

BUY

12M Target Price: Bt6.00

Closing price: Bt3.66

Upside/downside 63.9%

Sector	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
Paid-up shares (shares mn)	3,333
Market capitalization (Bt mn)	12,198
Free float (%)	46.99
12-mth daily avg. turnover (Bt mn)	78.60
12-mth trading range (Bt)	5.60/2.98

Major shareholders (%)	
CHANON RUENGKRITYA	50.13
THAI NVDR	4.94
PATCHARAWALAI RUEANGKRITYA	2.60

Financial highlights

End of Dec 31	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue (Bt mn)	12,402	10,543	11,008	10,495
Normalized profit (Bt mn)	1,257	2,854	2,972	3,113
Net profit (Bt mn)	1,328	2,854	2,972	3,113
Normalized EPS (Bt)	0.35	0.80	0.83	0.87
EPS (Bt)	0.37	0.80	0.83	0.87
Norm. profit growth (%)	-16.3%	127.0%	4.1%	4.7%
EPS growth (%)	-11.5%	114.8%	4.1%	4.7%
P/E (x)	9.8	4.6	4.4	4.2
P/BV (x)	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	1.4	0.9	1.0	0.9
DPS (Bt)	0.15	0.22	0.23	0.24
Dividend yield (%)	4.0%	6.0%	6.3%	6.6%
ROE (%)	10.9%	19.6%	16.4%	14.4%

Source: Company data, AWS Research

Rating	CGR 2018	Thai CAC
ANAN		Certified

Thailand Research Department

Vajiralux Sanglerdsillapachai

License No. 17385

Tel: 02 680 5077

Thongchai Pungcharoenkul

Assistant Analyst

ราคาดัชนีหุ้นปรับตัวสวนทางกับ EPS ที่ยกฐานขึ้น

ในไตรมาส 4/61 ANAN มียอด Presales ที่ 6,000 ล้านบาท และทั้งปี 2561 มียอด Presales ที่ 31,400 ล้านบาท ซึ่งน้อยกว่าเป้าที่ตั้งไว้ 35,000 ล้านบาท ประมาณ 11.5% ส่วนยอดโอนโครงการในไตรมาส 4/61 ANAN ทำได้ที่ 10,500 ล้านบาท และทั้งปี 2561 อยู่ที่ 33,000 ล้านบาท น้อยกว่าที่ทาง ANAN ตั้งไว้ที่ 38,000 ล้านบาท อยู่ 13.1% เราคาดกำไรสุทธิในไตรมาส 4/61 ที่ 903 ล้านบาท ลดลง 7.5% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 20.1% YoY โดยได้ส่วนแบ่งกำไรจาก Joint Ventures ที่ 990 ล้านบาท และปี 2561 คาดมีกำไรสุทธิที่ 2,854 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 114.8%YoY ในปี 2562 นี้ ANAN มีแผนเปิด 10 โครงการ มูลค่ารวม 38,000 ล้านบาท โดยเน้นกลุ่มลูกค้า Mid To Upper Mid-End (ราคาเฉลี่ยต่อ ตร.ม. สูงกว่า 150,000 บาท) ทั้งนี้เราคาดว่ามาตรการเพิ่มเงินดาวน์ (Loan To Value) ความต้องการซื้ออสังหาริมทรัพย์ ที่ลดลง รวมถึงแนวโน้มการปรับอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น จะกระทบกับ ANAN ไม่มากนัก เนื่องจาก (1) ทำเลที่ตั้งโครงการ ใกล้รถไฟฟ้า ยังมีดีมานด์ที่ดีจากลูกค้าไทยและต่างชาติ (2) มีหลายแบรนด์ เพื่อตอบสนอง Lifestyle ลูกค้าแต่ละ Segment (3) มีการพัฒนาระบบเทคโนโลยีให้ตอบสนองผู้บริโภค (4) มีการ Diversify Investment เช่น Service Apartment และลงทุนซื้อ 5% ในดุสิตธานี (DTC) เราแนะนำซื้อ โดยกำหนดราคาเป้าหมายในปี 2562 ที่ 6.00 บาท และอัตราปันผลตอบแทนที่ 6.2% อ้างอิง PER ที่ 7.2x จากกำไรสุทธิปี 2562 โดยเราคาดว่า EPS มีการยกฐานขึ้นจากต่ำกว่า 0.40 บาทต่อหุ้น ในช่วงปี 2560 เป็นระดับ 0.80 บาทต่อหุ้นขึ้นไป ในช่วงปี 2561-2563 แต่ราคาดัชนียังไม่ยกฐานขึ้นยืนเหนือ 4.00 บาท เราจึงมองเป็นโอกาสดีเข้าซื้อสะสมหุ้นเพื่อลงทุนในระยะ 2 ปีข้างหน้า

