

9 May 2025

Sector: Property Development

Quality Houses

1Q25 ลดลงตามคาด จากธุรกิจอสังหาฯ ที่ชะลอตัว

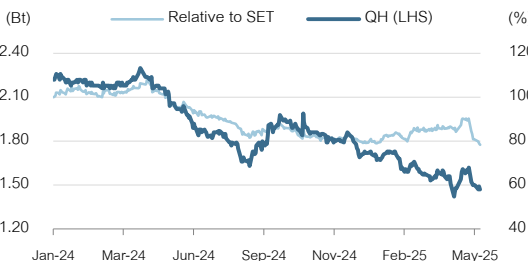
Bloomberg ticker	QH TB
Recommendation	Hold (maintained)
Current price	Bt1.47
Target price	Bt1.52 (previously Bt1.78)
Upside/Downside	+3%
EPS revision	2025E: -13% / 2026E: -8%

Bloomberg target price	Bt1.67
Bloomberg consensus	Buy 1 / Hold 9 / Sell 4

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt2.14 / Bt1.39
Market cap. (Bt mn)	15,750
Shares outstanding (mn)	10,714
Avg. daily turnover (Bt mn)	27
Free float	75%
CG rating	Excellent
ESG rating	Very Good

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2023A	2024A	2025E	2026E
Revenue	8,968	8,439	8,165	8,442
EBITDA	3,291	2,937	2,835	3,106
Net profit	2,503	2,150	2,034	2,252
EPS (Bt)	0.23	0.20	0.19	0.21
Growth	4.5%	-14.1%	-5.4%	10.8%
Core EPS (Bt)	0.23	0.20	0.19	0.21
Growth	2.0%	-14.1%	-5.4%	10.8%
DPS (Bt)	0.15	0.11	0.10	0.12
Div. yield	10.2%	7.5%	6.8%	8.2%
PER (x)	6.3	7.3	7.7	7.0
Core PER (x)	6.3	7.3	7.7	7.0
EV/EBITDA (x)	8.0	9.6	10.3	9.4
PBV (x)	0.6	0.5	0.5	0.5

Bloomberg consensus				
Net profit	2,503	2,150	2,198	2,349
EPS (Bt)	0.23	0.20	0.21	0.22



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	3.5%	-9.3%	-20.5%	-31.9%
Relative to SET	-8.8%	-3.4%	-2.9%	-19.8%

Major shareholders		Holding
1. Land and Houses PCL		24.98%
2. Thai NVDR Co., Ltd.		5.24%
3. Mr.Prinya Tieworn		2.43%

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)

เรายังคงแนะนำ "ถือ" แต่ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 1.52 บาท (เดิม 1.78 บาท) โดยยังประเมินมูลค่าด้วยวิธี SOTP แบ่งเป็นจากมูลค่าเงินลงทุน (HMPRO, LHFG, QHPF, QHHRREIT) ที่ 1.30 บาท และธุรกิจหลักอสังหาริมทรัพย์ 0.22 บาท ประเมินด้วย 2025E PER ที่ 8.0 เท่า (Fig.2) ทั้งนี้ QH รายงาน 1Q25 มีกำไรสุทธิ 402 ล้านบาท (-18% YoY, -14% QoQ) ใกล้เคียงกับที่ consensus ทำไว้ โดยกำไรที่ลดลงเป็นผลจากธุรกิจอสังหาฯ ที่ชะลอตัว แต่ยังคงได้ผลบวกจากส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นเป็น 497 ล้านบาท (+12% YoY, +8% QoQ) โดยดีขึ้นหลักๆ จาก LHFG และ QHHRREIT

เราปรับประมาณการกำไรปี 2025E ลง 13% เป็น 2.0 พันล้านบาท -5% YoY จากธุรกิจอสังหาฯ ที่ชะลอตัวกว่าเดิม ตามกำลังซื้อที่อ่อนแอ ซึ่ง QH ยังมี backlog น้อย และแผนเปิดตัวโครงการใหม่ที่ยังไม่มากนัก ขณะที่ปรับส่วนแบ่งกำไรลงเป็น 1.8 พันล้านบาท +2% YoY (เดิม +6% YoY) เนื่องจากเรามีการปรับประมาณการกำไร HMPRO ลดลง

ราคาหุ้น underperform SET -9%/-3% ในช่วง 1 และ 3 เดือน จากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ยังชะลอตัวและขึ้น XD จ่ายเงินปันผลงวด 2H24 ที่ 0.08 บาท/หุ้น คิดเป็น Div. yield ที่ 5.4% ทั้งนี้ เราแนะนำเพียง ถือ จากภาพรวมธุรกิจที่ยังชะลอตัว ด้าน valuation ปัจจุบันเทรดที่ 2025E PER ที่ 7.7 เท่า คิดเป็น -1.5SD below 5-yr average PER

Event: 1Q25 results review

กำไร 1Q25 ลดลงตามคาด จากธุรกิจอสังหาฯ ที่ชะลอตัว QH รายงาน 1Q25 มีกำไรสุทธิ 402 ล้านบาท -18% YoY, -14% QoQ ใกล้เคียงกับ consensus ทำไว้ โดยกำไรที่ลดลงเป็นผลจาก 1) รายได้ลดลงเป็น 1.4 พันล้านบาท -21% YoY, -31% QoQ โดยสัดส่วนรายได้จากธุรกิจอสังหาฯ ลดลงเป็น 71% จากปกติที่สูงมากกว่า 80% โดยรายได้จากธุรกิจอสังหาฯ อยู่ที่ 962 ล้านบาท -28% YoY, -40% QoQ ยอดโอนลดลงตามกำลังซื้อที่อ่อนแอ และ backlog ที่ต่ำ ส่วนรายได้อีก 29% มาจากธุรกิจโรงแรมและให้เช่าอาคารสำนักงานอยู่ที่ 402 ล้านบาท +1% YoY, +7% QoQ ดีขึ้นเนื่องจากเป็น high season ของการท่องเที่ยว, 2) GPM อยู่ที่ 26.4% (1Q24 = 34.5%, 4Q24 = 27.9%) ลดลงจากธุรกิจอสังหาฯ ที่มีการใช้กลยุทธ์ด้านราคาเพื่อผลักดันการขายสินค้าในสต็อก และ 3) ส่วนแบ่งกำไรเงินลงทุนอยู่ที่ 497 ล้านบาท (+12% YoY, +8% QoQ) โดยดีขึ้นหลักๆ จาก LHFG และ QHHRREIT

