

7 November 2024

Sector: Property Development

## Quality Houses

### 3Q24 ชะลอตามคาด จากทั้งธุรกิจอสังหาฯ และโรงแรม

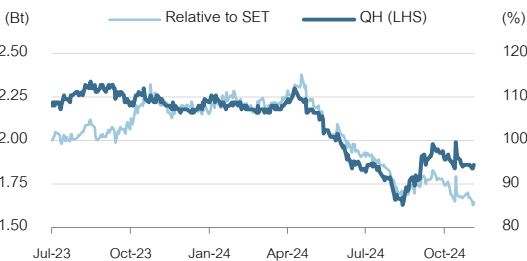
Bloomberg ticker	QH TB
Recommendation	HOLD (maintained)
Current price	Bt1.85
Target price	Bt1.92 (previously Bt1.80)
Upside/Downside	+4%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt1.98
Bloomberg consensus	Buy 2 / Hold 10 / Sell 3

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt2.30 / Bt1.59
Market cap. (Bt mn)	19,822
Shares outstanding (mn)	10,714
Avg. daily turnover (Bt mn)	46
Free float	75%
CG rating	Excellent
ESG rating	Very Good

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue	9,226	8,968	8,875	9,170
EBITDA	3,328	3,291	3,129	3,325
Net profit	2,396	2,503	2,287	2,428
EPS (Bt)	0.22	0.23	0.21	0.23
Growth	43.5%	4.5%	-8.6%	6.1%
Core EPS (Bt)	0.23	0.23	0.21	0.23
Growth	46.9%	2.0%	-8.6%	6.1%
DPS (Bt)	0.14	0.15	0.13	0.15
Div. yield	7.6%	8.1%	7.0%	8.1%
PER (x)	8.3	7.9	8.7	8.2
Core PER (x)	8.1	7.9	8.7	8.2
EV/EBITDA (x)	9.2	9.3	10.4	9.6
PBV (x)	0.7	0.7	0.7	0.6

Bloomberg consensus				
Net profit	2,396	2,503	2,355	2,524
EPS (Bt)	0.22	0.23	0.22	0.24



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-2.1%	11.4%	-14.4%	-17.4%
Relative to SET	-3.7%	-3.7%	-21.5%	-21.0%

Major shareholders	Holding
1. Land and Houses PCL	24.98%
2. Thai NVDR Co., Ltd.	6.86%
3. Mr.Niwes Hemvachiravarakom	2.33%

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)

เรายังคงแนะนำ "ถือ" แต่ปรับราคาเป้าหมายโดย rollover เป็นปี 2025E ที่ 1.92 บาท (เดิม 1.80 บาท) โดยยังประเมินมูลค่าด้วยวิธี SOTP แบ่งเป็นจากมูลค่าเงินลงทุน (HMPRO, LHFG, QHPF, QHHRREIT) ที่ 1.50 บาท และธุรกิจหลักอสังหาริมทรัพย์ 0.42 บาท ประเมินด้วย 2025E PER ที่ 8.0 เท่า (Fig.2) ทั้งนี้ QH รายงานกำไรสุทธิ 3Q24 ที่ 573 ล้านบาท -10% YoY, -8% QoQ ใกล้เคียงกับ consensus ทำไว้ โดยเป็นผลจาก 1) ธุรกิจอสังหาฯ ชะลอตัว โดยรายได้ทรงตัว แต่ GPM ปรับตัวลงจากการใช้โปรโมชั่นมากขึ้น, 2) ธุรกิจโรงแรม ปรับตัวลดลงจาก low season และมีการปิดปรับปรุงห้องพักโรงแรมบางส่วน และ 3) ส่วนแบ่งกำไรเงินลงทุนอยู่ที่ 411 ล้านบาท -3% YoY, -3% QoQ จากกำไร HMPRO ที่ลดลงเป็นหลัก ดังนั้น ส่งผลให้ 9M24 มีกำไรสุทธิ 1.7 พันล้านบาท -11% YoY