คาดการณ์ไตรมาส 4/61 ลดลง QoQ แต่เติบโตขึ้น YoY

ANAN ได้เปิดตัว 12 โครงการ รวมมูลค่า 26,700 ล้านบาท ในปี 2561 โดยมีสัดส่วนโครงการคอนโดมิเนียมต่อโครงการแนวราบในสัดส่วน 82%:18% โดยในช่วงไตรมาส 4/61 ที่ผ่านมา ANAN ได้เปิด 2 โครงการ ได้แก่ Ideo Mobi Sukhumvit Eastpoint และ Unio Town Suksawat 30 รวมมูลค่า 6,387 ล้านบาท และมียอด Presales ในไตรมาสที่ 4/61 ที่ 6,000 ล้านบาท โดยทั้งปี 2561 มียอด Presales ที่ 31,400 ล้านบาท ซึ่งน้อยกว่าเป้าที่ตั้งไว้ 35,000 ล้านบาท หรือต่ำกว่า 11.5% ในส่วนยอดโอนโครงการในไตรมาส 4/61 ANAN ทำได้ที่ 10,500 ล้านบาท โดยมีการโอนคอนโดที่แล้วเสร็จในไตรมาส 4/61 เช่น ASHTON SILOM และ IDEO PHAHOLYOTHIN CHATUCHAK ซึ่งยอดโอนโครงการทั้งปี 2561 อยู่ที่ 33,000 ล้านบาท น้อยกว่าที่ ANAN ตั้งไว้ที่ 38,000 ล้านบาท หรือต่ำกว่า 13.1% เราคาดกำไรสุทธิในไตรมาส 4/61 ที่ 903 ล้านบาท ลดลง 7.5% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 20.1% YoY โดยได้ส่วนแบ่งกำไรจาก Joint Ventures ที่ 990 ล้านบาท และปี 2561 คาดมีกำไรสุทธิที่ 2,854 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 114.8%YoY

ปี 2562 ANAN รุกคอนโดระดับ Mid To Upper Mid-End เน้นขายทำเลใกล้รถไฟฟ้า

ปี 2562 ANAN ตั้งเป้ายอด Presales ที่ 36,000 ล้านบาท สูงขึ้น 14%YoY ในส่วนยอดโอนตั้งเป้าไว้ที่ 36,000 ล้านบาท สูงขึ้น 9%YoY โดยในปี 2562 คาดว่าจะมีการโอนโครงการที่แล้วเสร็จ 10 โครงการ เช่น IDEO Q VICTORY และ IDEO NEW RAMA 9 และการรับรู้รายได้จาก Backlog 21,284 ล้านบาท ขณะที่ ANAN มีแผนเปิดตัว 10 โครงการ มูลค่ารวม 38,000 ล้านบาท ในปี 2562 ซึ่งเป็นโครงการแนวราบ 2 โครงการ และโครงการคอนโดมิเนียม 8 โครงการ แม้ในปี 2562 จะมีโครงการเปิดตัวที่ลดลงจากปี 2561 จำนวน 2 โครงการ แต่บริษัทจะเปิดตัวโครงการขนาดใหญ่ และเน้นกลุ่มลูกค้า Mid To Upper Mid-End (ราคาเฉลี่ยต่อ ตร.ม. สูง

