



กี มานิตสุภวงษ์  
Fundamental Analyst

นรภัทร เหลืองสมบุญรัตน์  
Assistant Analyst  
✉ Norrapat.Lu@lhsec.co.th  
☎ 02 055 5137

THAILAND | INITIAL PUBLIC OFFERING

# Ornsirin Holding Plc.

บริษัท ออร์สิริน โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)

RATING	N/A	CLOSE	IPO	VALUE	N/A	TICKER	ORN
CHANGE	INITIATION	TARGET	1.82	MOMENTUM	N/A	INDUSTRY	PROP
UPSIDE	22.1%	VALUATION	1.02x PBV24F	ACTION	N/A	MARKET	SET

## ประเด็นการลงทุน

- ORN ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ท้องถิ่นรายใหญ่ในเชียงใหม่ที่มีประสบการณ์มานานกว่า 17 ปี ก่อตั้งในปี 2549 โดยผู้ก่อตั้งมีประสบการณ์จากการค้าที่ดินเปล่าในจังหวัดเชียงใหม่มาก่อน หลังก่อตั้ง ORN เริ่มหันมาเน้นพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายทั้งโครงการแนวราบและคอนโด ด้วยความชำนาญในการคัดเลือกที่ดินของผู้ก่อตั้ง ทำให้บริษัทพัฒนาโครงการต่าง ๆ บนทำเลที่ดีใกล้ตัวเมือง หรือถนนเส้นหลัก และราคาที่ดินที่ถูกกว่าคู่แข่งรายอื่นจากการทยอยซื้อสะสมที่ดินทำเลดีในจังหวัดเชียงใหม่อย่างต่อเนื่อง โดยปัจจุบันบริษัทมีที่ดินรอการพัฒนาถึง 613 ไร่ ที่ได้รับที่กมมูลค่าทางบัญชีไว้ด้วยราคาทุนซึ่งต่ำกว่าราคาประเมินถึง 1.29 พันลบ. พร้อมรองรับการพัฒนาโครงการใหม่ ๆ ขณะที่รายได้หลักมาจากการขายอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอยู่อาศัยสัดส่วน 99% ของรายได้รวม ซึ่งอยู่ในพื้นที่จังหวัดเชียงใหม่ทั้งหมด อีก 1% เป็นรายได้ค่าเช่าที่ดินเพื่อการเกษตร อาคารพาณิชย์ ร้านค้าภายในคอนโด
- แม้สถานการณ์ COVID-19 ส่งผลให้ชะลอการเปิดโครงการใหม่ในปี 63-64 แต่กำไรยังเติบโตอย่างโดดเด่นในปี 65 จากคอนโดสร้างเสร็จเริ่มโอน จากสถานการณ์ Covid-19 ทำให้ในปี 63-64 ชะลอการเปิดโครงการใหม่ ทั้งนี้ในปี 63 มีคอนโดที่ Presale ในปี 61 สร้างเสร็จพร้อมโอน 1 โครงการ ส่งผลให้รายได้ปี 63 เติบโต +90%YoY มาอยู่ที่ 863 ลบ. แต่จุดให้รายได้ปี 64 ลดลง -21%YoY เหลือเพียง 686 ลบ. ซึ่งส่วนใหญ่มาจากยอดขายและปิดโอนโครงการที่สร้างเสร็จในสต็อกเดิมเป็นหลัก เป็นผลให้มีกำไรสุทธิปี 63 +129%YoY มาอยู่ที่ 129 ลบ. ก่อนลดลง -42%YoY เหลือ 75 ลบ. ในปี 64 ขณะในปี 65 รายได้กลับเติบโตโดดเด่น +125%YoY มาอยู่ที่ 1.54 พันลบ. หลักๆ จากมีโครงการคอนโดหรูขนาดใหญ่ ดี แอสตรา สกายริเวอร์ มูลค่า 2.3 พันลบ. ที่เริ่ม Presale ตั้งแต่ปี 62 สร้างเสร็จพร้อมโอนใน 4Q65 เป็นผลให้กำไรสุทธิปี 65 เติบโต +273%YoY ปิดที่ 281 ลบ.
- คาดการณ์กำไรปี 66 ลดลงจากฐานสูงในปีก่อนหน้า และจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปี 67 ในปี 66 รับรู้รายได้จาก Backlog คอนโด ดี แอสตรา สกายริเวอร์ ที่มาโอนใน 1Q66 ทั้งหมดเป็นหลัก ขณะโครงการแนวราบ 9 เดือนแรก เป็นโครงการเดิมซึ่งมีการทยอยขายเฟสใหม่ ๆ ส่วนโครงการแนวราบใหม่ 3 โครงการจะเปิดตัวใน 4Q66 ซึ่งจะช่วยให้กำไรใน 4Q66 ฟื้นตัวชัดเจนขึ้น เป็นผลให้คาดการณ์รายได้ในปี 66 ลดลง -7.4%YoY ก่อนที่จะฟื้นตัวอย่างโดดเด่น +27.7%YoY ในปี 67 จากการรับรู้รายได้เพิ่มเติมจากโครงการแนวราบที่เปิดใน 4Q66 3 โครงการ และแผนการเปิดโครงการแนวราบ 3 โครงการในปี 67 บวกกับคอนโด Low Rise ที่เปิดตัว 3Q66 สร้างเสร็จพร้อมโอนในปี 67 2 โครงการ มูลค่ารวม 465 ลบ. ขณะที่ค่า GPM จะลดลงจาก 44% ในปี 65 มาทรงตัวที่ระดับ 41% ในปี 66-67 เพราะรับรู้รายได้ส่วนใหญ่มาจากโครงการแนวราบซึ่งมีมาร์จิ้นต่ำกว่าคอนโด เป็นผลให้คาดการณ์กำไรสุทธิปี 66 ที่ 227 ล้านบาท -19.2%YoY ก่อนจะฟื้นตัว +45.2%YoY ในปี 67 ที่ 330 ลบ.

## STOCK INFORMATION

IPO Shares (m)	406.5
Offering Price (Bt)	1.49
Paid-up Capital (Btm)	Before IPO After IPO
	1,093.5 1,500.0
Par @Bt 1.00	
Subscription Date	18-20 Oct 2023
First Day Trading	30-Oct-23
Lead Underwriter	Phillip Securities / UOBKH
Financial Advisor	Asset Pro Management

## MAJOR SHAREHOLDERS

	ก่อน IPO	หลัง IPO
1) บริษัท ชัยจิตร (1993) จำกัด *	70.41%	51.33%
2) นายปริศนกร บวรบุญปกรณ์	12.00%	8.75%
3) นางสาวอรรสิริน บวรบุญปกรณ์	12.00%	8.75%
4) นางสาวอรอนงค์ อุดมศิริธำรง	5.04%	3.67%
5) กลุ่มครอบครัวพาณิชย์ศาล	0.29%	0.21%
6) นางสาวสมจิตร บวรบุญปกรณ์	0.16%	0.12%
7) นางสาวเยาวเรศ บวรบุญปกรณ์	0.08%	0.06%
8) ประชาชนทั่วไป	-	27.10%

\* บริษัท ชัยจิตร (1993) จำกัด ถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นลำดับที่ 2 และ 3

## BUSINESS DESCRIPTION

บริษัทประกอบธุรกิจลงทุนถือหุ้นบริษัทอื่น (Holding Company) ปัจจุบันมีการลงทุนในกลุ่มธุรกิจหลักเฉพาะธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property Developer) ประเภทที่อยู่อาศัยเพื่อขาย ทั้งโครงการแนวราบ และโครงการคอนโดมิเนียม

## DIVIDEND POLICY

บริษัทฯ มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการหลังจากหักเงินสำรองต่างๆ ทุกประเภทตามที่กำหนดไว้ในข้อบังคับของบริษัทฯ และตามกฎหมาย อย่างไรก็ตามการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวจะขึ้นอยู่กับแผนการลงทุน และการขยายธุรกิจของบริษัทฯ รวมทั้งความจำเป็นและความเหมาะสมอื่น ๆ ในอนาคต

บริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) ได้รับการแต่งตั้งเป็นผู้ร่วมจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัท ออร์สิริน โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

การจัดทำบทวิเคราะห์นี้เพื่อเผยแพร่ข้อมูลเท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของนักลงทุน

## การประเมินมูลค่า

- ประเมินราคาเป้าหมายปี 67 ที่ 1.82 บาท โดยอิงค่าเฉลี่ย PBV หุ่นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการขาย 10 บริษัทรายใหญ่ที่ 1.02 เท่า มี Upside 22.1% จากราคา IPO

## ปัจจัยเสี่ยง

- การระงับตัวของโครงการในพื้นที่จังหวัดเชียงใหม่ แนวโน้มต้นทุนในการพัฒนาโครงการที่เพิ่มขึ้น การขาดแคลนผู้รับเหมาก่อสร้าง การพึ่งพิงแหล่งเงินทุนจากสถาบันการเงิน ต้นทุนที่เพิ่มขึ้นตามค่าแรงและวัสดุก่อสร้าง

