

# สิงห์ เอสเตท – S



## ข้อเก็งกำไร

ราคาเป้าหมาย	2.40 บาท
Upside/Downside	+31%
Median Consensus	- บาท
1M price direction:	



## Stock information

ราคาปิด	1.83 บาท
ราคาเปิดสูง/ต่ำ ใน 1 ปี	2.18/1.76 บาท
มูลค่าตลาด	12,542 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 1)	6,853.7 ล้านหุ้น
Free Float	36.44%
Foreign Limit/Available	39%/20.66%
NVDR in hand (% of share)	3.96%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน ('000)	4,134.11
Anti-corruption:	n/a
CG Score:	

## XD - Date

Period	Date	DPS(Bt)
01/01/19-31/12/19	05/05/20	0.045
01/01/18-31/12/18	14/03/19	0.04
-	-	-



**วุดน มหาดำรงค์กุล**  
เลขที่ใบอนุญาตวิชาชีพ : 081151  
E-mail: v-rin@trinitythai.com

## โครงการแนวราบขายดีกว่าคาด ด้านโรงแรมเน้นเพิ่ม RevPar หนุน Margin

- รายงานกำไรสุทธิ ใน 3Q65 44 ล้านบาท ปรับตัวลดลงจากกำไรสุทธิ 102 ล้านบาท ใน 2Q65 แต่พลิกจากขาดทุนสุทธิที่ 212 ล้านบาทใน 3Q64 โดยมีรายได้รวมที่ 2.7 พันล้านบาท ปรับตัวลดลง 2.9% QoQ แต่ปรับตัวสูงขึ้น 27% YoY
- ยอด Pre-Booking โครงการ Siraninn อยู่ที่ 95% และจะเริ่มโอนใน 4Q65 ที่ 30% พร้อมแผนเปิดตัวโครงการแนวราบใหม่ 3 โครงการในปี 2566
- คาด 4Q65 มีผลประกอบการสูงขึ้นทั้ง QoQ และ YoY จากการการเริ่มโอนโครงการ Siraninn และการเข้าสู่ High Season ของการท่องเที่ยวในไทยและ Maldives
- คาดกำไรปี 2565-2566 ที่ 353 ล้านบาท และ 1.25 พันล้านบาท ตามลำดับ
- ยังคงแนะนำ "Trading Buy" ราคาเป้าหมายปี 2566 ที่ 2.40 บาท

## 3Q65 Earnings Review

- S รายงานกำไรสุทธิใน 3Q65 ที่ 44 ล้านบาท ปรับตัวลดลงจากกำไรสุทธิ 102 ล้านบาทใน 2Q65 แต่พลิกจากขาดทุนสุทธิที่ 212 ล้านบาทใน 3Q64 โดยมีรายได้รวมที่ 2.7 พันล้านบาท ปรับตัวลดลง 2.9% QoQ แต่ปรับตัวสูงขึ้น 27% YoY
- ใน 3Q65 ไม่มีรายได้จากโครงการ Santiburi Residences เนื่องจากมีการเลื่อนโอนไปยัง 4Q65 แทน แต่ยังคงมีการโอนโครงการภายใต้การร่วมทุนต่อเนื่อง
- รายได้จากกลุ่มโรงแรมและอาคารสำนักงานอยู่ที่ 2.7 พันล้านบาท ปรับตัวสูงขึ้น 13% QoQ และ 60% YoY จากการฟื้นตัวที่ดีขึ้นของทุกกลุ่มโรงแรม โดยเฉพาะการฟื้นตัวของโรงแรมในไทยและ Fiji แต่ Maldives ยังคงเป็นช่วง Low Season ในไตรมาส 3
- อัตราการเช่าของกลุ่มสำนักงานใน 3Q65 อยู่ที่เฉลี่ย 87% จาก 88% ใน 2Q65 โดย S Metro มีอัตราการเช่าที่สูงขึ้นมาอยู่ที่ 93% หลังจากการ Renovate อาคาร

## เข้า Peak Season ของการท่องเที่ยวในไทยและ Maldives

คาด 4Q65 สามารถฟื้นตัวได้ทั้ง QoQ และ YoY จากการเข้าสู่ช่วง Peak Season ของกลุ่มโรงแรมในไทยและ Maldives ขณะที่ UK และ Fiji คาดอ่อนตัวลง QoQ แต่ยังสามารถเติบโต YoY โดยจะเน้นการเติบโตของ RevPar มากกว่าอัตราเข้าพักเพื่อเพิ่ม Margin ด้านกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ มีการเปิดตัวโครงการแนวราบใหม่ ได้แก่ โครงการ Siraninn มูลค่า 2.9 พันล้านบาท ที่คาดว่าจะสามารถโอนได้ใน 4Q65 รว 30% และมียอด Pre-Booking แลว 95% ทั้งนี้ S มีแผนเปิดตัวโครงการแนวราบใหม่อีก 3 โครงการ มูลค่ารวม 7.7 พันล้านบาทในปี 2566 ยังคงแนะนำ "Trading Buy" ราคาเป้าหมายปี 2566 ที่ 2.40 บาท

ยังคงแนะนำ "Trading Buy" ที่ราคาเป้าหมายปี 2566 ที่ 2.40 บาท ด้วยวิธี SOTP จากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ 0.62 บาท อิง P/E ที่ระดับเดิมที่ 8X และธุรกิจกลุ่ม Recurring Income ที่ 1.78 บาท อิง EV/EBITDA ที่ 15X หลังจากที่เริ่มเห็นการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวทั่วโลกที่เร็วกว่าคาด ด้านกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ในประเทศ คาดว่าในปี 2566 จะมีสัดส่วนหลักมาจากโครงการ Santiburi Residences และ Siraninn และการเริ่มขายโครงการแนวราบ 3 โครงการใหม่

## ข้อมูลทางการเงิน

Year End (Dec 31):	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Sales (Bt mn)	12,275	6,563	7,739	10,660	12,160
EBITDA Bt mn)	2,180	(579)	668	1,934	3,236
Net Profit (Bt mn)	1,144	(2,613)	(137)	353	1,249
EPS (Bt)	0.11	(0.26)	(0.02)	0.05	0.18
EV/EBITDA (x)	18.46	N/A	35.17	18.42	12.01
PER(x)	22.67	N/A	N/A	36.15	10.21
DPS(Bt)	0.05	-	-	0.02	0.05
Div Yield (%)	0%	0%	0%	0%	12%
ROE (%)	4%	-11%	-1%	2%	6%
P/BV (x)	1.48	1.49	0.81	0.79	0.75

Source: S, Trinity Research

- **ความเสี่ยง** : เศรษฐกิจในประเทศชะลอตัวและมาตรการ LTV ที่ชะลอการซื้อลง, การเมืองในต่างประเทศ, การระบาดของ COVID-19 ที่ยาวนาน, ความผันผวนของค่าเงินบาท
- **Update**
  - กลุ่มอสังหาริมทรัพย์**  
โครงการ Santiburi Residences จะทยอยโอนถึงปี 2567 และโครงการ Niraninn มูลค่า 2.9 พันล้านบาท ที่จะสามารถเริ่มโอนใน 4Q65 ได้ 30% และ S มีแผนเปิดตัวโครงการแนวราบใหม่ 3 โครงการในปี 2566 มูลค่า 7.7 พันล้านบาท
  - กลุ่มอาคารสำนักงาน**  
อัตราการเช่ารวมในปี 2565 อยู่ที่ 87% และในช่วง 4Q65 จะเริ่มให้บริการ S Oasis โดยเราได้รวมได้ในประมาณการรายได้ค่าเช่าแล้ว
  - กลุ่มนิคมอุตสาหกรรมและโรงไฟฟ้า**  
S เริ่มรับรู้รายได้จากการขายที่ดินโครงการนิคมอุตสาหกรรมในปี 2565 แต่คาดว่าจะเริ่มเป็นสัดส่วนใหญ่ในปี 2566 ในขณะที่กำไรส่วนแบ่งจากโรงไฟฟ้า คาดว่าปี 2565 จะอยู่ที่ 90 ล้านบาท จากโรงไฟฟ้า BPAT 1,2 และ 3 โดยทั้ง 3 โครงการมีการถือหุ้นที่ 30% เท่ากัน ซึ่งเราได้รวมไว้ในประมาณการแล้ว
  - กลุ่มโรงแรม**  
คาดปี 2566 จะมี RevPar ของทุกโรงแรมสูงกว่าช่วง Pre-COVID ยกเว้น Outrigger ที่ Fiji เนื่องจากจะมีช่วงปรับปรุงเพื่อห้องพัก เพื่อยกระดับ RevPar ในอนาคต
  - กระจายรายได้ลดความผันผวน**  
ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์คาดการณ์ยอดโอนที่ 2.78 พันล้านบาทในปี 2566 หนุนโดย Backlog จากโครงการ Santiburi Residences และ Siraninn  
ธุรกิจโรงแรม พื้นตัวต่อเนื่องโดยเฉพาะกลุ่มโรงแรมในไทยและ Outriggers จากการเปิดประเทศเต็มตัว และ UK ที่คาดว่า ADR จะยังอยู่ที่ระดับสูงกว่าช่วง Pre-COVID
- **กำหนดราคาเป้าหมายปี 2566 เท่ากับ 2.40 บาท**  
เรากำหนดราคาเป้าหมายปี 2566 ที่ 2.40 บาท ด้วยการอิงคาดการณ์ผลประกอบการปี 2566 ด้วยวิธี SOTP ที่มาจากมูลค่าของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่ 0.62 บาท จากการอิง P/E ที่ระดับเดิมที่ 8X และจากรายได้กลุ่ม Recurring Income ที่ 1.78 บาท จากการอิง EV/EBITDA ที่ระดับ 15X