กว่า 150,000 บาท) รวมทั้งเน้น Location ซึ่งเป็นจุดเด่นของ ANAN เช่น โครงการ IDEO Q SAPHAN KWAI ซึ่งมีจำนวนยูนิตรวม 1,100 ยูนิต มีจุดเด่นคือ โครงการติดตั้งสถานีรถไฟฟ้าสะพานควาย มูลค่าโครงการ 10,000 ล้านบาท ทั้งนี้ ANAN มองว่ามาตรการปรับเพิ่มเงินดาวน์ (Loan To Value) จะกระทบทางบริษัทไม่มาก เนื่องจากผู้ซื้อโครงการของ ANAN มีสัดส่วนผู้จ่ายเงินสดต่อผู้ขอสินเชื่อที่ 43%: 57% ซึ่งถือว่าผู้ซื้อโครงการที่ชำระเงินสด คิดเป็นสัดส่วนที่สูง และ ANAN มั่นใจว่า กลุ่มลูกค้าจากต่างชาติโดยเฉพาะกลุ่มผู้ซื้อชาวจีน ยังมีกำลังซื้อคอนโดมีเนียม แม้จะมีความวิตกกังวลเกี่ยวกับสงครามการค้า และการชะลอการเติบโตทางเศรษฐกิจของจีน ทำให้เลื่อนการตัดสินใจซื้อออกไป

เราแนะนำ ซื้อ โดยกำหนดราคาเป้าหมาย 6.00 บาท

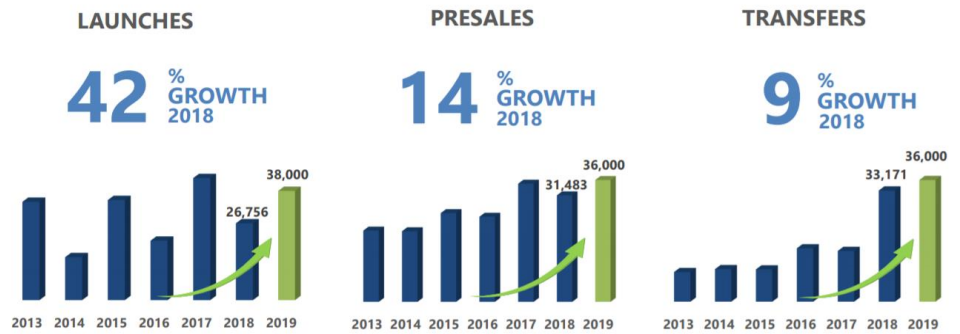
เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาสที่ 4/61 อยู่ที่ 903 ล้านบาท ลดลง 7.5%QoQ แต่เพิ่มขึ้น 20.1%YoY คาดกำไรสุทธิทั้งปี 2561 สูงขึ้น 114.8%YoY อย่างไรก็ตาม ในปี 2562 เราคาดว่ากลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะได้รับผลกระทบจากมาตรการปรับเพิ่มเงินดาวน์ (LTV), ความต้องการซื้อที่ลดลง รวมถึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น แต่เราคาดว่า ANAN จะสามารถปรับตัวกับสถานการณ์เหล่านี้ได้ เนื่องจาก (1) จุดเด่นด้านที่ตั้งของโครงการที่ใกล้กับสถานีรถไฟฟ้า ซึ่งยังมี Real Demand อย่างต่อเนื่อง (2) ANAN มีหลายแบรนด์ เพื่อตอบสนอง Lifestyle ของลูกค้าแต่ละ Segment โดยปี 2562 ได้มีเน้นการเปิดโครงการระดับ Mid To Upper Mid-End ซึ่งยังมีกำลังซื้อ โดยสะท้อนจากอัตราหนี้ภาคครัวเรือน ใน Segment นี้ ยังอยู่ในระดับที่ไม่สูงมาก (3) มีการพัฒนาระบบเทคโนโลยีให้ตอบสนองผู้บริโภค เช่น Online Booking, Blogger Review รวมไปถึงการใช้ Social Marketing และ (4) มีการ Diversify Investment โดยมีการลงทุนใน Service Apartment 5 โครงการ คาดจะรับรู้รายได้ในปี 2564 และได้มีการลงทุนซื้อหุ้นจำนวน 5% ของบมจ.ดุสิตธานี (DTC) เพื่อที่จะเป็นการ Balancing Portfolio เราแนะนำซื้อ โดยกำหนดราคาเป้าหมายในปี 2562 ที่ 6.00 บาท และจะมีอัตราเงินปันผลตอบแทนที่ 6.2% อ้างอิงค่า PER ที่ 7.2 เท่าจากกำไรสุทธิในปี 2562