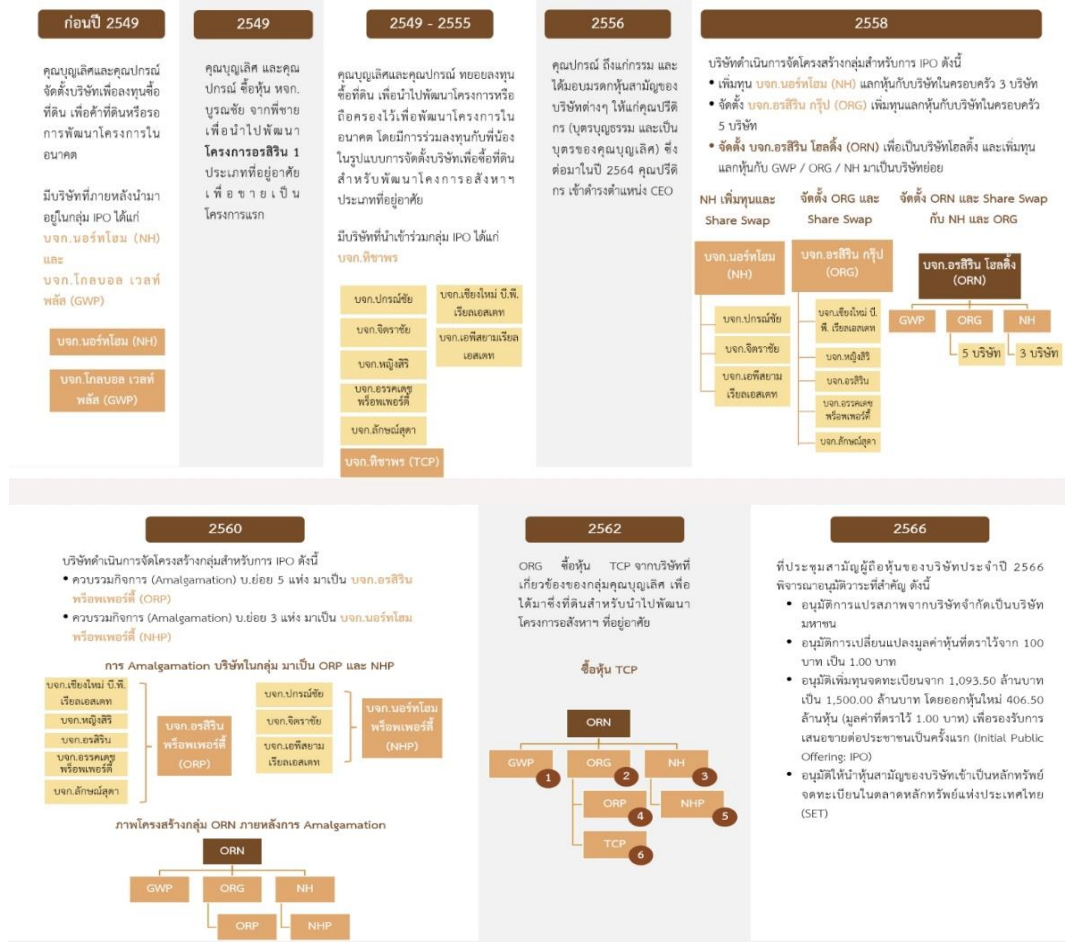
## FORECASTS & VALUATION

FY (Dec 31)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Revenue of Real Estate (Btm)	863	678	1,534	1,420	1,814
Net Profit (Btm)	129	75	281	227	330
Fully Diluted EPS (Bt)	0.12	0.07	0.26	0.15	0.22
Net Profit Growth (%)	246.3%	-41.6%	273.3%	-19.2%	45.2%
DPS (Bt)	0.00	0.05	0.00	0.35	0.09
P/E (x)	12.6	21.7	5.8	9.9	6.8
D/P (%)	0.0%	3.4%	0.0%	23.8%	5.9%
BV (Bt)	1.70	1.72	1.98	1.66	1.79
P/B (x)	0.87	0.86	0.75	0.90	0.83
ROE (%)	7.2%	4.0%	13.9%	9.7%	12.7%

Source: Company, LHSEC Estimates

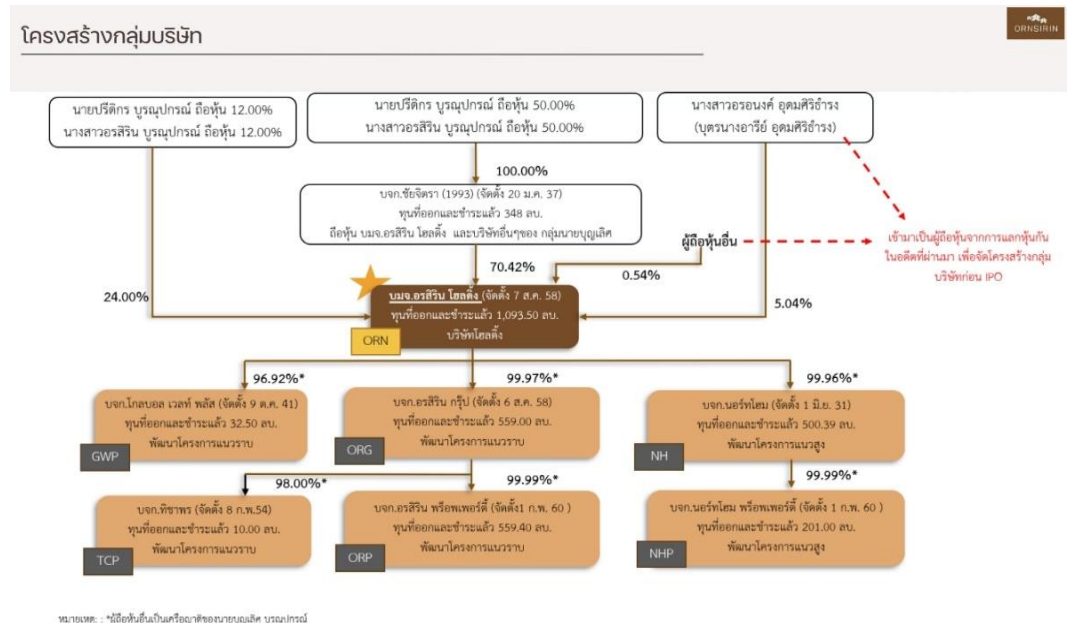
\*DPS66F เป็นคาดการณ์จ่ายปันผลจากกำไรสะสมก่อน IPO และค่าปี 66 จะจ่ายปันผลหลัง IPO

ประวัติความเป็นมา



Source: Company

โครงสร้างธุรกิจ



Source: Company

## ภาพรวมการประกอบธุรกิจ

บริษัท ออร์สิริน โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) (“บริษัท” หรือ “ORN”) ประกอบธุรกิจถือหุ้นในบริษัทอื่น (Holding Company) ปัจจุบันมีการลงทุนในกลุ่มธุรกิจหลักเฉพาะธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property Developer) ประเภทที่อยู่อาศัยเพื่อขาย (ปัจจุบันโครงการทั้งหมดอยู่ในพื้นที่จังหวัดเชียงใหม่) ทั้งโครงการอสังหาริมทรัพย์แนวราบ ได้แก่ บ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์โฮม และโครงการคอนโดมิเนียม ได้แก่ คอนโดมิเนียม Low Rise และคอนโดมิเนียม High Rise

กลุ่มลูกค้าของบริษัทแบ่งเป็น 1) กลุ่มคนไทยที่อาศัยอยู่ในจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลัก ที่ต้องการซื้ออสังหาริมทรัพย์เพื่อเป็นที่พักอาศัยถาวร 2) กลุ่มคนไทยจากจังหวัดอื่นๆ ที่ต้องการซื้ออสังหาริมทรัพย์เพื่อเป็นที่อยู่อาศัยถาวรหรือชั่วคราว ที่พักตากอากาศ เพื่อการลงทุน หรือเพื่อการทำการค้าเชิงพาณิชย์ และ 3) กลุ่มชาวต่างชาติที่มีความต้องการซื้ออสังหาริมทรัพย์เพื่อเป็นที่พักอาศัย หรือเพื่อการลงทุน ซึ่งบริษัทมีผลิตภัณฑ์ที่ครอบคลุมกลุ่มเป้าหมายที่หลากหลาย มีราคาที่สุดตรงกับความสามารถและกำลังซื้อของแต่ละกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย ซึ่งแบ่งออกได้เป็น 10 แบรินด์หลัก ดังนี้

