

“Year of CHANGE”

- เริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเหมาะสมอยู่ที่ 14.70 บาท

เราเริ่มต้นออกบทวิเคราะห์ LPN ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเหมาะสมปี 18 อยู่ที่ 14.70 บาท อ้างอิงจาก PE 13 เท่า เรายอมรับว่าผลประกอบการปีนี้โดดเด่น เมื่อเทียบกับปีที่แล้ว ได้อานิสงส์จาก 1) เพิ่มกลุ่มลูกค้าใหม่แก้ปัญหายอดขายออนไลน์ไม่ตรงตามเป้า 2) โครงการที่จะสร้างเสร็จพร้อมโอนในปี 18 3) คาดแนวโน้มของตลาดอสังหาริมทรัพย์ปรับตัวดีขึ้นตามเศรษฐกิจ

- ขยายกลุ่มลูกค้า

การเพิ่มกลุ่มลูกค้าใหม่ตั้งแต่ช่วงปี 17 ที่ทาง LPN ได้ประกาศว่าเป็น Year of SHIFT จะเห็นได้ชัดว่ายอดขาย Presale นั้นปรับตัวดีขึ้นมากอยู่ที่ 17,898 ล้านบาท คิดเป็น 110% เทียบกับปี 16 อยู่ที่ 8,500 ล้านบาท ค่อนข้างดีกว่ากลุ่มลูกค้าเดิม และคาดว่าฐานลูกค้ากลุ่มใหม่นี้จะช่วยแก้ปัญหาเรื่องการโอนช้า และการยกเลิกสัญญาที่เป็นปัญหากับ LPN มาโดยตลอด

- คาดกำไรสุทธิปี 2018 พุ่งตัว

เราคาดการณ์กำไรสุทธิของ LPN ปี 18 อยู่ที่ 1,672 ล้านบาท +57%YOY คาด Presale 19,199 ล้านบาท +7%YOY คาดรายได้อยู่ที่ 12,044 ล้านบาท คาด Take up late ที่ปรับตัวดีขึ้นเนื่องจากขยายกลุ่มลูกค้า โครงการที่จะสร้างเสร็จพร้อมโอนในปี 18 มากกว่าปี 17 ถึง 4 เท่า และคาดว่าบรรยากาศของเศรษฐกิจในประเทศนอกประเทศที่ดีขึ้นจะส่งผลให้ทิศทางตลาดอสังหาริมทรัพย์ปรับตัวดีขึ้น

- ประเมินราคาเหมาะสม

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 18 ของ LPN ที่ 14.70 บาท อิงจาก PER 13 เท่า โดยเราคาด Dividend Yield จากผลดำเนินงานปี 18 ที่ระดับ 7% ราคาปัจจุบัน Upside มากถึง 47% จึงให้คำแนะนำ “ซื้อ”

Witsanu Chutikan

Internship

(+66) 91-841-4940

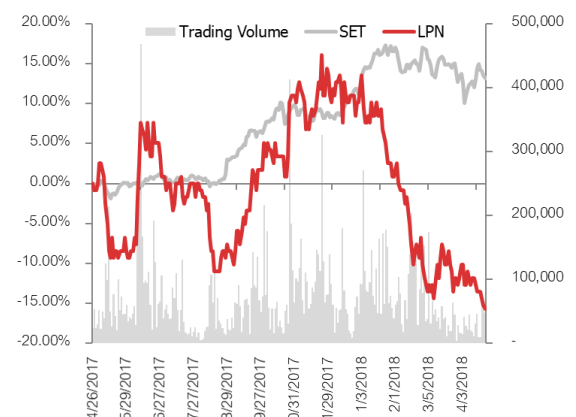
ngolaza@gmail.com

Date

26 April 2018

Last Price (Bt)	10.00
Target Price (Bt)	14.70
Upside (%)	47.0
Shares in issue (Mn)	1476
Market Cap (MBt)	14683.20
Free Float (%)	81.17
Foreign Limit/Actual (%)	39.00 / 22.65
NVDR (%)	4.76
Par Value (Bt)	1.00