Quarterly earning

FY December 31 (Bt mn)	4Q17	3Q18	4Q18E	%YoY	%QoQ	2017	2018	%YoY
Total revenue	3,995	2,558	2,938	-26.5%	14.8%	12,402	10,543	-15.0%
Cost of goods sold	(2,634)	(1,804)	(2,070)			(8,046)	(7,071)	
Gross profit	1,361	754	868	-36.2%	15.1%	4,356	3,472	-20.3%
SG&A expense	(705)	(789)	(813)			(2,576)	(2,914)	
Operating profit	656	(35)	55	-91.6%	-258.7%	1,780	558	-68.6%
Share of gain (loss) of joint venture	129	982	990			(342)	2,446	
Other income	130	139	142			477	486	
EBIT	916	1,086	1,188	29.7%	9.3%	1,915	3,490	82.2%
Financial costs	(4)	(85)	(93)			(285)	(361)	
Pretax profit	912	1,001	1,094	20.1%	9.3%	1,630	3,129	91.9%
Income tax expenses	(159)	(24)	(191)			(373)	(275)	
Profit before MI	753	976	903	20.1%	-7.5%	1,257	2,854	127.0%
Minority interests	-	-	-			-	-	
Normalized profit	753	976	903	20.1%	-7.5%	1,257	2,854	127.0%
Extra-ordinary items	-	-	-			71	-	
Net Profit	753	976	903	20.1%	-7.5%	1,328	2,854	114.8%
EBITDA	947	1,124	1,225			2,042	3,603	
Normalized EPS (Bt)	0.23	0.29	0.27	20.1%	-7.5%	0.37	0.80	114.8%
Net EPS (Bt)	0.23	0.29	0.27	20.1%	-7.5%	0.37	0.80	114.8%
Financial ratio (%)								
Gross profit margin	34.1%	29.5%	29.6%			35.1%	32.9%	
SG&A expense	17.6%	30.8%	27.7%			20.8%	27.6%	
Normalized profit margin	18.8%	38.2%	30.8%			10.1%	27.1%	
Net profit margin	18.8%	38.2%	30.8%			10.7%	27.1%	

Figure 1: ANAN's FY19 target

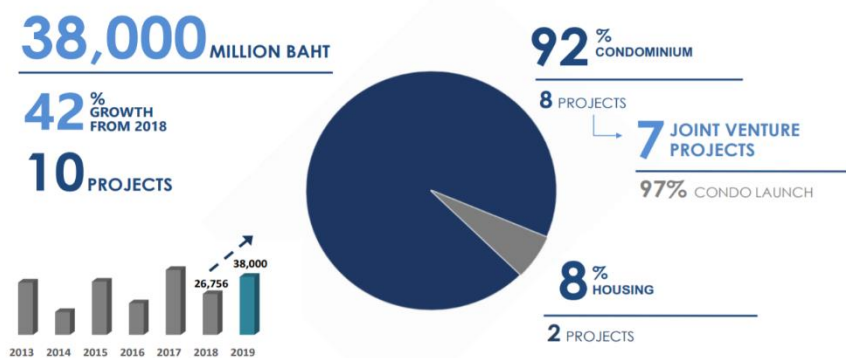
2019 Business Plan: Our capital cycles drove higher launches



Source: Company data

Figure 2: ANAN's FY19 Launch target

Launch Target 2019: Going forward in full force where the opportunities are



Source: Company data

Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Total revenue	11,738	12,402	10,543	11,008	10,495
Cost of goods sold	(7,697)	(8,046)	(7,071)	(7,354)	(6,859)
Gross profit	4,040	4,356	3,472	3,654	3,636
SG&A	(2,505)	(2,576)	(2,914)	(2,374)	(2,222)
Operating Profit	1,535	1,780	558	1,280	1,415
Share of gain (loss) of joint venture	115	(342)	2,446	2,249	2,316
Other income	492	477	486	543	537
EBIT	2,143	1,915	3,490	4,071	4,268
Financial cost	(335)	(285)	(361)	(362)	(383)
Pretax profit	1,808	1,630	3,129	3,709	3,885
Income tax expenses	(306)	(373)	(275)	(737)	(772)
Minority interests	0	0	0	0	0
Normalized profit	1,501	1,257	2,854	2,972	3,113
Extraordinaries items	0	71	0	0	0
Net profit	1,501	1,328	2,854	2,972	3,113
EBITDA	2,237	2,042	3,603	4,226	4,428
Normalized EPS (Bt)	0.42	0.35	0.80	0.83	0.87
Net EPS (Bt)	0.42	0.37	0.80	0.83	0.87
DPS (Bt)	0.13	0.15	0.22	0.23	0.24

