

EQUITY TALK

Industry Update

16 เมษายน 2564



กำไรเริ่มฟื้นตัว และเติม Backlog เพื่อสร้างฐานเติบโตใหม่

ภาพอสังหาริมทรัพย์ ปี 2564 ที่จะกลับมาฟื้นตัวในรอบ 2 ปี และแผนเปิดโครงการใหม่มากขึ้น เพื่อเพิ่ม Backlog สู่อำนาจรับรู้รายได้ในอนาคต บวกกับเงินปันผลมากกว่า 4% ทำให้หุ้นอสังหาริมทรัพย์ ยังน่าสนใจ ปรับเพิ่มเป็นเท่าตลาด และนำหุ้นที่มีกำไรเติบโตมากกว่ากลุ่มฯ, Backlog และปันผลสูง SPALI, ORI และ LH

ปี 2564 กลับมาเปิดโครงการใหม่มากขึ้น เพื่อ สะสม Backlog เพิ่ม

ปี 2564 ผู้ประกอบการ 17 บริษัทฯ มีแผนเปิดโครงการใหม่จำนวน 222 โครงการ มูลค่า 3.18 แสนล้านบาท (+71% yoy) หวังสะสม Backlog สู่อำนาจรับรู้รายได้ในอนาคต หลังช่วงที่ผ่านมา เน้นระบายสต็อก จนทำให้ Backlog (รวม JV) ลดลงเหลือ 2.33 แสนล้านบาท ภายใต้แผนเปิดโครงการใหม่ที่เน้นกลุ่มแนวราบ และคอนโดฯ ตลาดกลาง ทำให้ภาค Presale ปีนี้ (รวม JV) อยู่ที่ 2.76 แสนล้านบาท (+11% yoy)

คาดการณ์กำไรปกติกลุ่มฯ ปีนี้โต 10% yoy

คาดการณ์กำไรปกติกลุ่มฯ ปี 2564 ที่ 3.2 หมื่นล้านบาท กลับมาเติบโต 10% yoy หลังจากหดตัวเป็นเวลา 2 ปีติดต่อกัน โดยมีแรงหนุนจากรายได้สูงขึ้น 4% yoy ที่ 2.3 แสนล้านบาท (Backlog รองรับเข้าปีนี้ 40%) และประสิทธิภาพทำกำไรดีขึ้นจากการใช้โปรแกรมขึ้นด้านราคาที่ไม่รุนแรงมากปีก่อน และคุม SG&A ผ่านการใช้สื่อออนไลน์ ทั้งนี้จากกำหนดการเปิดโครงการแนวราบใหม่ และการโอนกรรมสิทธิ์คอนโดฯ ใหม่ที่จะสร้างเสร็จปีนี้ ซึ่งส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นใน 2H64 คาดทำให้น้ำหนักของกำไรกลุ่มฯ 2H64 จะดีกว่า 1H64

ปรับเป็น “เท่าตลาด”....เลือกหุ้นเด่น SPALI, ORI และ LH

ปรับเพิ่มเป็น “เท่าตลาด” สำหรับกลุ่มฯ โดย Selective Buy หุ้นที่มีแนวโน้มกำไรเติบโตมากกว่ากลุ่มฯ, พื้นฐานธุรกิจแข็งแกร่ง, Backlog สูง และ ปันผลมากกว่า 5% ต่อปี ได้แก่ SPALI (FV@B25.50), ORI (FV@B9.55) และ LH (FV@B9.65)

ประมาณการตัวเลงสำคัญทางการเงิน(17 บจ. อสังหาริมทรัพย์)

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2562	2563	2564F	2565E	2566F
ยอดขาย	252,573	233,984	242,313	253,873	265,471
กำไรขั้นต้น	87,598	72,857	76,813	80,690	84,815
กำไรสุทธิ	41,907	28,991	31,820	34,121	36,424
กำไรจากการดำเนินงาน	38,345	29,031	31,913	34,203	36,496
Gross Margin	34.7%	31.1%	31.7%	31.8%	31.9%
Norm Profit Margin	15.2%	12.4%	13.2%	13.5%	13.7%
Norm PER (X)	8.20	9.94	9.30	8.68	8.13
PBV (X)	1.00	0.90	0.88	0.42	0.43
ROAE (%)	13.1%	8.8%	9.3%	9.5%	9.7%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

Housing

น้ำหนัก:

เท่าตลาด



ดัชนีกลุ่มฯ (จุด)

224.77

ดัชนีตลาด (จุด)

1,541.12

RESEARCH DIVISION
บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

นวลพรรณ น้อยรัชชกุล

นักวิเคราะห์ วิจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994

ปี 2564 กลับมาเปิดโครงการใหม่มากขึ้น เพื่อสะสม Backlog เพิ่ม

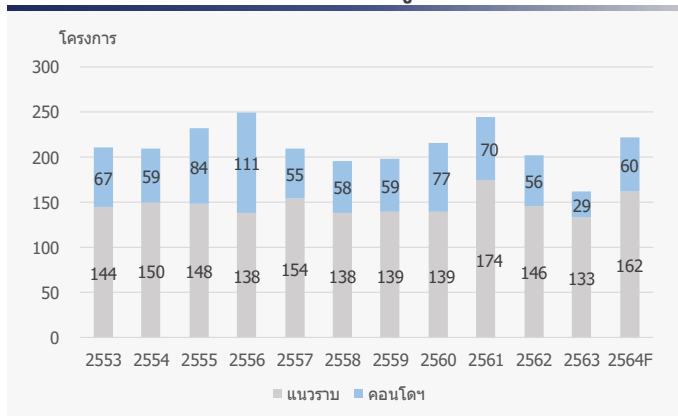
แม้ธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยปี 2564 ยังเผชิญกับแรงกดดันจากการระบาดระลอกใหม่ของโควิด-19 ที่มีอยู่ต่อเนื่อง แต่ด้วยสถานการณ์ปัจจุบันที่ยังไม่มีการประกาศ Lock Down อย่างเข้มงวดของภาครัฐ ประกอบกับแผนการเริ่มใช้วัคซีนในไทยอย่างวงกว้างในช่วงกลางปี และเป้าหมายในการเปิดประเทศรับนักท่องเที่ยวต่างชาติใน 2H64 คาดช่วยสนับสนุนให้ภาพตลาดอสังหาริมทรัพย์ปีนี้มีโอกาสฟื้นตัวจากปีที่ผ่านมา และเห็นผู้ประกอบการทยอยกลับมาเปิดโครงการที่อยู่อาศัยออกสู่ตลาด เพื่อเพิ่มยอดขายและเร่งสะสม Backlog ผู้กรรับรู้อย่างดีในอนาคต ภายหลังจากช่วงปีที่ผ่านมา เน้นกลยุทธ์ระบายนสต็อกโครงการที่อยู่อาศัยเดิมเพื่อสนับสนุนต่อกระแสเงินสดและการบันทึกรายได้ จนทำให้ Backlog หดตัวลงไปมาก