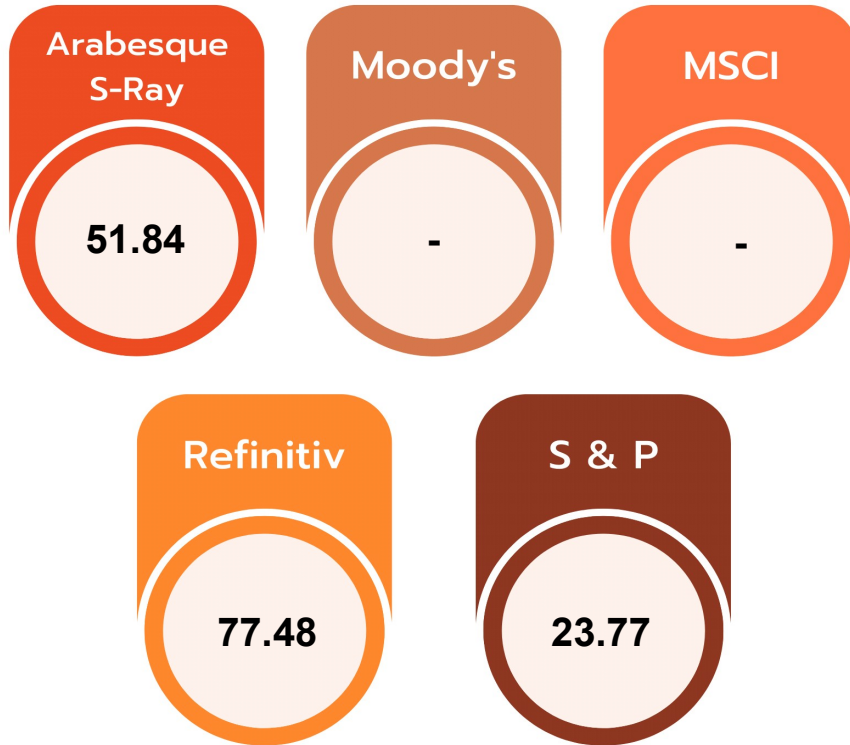
## S: Financial Statement

**S's quarterly income statement (Bt mn)**

(Unit: Bt mn)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	%QoQ	%YoY
<b>Revenues</b>							
<b>Sales</b>	<b>2,127</b>	<b>2,595</b>	<b>3,008</b>	<b>2,782</b>	<b>2,701</b>	<b>-2.9%</b>	<b>27.0%</b>
COGs	1,025	1,344	1,853	1,489	1,371	-8.0%	33.8%
<b>Gross profits</b>	<b>748</b>	<b>972</b>	<b>851</b>	<b>1,009</b>	<b>1,044</b>	<b>3.5%</b>	<b>39.6%</b>
Other income	55	77	14	42	134	216.4%	142.7%
SG&A	826	912	702	751	727	-3.2%	-12.0%
<b>EBITDA</b>	<b>(22)</b>	<b>136</b>	<b>162</b>	<b>301</b>	<b>451</b>	<b>50.0%</b>	<b>-2112.1%</b>
Depreciation&Amortisation	354	279	304	283	286	1.2%	-19.1%
Interest expense	269	284	285	300	354	18.0%	31.9%
Income tax	47	(166)	53	(78)	(14)	-82.2%	-129.6%
Equity from subsidiary	19	51	50	(14)	11	-176.0%	-44.3%
Non-controlling interest	(106)	(31)	(78)	(38)	77	-306.1%	-172.7%
<b>Net profit before extra item</b>	<b>(212)</b>	<b>100</b>	<b>(48)</b>	<b>102</b>	<b>44</b>	<b>-56.6%</b>	<b>-120.8%</b>
Extra ordinary gain (loss)	-	-	-	-	-	-	-
<b>Net profit (loss)</b>	<b>(212)</b>	<b>100</b>	<b>(48)</b>	<b>102</b>	<b>44</b>	<b>-56.6%</b>	<b>-120.8%</b>
EPS (Bt) before extra item	-0.03	0.01	-0.01	0.01	0.01	-56.6%	-120.8%
EPS (Bt)	-0.03	0.01	-0.01	0.01	0.01	-56.6%	-120.8%