Statement of Financial Position (Btmn)

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Current Assets	18,745	18,745	22,161	27,668	29,188
Non-current Assets	6,620	6,620	7,708	13,806	14,817
Total assets	25,366	25,366	29,870	41,475	44,005
Current Liabilities	9,547	9,547	8,040	10,973	11,459
Non-current Liabilities	5,065	5,065	8,370	12,257	12,284
Total liabilities	14,612	14,612	16,410	23,230	23,743
Paid-up capital	333	333	333	333	333
Retained Earnings	3,225	3,225	3,876	6,656	9,551
Total equity	10,754	10,754	13,460	18,714	21,609
Total liabilities and equity	25,366	25,366	29,870	41,944	45,352
BVPS (Bt)	3.23	3.23	4.04	5.61	6.48

Cash Flow Statement (Btmn)





Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Pretax Profit	1,808	1,808	1,701	3,129	3,709
Depreciation & Amortization	95	95	127	113	155
Operating Cash Flow	2,074	2,074	(5,689)	2,172	2,284
CAPEX	(498)	(498)	(711)	(500)	(400)
Investing Cash Flow	(4,646)	(4,646)	108	(4,247)	(990)
Dividend Payment	(493)	(493)	(718)	(736)	(767)
Financing Cash Flow	2,181	2,181	5,461	4,142	(1,247)
Exchange rate gains(losses) on cash	0	0	1,090	(15)	0
Inc. (Dec.) in cash & equivalents	(391)	(391)	(119)	2,066	47
Beginning cash & equivalents	2,573	2,573	2,183	2,063	4,130
Ending cash & equivalents	2,183	2,183	2,063	4,130	4,177

Quarterly Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Total revenue	2,634	3,995	2,693	2,347	2,558
Cost of goods sold	(1,708)	(2,634)	(1,783)	(1,652)	(1,804)
Gross profit	927	1,361	910	695	754
SG&A	(649)	(705)	(685)	(627)	(789)
Operating Profit	277	656	225	68	(35)
Share of gain (loss) of joint venture	(113)	129	(66)	539	982
Other income	125	130	127	79	139
EBIT	289	916	286	685	1,086
Financial cost	(89)	(4)	(92)	(91)	(85)
Pretax profit	200	912	195	594	1,001
Income tax expenses	(59)	(159)	(50)	(10)	(24)
Minority interests	0	0	0	0	0
Normalized profit	141	753	145	584	976
Extraordinaries items	0	0	0	0	0
Net profit	141	753	145	584	976
EBITDA	319	947	320	719	1,124
Normalized EPS (Bt)	0.04	0.23	0.04	0.18	0.29
Net EPS (Bt)	0.03	0.23	0.04	0.18	0.29

Key Financial Ratios

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Sales growth (%)	9.3	5.7	(15.0)	4.4	(4.7)
Normalized profit growth (%)	24.4	(16.3)	127.0	4.1	4.7
Net profit growth (%)	24.4	(11.5)	114.8	4.1	4.7
Normalized EPS growth (%)	24.4	(16.3)	127.0	4.1	4.7
EPS growth (%)	24.4	(11.5)	114.8	4.1	4.7
Gross margin (%)	34.4	35.1	32.9	33.2	34.6
Operating margin (%)	13.1	14.4	5.3	11.6	13.5
EBITDA margin (%)	19.1	16.5	34.2	38.4	42.2
Normalized profit margin (%)	12.8	10.1	27.1	27.0	29.7
Net profit margin (%)	12.8	10.7	27.1	27.0	29.7
Effective tax rate (%)	16.9	22.9	8.8	19.9	19.9
ROA (%)	6.6	4.8	8.0	7.0	6.8
ROE (%)	15.4	10.9	19.6	16.4	14.4
EV/EBITDA	4.5	1.4	1.0	1.0	0.9
Debt to equity (x)	1.4	1.3	1.4	1.2	1.0
P/E (x)	13.3	10.0	4.7	4.5	4.3
P/BV (x)	1.2	0.9	0.7	0.6	0.5
Dividend Yield (%)	3.4	3.9	5.9	6.2	6.5

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 และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย เบลท์ จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator ของบริษัทจดทะเบียน

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

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด