



22 February 2023

Sector: Property Development

Supalai

4Q22 ไกล่เคียงคาด, ปี 2023E จะปรับตัวลดลงจากฐานสูง

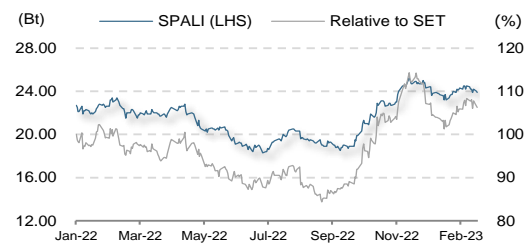
Bloomberg ticker	SPALI TB
Recommendation	HOLD (maintained)
Current price	Bt24.10
Target price	Bt25.50 (maintained)
Upside/Downside	+6%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt27.71
Bloomberg consensus	Buy 16 / Hold 4 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt25.25 / Bt18.10
Market cap. (Bt mn)	47,069
Shares outstanding (mn)	1,953
Avg. daily turnover (Bt mn)	186
Free float	54%
CG rating	Excellent
ESG rating	Very good

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue	29,160	34,486	32,569	33,540
EBITDA	9,464	10,931	9,826	10,313
Net profit	7,070	8,173	7,202	7,580
EPS (Bt)	3.30	4.18	3.69	3.88
Growth	66.3%	26.8%	-11.9%	5.3%
Core EPS (Bt)	3.30	4.18	3.69	3.88
Growth	66.3%	26.8%	-11.9%	5.3%
DPS (Bt)	1.25	1.45	1.45	1.45
Div. yield	5.2%	6.0%	6.0%	6.0%
PER (x)	7.3	5.8	6.5	6.2
Core PER (x)	7.3	5.8	6.5	6.2
EV/EBITDA (x)	7.4	6.8	7.4	7.0
PBV (x)	1.2	1.0	0.9	0.8

Bloomberg consensus				
Net profit	7,070	8,173	7,707	7,729
EPS (Bt)	3.30	4.18	3.95	3.96



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	3.9%	6.2%	18.7%	7.6%
Relative to SET	4.4%	3.1%	16.1%	9.1%

Major shareholders		Holding
1. Mr. Prateep Tangmatitham		25.86%
2. Thai NVDR Co., Ltd.		9.90%
3. Supalai Plc		8.97%

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)

เรายังคงแนะนำ "ถือ" และราคาเป้าหมาย 25.50 บาท ถึง 2023E PER ที่ 7 เท่า (-0.5SD below 5-yr average PER) SPALI รายงาน 4Q22 มีกำไรสุทธิ 2.2 พันล้านบาท (-25% YoY, -21% QoQ) ไกล่เคียงกับ consensus และเราทำไว้ ซึ่งเป็นการลดลงจากฐานกำไรที่สูง ซึ่ง 4Q21 และ 3Q22 มีกำไรสูงสุดลำดับที่ 1 และ 2 ของ SPALI ทั้งนี้ รายได้ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 9.7 พันล้านบาท (-11% YoY, -13% QoQ) โดยส่วนใหญ่มาจากโครงการแนวราบสัดส่วน 70% จาก 3Q22 ที่ 47% ซึ่งยังส่งผลให้ GPM ปรับลดลงเป็น 37.6% (4Q21 = 40.3%, 3Q22 = 39.6%) เนื่องจาก GPM ของแนวราบจะน้อยกว่าคอนโด ดังนั้น ส่งผลให้ปี 2022 มีกำไรสุทธิที่ 8.2 พันล้านบาท +16% YoY

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 7.2 พันล้านบาท -12% YoY ซึ่งเป็นการลดลงจากฐานสูง โดยเราประเมินยอดโอนจะปรับตัวลดลง -6% YoY เนื่องจากจะมีคอนโดใหม่เริ่มโอนเพียง 2 โครงการ จากปี 2022 ที่ 7 โครงการ (Fig.3) รวมถึง GPM ที่จะลดลงเป็น 38.4% (ปี 2022 = 38.9%) จากสัดส่วนรายได้คอนโดลดลง

ราคาหุ้น outperform SET +3%/+16% ในช่วง 3 และ 6 เดือน จากกำไร 3Q22 ที่เติบโตโดดเด่นดีกว่า คาด ทั้งนี้ เรายังแนะนำ "ถือ" เนื่องจากราคาหุ้นได้ปรับตัวขึ้นสะท้อนกำไรในปี 2022E ที่เติบโตดีไปแล้ว ขณะที่แนวโน้มกำไรปี 2023E ที่จะชะลอตัว ทำให้ราคาหุ้นขาด catalyst

Event: 4Q22 results review

□ **กำไร 4Q22 ลดลง YoY, QoQ ไกล่เคียงคาด** SPALI รายงาน 4Q22 มีกำไรสุทธิ 2.2 พันล้านบาท (-25% YoY, -21% QoQ) ไกล่เคียงกับ consensus และเราทำไว้ ซึ่งเป็นการลดลงจากฐานกำไรที่สูง โดย 4Q21 และ 3Q22 มีกำไรสูงสุดลำดับที่ 1 และ 2 ของ SPALI เนื่องจากมีคอนโดใหม่เริ่มโอนต่อเนื่องค่อนข้างมาก ทั้งนี้ 4Q22 มีรายได้อยู่ที่ 9.7 พันล้านบาท (-11% YoY, -13% QoQ) เนื่องจากมีคอนโดใหม่โอนน้อยลง และส่วนใหญ่เป็นยอดโอนจากโครงการแนวราบมากขึ้นเป็นเกือบ 70% จาก 3Q22 ที่ 47% ซึ่งยังส่งผลให้ GPM จะลดลงเป็น 37.6% (4Q21 = 40.3%, 3Q22 = 39.6%) เนื่องจาก GPM ของแนวราบจะน้อยกว่าคอนโด ขณะที่ส่งแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมในออสเตอร์เลียทำได้ดีที่ 165 ล้านบาท (-2%YoY, +95% QoQ) ตามยอดโอนโครงการที่ออสเตอร์เลียปรับตัวดีขึ้น ดังนั้น ส่งผลให้ปี 2022 มีกำไรสุทธิที่ 8.2 พันล้านบาท +16% YoY

□ **กำไร 2023E จะปรับตัวลดลง YoY จากฐานสูง** เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 7.2 พันล้านบาท -12% YoY โดยเราประเมินรายได้จากการขายอสังหาฯ ที่จะปรับตัวลดลงเป็น 3.3 หมื่นล้านบาท -6% YoY เนื่องจากในปี 2023E มีคอนโดใหม่เริ่มโอนเพียง 2 โครงการ จากปี 2022 ที่มีมากถึง 7 โครงการ ขณะที่เราประเมินสัดส่วนรายได้แนวราบจะเพิ่มเป็นมากกว่า 60% จากปี 2022 ที่ราว 50% ส่งผลให้ GPM จะลดลงเป็น 38.4% จากปี 2022 ที่ 38.9% ขณะที่ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมในออสเตอร์เลียจะทรงตัวอยู่ที่ราว 350-390 ล้านบาท

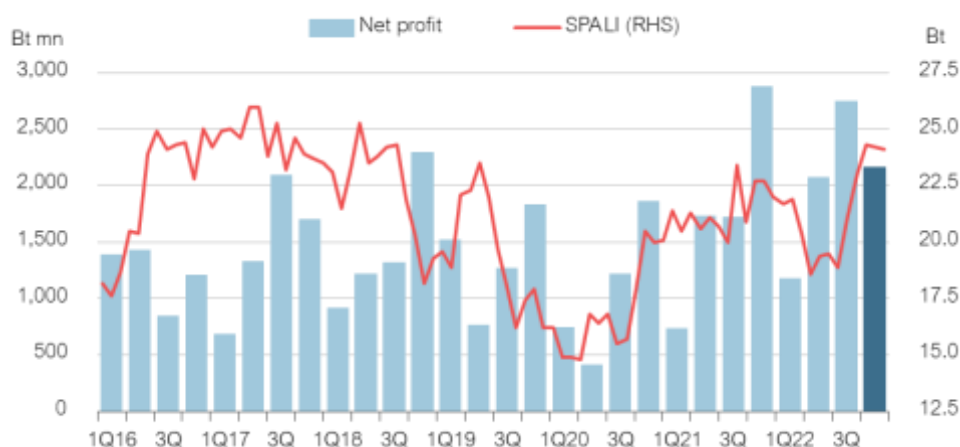
Valuation/Catalyst/Risk

□ เรายังคงราคาเป้าหมายที่ 25.50 บาท ถึง 2023E PER ที่ 7 เท่า (-0.5SD below 5-yr average PER) ด้านราคาหุ้นปรับตัวขึ้นและ outperform SET +16% ในช่วง 6 เดือน สะท้อนกำไรปี 2022E ที่เติบโตดีแล้ว ขณะที่ผลการดำเนินงานปี 2023E ที่จะชะลอตัวลง จะทำให้ราคาหุ้น SPALI ขาด catalyst

Fig 1: 4Q22 results review

FY: Dec (Bt mn)	4Q22	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	2022	2021	YoY
Revenues	9,723	10,938	-11.1%	11,133	-12.7%	34,486	29,160	18.3%
CoGS	(6,071)	(6,530)	-7.0%	(6,728)	-9.8%	(21,070)	(17,518)	20.3%
Gross profit	3,652	4,409	-17.2%	4,404	-17.1%	13,416	11,642	15.2%
SG&A	(1,248)	(1,101)	13.4%	(1,124)	11.1%	(4,029)	(3,321)	21.3%
EBITDA	2,897	3,669	-21.0%	3,585	-19.2%	10,931	9,464	15.5%
Other inc./exps	323	187	72.7%	229	41.1%	1,015	487	108.2%
Interest expenses	(81)	(61)	32.9%	(75)	8.0%	(277)	(259)	6.9%
Income tax	(596)	(698)	-14.6%	(729)	-18.2%	(2,212)	(1,943)	13.8%
Core profit	2,171	2,879	-24.6%	2,749	-21.0%	8,173	7,070	15.6%
Net profit	2,171	2,879	-24.6%	2,749	-21.0%	8,173	7,070	15.6%
EPS (Bt)	1.01	1.34	-24.6%	1.28	-21.0%	4.18	3.30	26.8%
Gross margin	37.6%	40.3%		39.6%		38.9%	39.9%	
Net margin	22.3%	26.3%		24.7%		23.7%	24.2%	

Fig 2: SPALI share prices vs profits



Source: Company, Bloomberg, DAOL

Fig 3: New condo projects expected to transfer in 2022-23E (as of 31 Dec 22)

Project	Transfer	Value	%Sold	Backlog (Bt mn)	Remaining (Bt mn)	%Transfer
Supalai City Resort Sukhumvit 107	1Q22	2,000	16%	9	1,672	16%
Supalai Veranda Sukhumvit 117	1Q22	2,800	42%	179	1,619	36%
Supalai Loft Prajadhipok Wongwian Yai	1Q22	1,498	87%	36	191	85%
Supalai Lite Thapra Wongwian Yai	2Q22	1,280	53%	47	600	49%
Supalai Park Fai Chai Station	2Q22	2,270	40%	92	1,365	36%
Supalai Veranda Ramkamhaeng	2Q22	6,172	83%	846	1,072	69%
Supalai City Resort Charan 91	3Q22	2,100	62%	93	805	57%
Supalai Loft Sathom-Ratchapruok	2Q23	1,465	97%	1,427	38	0%
Supalai Premier Si Phraya-Samyang	3Q23	2,300	100%	2,289	11	0%

Source: Company

Corporate governance report of Thai listed companies 2021

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") เปิดเผยแพร่สาธารณะ 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 รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน 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