เรายังคงประมาณการกำไร 2024E/25E ที่ 2.3 พันล้านบาท -9% YoY และ 2.4 พันล้านบาท +6% YoY ทั้งนี้ กำไร 9M24 จะคิดเป็น 74% ของทั้งปี สำหรับกำไร 4Q24E จะดีขึ้น QoQ และใกล้เคียง YoY ได้จากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จะมีการเปิดตัวโครงการแนวราบมากขึ้น และยังมี backlog อินต่อนื่องและส่วนแบ่งกำไรจาก HMPRO ที่ดีขึ้น ส่วนปี 2025E จะดีขึ้นจากส่วนแบ่งกำไรของ HMPRO ขณะที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ยังประเมินทรงตัว

ราคาหุ้นปรับตัวขึ้น +12% แต่ยัง underperform SET -4% ในช่วง 3 เดือน โดยได้ปัจจัยบวกจาก ธปท. ปรับลดอัตราดอกเบี้ย ทั้งนี้ เรายังแนะนำ ถือ จากภาพรวมธุรกิจที่ยังไม่มีนาต้นเต้น แนวโน้มกำไรยังฟื้นตัวช้า ด้าน valuation ปัจจุบันเทรดที่ 2025E PER ที่ 8.2 เท่า คิดเป็น -1.0SD below 5-yr average PER ขณะที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลยังสูงที่ 7%-8%

#### Event: 3Q24 results review

□ กำไร 3Q24 ลดลงตามคาด จากทั้งธุรกิจอสังหาฯ และโรงแรมที่ชะลอตัว QH รายงาน 3Q24 มีกำไรสุทธิ 573 ล้านบาท -10% YoY, -8% QoQ ใกล้เคียงกับ consensus ทำไว้ โดยเป็นผลจาก 1) รายได้อยู่ที่ 2.3 พันล้านบาท ทรงตัว YoY, -1% QoQ โดยรายได้ส่วนใหญ่ 85% มาจากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งมีรายได้อยู่ที่ 2.0 พันล้านบาท ยังทรงตัวทั้ง YoY, QoQ และรายได้อีก 15% มาจากธุรกิจโรงแรมและให้เช่าอาคารสำนักงาน มีรายได้ 341 ล้านบาท -4% YoY, -7% QoQ ซึ่งส่วนใหญ่มาจากธุรกิจโรงแรมที่ลดลงจาก low season และมีการปิดปรับปรุงห้องพักโรงแรมบางส่วน, 2) GPM อยู่ที่ 30.5% (3Q23 = 32.6%, 2Q24 = 31.9%) โดยลดลงทั้งธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่มีการใช้โปรโมชั่นเพิ่มกระตุ้นยอดขายมากขึ้น และธุรกิจโรงแรมที่มีการลดราคาในช่วง low season และ 3) ส่วนแบ่งกำไรเงินลงทุนอยู่ที่ 411 ล้านบาท -3% YoY, -3% QoQ จากกำไร HMPRO ที่ลดลงเป็นหลัก ดังนั้น ส่งผลให้ 9M24 มีกำไรสุทธิ 1.7 พันล้านบาท -11% YoY

□ ยังคงประมาณการกำไรปี 2024E ลดลง ส่วนปี 2025E จะฟื้นตัวได้บ้าง เรายังคงประมาณการกำไรปี 2024E/25E ที่ 2.3 พันล้านบาท -9% YoY และ 2.4 พันล้านบาท +6% YoY ทั้งนี้ กำไร 9M24 จะคิดเป็น 74% ของทั้งปี สำหรับกำไร 4Q24E จะยังดีขึ้น QoQ ได้และใกล้เคียง YoY จาก 1) ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จะทรงตัวถึงดีขึ้นได้จากยอดขายโครงการแนวราบที่มีการเปิดโครงการใหม่มากขึ้น โดย 4Q24E จะเปิดโครงการแนวราบอีก 3 โครงการ จาก 9M24 ที่เปิดเพียง 2 โครงการ ส่วนคอนโดยังมี backlog จาก Q สุขุมวิท โดยต่อเนื่อง และ 2) ส่วนแบ่งกำไรเงินลงทุนจะดีขึ้นจากกำไรของ HMPRO ที่ฟื้นตัว ส่วนปี 2025E เราประเมินกำไรจะกลับมาเติบโตได้ จากส่วนแบ่งกำไรที่ดีขึ้นจาก HMPRO ขณะที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ยังทรงตัว

#### Valuation/Catalyst/Risk

เราปรับราคาเป้าหมายเป็นปี 2025E ที่ 1.92 บาท (เดิม 1.80 บาท) โดยยังประเมินด้วยวิธี SOTP แบ่งเป็นจากมูลค่าเงินลงทุน (HMPRO, LHFG, QHPF, QHHRREIT) ที่ 1.50 บาท และธุรกิจหลักอสังหาริมทรัพย์ที่ 0.42 บาท ประเมินด้วย 2025E PER ที่ 8.0 เท่า

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 1: 3Q24 results review

FY: Dec (Bt mn)	3Q24	3Q23	YoY	2Q24	QoQ	9M24	9M23	YoY
Revenues	2,348	2,349	0.0%	2,372	-1.0%	6,455	6,676	-3.3%
CoGS	(1,631)	(1,582)	3.1%	(1,615)	1.0%	(4,384)	(4,440)	-1.3%
Gross profit	717	766	-6.4%	757	-5.2%	2,071	2,236	-7.3%
SG&A	(486)	(499)	-2.6%	(500)	-2.8%	(1,513)	(1,482)	2.1%
EBITDA	776	840	-7.6%	817	-5.0%	2,235	2,526	-11.5%
Other inc./exps	54	72	-25.1%	71	-24.2%	188	212	-11.2%
Interest expenses	(69)	(58)	19.3%	(58)	20.5%	(181)	(181)	0.1%
Income tax	(54)	(70)	-22.7%	(72)	-25%	(159)	(202)	-21.3%
Core profit	573	634	-9.6%	620	-7.6%	1,683	1,896	-11.2%
Net profit	573	634	-9.6%	620	-7.6%	1,683	1,896	-11.2%
EPS (Bt)	0.05	0.06	-9.6%	0.06	-7.6%	0.16	0.18	-11.2%
Gross margin	30.5%	32.6%		31.9%		32.1%	33.5%	
Net margin	24.4%	27.0%		26.1%		26.1%	28.4%	

Fig 2: SOTP valuation breakdown

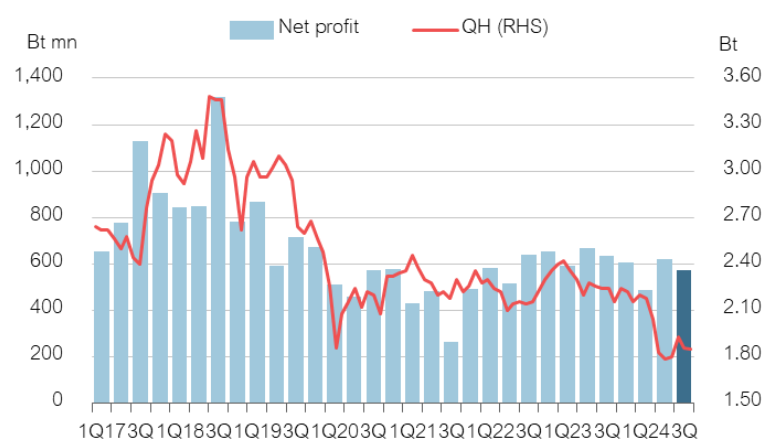
1. Value of core business value of Bt0.42 based on 2025E PER of 8.0x

2. Value of investment in associates of Bt1.50

Stock	QH stake (mn shares)	Target price/market price (Bt)	Market Cap (Bt mn)
HMPRO	2,613	13.00	33,969
LHFG	2,910	0.80	2,328
QHPF	205	5.10	1,043
QHRREIT	105	6.70	705
<b>Total Market Cap</b>			<b>38,046</b>
QH's total number of shares			10,714
Market cap/share			3.55
<b>Discount 58% (2-year average)</b>			<b>1.50</b>

Source: QH, Bloomberg, DAOL

Fig 3: QH share prices vs profits



Source: QH, Bloomberg, DAOL

## Corporate governance report of Thai listed companies 2024

### CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100	▲▲▲▲▲	Excellent	ดีเลิศ
80-89	▲▲▲▲	Very Good	ดีมาก
70-79	▲▲▲	Good	ดี
60-69	▲▲	Satisfactory	ดีพอใช้
50-59	▲	Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

### สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยแพร่สาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งยังมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

### DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

**หมายเหตุ** ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

### IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

### DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

## ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนผู้ค้าให้มีการปฏิบัติตามต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องได้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกันกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

## ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.

❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.

❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 4