## ลักษณะผลิตภัณฑ์

กลุ่มแบรนด์	ประเภทสินค้า	ช่วงราคา	กลุ่มลูกค้าเป้าหมาย
ORNSIRIN VILLE	ทาวน์โฮม, บ้านแฝด	2.5 – 4.0 ล้านบาท	ผู้ต้องการอาศัยใกล้เมืองหรือทำงานในเมือง อายุ 25-45 ปี รายได้ครอบครัวตั้งแต่ 35,000 - 60,000 บาท โดยเป็นกลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลัก และจังหวัดใกล้เคียง
BELIVE	บ้านเดี่ยว, บ้านแฝด	3.0 – 8.0 ล้านบาท	ผู้ต้องการแยกครอบครัวหรือเริ่มต้นครอบครัว อายุ 30-45 ปี รายได้ครอบครัวตั้งแต่ 60,000 - 80,000 บาท โดยเป็นกลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลัก คนกรุงเทพฯ และจังหวัดใกล้เคียง
ORNSIRIN	บ้านเดี่ยว	2.0 – 5.0 ล้านบาท	คนที่ต้องการแยกครอบครัวหรือเริ่มต้นครอบครัว อายุ 35-50 ปี รายได้ครอบครัวตั้งแต่ 60,000 - 80,000 บาท - สำหรับโครงการใหม่ตั้งแต่ปี 2561 เป็นต้นไป กลุ่มบริษัทจะไม่ใช้ชื่อแบรนด์ “ออร์สิริน” แต่จะพัฒนาโครงการใหม่ภายใต้ชื่อแบรนด์อื่นๆ เพื่อให้สื่อถึงความชัดเจนในกลุ่มผลิตภัณฑ์มากขึ้น
HABITAT	บ้านเดี่ยว	5.0 – 15.0 ล้านบาท	ครอบครัวใหญ่หรือมีตั้งแต่ 3 เจเนอเรชัน อายุ 35-50 ปี รายได้ครอบครัวตั้งแต่ 80,000 - 150,000 บาท โดยเป็นกลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลัก คนกรุงเทพฯ และจังหวัดใกล้เคียง
THE SCAPE	บ้านเดี่ยว	20.0 – 35.0 ล้านบาท	นักธุรกิจหรือเจ้าของกิจการที่ต้องการวางรังแห่งความสำราญให้กับชีวิต อายุ 35-55 ปี รายได้ครอบครัวตั้งแต่ 200,000 บาทขึ้นไป โดยเป็นกลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่และคนกรุงเทพฯเป็นหลัก และจังหวัดใกล้เคียง
URBAN MYX	อาคารพาณิชย์	4.0 – 8.0 ล้านบาท	เจ้าของกิจการ อายุ 35-50 ปี รายได้ครอบครัวตั้งแต่ 60,000 - 80,000 บาท โดยเป็นกลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลักและจังหวัดใกล้เคียง
Business Center	อาคารพาณิชย์	2.0 – 8.0 ล้านบาท	เจ้าของกิจการ อายุ 30-45 ปี รายได้ครอบครัวตั้งแต่ 35,000 - 65,000 บาท โดยเป็นกลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลักและจังหวัดใกล้เคียง - สำหรับโครงการใหม่ตั้งแต่ปี 2561 เป็นต้นไป กลุ่มบริษัทจะไม่ใช้ชื่อแบรนด์ “บิสซิเนสเซ็นเตอร์” แต่จะพัฒนาโครงการอาคารพาณิชย์ภายใต้ชื่อแบรนด์ “เออร์บีวัน มิกซ์” เพียงแบรนด์เดียว
The Next CONDOMINIUM	คอนโดมิเนียม	1.5 - 3.5 ล้านบาท	กลุ่มผู้เริ่มทำงาน ต้องการอาศัยในเมือง อายุ 25-40 ปี รายได้ครอบครัวตั้งแต่ 25,000 - 40,000 บาท โดยเป็นกลุ่มชาวต่างชาติ กลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลัก และจังหวัดใกล้เคียง
ARISE	คอนโดมิเนียม	1.7 – 5.0 ล้านบาท	กลุ่มผู้ทำงานในเมือง อายุ 25-40 ปี รายได้ครอบครัวตั้งแต่ 30,000 - 60,000 บาท โดยเป็นกลุ่มชาวต่างชาติ กลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลัก คนกรุงเทพฯ และจังหวัดใกล้เคียง
ASTRA	คอนโดมิเนียม	3.0 – 17.0 ล้านบาท	นักธุรกิจและกลุ่มผู้ทำงานในเมือง อายุ 35-55 ปี รายได้ครอบครัวตั้งแต่ 50,000 - 200,000 บาท โดยเป็นกลุ่มชาวต่างชาติ กลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลัก คนกรุงเทพฯ และจังหวัดใกล้เคียง

Source: Company

หมายเหตุ : สำหรับโครงการใหม่ตั้งแต่ปี 2561 เป็นต้นไป บริษัทจะไม่ใช้ชื่อแบรนด์ “ออร์สิริน” แต่จะพัฒนาโครงการใหม่ภายใต้ชื่อแบรนด์อื่นๆ เพื่อให้สื่อถึงความชัดเจนในกลุ่มผลิตภัณฑ์ และจะไม่ใช้ชื่อแบรนด์ “บิสซิเนสเซ็นเตอร์” แต่จะพัฒนาโครงการอาคารพาณิชย์ภายใต้ชื่อแบรนด์ “เออร์บีวัน มิกซ์” เพียงแบรนด์เดียว

## ผลิตภัณฑ์โครงการแนวราบ

โครงการแนวราบของบริษัทจะตั้งอยู่รอบนอกอำเภอเมืองจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลัก จึงมีพื้นที่ใช้สอย พื้นที่ส่วนกลางที่กว้างขวางและครบครัน รวมถึงบรรยากาศที่สงบ ท่ามกลางพื้นที่สีเขียวที่ร่มรื่น มีความเป็นส่วนตัว และมีระบบรักษาความปลอดภัยที่ได้มาตรฐาน ซึ่งบริษัทจะพัฒนาโครงการแนวราบบนที่ดินขนาด 10 ไร่ขึ้นไป เพื่อให้เกิดความคุ้มค่าต่อขนาด (Economy of scale) และตั้งอยู่ในทำเลที่สามารถเดินทางเข้าตัวเมืองเชียงใหม่ได้อย่างสะดวกเป็นหลัก บริษัทจะเน้นการพัฒนาโครงการตามกลยุทธ์ “บ้านพร้อมอยู่” หรือการสร้างเสร็จก่อนขาย โดยจำแนกโครงการแนวราบได้เป็น 3 ประเภท ดังนี้

1) บ้านเดี่ยว/บ้านแฝด

- **The Escape** บ้านเดี่ยวระดับลักซ์วิวิลสไตล์โมเดิร์นที่ผสมความหรูหราและความทันสมัยอย่างลงตัว โดยมีราคาขายตั้งแต่ 20-35 ล้านบาท เน้นกลุ่มลูกค้าเป้าหมายเป็นนักธุรกิจหรือเจ้าของกิจการที่มีรายได้ตั้งแต่ 200,000 บาทขึ้นไป



Source: Company

- **Habitat** เน้นการออกแบบเพื่อตอบโจทย์การอยู่ร่วมกันแบบครอบครัว และให้ความสำคัญของการสร้างพื้นที่ภายในบ้านสำหรับสมาชิกครอบครัว ราคาขายตั้งแต่ 5-15 ล้านบาท เน้นกลุ่มลูกค้าเป็นครอบครัวใหญ่หรือมีตั้งแต่ 3 เชนอ-เรชั่นที่มีรายได้ตั้งแต่ 80,000 -150,000 บาท



Source: Company

- **Belive** เน้นออกแบบโดยนำการตกแต่งในอดีตมาประยุกต์ให้ดูทันสมัยยิ่งขึ้น ซึ่งแต่ละโครงการจะออกแบบแตกต่างกันอย่างชัดเจน เพื่อตอบโจทย์ความต้องการของลูกค้าที่แตกต่างกัน สำหรับแบรนด์ Belive มีราคาขายตั้งแต่ 3-8 ล้านบาท โดยจะเน้นกลุ่มลูกค้าเป็นผู้ที่ต้องการแยกครอบครัว หรือเริ่มต้นครอบครัวที่มีรายได้ตั้งแต่ 60,000-80,000 บาท



Source: Company

- 2) ทาวน์โฮม บริษัทพัฒนาโครงการทาวน์โฮม ภายใต้ชื่อ “Ornsirin Ville” ซึ่งตั้งอยู่ในทำเลใกล้ตัวเมือง ภายใต้แนวคิด “ทาวน์โฮมคุณภาพที่ออกแบบฟังก์ชันได้อย่างลงตัว” โดยมีราคาขายตั้งแต่ 2.5-4 ล้านบาท เน้นกลุ่มลูกค้าเป็นผู้ที่อาศัยใกล้ตัวเมืองหรือทำงานในเมืองที่มีรายได้ตั้งแต่ 35,000-60,000 บาท



Source: Company

- 3) อาคารพาณิชย์ บริษัทพัฒนาโครงการอาคารพาณิชย์ภายใต้ชื่อ “Urban MYX” บนทำเลที่ตั้งติดถนนเส้นหลักที่การจราจรคับคั่งและใกล้ตัวเมืองหรือตลาด เพื่อตอบโจทย์เรื่องทำเลที่เหมาะสมแก่การประกอบธุรกิจ ซึ่งเป็นปัจจัยหลักในการเลือกซื้ออาคารพาณิชย์ของลูกค้า โดยมีราคาขายตั้งแต่ 4-8 ล้านบาท เน้นกลุ่มลูกค้าเป็นเจ้าของกิจการที่มีรายได้ตั้งแต่ 60,000-80,000 บาท



Source: Company

### ผลิตภัณฑ์คอนโดมิเนียม

บริษัทพัฒนาโครงการคอนโดมิเนียม ภายใต้ชื่อ “The Astra” “Arise” และ “The Next” โดยจะเน้นพัฒนาโครงการบนทำเลในตัวเมืองจังหวัดเชียงใหม่ ใกล้แหล่งชุมชน สถานที่ทำงาน ตลาด ห้างสรรพสินค้า เป็นต้น ด้านการออกแบบจะเน้นความหลากหลาย ใช้วัสดุที่มีคุณภาพ รวมถึงการมีบริเวณที่ใช้เป็นส่วนกลางที่ตอบโจทย์ไลฟ์สไตล์ของผู้อยู่อาศัย

- **The Astra** เป็นแบรนด์คอนโดมิเนียม High Rise ระดับบน โดยโครงการจะตั้งอยู่บนทำเลถนนช้างคลาน ซึ่งเป็นย่านธุรกิจในตัวเมืองจังหวัดเชียงใหม่ โดยมีราคาขายตั้งแต่ 3-17 ล้านบาท ราคาเฉลี่ย 84,000-105,000 บ./ตร.ม. เน้นกลุ่มลูกค้าเป็นนักธุรกิจและกลุ่มผู้ทำงานในเมือง รวมถึงชาวต่างชาติที่มีรายได้ตั้งแต่ 50,000-200,000 ล้านบาท



Source: Company

- **Arise** คอนโดมิเนียม High Rise ที่ออกแบบภายใต้แนวคิด “กลิ่นอายอารยธรรมล้านนา” โดยจะเน้นพัฒนาโครงการในย่านตัวเมือง มีราคาขายตั้งแต่ 1.7-5 ล้านบาท ราคาเฉลี่ย 68,000-104,000 บ./ตร.ม. กลุ่มลูกค้าเป้าหมายเป็นพนักงานในเมืองเชียงใหม่ที่มีรายได้ตั้งแต่ 30,000-60,000 บาท



Source: Company

- **The Next** คอนโดมิเนียม Low Rise ออกแบบสไตล์ ART DECO บนทำเลที่เข้าถึงได้สะดวกจากทุกมุมเมือง มีราคาขายตั้งแต่ 1.5-3 ล้านบาท ราคาเฉลี่ย 34,000-85,000 บ./ตร.ม. เน้นกลุ่มลูกค้าเป็นผู้เริ่มทำงานและต้องการอาศัยในเมืองที่มีรายได้ตั้งแต่ 25,000-40,000 บาท



Source: Company

โครงการที่อยู่ระหว่างการขายในปัจจุบัน

	PROJECT NAME	NUMBER OF UNITS	PROJECT VALUE (MB)	% SOLD
SINGLE DETACHED HOUSE	BELIVE (WONGWAEN - SANKAMPANG)	310	1,156	42%
	BELIVE (SANSAI - MAEJO)	357	1,332	17%
	HABITAT (WONGWAEN - SANKAMPANG)	269	1,622	5%
	THE ESCAPE (MAHIDOL)	21	521	5%
TWIN HOME	ORNSIRIN 11 (MAEJO)	299	876	98%
	BELIVE (RUAMCHOK)	76	388	14%
TOWNHOME	ORNSIRIN 6 (SANKAMPANG)	225	535	96%
	ORNSIRIN VILLE (DONCHAN)	89	279	98%
SHOPHOUSE	URBAN MYX (HANG DONG )	31	145	42%
	BUSINESS CENTER 1 (RUAMCHOK)	62	368	97%
	BUSINESS CENTER 5 (SANSAI - MAEJO)	26	64	96%
CONDO	THE NEXT 1 & THE NEXT PREMIER (RUAMCHOK )	261	511	85%
	THE NEXT 2 (NHONGPHATEEP )	143	232	91%
	THE NEXT 3 (RUAMCHOK -THEPPANYA )	121	245	88%
	THE ASTRA (CHANG KLAN)	592	2,676	94%
	THE ASTRA SKY RIVER (CHANG KLAN)	523	2,336	66%
	ARISE (MAHIDOL)	380	977	64%
	THE NEXT (JEDYOD )	78	179	68%
	TOTAL	3,863	14,442	

Source: Company

ตารางสรุปข้อมูลโครงการที่ดำเนินการอยู่ในปัจจุบัน ณ วันที่ 30 มิ.ย. 2566

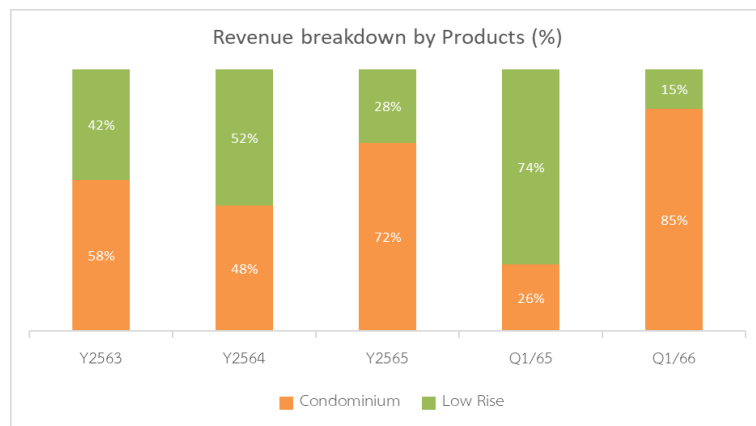
## โครงสร้างรายได้

ในปี 2563-2565 และไตรมาสที่ 1 ปี 2566 รายได้เกือบทั้งหมดของกลุ่มบริษัทมาจากการขายอสังหาริมทรัพย์ทั้งโครงการแนวราบและโครงการแนวสูงในสัดส่วน 98.32%-99.86% ของรายได้รวม แบ่งเป็นรายได้จากการขายโครงการแนวราบประมาณ 15%-52% และรายได้จากการขายโครงการคอนโดมิเนียม 48%-85% ซึ่งบริษัทจะรับรู้รายได้จากการขายเมื่อมีการโอนกรรมสิทธิ์ให้แก่ลูกค้าแล้ว โดยในปี 2563 บริษัทมีรายได้จากการขายที่ดินเปล่าในสัดส่วน 1.47% ของรายได้รวมและตั้งแต่ปี 2564 บริษัทไม่มีรายได้จากการขายที่ดินเปล่า เนื่องจากไม่มีนโยบายขายที่ดินเปล่าหรือจัดสรรที่ดินเพื่อขาย และมีรายได้ให้เช่าจะมีสัดส่วนไม่ถึง 1% ของรายได้รวมแต่ละปี อาทิ รายได้ค่าเช่าพื้นที่เชิงพาณิชย์สำหรับทำธุรกิจร้านขายของหรือบริการภายในบริเวณอาคารคอนโดมิเนียม รายได้ให้เช่าอาคาร (นอกพื้นที่จัดสรร) รายได้ให้เช่าที่ดินทำตลาด ทำการเกษตร เป็นต้น โดยปี 2563-2565 และไตรมาสที่ 1 ปี 2566 กลุ่มบริษัทมีรายได้จากการขายและให้เช่ารวม 864.98 ล้านบาท 677.60 ล้านบาท 1534.34 ล้านบาท และ 491.70 ล้านบาท ตามลำดับ

	ปี 2563		ปี 2564		ปี 2565		ไตรมาสที่ 1 ปี 2565		ไตรมาสที่ 1 ปี 2566	
	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%
รายได้จากการขายแนวราบ	359.73	41.39%	352.35	51.60%	428.67	27.85%	92.75	73.87%	73.47	14.81%
รายได้จากการขายแนวสูง	490.71	56.45%	324.15	47.47%	1103.57	71.69%	31.86	25.38%	417.52	84.17%
<b>รายได้จากการขาย</b>	<b>850.45</b>	<b>97.84%</b>	<b>676.50</b>	<b>99.06%</b>	<b>1,532.25</b>	<b>99.54%</b>	<b>124.61</b>	<b>99.25%</b>	<b>491.00</b>	<b>98.98%</b>
รายได้ขายที่ดินเปล่า <sup>1</sup>	12.75	1.47%	---	---	---	---	---	---	---	---
รายได้จากการให้เช่าและบริการ <sup>2</sup>	1.78	0.20%	1.10	0.16%	2.10	0.14%	0.28	0.23%	0.70	0.15%
<b>รายได้จากการดำเนินงาน</b>	<b>864.98</b>	<b>99.51%</b>	<b>677.60</b>	<b>99.22%</b>	<b>1,534.34</b>	<b>99.68%</b>	<b>124.90</b>	<b>99.48%</b>	<b>491.70</b>	<b>99.13%</b>
รายได้อื่น <sup>3</sup>	4.25	0.49%	5.31	0.78%	4.99	0.32%	0.66	0.52%	4.34	0.87%
<b>รายได้รวม</b>	<b>869.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>682.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,539.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>125.55</b>	<b>100.00%</b>	<b>496.04</b>	<b>100.00%</b>

Source: Company

## รายได้จำแนกตามผลิตภัณฑ์



Source: Company

## รายได้จำแนกรายโครงการ

ลำดับ	ชื่อโครงการ	ประเภทโครงการ	ปี 2563		ปี 2564		ปี 2565		งวด 3 เดือนแรกปี 2565		งวด 3 เดือนแรกปี 2566	
			ล้านบาท	%	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%
<b>ประเภทโครงการแนวราบ</b>												
1	อรัญ 6 สันกำแพง	บ้านเดี่ยวและทาวน์โฮม	9	1%	9	1%	6	0%	-	-	-	-
2	มีดีฟ วงแหวนสันกำแพง	บ้านเดี่ยวและทาวน์โฮม	149	17%	114	17%	194	13%	12	10%	9	2%
3	อรัญ 11 - แม่ใจ	บ้านเดี่ยว	75	9%	64	9%	28	2%	11	9%	-	-
4	อรัญ 14 สันทราย-แม่ใจ	บ้านเดี่ยวและอาคารพาณิชย์	-	-	18	3%	9	1%	4	3%	-	-
5	บิตชีนเคชั่นเซ็นเตอร์ 1 รวมโชค	อาคารพาณิชย์	-	-	9	1%	23	1%	9	7%	-	-
6	บิตชีนเคชั่นเซ็นเตอร์ 3 ทวีร์	อาคารพาณิชย์	5	1%	11	2%	6	0%	6	5%	-	-
7	เธอร์เบิร์ก มิกซ์ หางดง	อาคารพาณิชย์	-	-	7	1%	-	-	-	-	-	-
8	อรัญ วิลด์ คอนเจ้น	ทาวน์โฮม และบ้านแฝด	115	13%	47	7%	27	2%	12	9%	-	-
9	มีดีฟ สันทราย-แม่ใจ	บ้านเดี่ยว	7	1%	69	10%	98	6%	25	20%	4	1%
10	ธานีเทพ วงแหวนสันกำแพง	บ้านเดี่ยว ทาวน์โฮม และอาคารพาณิชย์	-	-	5	1%	38	2%	14	11%	20	4%
11	เอสเคปมิลล	บ้านเดี่ยว	-	-	-	-	-	-	-	-	27	5%
12	มีดีฟรวมโชค	บ้านเดี่ยว และบ้านแฝด	-	-	-	-	-	-	-	-	14	0%
<b>รวมโครงการแนวราบ</b>			<b>360</b>	<b>42%</b>	<b>352</b>	<b>52%</b>	<b>429</b>	<b>28%</b>	<b>93</b>	<b>74%</b>	<b>73</b>	<b>15%</b>
<b>ประเภทโครงการแนวสูง</b>												
1	เดอะ เน็กซ์ 1 รวมโชค	คอนโดมิเนียม Low rise	2	0%	7	1%	5	-	-	0%	3	1%
2	เดอะ เน็กซ์ 2 นนทบุรี	คอนโดมิเนียม Low rise	-	-	5	1%	5	-	-	0%	-	-
3	เดอะ เน็กซ์ 3 รวมโชค-เทพปัญญา	คอนโดมิเนียม Low rise	13	2%	16	2%	12	1%	9	7%	-	-
4	ดี แอสต้า	คอนโดมิเนียม High rise	80	9%	104	15%	51	3%	7	5%	12	3%
5	อะโรว์ มิลล	คอนโดมิเนียม Low rise	363	42%	129	19%	60	4%	14	12%	19	4%
6	เดอะ เน็กซ์ เจ็ดยอด	คอนโดมิเนียม Low rise	33	4%	63	9%	19	1%	2	1%	6	1%
7	ดี แอสต้า สกายวิวอร์	คอนโดมิเนียม High rise	-	-	-	-	951	62%	-	-	378	77%
<b>รวมโครงการแนวสูง</b>			<b>491</b>	<b>57%</b>	<b>324</b>	<b>48%</b>	<b>1104</b>	<b>72%</b>	<b>32</b>	<b>26%</b>	<b>418</b>	<b>85%</b>
<b>ที่ดินเปล่า</b>			<b>13</b>	<b>1%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>รวมรายได้</b>			<b>863</b>	<b>100%</b>	<b>676</b>	<b>100%</b>	<b>1532</b>	<b>100%</b>	<b>125</b>	<b>100%</b>	<b>491</b>	<b>100%</b>

Source: Company





### จุดเด่นการลงทุน

01

บริษัทฯ มีโครงการที่ดินเพื่อการพัฒนาซึ่งในอนาคตจะเปลี่ยนเป็นรายได้ เมื่อเทียบกับราคาประเมินที่ดินปัจจุบันแล้ว จะสูงกว่ามูลค่าทางบัญชีประมาณ 1,340 ล้านบาท

02

ทำเลที่ตั้งของที่ดินเพื่อการพัฒนาของบริษัทฯ โดยส่วนใหญ่อยู่บนทำเลศักยภาพสูง ติดถนนวงแหวนซึ่งเปรียบเสมือนทางด่วนและเชื่อมต่อไปยังสนามบินแห่งชาติเมืองจังหวัดเชียงใหม่ที่กำลังมีแผนการก่อสร้างในอนาคต

03

อุปสงค์จากบุคลากรในหน่วยงานราชการ รัฐวิสาหกิจ การศึกษาทั้งระดับอุดมศึกษาและมัธยมศึกษา รวมถึงโรงเรียนนานาชาติ เป็นกลุ่มที่มีความต้องการและกำลังซื้อที่อยู่อาศัยอย่างต่อเนื่องในทุกปี



04

หลังการถดถอยแพร่ระบาดของ COVID-19 ทำให้อุตสาหกรรมก่อสร้างของจังหวัดเชียงใหม่กลับเข้าสู่ภาวะปกติ และในส่วนของอุปสงค์จากชาวต่างชาติ กลับมา โดยเฉพาะคนจีนที่มีความต้องการคอนโดมิเนียมในเชียงใหม่ซึ่งมีความต้องการอย่างต่อเนื่อง

05

จังหวัดเชียงใหม่มีความพร้อมด้านเศรษฐกิจและมีแนวโน้มการเติบโตอย่างต่อเนื่องและจากข้อมูล REIC Q1/66 พบว่าจังหวัดเชียงใหม่ มีมูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์สูงเป็นอันดับ 1 ในภาคเหนือ เมื่อเทียบกับภาพรวมทั้งประเทศ

Source: Company

### 1) แผนเปิดโครงการใหม่ในปี 2566-2567

ในปี 2566-2567 บริษัทฯมีแผนเปิดโครงการใหม่ 9 โครงการจำนวน มูลค่า 5.16 พันลพ. เทียบกับปี 63-65 ที่เปิดตัวเพียง 4 โครงการ มูลค่ารวม 3.94 พันลพ. แบ่งเป็นโครงการแนวราบ 6 โครงการ มูลค่า 3.65 พันลพ. โครงการคอนโดมิเนียม 3 โครงการ มูลค่ารวม 1.5 พันลพ. โดยมีทั้งคอนโดมิเนียม Low rise และ High rise ตามกลยุทธ์ของบริษัทที่เน้นกระจายรายได้ไปยังโครงการแนวราบและคอนโดมิเนียม Low rise มากขึ้น เพื่อให้เกิดการรับรู้รายได้ที่ต่อเนื่อง เนื่องจากคอนโดมิเนียม Low rise ใช้เวลาก่อสร้างจนแล้วเสร็จเพียงแค่ 8 เดือน จึงรับรู้รายได้เร็วกว่าโครงการคอนโดมิเนียมประเภท High rise ซึ่งใช้ระยะเวลาการก่อสร้างนานราว 12-20 เดือน จึงจะสามารถโอนกรรมสิทธิ์และรับรู้รายได้จากการขายได้

### โครงการที่จะเปิดขายในปี 2566-2567

โครงการ	ที่ตั้ง	ลักษณะโครงการ	มูลค่าโครงการ	สถานะที่ดิน	สถานะโครงการ	ช่วงเวลาที่สามารถจะเปิดขาย	ช่วงเวลาที่สามารถจะเริ่มสร้างถึงสร้างเสร็จพร้อมโอน	
			โดยประมาณ (ล้านบาท)					
1. ฮาปีเทท ซูเปอร์ไฮเวย์ <sup>1</sup>	ถนนซูเปอร์ไฮเวย์ เชียงใหม่ - ลำปาง ต.หนองผึ้ง และต.ชัยสถาน อ.สารภี จ.เชียงใหม่	บ้านเดี่ยว	1,266.05	ที่ดินกรรมสิทธิ์บริษัท	อยู่ระหว่างการก่อสร้าง(ยังไม่เปิดขาย)	ไตรมาสที่ 3 ปี 2566	ไตรมาสที่ 1 ปี 2566 - ไตรมาสที่ 4 ปี 2566	
2. อรสิริ วิลลิส โซดนา <sup>2</sup>	ต.ช้างเผือก อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ (วังถนนรัตนนา)	ทาวน์โฮม	375.49			ไตรมาสที่ 4 ปี 2566 - ไตรมาสที่ 1 ปี 2567		
3. อรสิริ วิลลิส ทาวน์ <sup>2</sup>	ต.สันป่าข่อย อ.คอกสะบัด จ.เชียงใหม่ (เส้นทางวงแหวนรอบ 3)	บ้านเดี่ยว และบ้านแฝด	299.49			ไตรมาสที่ 3 ปี 2566 - ไตรมาสที่ 2 ปี 2567		
4. อรสิริ วิลลิส สันทาย <sup>2</sup>	ต.สันทราย อ.สันทราย จ.เชียงใหม่	บ้านแฝด	627.47			ไตรมาสที่ 1 ปี 2567		
5. เออร์เบิร์ต นิกซ์ บ้านเด่น-ราชเทวี <sup>2</sup>	ถ.เชียงใหม่-ลำพูน ต.วัดกุด อ.เมือง จ.เชียงใหม่	อาคารพาณิชย์	111.23			อยู่ระหว่างการออกแบบ	ไตรมาสที่ 2 ปี 2567	ไตรมาสที่ 3 ปี 2566 - ไตรมาสที่ 3 ปี 2567
6. ฮาปีเทท รวมโชค <sup>2</sup>	ต.สันผีเสื้อ อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ (เส้นทางวงแหวนรอบ 3)	บ้านเดี่ยว	968.30			เม.ย. 66 รับโอนที่ดินแล้ว	อยู่ระหว่างการออกแบบ	ไตรมาสที่ 2 ปี 2567
รวมโครงการอสังหาริมทรัพย์แนวราบ (สำหรับโครงการแนวราบจะทยอยสร้างและทยอยขาย)			3,648.03					
7. อะโซร์ เจ็ดคูเมือง <sup>1</sup>	ถ.ซูเปอร์ไฮเวย์ เชียงใหม่-ลำปาง ต.ท่าศาลา อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่	คอนโดมิเนียม High rise	1,050.00	ที่ดินกรรมสิทธิ์บริษัท	อยู่ระหว่างการออกแบบ	ไตรมาสที่ 3 ปี 2566	ไตรมาสที่ 3 ปี 2566 - ไตรมาสที่ 4 ปี 2568	
8. เดอะเน็กซ์ เจ็ดคู 2 และ 3 <sup>1</sup>	ต.ช้างเผือก อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ (วงแหวนรอบ 2)	คอนโดมิเนียม Low rise	226.14	เม.ย. 66 รับโอนที่ดินแล้ว		ไตรมาสที่ 3 ปี 2566	ไตรมาสที่ 4 ปี 2566 - ไตรมาสที่ 4 ปี 2567	
9. เดอะเน็กซ์ รวมโชคซีทีเอส 1 และ 2 <sup>1</sup>	ต.ฟ้าฮ่าม อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ (วงแหวนรอบ 2)	คอนโดมิเนียม Low rise	239.67	ที่ดินกรรมสิทธิ์บริษัท	อยู่ระหว่างการก่อสร้าง (ยังไม่เปิดขาย)	ไตรมาสที่ 3 ปี 2566	ไตรมาสที่ 3 ปี 2566 - ไตรมาสที่ 3 ปี 2567	
รวมโครงการอสังหาริมทรัพย์แนวสูง			1,515.81					
รวมโครงการอสังหาริมทรัพย์แนวราบและแนวสูง			5,163.84					

หมายเหตุ สำหรับโครงการแนวราบบริษัทฯจะทยอยสร้างและทยอยขายเป็นเป็นเฟสๆให้สอดคล้องกับแผนการขยายของบริษัท  
 /1 กลุ่มบริษัทมีแผนพัฒนาโครงการโดยใช้เงินจาก IPO เพื่อส่วนหนึ่งของการพัฒนาโครงการ สำหรับค่าพัฒนาส่วนที่เหลือจะใช้เงิน Project finance จากสถาบันการเงินและใช้เงินทุนหมุนเวียนในกิจการ  
 /2 กลุ่มบริษัทมีแผนพัฒนาโดยใช้เงินลงทุนจากเงิน Project finance และ ใช้จากเงินหมุนเวียนในกิจการที่นำมาใช้ในการพัฒนาโครงการ

Source: Company

2) ความได้เปรียบจากต้นทุนที่ดินต่ำ และที่ดินอยู่ในทำเลที่ดี

ก่อนปี 2549 กลุ่มผู้ก่อตั้งบริษัทคือ นายบุญเลิศ บุญอุปกรณ์ และนายปกรณ์ บุญอุปกรณ์ ผู้เป็นน้องชาย เริ่มต้นทำธุรกิจด้านอสังหาริมทรัพย์จากการค้าที่ดินเปล่าในจังหวัดเชียงใหม่ให้แก่ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์รายใหญ่ในประเทศ ทำให้กลุ่มผู้ก่อตั้งมีความชำนาญในการคัดเลือกที่ดินเป็นอย่างดี ต่อมาในปี 2549 กลุ่มผู้ก่อตั้งได้เห็นศักยภาพในการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยเพื่อขายด้วยตนเอง จึงเริ่มเปลี่ยนจากการค้าที่ดินเปล่ามาเป็นพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายแทนตั้งแต่นั้นเป็นต้นมา เพราะเหตุนี้บริษัทจึงมีที่ดินรอการพัฒนาถึง 613 ไร่ ที่สามารถนำมาพัฒนาโครงการได้ในอนาคต และด้วยที่กลุ่มผู้ก่อตั้งซื้อที่ดินสะสมมาอย่างต่อเนื่อง ทำให้ที่ดินที่บริษัทถือครองถูกบันทึกบัญชีต่ำกว่าราคาประเมินในปัจจุบันถึง 1.29 พันล้านบาท นอกจากนี้ที่ดินที่บริษัทถือครองยังตั้งอยู่ในทำเลที่ดี เช่น อยู่ใกล้ตัวเมืองเชียงใหม่ หรืออยู่ติดถนนเส้นหลักในจังหวัดเชียงใหม่ ซึ่งเกิดจากความชำนาญในการเลือกซื้อที่ดินของกลุ่มผู้ก่อตั้งที่ทำธุรกิจค้าที่ดินมาอย่างยาวนาน

3) สร้างผลิตภัณฑ์และบริการหลังการขายที่แตกต่างจากตลาด

บริษัทใช้กลยุทธ์สร้างผลิตภัณฑ์และบริการให้เกิดความแตกต่างจากตลาด เพื่อตอบโจทย์ความต้องการของลูกค้าที่หลากหลาย เช่น การออกแบบตัวบ้านของโครงการบิลลี่ รวมโชค ที่ตกแต่งมาในสไตล์ญี่ปุ่นเป็นโครงการแรกของจังหวัดเชียงใหม่ รวมถึงการเลือกใช้วัสดุที่มีคุณภาพในการสร้างและตกแต่งบ้าน เช่น การเลือกใช้วัสดุก่อสร้างจาก SCG หรือสุขภัณฑ์จากแบรนด์ Kohler เป็นต้น อีกทั้งยังมีการสร้างบริการหลังการขายร่วมกับเชียงใหม่ เนิร์สซิ่ง โฮมแคร์ ศูนย์เวชศาสตร์ฟื้นฟู Tranquila By Chiangmai Nursing Home Care และ บริษัท Health Home Care ผู้ให้บริการจัดส่งเจ้าหน้าที่ดูแลผู้ป่วยที่บ้านและโรงพยาบาล ผ่านโครงการ Onsirin Health Hub เพื่อมอบบริการพิเศษการดูแลผู้สูงอายุ ศูนย์กายภาพฟื้นฟู ดูแลผู้ป่วย - ผู้สูงอายุ โดยผู้เชี่ยวชาญสำหรับผู้สูงอายุ หรือการร่วมมือกับพันธมิตรอย่าง Ambassador Education Group (AEG) เจ้าของเครือโรงเรียนนานาชาติรอยใหญ่ในจังหวัดเชียงใหม่ โดยลูกบ้านในเครืออรสิรินทุกโครงการ จะได้รับสิทธิพิเศษฟรีค่าใช้จ่ายสำหรับใบสมัครเข้าเรียน ส่วนลดค่าแรกเข้าสูงสุดถึง 70% และรับสิทธิพิเศษในหลักสูตรภาคฤดูร้อน หลักสูตรระยะสั้น หรือหลักสูตรระยะยาว เพื่อสร้างสังคมที่ดีให้แก่ลูกบ้าน เป็นต้น



Source: Company

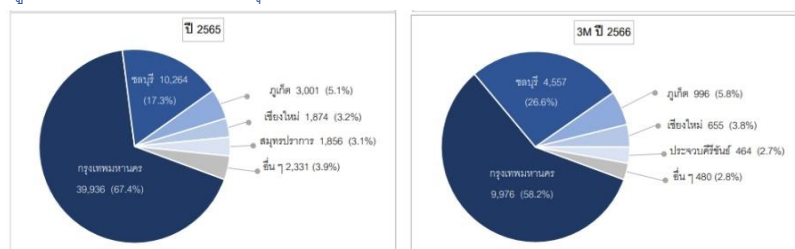


Source: Company

4) ความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยของลูกค้าชาวต่างชาติเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

จากการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ ประกอบกับการเปิดประเทศ ทำให้นักท่องเที่ยวต่างชาตินิยมกลับมาท่องเที่ยวในประเทศไทยมากขึ้น จากคาดการณ์ของ ททท. ระบุว่าปี 66 จะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติบินเข้ามาท่องเที่ยวในประเทศไทยราว 25 ล้านคน โดยหนึ่งในจังหวัดที่ได้รับความนิยมเป็นอันดับต้นๆ ของนักท่องเที่ยวก็คือ เชียงใหม่ เนื่องจากเป็นเมืองที่มีความเป็นมิตรกับนักท่องเที่ยวต่างชาติและเป็นเมืองหลักของภาคเหนือ โดยอิงข้อมูลจาก ททท. ณ เดือน ก.ค. จังหวัดเชียงใหม่มีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางมาเยี่ยมเยือนสะสมถึง 1.71 ล้านคน ด้วยเหตุนี้จึงทำให้มีความต้องการในการลงทุนอสังหาริมทรัพย์เพื่อปล่อยเช่าจากนักลงทุนทั้งคนไทยและชาวต่างชาติเพิ่มขึ้น ประกอบกับภัยความมั่นคงในต่างประเทศ ณ ปัจจุบัน เช่น สงครามรัสเซีย-ยูเครน ความขัดแย้งระหว่างจีนกับไต้หวัน หรือเหตุการณ์ความไม่สงบในประเทศเมียนมาร์ รวมถึงมาตรการฟรีวีซ่า สำหรับนักท่องเที่ยวจากจีนที่คาดว่าจะเริ่มใช้ตั้งแต่ 4Q65 ทำให้ชาวต่างชาติมีความต้องการย้ายถิ่นฐานมาอยู่ในประเทศไทยเพื่อเป็นบ้านหลังที่ 2 ส่งผลให้ความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยของชาวต่างชาติยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะโครงการคอนโดมิเนียมที่ชาวต่างชาติสามารถครอบครองกรรมสิทธิ์ได้ถึง 49% ของจำนวนห้องทั้งโครงการ

มูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์ห้องชุดของชาวต่างชาติ แยกรายจังหวัด



ที่มา : กรมที่ดิน รวบรวมและประมวลผลโดย : ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ ธนาคารอาคารสงเคราะห์

ภาวะอุตสาหกรรม

ภาวะตลาดที่อยู่อาศัยทั่วประเทศ

จากข้อมูล REIC ระบุว่าภาพรวมอุปสงค์ 1Q66 มูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยทั่วประเทศอยู่ที่ 2.41 แสนลบ. +7.9%YoY โดยเป็นที่อยู่อาศัยประเภทแนวราบ มูลค่ารวม 1.7 แสนลบ. และคอนโดมิเนียม มูลค่ารวม 7.04 หมื่นลบ. เป็นผลมาจากความมั่นใจในภาวะเศรษฐกิจของประชาชนที่เพิ่มขึ้น หลังมีการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ ประกอบกับในปี 65 ภาครัฐยังได้ออกมาตรการเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจภาคอสังหาริมทรัพย์โดยการลดค่าธรรมเนียมการโอน รวมถึงการออกมาตรการผ่อนปรน LTV ส่งผลให้ยังเกิดโมเมนตัมการโอน ที่ต่อเนื่องต่อเนื่องมาใน 1Q66 ทั้งนี้ จังหวัดสำคัญที่มีการขยายตัวทั้งในแง่จำนวนหน่วยและมูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์ ได้แก่ กรุงเทพมหานคร ปทุมธานี ชลบุรี ภูเก็ต และเชียงใหม่

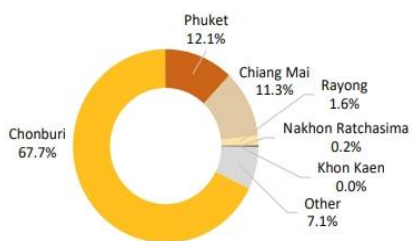
ลำดับจังหวัด	จังหวัด	ภาค	หน่วย			สัดส่วนจำนวนหน่วย	YoY หน่วย	มูลค่า (ลบ.)			สัดส่วนมูลค่า	YoY มูลค่า
			แนวราบ	อาคารชุด	รวม			แนวราบ	อาคารชุด	รวม		
1	กรุงเทพมหานคร	กรุงเทพฯ-ปริมณฑล	8,431	11,856	20,287	24.0%	↑ 6.1%	45,137	45,844	90,981	37.7%	↑ 13.1%
2	ชลบุรี	ภาคตะวันออก	4,778	3,420	8,198	9.7%	↑ 17.1%	12,337	9,099	21,436	8.9%	↑ 25.3%
3	นนทบุรี	กรุงเทพฯ-ปริมณฑล	3,531	1,733	5,264	6.2%	↓ -2.1%	13,637	3,315	16,953	7.0%	↓ -3.9%
4	สมุทรปราการ	กรุงเทพฯ-ปริมณฑล	4,048	1,542	5,590	6.6%	↓ -11.6%	14,932	1,856	16,787	7.0%	↓ -0.6%
5	ปทุมธานี	กรุงเทพฯ-ปริมณฑล	4,462	1,655	6,117	7.2%	↑ 1.8%	12,293	2,206	14,499	6.0%	↑ 1.7%
6	เชียงใหม่	ภาคเหนือ	2,414	768	3,182	3.8%	↑ 11.8%	6,552	1,539	8,091	3.4%	↑ 27.1%
7	ภูเก็ต	ภาคใต้	1,145	715	1,860	2.2%	↑ 39.0%	4,398	2,211	6,609	2.7%	↑ 46.7%
8	ระยอง	ภาคตะวันออก	2,611	289	2,900	3.4%	↓ -1.9%	5,702	509	6,211	2.6%	↑ 2.8%
9	นครราชสีมา	ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	1,657	159	1,816	2.1%	↓ -15.1%	3,516	436	3,952	1.6%	↓ -11.7%
10	สมุทรสาคร	กรุงเทพฯ-ปริมณฑล	1,371	113	1,484	1.8%	↓ -5.8%	3,708	79	3,787	1.6%	↓ -1.6%
จังหวัดอื่นๆ			26,502	1,419	27,921	33.0%	↓ -8.8%	48,474	3,387	51,861	21.5%	↓ -0.1%
รวมทั่วประเทศ			60,950	23,669	84,619	100.0%	↓ -0.8%	170,686	70,481	241,167	100.0%	↑ 7.9%
YOY			-6.8%	18.7%	-0.8%			-0.3%	34.7%	7.9%		

ที่มา: ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ ธนาคารอาคารสงเคราะห์

แนวโน้มตลาดที่อยู่อาศัยจังหวัดเชียงใหม่

เมื่อพิจารณาข้อมูล REIC รายจังหวัด พบว่า 1Q66 จังหวัดเชียงใหม่มีการโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัย มูลค่ารวม 8.1 พันลบ. +24%YoY โดยเป็นที่อยู่อาศัยประเภทแนวราบ มูลค่ารวม 6.55 พันลบ. และคอนโดมิเนียม 1.54 พันลบ. ขณะด้านอุปทานใน 1Q66 จังหวัดเชียงใหม่มีขออนุญาตออกใบอนุญาตก่อสร้างมากเป็นอันดับที่ 4 ของทั้งประเทศ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นโครงการแนวราบ สอดคล้องกับมุมมองวิจัยกรุงศรีที่ประเมินว่าในปี 2566-2568 ตลาดที่อยู่อาศัยจังหวัดเชียงใหม่มีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่องทั้งแนวราบและคอนโดมิเนียม เนื่องจากเป็นจังหวัดท่องเที่ยวของคนไทยและต่างชาติ โดยอุปสงค์ในประเทศบางส่วนต้องการซื้อเพื่อเป็นบ้านหลังที่ 2 และเพื่อการลงทุน ขณะที่อุปสงค์จากชาวต่างชาติต้องการซื้อคอนโดมิเนียมเพื่อเป็นบ้านหลังที่สอง ส่วนใหญ่เป็นผู้ซื้อจากยุโรปและเอเชีย (อาทิ จีน เกาหลี ญี่ปุ่น) โดยคาดว่าจะมีอุปทานที่อยู่อาศัยใหม่เข้าสู่ตลาดเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 6.1% ต่อปี ขณะที่ยอดขายใหม่จะเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 2.9% ต่อปี

Figure 14: Units of Condominium Transfers to Foreigners in Upcountry by area, 2022



Source: Department of Land, REIC, compile by Krungsri Research

Source: Krungsri Research

Figure 18: New Supply Forecast in 6 major provinces



Source: REIC, forecast by Krungsri Research  
Note: \*Low-rise housing includes detached houses, duplex, townhouses and shophouse. High-rise is condominium.

Source: Krungsri Research

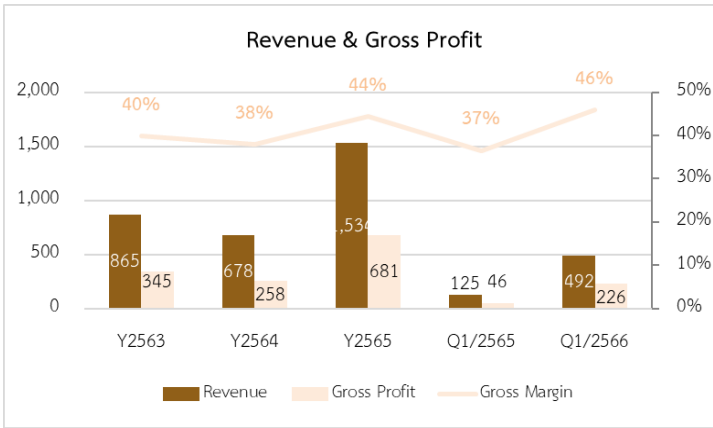
ผลการดำเนินงานในช่วงปี 2563-2565

บริษัทฯ มีรายได้จากการขายในปี 2563-2565 เท่ากับ 865 ลบ. 678 ลบ. และ 1,534 ลบ. ตามลำดับ โดยในปี 2564 บริษัทมีรายได้ลดลง -21%YoY เป็นผลกระทบมาจากสถานการณ์แพร่ระบาดของ COVID-19 บริษัทจึงชะลอการเปิดโครงการใหม่ในปีดังกล่าว รายได้จึงมาจากการขายโครงการเดิมทั้งสิ้น เช่น ดี แอสตรา คอนโด, เดอะ เน็กซ์ เจ็ดยอด, บีดี ฟงแหวน สันกำแพง เป็นต้น ต่อมาในปี 2565 บริษัทมีรายได้เพิ่มขึ้น +126% หลักๆ มาจากการโอนคอนโด ดี แอสตรา สกายริเวอร์ ที่เป็นโครงการ Flagship ของบริษัท ซึ่งเริ่ม Presale ตั้งแต่ปี 2562 และสร้างเสร็จพร้อมโอนในปี 2565 โดยรายได้จากโครงการดังกล่าวคิดเป็นสัดส่วน 62% ของรายได้จากการขายในปี 2565