Source: Trinity Research

## ESG



Source: Settrade

<b>SINGHA ESTATE</b>					
<b>Income statement</b>					
<b>Year End Dec (Btm)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Sales	12,275	6,563	7,739	10,660	12,160
Cost of good sold	(6,498)	(3,235)	(4,046)	(5,744)	(4,789)
<b>Gross Profit</b>	<b>5,778</b>	<b>3,328</b>	<b>3,693</b>	<b>4,916</b>	<b>7,370</b>
SG&A	(3,598)	(3,907)	(3,026)	(2,982)	(4,134)
<b>EBITDA</b>	<b>2,180</b>	<b>(579)</b>	<b>668</b>	<b>1,934</b>	<b>3,236</b>
Depreciation & Amortization	(745)	(1,254)	(1,221)	(1,480)	(1,430)
<b>EBIT</b>	<b>1,435</b>	<b>(1,833)</b>	<b>(553)</b>	<b>454</b>	<b>1,807</b>
Equity Shares	13	71	247	189	169
Financial Costs	(816)	(1,078)	(1,126)	(1,124)	(1,298)
Other Income	696	907	648	550	500
Other Expenses	0	0	0	0	0
<b>Pretax Profit</b>	<b>1,329</b>	<b>(1,933)</b>	<b>(784)</b>	<b>69</b>	<b>1,178</b>
Tax	(526)	162	176	24	(202)
<b>Net Profit before NCI</b>	<b>803</b>	<b>(1,771)</b>	<b>(608)</b>	<b>93</b>	<b>976</b>
Less Non-controlling Interest	(65)	941	471	260	273
<b>Net Profit before Extra.</b>	<b>738</b>	<b>(830)</b>	<b>(137)</b>	<b>353</b>	<b>1,249</b>
Impairment loss on assets	0	0	0	0	0
Extraordinary items	406	(1,783)	0	0	0
<b>Reported Net Profit</b>	<b>1,144</b>	<b>(2,613)</b>	<b>(137)</b>	<b>353</b>	<b>1,249</b>
<b>EPS (Bt)</b>	<b>0.11</b>	<b>(0.26)</b>	<b>(0.02)</b>	<b>0.05</b>	<b>0.18</b>
Core (EPS)	0.07	(0.08)	(0.02)	0.05	0.18
<b>Statements of Financial Position</b>					
<b>Year End Dec (Btm)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Cash in hand & at banks	5,413	3,378	2,698	622	926
Short term investment	504	3,274	1,876	1,914	1,952
Accounts receivable -net	601	118	439	292	333
Inventories	15,863	2,326	4,620	3,934	4,592
Other current assets	1,707	13,318	2,548	3,510	4,004
<b>Total Current Assets</b>	<b>24,087</b>	<b>22,414</b>	<b>12,181</b>	<b>10,272</b>	<b>11,807</b>
Investments	1,223	1,267	2,672	2,667	2,662
Property, Plant & Equipment	21,485	19,860	29,721	29,041	28,411
Good will	2,019	1,305	1,801	1,801	1,801
Intangible assets	535	160	174	174	174
Deferred tax assets	180	30	376	376	376
Others	18,152	20,078	19,065	19,065	19,065
<b>Total Assets</b>	<b>67,681</b>	<b>65,113</b>	<b>65,990</b>	<b>63,396</b>	<b>64,296</b>
Loans and O/D from banks	3,725	1,831	1,750	1,890	1,890
Account payable-trade	4,350	2,058	3,008	4,721	4,592
Current portion 1 yr L/T loans	3,008	2,733	5,892	5,303	4,772
Other current liabilities	1,431	8,763	421	505	546
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>12,514</b>	<b>15,385</b>	<b>11,070</b>	<b>12,419</b>	<b>11,800</b>
Long-term debt	20,373	17,977	21,136	19,022	19,022
Other	7,198	8,210	11,886	10,050	10,968
<b>Total Liabilities</b>	<b>40,085</b>	<b>41,571</b>	<b>44,092</b>	<b>41,491</b>	<b>41,790</b>
Paid-up share capital	6,854	6,854	6,854	6,854	6,854
Premium on share capital	7,117	7,117	7,117	7,117	7,117
Legal reserve	72	95	95	95	95
Reserve for expansion	0	0	0	0	0
Subordinated capital debentures	0	0	0	0	0
Unappropriated	4,462	1,470	1,326	1,572	2,447
Others	(966)	(629)	531	551	551
<b>Total Equity before NCI</b>	<b>17,539</b>	<b>14,907</b>	<b>15,922</b>	<b>16,190</b>	<b>17,064</b>
Non-Controlling Interest	10,057	8,635	5,975	5,715	5,442
<b>Total Equity</b>	<b>27,596</b>	<b>23,541</b>	<b>21,898</b>	<b>21,905</b>	<b>22,506</b>
<b>Total Liabilities &amp; Equity</b>	<b>67,681</b>	<b>65,113</b>	<b>65,990</b>	<b>63,396</b>	<b>64,296</b>

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

**SINGHA ESTATE**
**Cash Flow Statement**

Year End Dec (Btm)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Pre-tax profit	1,329	(1,933)	(784)	69	1,178
Depreciation	745	1,254	1,221	1,480	1,430
Chg in working capital	(526)	162	176	24	(202)
Tax paid	(526)	162	176	24	(202)
Other operating activities	(1,931)	7,997	4,355	2,209	(211)
<b>CF from Operating</b>	<b>(909)</b>	<b>7,642</b>	<b>5,143</b>	<b>3,806</b>	<b>1,992</b>
Capital expenditure	(3,214)	1,459	(11,591)	(800)	(800)
Change in investments	(2,639)	(5,737)	(1,548)	(33)	(33)
Other investing activities	670	2,545	748	5	(15)
<b>CF from Investment</b>	<b>(5,183)</b>	<b>(1,733)</b>	<b>(12,391)</b>	<b>(828)</b>	<b>(848)</b>
Capital Increase	62	23	0	0	0
Debt Financing	(3,680)	(4,566)	6,237	(2,563)	(530)
Dividend (incl. tax)	(274)	(308)	0	(106)	(375)
Other financing activities	11,852	(3,093)	332	(2,914)	(796)
<b>CF from Financing</b>	<b>7,960</b>	<b>(7,945)</b>	<b>6,569</b>	<b>(5,583)</b>	<b>(1,701)</b>
<b>Change in Cash</b>	<b>1,868</b>	<b>(2,035)</b>	<b>(680)</b>	<b>(2,604)</b>	<b>(557)</b>
<b>Beginning Cash</b>	<b>3,545</b>	<b>5,413</b>	<b>3,378</b>	<b>2,698</b>	<b>622</b>
<b>Ending Cash</b>	<b>5,413</b>	<b>3,378</b>	<b>2,698</b>	<b>93</b>	<b>65</b>

**Key Ratios**

Year End Dec (Bt mn)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
<b>Per Share (Bt)</b>					
EPS	0.11	-0.26	-0.02	0.05	0.18
DPS	0.05	0.00	0.00	0.02	0.05
BV	1.73	1.47	2.27	2.31	2.44
CF	-0.09	0.75	0.73	0.54	0.28
<b>Liquidity Ratio (x)</b>					
Current Ratio	1.92	1.46	1.10	0.83	1.00
Quick Ratio	0.66	1.31	0.68	0.51	0.61
<b>Profitability Ratio (%)</b>					
Gross Margin (Inc. Depre)	41%	32%	32%	32%	49%
EBITDA Margin	18%	-9%	9%	18%	27%
EBIT Margin	12%	-28%	-7%	4%	15%
Net Margin	9%	-40%	-2%	3%	10%
ROE	4%	-11%	-1%	2%	6%
<b>Efficiency Ratio</b>					
ROA	1.69%	-4.01%	-0.21%	0.56%	1.94%
ROFA	5.32%	-13.16%	-0.46%	1.21%	4.40%
<b>Leverage Ratio (x)</b>					
Debt to Equity	1.55	1.51	1.81	1.62	1.51
Net Debt to Equity	1.21	1.07	1.52	1.46	1.34
Interest Coverage Ratio	1.76	-1.70	-0.49	0.40	1.39
<b>Growth</b>					
Sales Growth	63%	-47%	18%	38%	14%
EBITDA Growth	91%	N/A	N/A	190%	67%
Net Profit Growth	-11%	N/A	N/A	N/A	254%
EPS Growth	-43%	N/A	N/A	N/A	254%
<b>Valuation</b>					
PER (x)	22.67	N/A	N/A	36.15	10.21
P/BV (x)	1.48	1.49	0.81	0.79	0.75
EV/EBITDA (x)	18.46	N/A	35.17	18.42	12.01
Dividend Yield (%)	1%	0%	0%	0%	12%
Dividend Payout Ratio (%)	40%	0%	0%	0%	30%