โดยจากการรวบรวมข้อมูลของผู้ประกอบการ 17 ราย พบว่าแผนเปิดตัวโครงการใหม่ปี 2564 จะมีมากถึง 222 โครงการ เพิ่มขึ้นจาก 162 โครงการในปีก่อน คิดเป็นมูลค่า 3.18 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้นสูง 71% yoy และเติบโตเป็นครั้งแรกในรอบ 2 ปี (ปี 2562 มูลค่าลดลง 20% yoy และต่อเนื่อง 36% yoy ในปี 2563) แต่มูลค่าดังกล่าวยังน้อยกว่าช่วงปี 2560-2561 ที่ยังไม่มีมาตรการ LTV และตลาดคอนโด มีกำลังซื้อจากกลุ่มนักลงทุนต่างชาติ โดยเฉพาะชาวจีนที่ยังไม่เจอพิษสงครามการค้า ทั้งนี้หากพิจารณาแผนเปิดโครงการใหม่ปี 2564 ตามประเภทผลิตภัณฑ์ พบว่าสินค้าประเภทแนวราบเป็นกลุ่มที่ผู้ประกอบการให้ความสนใจในการขยายพอร์ตอย่างต่อเนื่อง เพราะเป็นกลุ่มที่มี Real Demand และเป็นสินค้าที่มีรอบธุรกิจสั้น ทำให้การรับรู้รายได้ใช้เวลาไม่มาก และความเสี่ยงในการพัฒนาต่ำกว่าโครงการคอนโด แม้ปีนี้ผู้ประกอบการรายใหญ่เช่น AP, LH และ SC ลดการเปิดโครงการแนวราบลง เนื่องจากเปิดไปมากแล้วในปี 2563 แต่ในทางกลับกันผู้ประกอบการรายกลาง-ใหญ่รายอื่น เช่น SPALI, SIRI, PSH และ ORI ฯลฯ คงเดินหน้าขยายพอร์ตที่อยู่อาศัยกลุ่มแนวราบต่อเนื่อง ทำให้แผนเปิดโครงการแนวราบใหม่ปี 2564 คาดมีจำนวน 162 โครงการ ด้วยมูลค่าสูงสุดเป็นประวัติการณ์ 1.8 แสนล้านบาท (+21% yoy) สำหรับกลุ่มคอนโด เนื่องจากฐานที่ต่ำมากในปีก่อน ขณะที่อุปสงค์ก็ไม่ได้ฟื้นตัวแข็งแกร่ง บวกกับการมีสต็อกคงเหลือในโครงการเดิมระดับสูง แม้เห็นว่าแผนเปิดโครงการคอนโด ใหม่ปีนี้จำนวน 60 โครงการ มูลค่า 1.38 แสนล้านบาท (เทียบกับปีก่อนที่มีเพียง 29 โครงการ มูลค่า 3.7 หมื่นล้านบาท) ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการเลื่อนเปิดโครงการจากปีก่อนมาเป็นปีนี้แทน แต่มูลค่าดังกล่าวยังน้อยกว่าช่วงปี 2560-2561 ตามเหตุผลเดียวกันข้างต้น

ภายใต้การดำเนินกลยุทธ์ธุรกิจที่คล้ายคลึงกันของผู้ประกอบการ ด้วยการมุ่งเน้นกลุ่มแนวราบ และจับคอนโด ตลาดกลาง (ในราคาจับต้องได้) มากขึ้น ย่อมนำมาซึ่งระดับการแข่งขันที่เข้มข้นต่อเนื่อง เพื่อสร้างยอดขายใหม่ ขณะที่ความพร้อมของกำลังซื้อที่จะดูดซับอุปทานสินค้าในตลาด ขึ้นอยู่กับภาวะการเติบโตของเศรษฐกิจที่อาจยังไม่แข็งแกร่งมากนัก โดยมีประเด็นเรื่องการระบาดของโควิดต้องติดตามและนำมาพิจารณา ทำให้ปี 2564 ฝ่ายวิจัยจึงประเมินยอด Presale (รวม JV) ทั้งสิ้น 2.76 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 11% จากปี 2563 ที่มียอดรวม 2.49 แสนล้านบาท (-5% yoy) ถือเป็นเติบโตครั้งแรกในรอบ 2 ปี

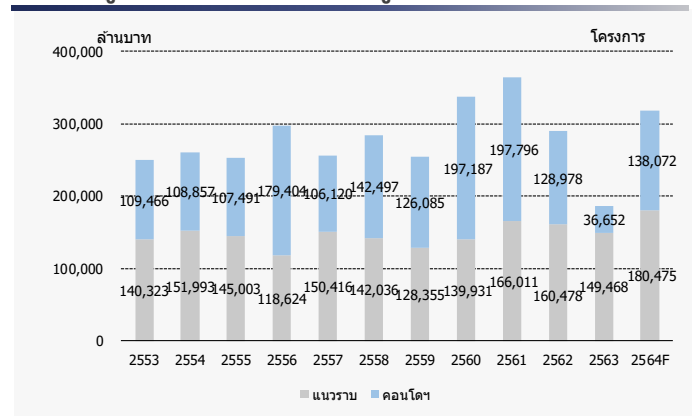
ด้วยสถานการณ์ที่มีความไม่แน่นอนในช่วงโควิด-19 ทำให้แผนการเปิดโครงการใหม่ปีนี้ น้ำหนักส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นใน 2H64 โดยคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 70% ของมูลค่าเปิดโครงการใหม่ปีนี้ทั้งหมด อย่างไรก็ตามแผนดังกล่าวมีโอกาสปรับเปลี่ยนได้ ขึ้นอยู่กับสถานการณ์ตลาดที่อยู่อาศัยโดยรวม, การระบาดของโควิด-19 รวมถึง Supply โดยเฉพาะสต็อกสินค้าเหลือขายในตลาดฯ ระดับสูง (สิ้นปี 2563 มีมูลค่ารวมเกือบ 6 แสนล้านบาท ในส่วนนี้เป็นคอนโดฯ พร้อมโอนฯ 1.07 แสนล้านบาท – ข้อมูลจากผู้ประกอบการ 12 รายใหญ่) สะท้อนจากอัตราสินค้าที่ขายได้เทียบกับมูลค่าสินค้าคงเหลือ แม้ปี 2563 เพิ่มขึ้นเป็น 30.7% จากค่าเฉลี่ยไม่ถึง 30% ช่วง 4 ปีก่อนหน้า ส่วนหนึ่งจากปีที่ผ่านมาผู้ประกอบการส่วนใหญ่ใช้กลยุทธ์ด้านราคาเป็นสำคัญ แต่ระดับอัตราการขายเฉลี่ย 30% ยังถือเป็นระดับที่ไม่สูงมากนัก เทียบกับอดีตที่เคยทำได้เฉลี่ย 50-60% จึงคงเป็นประเด็นที่ต้องให้ความสำคัญและติดตามต่อไป เนื่องจากภายใต้ภาวะปัจจุบันที่มีแรงกดดันจาก LTV และกำลังซื้อนักลงทุนต่างชาติที่ยังไม่กลับมา ทำให้ประเมินอัตรา Take-Up Rate ของที่อยู่อาศัย โดยเฉพาะคอนโดฯ อยู่ในระดับไม่สูงเหมือนอดีต

จำนวนการเปิดโครงการใหม่ของผู้ประกอบการ 17 ราย



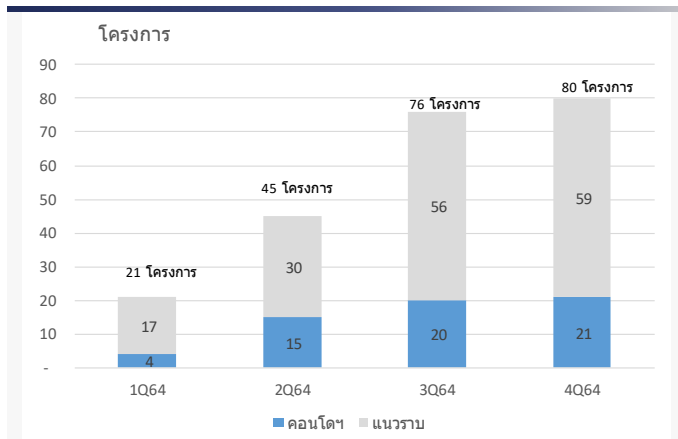
ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

มูลค่าเปิดโครงการใหม่ของผู้ประกอบการ 17 ราย



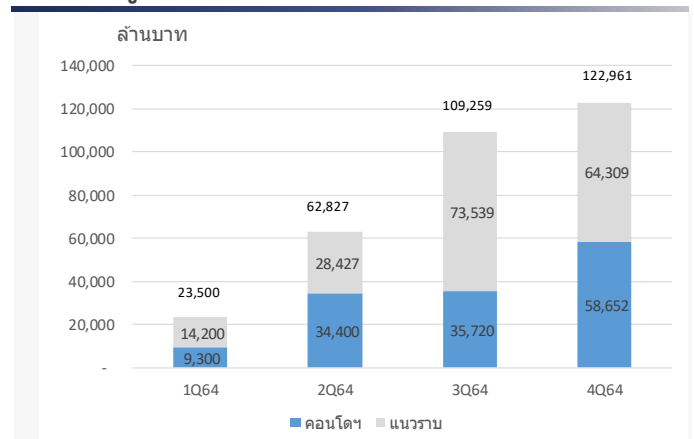
ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

จำนวนโครงการใหม่ที่จะเปิดขายไตรมาสในปี 2564



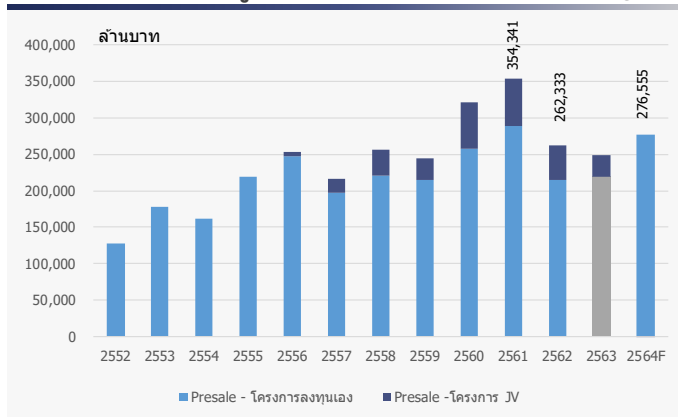
ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

มูลค่าเปิดโครงการใหม่รายไตรมาสในปี 2564



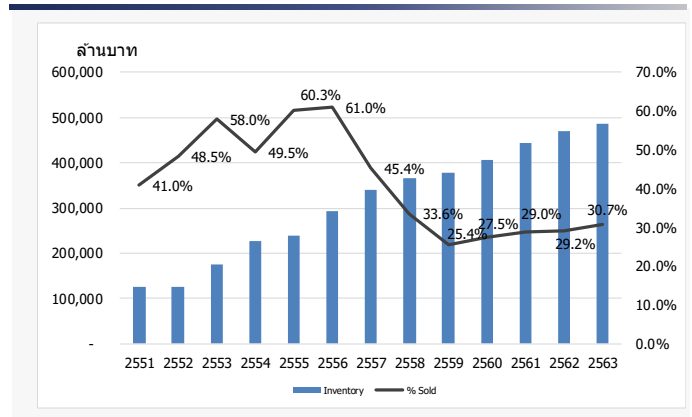
ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ยอด Presale ของผู้ประกอบการ 17 บริษัท ใน Coverage



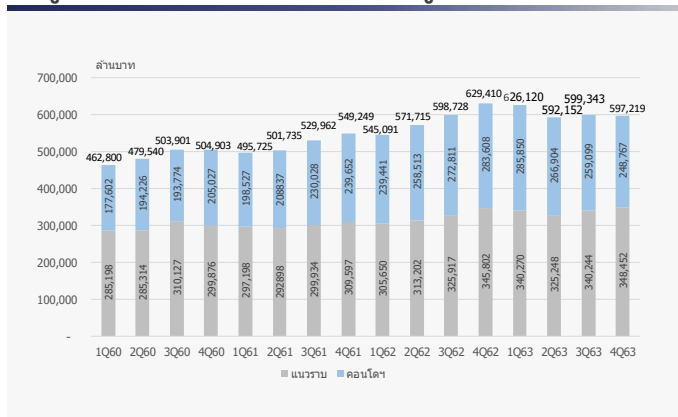
ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

สถานะของสินค้าคงเหลือแต่ละปี



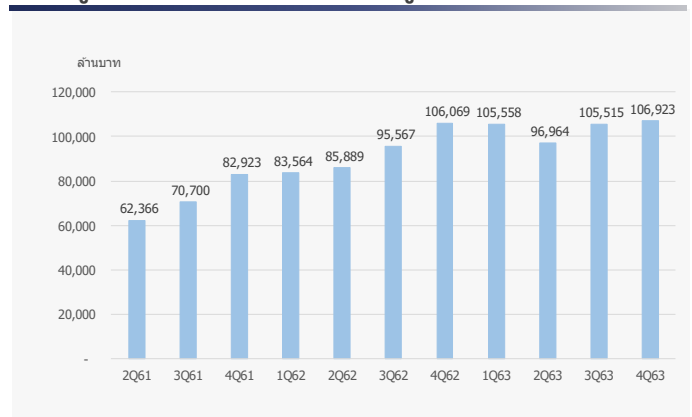
ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

มูลค่าการขายของโครงการเดิมของผู้ประกอบการ 12 ราย



ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

มูลค่าคอนโดฯ พร้อมโอนฯ ของผู้ประกอบการ 12 ราย

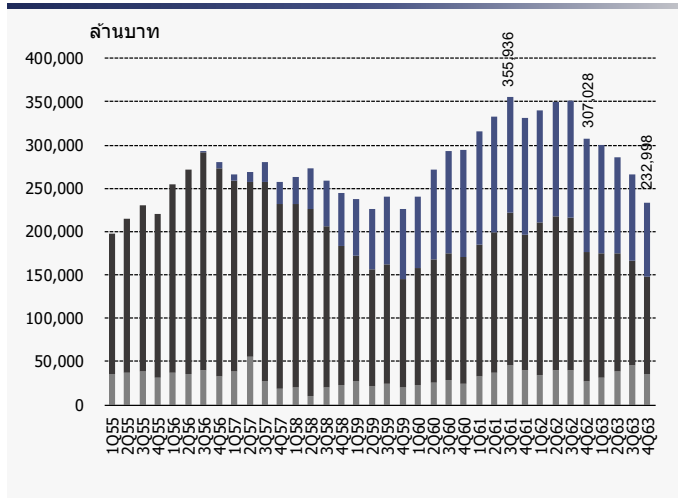


ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

Backlog รองรับเป้าหมายได้ปีนี้เกือบ 40%

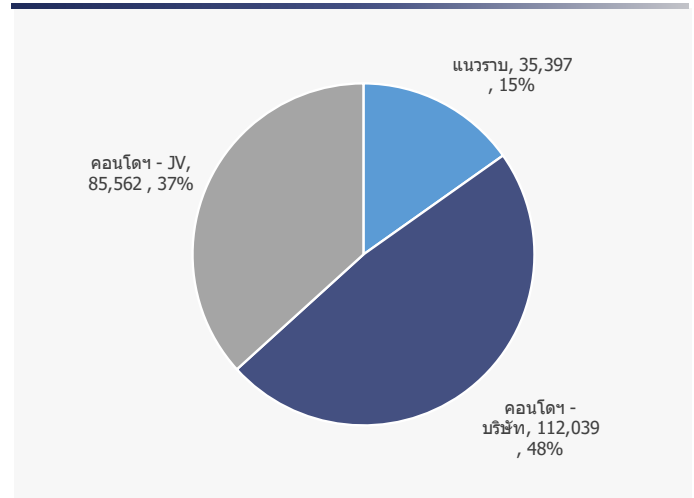
สืบเนื่องจากการใช้กลยุทธ์ด้านราคาขายอย่างเข้มข้นในช่วงปี 2563 เพื่อสร้างยอดโอนฯ ขณะที่ภาวะเศรษฐกิจไทยที่ชะลอตัวจากผลกระทบของการระบาดโควิด-19 ทำให้ Backlog บางส่วนติดปัญหาเรื่องคุณภาพ อาทิเช่น ถูกปฏิเสธสินเชื่อจากแบงก์ ทำให้ไม่สามารถโอนฯ กรรมสิทธิ์ได้ ส่งผลให้สถานะ Backlog รวมของบริษัท 17 รายสิ้นปี 2563 ลดลงอยู่ที่ 2.33 แสนล้านบาท (เทียบกับสิ้นปี 2562 ที่ 3.07 แสนล้านบาท) ต่ำสุดในรอบ 4 ปีเหตุดังกล่าวของ Backlog ของคอนโดฯ (รวม JV) ลดลง 29% จาก 2.8 แสนล้านบาทสิ้นปี 2562 มาอยู่ที่ 2 แสนล้านบาท ขณะที่ยอด Backlog แนวราบ 3.53 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 31% จากปี 2562 โดยการลดลงของ Backlog โดยเฉพาะคอนโดฯ อาจมีผลต่อการสร้างฐานรายได้ในอนาคตมีโอกาสปรับลดลง จึงเป็นเหตุปัจจัยที่ทำให้ผู้ประกอบการหันมาพัฒนาสินค้าแนวราบที่มีวัฏจักรธุรกิจสั้น ในการขับเคลื่อนต่อรายได้ขาย ณ ปัจจุบัน รวมถึงการกลับมาเปิดโครงการคอนโดฯ ใหม่ เพื่อผลักดันการเติบโตของรายได้ระยะยาว

ยอด Backlog รายไตรมาส



ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

Backlog ณ สิ้นปี 2563 รวม 2.33 แสนล้านบาท



ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

หากพิจารณา Backlog รวม 2.33 แสนล้านบาท สามารถแยกเป็น

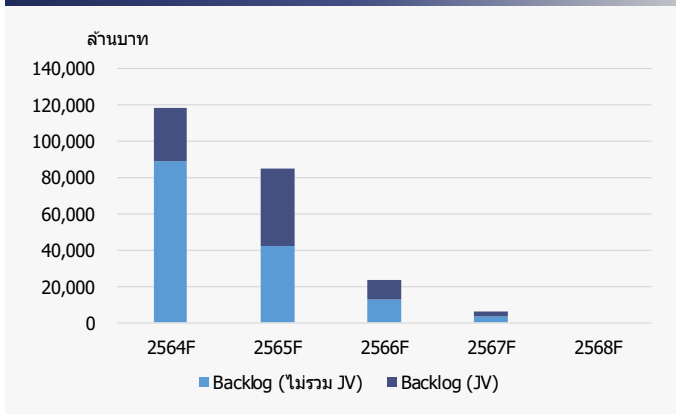
- Backlog ภายใต้โครงการพัฒนาเอง 1.47 แสนล้านบาท แยกเป็นแนวราบ 3.53 หมื่นล้านบาท และคอนโดฯ 1.12 แสนล้านบาท ซึ่งในจำนวนนี้ตามแผนงานก่อสร้างและส่งมอบของผู้ประกอบการ คาดรับรู้รายได้ปีนี้ 8.86 หมื่นล้านบาท ขณะที่หากพิจารณาจาก Backlog รวม 1.47 แสนล้านบาท พบว่าบริษัทที่มี Backlog สูงสุด ได้แก่ SPALI มียอดรวม 3.75 หมื่นล้านบาท อันดับ 2 คือ SIRI 2.3 หมื่นล้านบาท ตามด้วย PSH 2.2 หมื่นล้านบาท
- Backlog ภายใต้โครงการคอนโดฯ ในลักษณะร่วมทุน หรือ JV รวม 8.55 หมื่นล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 37% ของ Backlog รวม โดยหลักมาจากผู้ประกอบการ 3 รายใหญ่ ได้แก่ AP 2.36 หมื่นล้านบาท, ORI 2.26 หมื่นล้านบาท และ ANAN 1.75 หมื่นล้านบาท สำหรับ Backlog JV รวม 8.55 ล้านบาท มีกำหนดรับรู้รายได้ปีนี้ 3 หมื่นล้านบาท ที่เหลือจะทยอยรับรู้รายได้ในปี 2565-2567 ทั้งนี้การรับรู้รายได้ของ Backlog JV จะถูกสะท้อนในงบการเงินในรายการ "ส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วม" โดยขึ้นอยู่กับสัดส่วนการลงทุนของแต่ละผู้ประกอบการ ซึ่งโดยปกติเฉลี่ย 51% ในโครงการร่วมทุน

ภายใต้ Backlog แนวราบและคอนโดฯ (ไม่รวม JV) ที่พร้อมรับรู้รายได้ปี 2564 รวม 8.86 หมื่นล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนราว 40% ของประมาณการรายได้ขายอสังหาริมทรัพย์ ปีนี้ที่ 2.26 แสนล้านบาท (+3% yoy) ที่เหลือจะมาจากการขายสต็อกคอนโดฯ เดิมที่สร้างเสร็จพร้อมโอนฯ และคอนโดฯ ใหม่ที่เสร็จปีนี้ รวมถึงการขายโครงการแนวราบใหม่

หากจำแนกรายบริษัทในกลุ่มฯ พบว่า ณ สิ้นปี 2563 ORI มี Backlog พร้อมที่จะรับรู้รายได้ปี 2564 เทียบกับเป้าโอนฯ คิดเป็นสัดส่วนสูงสุด 81% ตามด้วย SPALI, SIRI, NOBEL และ AP มี Backlog ครบคลุมสมมติฐานยอดโอนฯ ปี 2564 ราว 40-60% ขณะที่ LPN, PSH และ SENA รอรับเฉลี่ย 30-40% บริษัทที่เหลืออย่าง SC, LH, ANAN

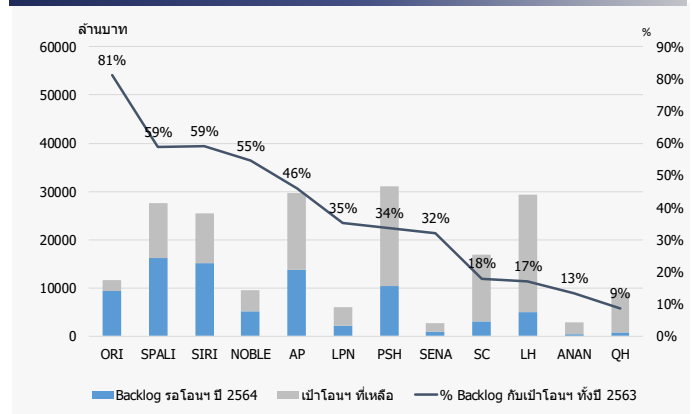
และ QH แม้มีสัดส่วน Backlog ไม่ถึง 30% เทียบกับเป้าปีแต่ส่วนใหญ่มีโครงสร้างรายได้มาจากการขายโครงการแนวราบเป็นหลัก ซึ่งปกติมีรอบการก่อสร้างและส่งมอบเร็ว รวมถึงแผนการขายสต็อกโครงการเดิม ทำให้ยังพอมีระยะเวลาที่จะบรรลุเป้าที่กำหนดได้ ยกเว้น ANAN ซึ่งมีพอร์ตคอนโดฯ เป็นหลัก และปีนี้มีโครงการส่งมอบคอนโดฯ ใหม่ ทำให้เป้าหมายโอนฯ ต้องเน้นการขายสต็อกโครงการเดิมเป็นอย่างเดียว ถือเป็นเรื่องที่ทำหาย

ยอด Backlog รวม 2.33 แสนล้านบาท ที่มีกำหนดส่งมอบรายปี



ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

สัดส่วน Backlog(ไม่รวม JV) เทียบกับเป้าหมายโอนฯ ปี 2564



ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประสิทธิภาพทำกำไรที่ดีขึ้น จะช่วยหนุนกำไรกลุ่มปีโต 10% yoy

ประสิทธิภาพทำกำไรปี 2564 คาดมีแนวโน้มดีขึ้นจากปีก่อนที่เน้นกลยุทธ์ด้านราคาเป็นหลัก ส่งผลให้ Gross margin เฉลี่ยของกลุ่มฯ ปีที่ผ่านมา หดตัวแรงจากอดีตที่ทำได้ระดับ 33-35% เหลือ 30.7% และแม้ภาพตลาดอสังหาฯ ปีนี้ยังเผชิญกับการแข่งขันสูงต่อเนื่อง แต่เชื่อว่าผู้ประกอบการสามารถรับมือได้ ประกอบกับการมุ่งเน้นในสินค้าแนวราบมากขึ้น บวกกับการควบคุมต้นทุนการก่อสร้าง และการใช้โปรโมชันที่ไม่หนักหน่วงเหมือนปีที่ผ่านมา ทำให้ประเมิน Gross Margin ปีนี้จะดีขึ้นอยู่ที่ 31.4% ขณะที่แผนการคุมค่าใช้จ่ายขายบริหารอย่างเข้มงวดเหมือนที่ผ่านมา ผ่านการใช้สื่อการตลาดแบบออนไลน์มากขึ้น คาดทำให้ SG&A/Sales ลดลงเหลือ 18.7% จาก 19% งวดปีก่อน (ลงจาก 19.3% ปี 2562)

อีกปัจจัยที่มีบทบาทสำคัญต่อกำไรกลุ่มอสังหาฯ คือ ส่วนแบ่งกำไร (ขาดทุน) บริษัทร่วมซึ่งช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2561-2563) อยู่ระดับสูงเฉลี่ย 8-9 พันล้านบาท/ปี คิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 20% ของกำไรปกติกลุ่มฯ(ปี 2563 สัดส่วนเพิ่มเป็นเกือบ 30% จากปี 2561-2562 ที่เฉลี่ย 21% จากฐานกำไรปกติที่ต่ำลงมาในปีก่อน) โดยส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วมของกลุ่มฯ หลัก ๆ มาจาก

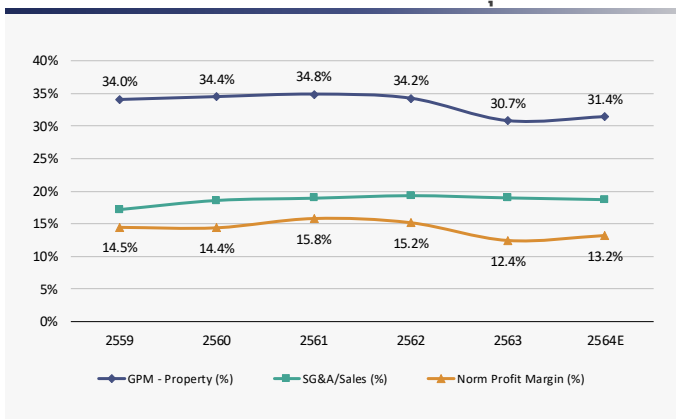
- 1) กลุ่มบริษัท LH และ QH ที่มีการลงทุนในธุรกิจอื่น เช่น ธนาคารพาณิชย์ (LHFG), คำปลีก (HMPRO) และ Property/REIT เป็นต้น ซึ่งทั้ง 2 บริษัทดังกล่าวรับรู้ส่วนแบ่งกำไรรวมกันปีละ 4-5 พันล้านบาท (หรือมากกว่า 50% ของส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วมทั้งหมด)
- 2) การลงทุนในธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัย ผ่านการร่วมทุนกับ Partner (ส่วนใหญ่เป็นกลุ่มพันธมิตรญี่ปุ่น) ในการพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยร่วมกัน (ส่วนใหญ่เป็น

คอนโดฯ) ถือเป็นรูปแบบธุรกิจที่ได้รับความนิยมมากขึ้นในตลาดอสังหาฯ จากเดิมเริ่มต้นเพียง 1-2 ราย ก่อนเพิ่มเป็น 8 ราย (ณ สิ้นปี 2563) คาดมีแนวโน้มมากขึ้นในอนาคต เนื่องจากรูปแบบการทำ JV ช่วยลดความเสี่ยงด้านการลงทุนให้กับผู้ประกอบการ (ผู้ประกอบการส่วนใหญ่ถือสัดส่วนลงทุน 51%) ดังนั้นรูปแบบการทำ JV ที่จะมีมากขึ้น ย่อมมีผลต่อการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วม โดย ณ สิ้นปี 2563 มีผู้ประกอบการราย 8 บริษัทดำเนินการร่วมทุนกับพันธมิตรต่างชาติในการพัฒนาโครงการคอนโดฯ ร่วมกันแล้วทั้งสิ้น 66 โครงการ คิดเป็นมูลค่าโครงการรวม 2.64 แสนล้านบาท และมี Backlog รวม 8.55 หมื่นล้านบาท

แม้ปี 2564 คาดส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วมของ LH และ QH มีแนวโน้มฟื้นตัวจากฐานต่ำในปีที่ผ่านมา แต่ทิศทางส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วมของ AP, ANAN, SENA และ SIRI ที่คาดว่าจะอ่อนตัวลงจากฐานสูงปีก่อน และการโอนฯ กรรมสิทธิ์โครงการ JV ที่ลดลงในปีนี้ ทำให้ประเมินภาพรวมส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วมของกลุ่มฯ จะใกล้เคียงปีก่อนที่ระดับ 8.5 พันล้านบาท ภายใต้โครงสร้างประกอบทั้งหมด จึงประเมินกำไรปกติกลุ่มฯ ปี 2564 เท่ากับ 3.2 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 10% YoY หลังจากหดตัวติดต่อกันมาเป็นระยะเวลา 2 ปี (ปี 2562 กำไรหดตัว 8% yoy และ 24% ในปี 2563)

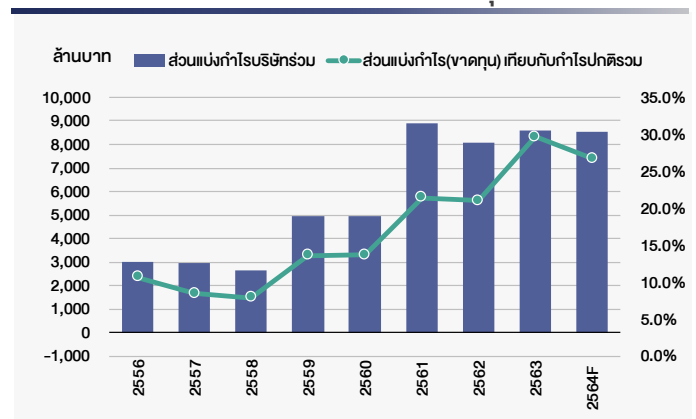
หากพิจารณารายบริษัท คาดมีผู้ประกอบการ 5 ราย เติบโตได้ดีกว่ากลุ่มฯ นำโดย ANAN, SPALI, ORI, QH, และ LH คาดการณ์กำไรเติบโตเฉลี่ย 62%, 43%, 16%, 16% และ 14% yoy ตามลำดับ ทั้งนี้จากกำหนดการเปิดโครงการแนวราบใหม่ และการโอนกรรมสิทธิ์คอนโดฯ ใหม่ที่จะสร้างเสร็จปีนี้ ซึ่งส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นใน 2H64 คาดทำให้น้ำหนักของกำไรกลุ่มฯ 2H64 จะดีกว่า 1H64

ประสิทธิภาพการดำเนินงานของกลุ่มฯ



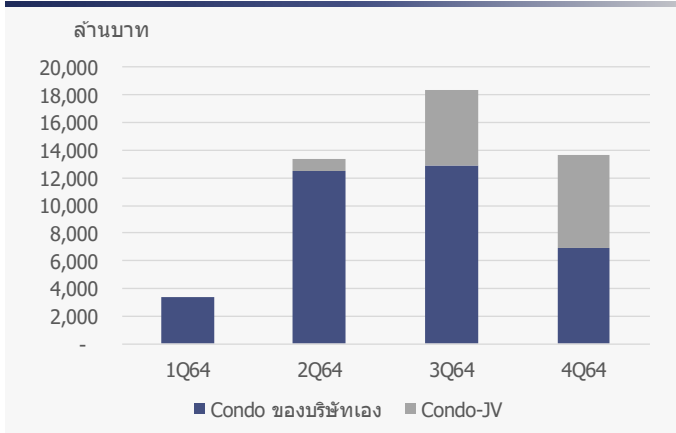
ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วมของกลุ่มฯ



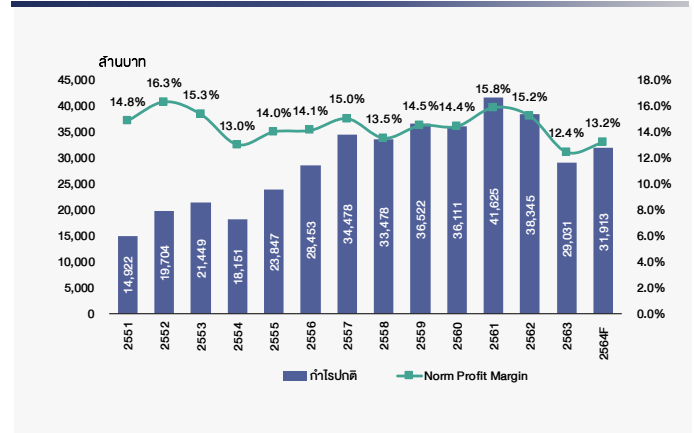
ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

มูลค่า Backlog ของคอนโดฯ ใหม่ที่กำหนดเสร็จปี 2564



ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ทิศทางกำไรปกติกลุ่มฯ



ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

สถานะการเงินยังไร้ปัญหา คงรักษา Net Gearing 1 เท่า

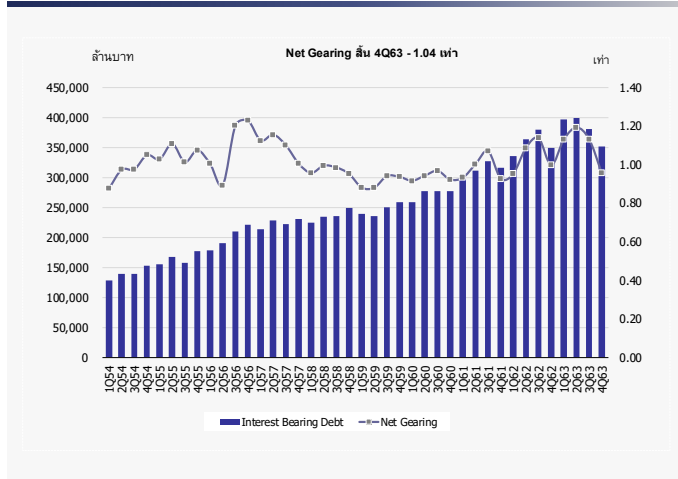
แม้รอบปี 2563 ผลกระทบจากการระบาดของโควิด-19 นำไปสู่ความกังวลในเรื่องปัญหาสภาพคล่องทางการเงินของกลุ่มผู้ประกอบการอสังหาฯ แต่ด้วยความสามารถในการปรับตัวได้ทันที ตอบรับกับทุกสถานการณ์ที่เกิดขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการชะลอซื้อที่ดิน หรือเลื่อนเปิดโครงการใหม่ รวมถึงหันมาเน้นการระบายสต็อกโครงการเดิมเพื่อรักษากระแสเงินสด และการหาพันธมิตรใหม่ในการร่วมทุน เพื่อลดการก่อกวนของบริษัทยุติกัน เป็นต้น ถือเป็นแนวทางในการบริหารความเสี่ยงด้านการเงิน โดยหากพิจารณาสถานะการเงินของผู้ประกอบการกลุ่มพัฒนาที่อยู่อาศัยที่ฝ่ายวิจัยดูแล 17 ราย ซึ่งส่วนใหญ่ถือเป็นผู้ประกอบการรายกลาง-ใหญ่ พบว่ายังมีฐานะการเงินอยู่ในเกณฑ์ดี เพราะหากพิจารณาอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วัดความเสี่ยงธุรกิจ คือ อัตราหนี้สินต่อทุนสุทธิ (Net Gearing) ณ สิ้นปี 2563 คงอยู่ที่ระดับ 1.04 เท่า ใกล้เคียงสิ้นปี 2562

โครงสร้างการเงินของกลุ่มฯ ณ สิ้นปี 2563 พบว่าใน 17 บริษัทมีภาระหนี้ที่มีดอกเบี้ยจ่ายรวม 3.66 แสนล้านบาท แยกเป็น 2.19 แสนล้านบาทในรูปแบบหุ้นกู้ และ 1.47 แสนล้านบาท จากเงินกู้ธนาคาร โดยแม้ปีที่ผ่านมา ตลาดหุ้นกู้มีความผันผวนจากความกังวลเรื่องปัญหาสภาพคล่อง กดดันต่อการออกหุ้นกู้ใหม่ของผู้พัฒนาอสังหาฯ ทำให้สถานะคงค้างของหุ้นกู้ปี 2563 ลดลงจากปี 2562 ที่มียอดรวม 2.4 แสนล้านบาท แต่หากพิจารณาสัดส่วนหุ้นกู้ต่อภาระหนี้ที่มีดอกเบี้ยจ่ายรวมปี 2563 ยังคิดเป็นสัดส่วนหลักเกือบ 60% สะท้อนหุ้นกู้ยังคงเป็นแหล่งเงินทุนหลักของผู้ประกอบการอสังหาฯ

อย่างไรก็ดีนอกเหนือจากภาระหนี้ในงบการเงินแล้ว ยังมีสิ่งที่ต้องติดตามเพิ่มเติมในการวิเคราะห์ฐานะการเงินของผู้ประกอบการอสังหาฯ ในยุคนี้คือ ธุรกรรมนอกงบดุล (Off-Balance Sheet) ในรูปแบบการพัฒนาโครงการร่วมทุน (JV- Joint Venture) ซึ่งปัจจุบันกลุ่มผู้ประกอบการอสังหาฯ ไทยหลายราย จัดตั้งบริษัทร่วมทุนใหม่ (ปกติถือสัดส่วนลงทุน 51%) เพื่อพัฒนาคอนโดฯ ร่วมกับพันธมิตรต่างชาติ ถือเป็นทางเลือกความเสี่ยงในการทำธุรกิจเอง ซึ่งในทางบัญชีการดำเนินงานของโครงการ JV จะไม่ถูกบันทึกในงบดุล (สินทรัพย์และ

หนี้สิน) และงบกำไรขาดทุนของบริษัท (รายได้และกำไร) แต่จะรับรู้เป็นเพียงส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจากกิจการร่วมทุนตามสัดส่วนการลงหุ้นแทน ทำให้บางบริษัทไม่สามารถสะท้อนสถานะการเงินที่แท้จริงในบัญชีงบดุลของบริษัทเองได้

โครงสร้างการเงินรายไตรมาส



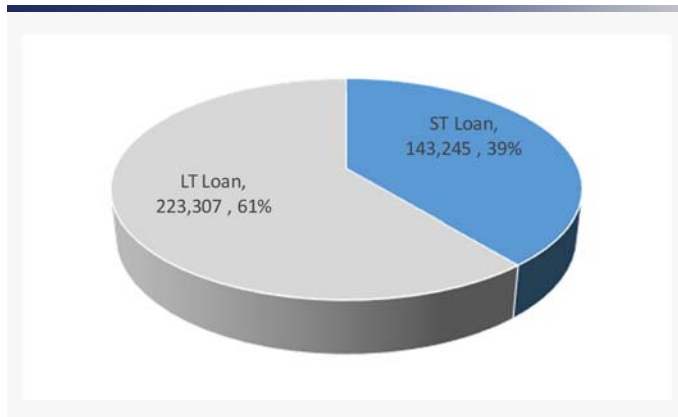
ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

โครงสร้างการเงินของผู้ประกอบการแต่ละรายสิ้น 4Q63

	ST Debt (ล้านบาท)	Int. Bearing Debt (ล้านบาท)	% ST/Total (ล้านบาท)	Debtenture (ล้านบาท)	% Debtenture/Int Bearing Debt	Net Gearing (เท่า)
AP	7,832	23,498	33.3%	17,850	76.0%	0.71
LH	16,836	63,079	29.9%	33,600	53.3%	1.12
LPN	6,588	8,767	75.1%	4,148	47.3%	0.66
MID	5,090	10,593	48.0%	6,094	57.5%	1.60
MK	4,202	9,620	43.7%	5,825	60.6%	1.40
ANAN	12,797	28,069	45.6%	18,944	67.5%	2.54
PF	12,336	33,583	36.7%	22,758	67.8%	2.26
PRIN	1,395	3,455	40.4%	1,907	55.2%	0.71
PSH	8,572	25,639	33.4%	22,000	85.8%	0.56
OH	6,658	17,974	37.0%	12,095	67.3%	0.58
SC	12,322	21,249	58.0%	7,745	36.4%	0.90
SIRI	16,651	61,134	27.2%	36,635	59.9%	1.79
SPALI	14,956	21,332	70.1%	9,835	46.1%	0.55
SENA	3,645	9,594	38.0%	6,855	71.4%	0.90
RML	332	3,177	10.5%	1,423	44.8%	0.59
ORI	9,190	16,618	55.3%	6,538	39.3%	1.39
NOBLE	1,843	9,171	20.1%	4,733	51.6%	1.25
Total	143,245	366,552	39.1%	218,985	59.7%	1.04