Price Relative



Source: Aspen

Price Performance	Absolute (%)	SET (%)
YTD	-24.24	-25.34

Source: www.set.or.th

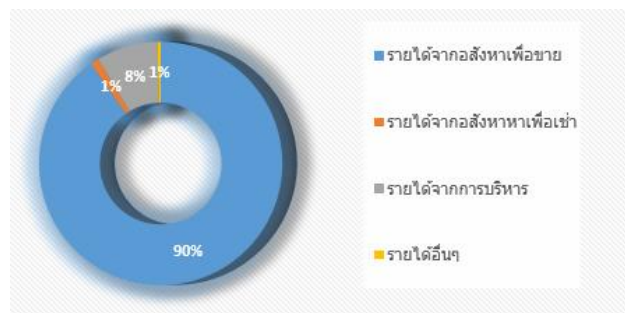
Year End Dec 31		2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
Net Profit	(MBt)	2,413	2,176	1,062	1,673	2,131
EPS	(Bt)	1.64	1.47	0.72	1.13	1.44
DPS	(Bt)	0.90	0.90	0.50	0.75	0.94
Dividend Yield	(%)	9	9	5	7	9
BPS	(Bt)	7.85	8.41	8.39	8.77	9.44
P/E	(X)	6.08	7.24	16.06	8.78	7.14
P/BV	(X)	1.27	1.18	1.19	1.13	1.05

Source: Company data, ZCOM estimates

● Company Profile

บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งมาแล้ว 20 ปี โดยมุ่งเน้นการพัฒนาอาคารชุดพักอาศัย 90% และทาว์นโฮม 10% รายได้ของบริษัทประกอบด้วย รายได้หลักจากการขายอาคารชุดพักอาศัยและทาว์นโฮม 80% รายได้รองจากธุรกิจให้เช่าและรับจ้างบริหารจัดการ 20% กลุ่มลูกค้าของบริษัท คือกลุ่มลูกค้าที่มีรายได้กลาง-ล่างถึงกลาง-บน การแยกกลุ่มลูกค้า จำแนกได้ 1) กลางล่างคือผู้ที่มีรายได้ 18,000-30,000 บาท/เดือน 2) กลางคือผู้ที่มีรายได้ 30,001-50,000 บาท/เดือน 3) กลางบนคือผู้ที่มีรายได้ 50,001-85,000 บาท/เดือน

Figure 1: โครงสร้างรายได้



Source: Data Company

● แนวโน้มธุรกิจอสังหา

เราเชื่อว่าในปี 18 แนวโน้มของตลาดอสังหาฯ จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยข้อมูลจากอสังหาริมทรัพย์ ธนาคารอาคารสงเคราะห์ (REIC) ได้ระบุว่า “แนวโน้มปี 18 ภาคอสังหาฯ สถิติคาดว่าจะเติบโต 6-8%” โดยมีปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจที่ดีขึ้น การบริโภคของครัวเรือนมีแนวโน้มสูงขึ้น การลงทุนทั้งภาครัฐและเอกชนมีแนวโน้มที่สูงขึ้น แนวโน้มยอดจองและยอดโอนกรรมสิทธิ์มีแนวโน้มที่ดีขึ้นเรื่อยๆ และด้านของสินเชื่อบ้านในเดือนมกราคมที่ผ่านมา ธอส.ได้ประกาศแผนปล่อยสินเชื่อใหม่ 1.89 แสนล้านบาท ซึ่งโตขึ้นถึง 6% เมื่อเทียบกับสินเชื่อปล่อยใหม่ของปีที่แล้ว และยังมีความคืบหน้าของโครงการ Action plan กระตุ้นให้การลงทุนก่อสร้างเร่งตัวขึ้น เช่น รถไฟฟ้าสายสีส้ม สีเหลือง สีชมพู และทางด่วนขั้นที่ 3 เชื่อมวงแหวนรอบนอก ซึ่งเป็นปัจจัยที่ส่งผลดีต่อตลาดอสังหาฯ ส่วนเรื่องของความเสี่ยงในปี 18 ได้แก่ ค่าแรงงาน เงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยโลกมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น และความเสี่ยงจากการผันผวนในระบบเศรษฐกิจโลก

Figure 2: คาดการณ์แนวโน้มเศรษฐกิจ

	ข้อมูลจริง		ประมาณการ ปี 2561	
	2559	2560	ณ 20 พ.ย. 60	ณ 19 ก.พ. 61
การขยายตัวของ GDP (%)	3.3	3.9	3.6 – 4.6	3.6 – 4.6
การบริโภคภาคเอกชน	3.0	3.2	3.1	3.2
การอุปโภคภาครัฐบาล	2.2	0.5	2.7	3.2
การลงทุนภาคเอกชน	0.5	1.7	3.7	3.7
การลงทุนภาครัฐ	9.5	-1.2	11.8	10.0
มูลค่าการส่งออก (รูปเงิน USD,%)	0.1	9.7	5.0	6.8
เงินเฟ้อ (%)	0.2	0.7	0.9 – 1.9	0.9 – 1.9
ดุลบัญชีเดินสะพัด (%GDP)	11.7	10.8	8.1	7.8

Source: Office of the National Economic and Social Development Board

• ขยายกลุ่มลูกค้า

ในปี 17 LPN ได้ปรับเปลี่ยนแนวของธุรกิจโดยเพิ่มกลุ่มลูกค้าใหม่(กลาง-กลางบน) แต่ยังให้ความสำคัญกับลูกค้ากลุ่มเดิม(กลาง-กลางล่าง)บริษัทต้องการให้มีสัดส่วนรายได้กลุ่มใหม่อยู่ที่ 60% และกลุ่มเดิม 40% เทียบปี 17 ลูกค้ากลุ่มเก่า 100% จะเห็นได้ชัดว่ายอด Presaleของปี 17 นั้นปรับตัวดีขึ้นมากอยู่ที่ 17,898 ล้านบาท +110%YOY เนื่องจากLPN ทำการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์ ที่ตั้งทำเล แผนการตลาด วัสดุก่อสร้าง รวมไปถึงการดีไซน์ ที่ตอบสนองต่อความต้องการของลูกค้ารายใหม่ ทำให้ยอดจองซื้อของLPNปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างโดดเด่น

• ผลประกอบการที่ผ่านมา

LPN รายงานผลดำเนินงานปี 17 กำไรสุทธิ -51%YOY เป็นผลมาจากจำนวนโครงการที่สร้างเสร็จพร้อมโอนมีจำนวนน้อยเนื่องจากโครงการใน Q4 สร้างเสร็จไม่ทันถึง 2 โครงการมูลค่ากว่า 2,000 ล้านบาท และด้านSG&A +2% YOY เนื่องจากทางบริษัทมีค่าใช้จ่ายจัด Promotion Campaign ระบายสต็อกสินค้าเก่าเพื่อเร่งยอดโอน GPM 28% (-2%YOY) และนอกจากนี้บริษัทจ่ายเงินปันผล 0.35 บาทต่อหุ้น

• เดินหน้าลุยงานอย่างต่อเนื่อง

LPNมีโครงการที่กำลังจะสร้างเสร็จพร้อมโอนในปี 18 มีอยู่ทั้งหมด 13 โครงการ ซึ่งมีมูลค่ารวมมากกว่าปี 17 รว 4 เท่า คาดว่าช่วง 4Q18 จะเป็นช่วงที่มีโครงการสร้างเสร็จพร้อมโอนสูงสุดของปีอยู่ที่ 8 โครงการ ซึ่งจะทำให้LPNมีรายได้จากการโอนอย่างก้าวกระโดดเมื่อเทียบกับปี 17

• แนวโน้มผลประกอบการปี 2018

เราคาดว่าผลประกอบการในปี 18 นี้จะฟื้นตัวจากปี 17 อย่างเห็นได้ชัด ได้อานิสงส์จาก 1) การรุกตลาดกลุ่มลูกค้าใหม่คาดว่าจะสามารถแก้ปัญหาเรื่องยอดโอนได้ 2) โครงการที่จะสร้างเสร็จพร้อมโอนในปี 18 มีมูลค่ารวมมากกว่าปี 17 รว 4 เท่า 3) แนวโน้มของตลาดอสังหาฯเริ่มปรับตัวดีขึ้นตามเศรษฐกิจ คาดว่ากำไรสุทธิ 1,672 ล้านบาท+ 57% YOY คาดรายได้ 12,044 ล้านบาท + 38%YOY เนื่องจากมี Backlog ที่พร้อมโอนช่วงต้นปี 18 รองรับไว้แล้ว 21.4%

ของรายได้ที่เราคาดการณ์ และคาดว่าGPM จะปรับตัวดีขึ้น 29% จากปีที่แล้วอยู่ที่ 28% และคาด Presaleปรับตัวเพิ่มขึ้นเนื่องจากเปิดตัวโครงการใหม่และโครงการที่จะสร้างเสร็จรองรับได้

Figure 3: แนวโน้มรายได้



Source: Data Company & Estimate

- การประเมินราคาเป้าหมาย

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 18 ของ LPN ที่ 14.70 บาท อิงจาก PER 13 เราคาด Dividend Yield จากผลดำเนินงานปี 18 ที่ระดับ 7% ราคาปัจจุบันยังสามารถ Upside มากถึง 47% จึงให้คำแนะนำ “ซื้อ”

Balance Sheet						Bt.m
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F	
Cash & bank deposits	758	591	356	984	801	
Accounts receivable - net	140	226	444	358	430	
Inventories	16,293	15,156	16,965	13,988	15,387	
Other current assets	0	30	196	196	196	
Total current assets	17,191	16,003	17,960	15,526	16,814	
Investments	1,753	1,748	2,216	2,308	2,449	
PP&E	269	255	252	265	252	
Other assets	412	552	578	622	614	
Total assets	19,625	18,558	21,007	18,721	20,129	
Short-term loans	2,882	2,576	4,074	1,225	1,961	
Accounts payable	2,340	1,454	1,780	1,847	1,478	
Current maturities	52	607	395	593	593	
Other current liabilities	328	98	90	87	95	
Total current liabilities	5,602	4,736	6,340	3,752	4,127	
Long-term debt	1,342	113	35	36	38	
Other LT liabilities	1,100	1,299	2,218	1,970	2,018	
Total LT liabilities	2,442	1,412	2,253	2,006	2,056	
Total liabilities	8,044	6,147	8,593	5,758	6,183	
Registered capital	1,476	1,476	1,476	1,476	1,476	
Paid-up capital	1,476	1,476	1,476	1,476	1,476	
Share premium	481	481	481	481	481	
Legal reserve	148	148	148	148	148	
Retained earnings	9,477	10,304	10,259	10,813	11,803	
Others	-1	2	22	22	22	
Minority interests	0	0	28	23	16	
Shareholders' equity	11,581	12,411	12,414	12,963	13,946	
Cash Flow Statement						Bt.m
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F	
EBT	3,121	2,737	1,359	2,148	2,741	
Depreciation	45	51	65	65	65	
Chg in working capital	426	360	-1,722	2,808	-1,816	
Other adjustments	-941	-938	-490	-492	-622	
CF from operations	2,650	2,210	-788	4,528	367	
Capital expenditure	-260	-7	9	-122	-130	
Others	4	-204	-206	-9	-15	
CF from investing	-256	-212	-197	-130	-144	
Net borrowings	10,362	7,356	9,344	-2,649	737	
Equity capital raised	0	0	2	0	0	
Dividends paid	-1,240	-1,328	-1,107	-1,118	-1,141	
Others	-11,806	-8,194	-7,490	-3	-2	
CF from financing	-2,684	-2,165	750	-3,770	-406	
Others	0	0	0	0	0	
Net change in cash	-289	-167	-235	628	-183	
Assumption						Bt.m
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F	
Pressale	15,540	9,873	17,898	19,199	21,119	
Take up rate	63%	52%	58%	59%	n.a	
Rate of Sales	8%	5%	18%	17%	n.a	

Source: Company data, ZCOM estimates

Income Statement						Bt.m
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F	
Sales	16,627	14,602	9,613	13,116	19,037	
Cost of sales	-11,476	-10,041	-6,835	-9,269	-13,439	
Gross profit	5,151	4,560	2,777	3,846	5,598	
SG&A	-2,066	-1,867	-1,458	-1,757	-2,890	
Equity income	35	46	35	57	33	
Other income	12	3	7	5	5	
EBIT	3,132	2,743	1,362	2,152	2,746	
Depre. & amortization	45	51	65	65	65	
EBITDA	3,177	2,794	1,427	2,217	2,811	
Financial costs	-11	-6	-3	-4	-5	
Income taxes	-707	-561	-300	-481	-617	
Net profit before minority	2,413	2,176	1,059	1,667	2,124	
Minority interest	0	0	-3	-5	-6	
Normalized earnings	2,413	2,176	1,062	1,673	2,131	
Extraordinary items	0	0	0	0	0	
Net profit	2,413	2,176	1,062	1,673	2,131	
Key Ratios						
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F	
Growth (%)						
Revenue	29.22	-12.18	-34.17	36.44	45.14	
EBITDA	21.48	-12.05	-48.92	55.35	26.80	
Net profit	19.39	-9.83	-51.19	57.44	27.40	
Normalized earnings	19.39	-9.83	-51.19	57.44	27.40	
Profitability (%)						
Gross profit margin	30.98	31.23	28.89	29.32	29.40	
EBITDA margin	19.11	19.13	14.84	16.90	14.77	
Net profit margin	14.51	14.90	11.05	12.75	11.19	
Normalized profit margin	14.51	14.90	11.05	12.75	11.19	
ROA	12.25	11.40	5.35	8.39	10.94	
ROE	21.95	18.14	8.53	13.14	15.79	
Stability (x)						
D/E	0.69	0.50	0.69	0.44	0.44	
Net D/E	0.63	0.45	0.66	0.37	0.39	
Gearing	0.37	0.27	0.36	0.14	0.19	
Net Gearing	0.30	0.22	0.33	0.07	0.13	
Interest Coverage Ratio	278.29	478.55	498.05	542.03	549.20	
Current ratio	3.07	3.38	2.83	4.14	4.07	
Quick ratio	0.16	0.18	0.16	0.41	0.35	
Per Share (Bt)						
EPS	1.64	1.47	0.72	1.13	1.44	
Normalized EPS	1.64	1.47	0.72	1.13	1.44	
Bookvalue (BPS)	7.85	8.41	8.39	8.77	9.44	
Dividend (DPS)	0.90	0.90	0.50	0.75	0.94	
Valuation (x)						
PER	6.08	6.75	13.82	8.78	6.89	
Normalized PER	6.08	6.75	13.82	8.78	6.89	
P/BV	1.27	1.18	1.19	1.13	1.05	
EV/EBITDA	6.92	7.24	16.06	8.78	7.14	

Figure 4: LPN_PE Band



Figure 5: LPN_PBV Band



The opinions and information presented in this report are those of the **GMO-Z com Securities (Thailand) Limited** Research Group. **GMO-Z com Securities (Thailand) Limited** Accepts no liability whatsoever for any loss arising from the use of this report or its contents. This report (in whole or in part) may not be reproduced or published without the express permission of **GMO-Z com Securities (Thailand) Limited**