ปรับกำไรปี 2025E ลงจากธุรกิจอสังหาฯ ที่ยังชะลอตัว และกำไรจาก HMPRO ลดลง เราปรับประมาณการกำไรปี 2025E ลง 13% เป็น 2.0 พันล้านบาท -5% YoY โดยหลักๆ ปรับลดจากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จะชะลอตัว ตามกำลังซื้อที่อ่อนแอ ซึ่ง QH ยังมี backlog ไม่มาก, ยอดโอนคอนโดจะชะลอตัวใน 2Q25E จากแผนดินไหว, แผนเปิดตัวโครงการใหม่ที่ยังไม่มากนัก และ take up rate ที่ไม่สูง ขณะที่เราปรับลดส่วนแบ่งกำไรลงเป็น 1.8 พันล้านบาท +2% YoY (เดิม +6% YoY) เนื่องจากเรามีการปรับประมาณการกำไร HMPRO ลดลง

Valuation/Catalyst/Risk

เราปรับราคาเป้าหมายเป็นปี 2025E ที่ 1.52 บาท (เดิม 1.78 บาท) โดยยังประเมินด้วยวิธี SOTP แบ่งเป็นจากมูลค่าเงินลงทุน (HMPRO, LHFG, QHPF, QHHRREIT) ที่ 1.30 บาท และธุรกิจหลักอสังหาริมทรัพย์ที่ 0.22 บาท ประเมินด้วย 2025E PER ที่ 8.0 เท่า โดยมี key risk จาก backlog ต่ำ การเปิดโครงการใหม่มีน้อย ส่วน key catalyst จากส่วนแบ่งกำไรที่ยังเติบโต และมีอัตราผลตอบแทนเงินปันผลสูงราว 7% ต่อปี

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: 1Q25 results review

FY: Dec (Bt mn)	1Q25	1Q24	YoY	4Q24	QoQ	2025E	2024	YoY
Revenues	1,365	1,735	-21.3%	1,984	-31.2%	8,165	8,439	-3.2%
CoGS	(1,004)	(1,137)	-11.7%	(1,431)	-29.8%	(5,727)	(5,815)	-1.5%
Gross profit	361	598	-39.6%	553	-34.8%	2,438	2,624	-7.1%
SG&A	(466)	(528)	-11.7%	(520)	-10.3%	(1,984)	(2,033)	-2.4%
EBITDA	529	642	-17.5%	692	-23.5%	2,835	2,937	-3.5%
Other inc./exps	59	63	-6.8%	72	-18.8%	263	260	0.9%
Interest expenses	(55)	(55)	1.6%	(65)	-15.2%	(268)	(247)	8.6%
Income tax	7	(33)	n.m.	(33)	n.m.	(181)	(192)	-5.7%
Core profit	402	490	-18.0%	467	-13.9%	2,034	2,150	-5.4%
Net profit	402	490	-18.0%	467	-13.9%	2,034	2,150	-5.4%
EPS (Bt)	0.04	0.05	-18.0%	0.04	-13.9%	0.19	0.20	-5.4%
Gross margin	26.4%	34.5%		27.9%		29.9%	31.1%	
Net margin	29.4%	28.2%		23.5%		24.9%	25.5%	

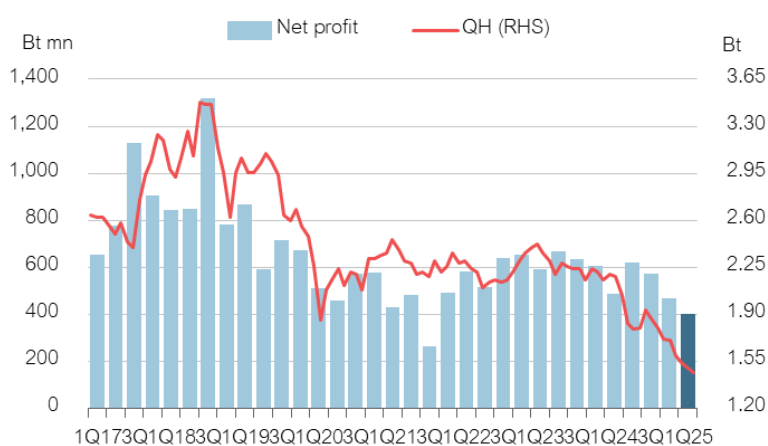
Fig 2: SOTP valuation breakdown

1. Value of core business value of Bt0.22 based on 2025E PER of 8.0x
2. Value of investment in associates of Bt1.30

Stock	QH stake (mn shares)	Target price/market price (Bt)	Market Cap (Bt mn)
HMPRO	2,613	9.00	23,517
LHFG	2,910	0.78	2,270
QHBREIT	205	3.60	736
QHRREIT	105	6.50	684
Total Market Cap			27,208
QH's total number of shares			10,714
Market cap/share			2.54
Discount 49% (2-year average)			1.30

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ 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 รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนกับบริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งานการเงิน 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