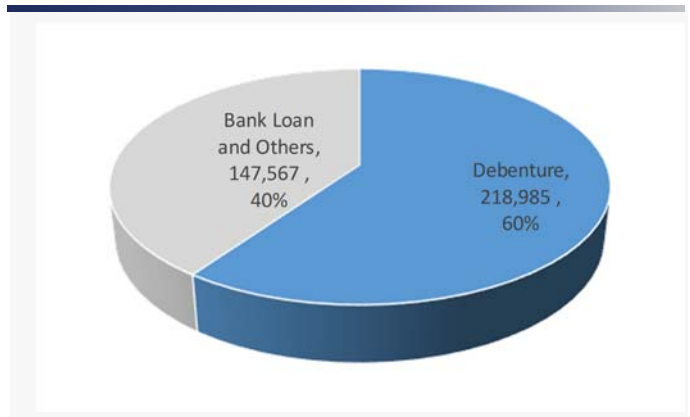
ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ภาระหนี้ที่มีดอกเบี้ยจ่ายสิ้นปี 2563 รวม 3.66 แสนล้านบาท



ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ภาระหนี้ที่มีดอกเบี้ยจ่ายสิ้นปี 2563 รวม 3.66 แสนล้านบาท



ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ปรับเป็น “เท่ตลาด”....เลือก SPALI, ORI และ LH หุ่นเด่น

จากฐานกำไรปกติกลุ่มฯ ปี 2564 จะฟื้นตัวจากจุดต่ำในปี 2563 และพลิกกลับมาเติบโตระดับ 10% yoy จากที่หดตัวมา 2 ปีติดต่อกันเมื่อปี 2562 และ 2563 ขณะที่การลงทุนหุ้นในกลุ่มฯ ยังมี Sentiment บวกที่จะหนุนต่อราคา ทั้งในเรื่องความน่าสนใจของเงินปันผลระดับมากกว่า 4% ต่อปี, ทิศทางผลประกอบการรายไตรมาสที่จะปรับตัวดีขึ้น ตามการเปิดโครงการใหม่ และโอนฯ กรรมสิทธิ์คอนโดฯ ใหม่ รวมถึงความหวังในการเปิดประเทศเพื่อรับนักท่องเที่ยวต่างชาติ ย่อมเอื้อต่อการซื้อและโอนฯ ที่อยู่อาศัย โดยเฉพาะคอนโดฯ ทำให้ฝ่ายวิจัยปรับเพิ่มคำแนะนำลงทุนเป็น “เท่กับตลาด” สำหรับกลุ่มฯ และในการประเมินมูลค่าหุ้น ปรับเพิ่มระดับ PER จากเดิม 6-7 เท่า เป็น 7-8 เท่า ตามตารางด้านล่าง

โดยกลยุทธ์ลงทุนหุ้นรอบนี้ คงใช้หลักการ Selective Buy หุ้นที่มีแนวโน้มกำไรเติบโตมากกว่ากลุ่มฯ, พื้นฐานธุรกิจแข็งแกร่ง, Backlog สูง และ บັນผลมากกว่า 5% ต่อปี ได้แก่ SPALI (FV@B25.50), ORI (FV@B9.55) และ LH (FV@B9.65)

การประเมินมูลค่าราคาหุ้นในกลุ่มฯ

	เดิม		ใหม่	
	FV (บาท)	PER (X)	FV (บาท)	PER (X)
AP	8.10	7	9.25	8
LH	9.65	SOTP	9.65	SOTP
LPN	3.44	7	3.94	8
ANAN	1.00	7	1.14	8
PSH	9.40	7	10.70	8
QH	2.76	SOTP	2.76	SOTP
SC	2.96	7	3.38	8
SIRI	0.71	7	0.81	8
SPALI	25.50	9	25.50	9
SENA	4.00	6	4.67	7
ORI	8.35	7	9.55	8
NOBLE	7.60	6	8.85	7

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

กำหนดการขึ้นเครื่องหมาย XD ของหุ้นในกลุ่มฯ

บริษัท	เงินปันผล (บาท/หุ้น)	สำหรับงวด	Div Yield (%)	XD
QH	0.08	2H63	3.2%	28 เม.ย. 64
SPALI	0.50	2H63	2.3%	29 เม.ย. 64
SC	0.18	2563	5.6%	30 เม.ย. 64
LH	0.30	2H63	3.6%	6 พ.ค. 64
ORI	0.39	4Q63	4.6%	7 พ.ค. 64
NOBLE	0.50	2H63	5.9%	10 พ.ค. 64
AP	0.45	2563	5.5%	11 พ.ค. 64
SENA	0.19	2H63	4.3%	11 พ.ค. 64

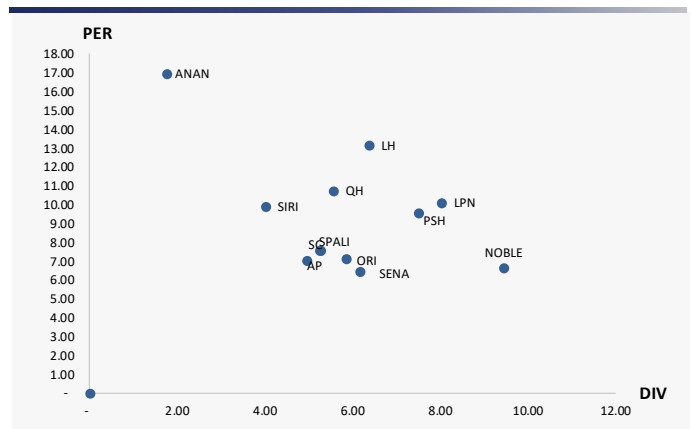
ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

สรุปคำแนะนำหุ้นในกลุ่มอสังหาฯ

Rec.	15-Apr-21			2564F				Div Yield (%)
	Close (B)	Fair value (B)	Upside (%)	EPS (B)	PER (X)	PBV (X)		
AP	ซื้อ	8.15	9.25	14%	1.16	7.0	0.8	4.97
LH	ซื้อ	8.35	9.65	16%	0.63	13.2	1.9	6.38
LPN	Switch	4.98	3.94	-21%	0.49	10.1	0.7	8.03
ANAN	ขาย	2.42	1.14	-53%	0.14	17.0	0.5	1.77
PSH	Switch	12.90	10.70	-17%	1.34	9.6	0.6	7.50
QH	ซื้อ	2.48	2.76	11%	0.23	10.8	1.0	5.57
SC	ซื้อ	3.22	3.38	5%	0.42	7.6	0.7	5.25
SIRI	Switch	1.01	0.81	-20%	0.10	9.9	0.4	4.02
SPALI	ซื้อ	21.50	25.50	19%	2.83	7.6	1.1	5.27
SENA	ซื้อ	4.32	4.67	8%	0.67	6.5	0.8	6.18
ORI	ซื้อ	8.55	9.55	12%	1.19	7.2	1.6	5.86
NOBLE	ซื้อ	8.45	8.85	5%	1.27	6.7	1.8	9.44

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

PER ช้อย และ Div Yield ปี 2564



ที่มา: รวบรวมโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส