6	1.6	2.0



รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 – 100		ดีเลิศ
80 – 89		ดีมาก
70 – 79		ดี
60 – 69		ดีพอใช้
50 – 59		ผ่าน
Below 50	No logo given	N/A

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจ และประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และไม่ได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย เวลท์ จำกัด มีไต่ถามยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator ของบริษัทจดทะเบียน

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบาย และตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนโดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี แบบ (56-1) รายงานประจำปี แบบ(56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และไม่ได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานนี้จัดทำโดยฝ่ายวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย เวลท์ จำกัด เพื่อให้ภายในบริษัทเท่านั้น บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่ต่อสาธารณชน ข้อมูลที่อ้างอิงในรายงานนี้ได้มาจากส่วนวิจัยพื้นฐานที่ผู้จัดทำได้พิจารณาแล้วว่าเชื่อถือได้ ซึ่งที่คนละต่างๆ ในรายงานนี้อิงอยู่บนพื้นฐานและการวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ผู้จัดทำไม่อาจยืนยันถึงข้อเท็จจริงหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าวได้และที่คนละต่างๆ อาจเปลี่ยนแปลงไป โดยที่ไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รวมไปถึงอาจไม่มีความสอดคล้องกับข้อมูลของส่วนกลยุทธ์การลงทุน นักลงทุนโปรดตรวจสอบข้อเท็จจริงและใช้ดุลยพินิจในการพิจารณา ความคิดเห็นและคำแนะนำที่ปรากฏในรายงานนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทไม่จำเป็นต้องเห็นด้วย บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่อาจเกิดขึ้นทั้งโดยทางตรงและทางอ้อมจากการใช้รายงานนี้ การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง นักลงทุนควรทำความเข้าใจอย่างถ่องแท้ต่อลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภทและควรศึกษาข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องก่อนการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์