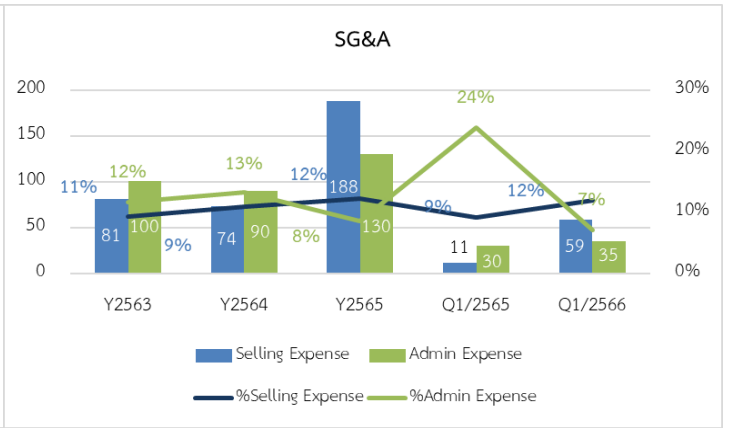
อัตรากำไรขั้นต้นในช่วงปี 2563-2565 เท่ากับ 39.8%, 38.0% และ 44.4% ตามลำดับ ซึ่งต้นทุนจากการขายอสังหาริมทรัพย์จะผันแปรตามการรับรู้รายได้จากการขาย สำหรับปี 2564 บริษัทมีอัตรากำไรขั้นต้น 38.0% ซึ่งลดลงจากปีก่อนหน้าที่ 39.8% เนื่องจากการจัดโปรโมชั่นส่งเสริมการขายด้วยการลดราคาและให้ของแถมต่างๆ เพื่อสนับสนุนการปิดยอดขายเป็นหลัก เพื่อช่วยให้บริษัทสามารถประคองตัวสร้างรายได้ และกำไรได้ แม้เผชิญวิกฤตจากสถานการณ์โควิด ขณะที่ในปี 2565 บริษัทมีอัตรากำไรขั้นต้นที่ 44.4% ซึ่งเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า เนื่องจากมีการโอนโครงการคอนโด ดี แอสตรา สกายริเวอร์ ทั้งนี้โดยปกติแล้วอัตรากำไรขั้นต้นของโครงการประเภทคอนโดมิเนียมจะสูงกว่าโครงการแนวราบ อีกทั้งต้นทุนที่ดินของโครงการ ดี แอสตรา สกายริเวอร์ เป็นราคาที่ซื้อเข้ามาเมื่อปี 2561 ใกล้เคียงกับราคาตลาด แต่สามารถตั้งราคาขายได้สูง ส่งผลให้มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงขึ้นอย่างชัดเจน

ในช่วงปี 2563-2565 มีสัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้จากการขายเท่ากับ 20.9%, 24.1% และ 20.2% โดยมีองค์ประกอบหลักคือ ค่าโฆษณาประชาสัมพันธ์ ค่านายหน้า ภาษีธุรกิจเฉพาะและค่าธรรมเนียมการโอนฯ และค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงาน ในปี 2564 บริษัทมีสัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A/Sales ที่ 24.1% เพิ่มขึ้น 3.2 จุด จากฐานรายได้ที่ลดลง ขณะที่จำนวนค่าใช้จ่ายยังใกล้เคียงกับปีก่อนหน้า และก่อนจะปรับตัวลงมาในปี 2565 ที่ 20.2% ตามฐานรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการโอนฯ โครงการ ดี แอสตรา สกายริเวอร์

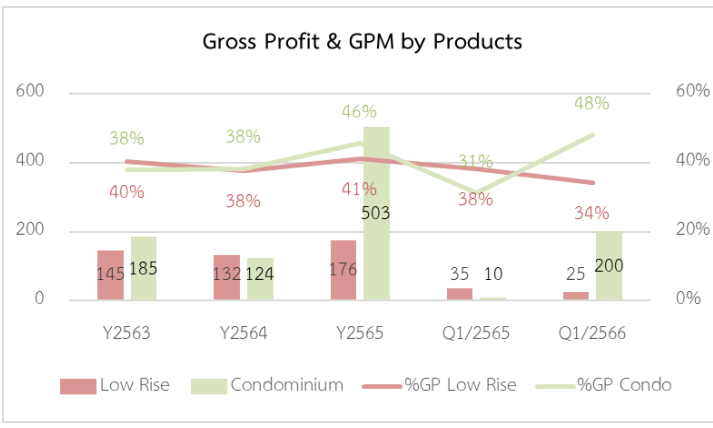
ส่งผลปี 2563 และปี 2564 มีกำไรสุทธิ 129 ล้านบาท และ 75 ล้านบาท ตามลำดับ กลับมาฟื้นตัวอย่างโดดเด่นในปี 2565 ที่ 281 ล้านบาท +273%YoY จากการโอนโครงการ ดี แอสตรา สกายริเวอร์ ในปี 65 ถึง 950 ลบ.ซึ่งเป็นโครงการคอนโดมิเนียมที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูง ช่วยสร้างรายได้ ประกอบกับสัดส่วนค่าใช้จ่ายบริหารต่อรายได้รวมลดลง ซึ่งค่าใช้จ่ายบริหารส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ จึงเกิดการประหยัดต่อขนาดเมื่อเทียบกับรายได้เพิ่มขึ้น ส่งผลให้กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิเพิ่มขึ้น



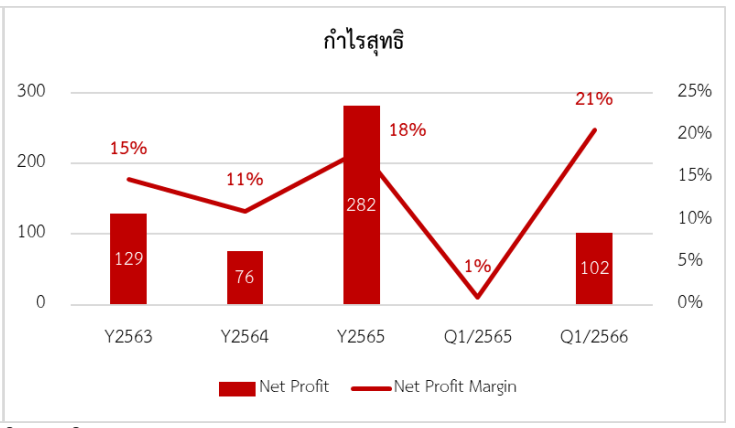
Source: Company



Source: Company



Source: Company



Source: Company

## ปัจจัยความเสี่ยงที่สำคัญ

- ความเสี่ยงจากการประกอบธุรกิจในอนาคตที่มีการแข่งขันสูง ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นธุรกิจหนึ่งที่มีการแข่งขันสูงจากผู้ประกอบการในพื้นที่ รวมถึงผู้ประกอบการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่มีความได้เปรียบด้านแหล่งเงินทุนในการพัฒนาโครงการในทำเลที่มีศักยภาพหลาย ๆ อีกทั้ง ยังมีผู้ประกอบการรายใหม่ที่เข้ามาอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ โครงการที่แล้วเสร็จและโครงการที่กำลังก่อสร้างจำนวนมากในตลาด ทำให้ลูกค้ามีทางเลือกมากขึ้น ส่งผลให้ผู้ประกอบการแต่ละรายต้องมีการกำหนดกลยุทธ์ในการขายมากขึ้นเพื่อแย่งชิงกำลังซื้อของลูกค้า
- ความเสี่ยงสินค้าคงค้างนาน เนื่องจากกลุ่มบริษัทพัฒนาโครงการขึ้นมาแล้วอาจไม่สามารถขายได้หมดภายในเวลาตามที่ตั้งเป้าหมายไว้ ซึ่งอาจส่งผลให้มีหนี้เหลือขายที่ส่วนใหญ่จะเป็นโครงการคอนโดมิเนียม จากปัจจัยที่โครงการเดิมหรือโครงการใหม่ที่กำลังจะพัฒนาอาจไม่สามารถขายได้ตามที่ตั้งเป้าหมายนี้ อาจส่งผลให้บริษัทมีสินค้าคงค้างเพิ่มขึ้น บริษัทจะมีภาระค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการสินค้ากลุ่มนี้ และมีภาระดอกเบี้ยจ่ายกรณีโครงการนั้น ยังมีภาระหนี้กับสถาบันการเงิน ซึ่งจะส่งผลให้กำไรลดลง และกระทบต่อฐานะการเงินของบริษัททำให้กระแสเงินสดหมุนเวียนช้าลง
- ความเสี่ยงด้านการพึ่งพิงนายหน้าในการเป็นช่องทางจำหน่ายกับลูกค้าต่างชาติสำหรับโครงการคอนโดมิเนียม ลูกค้าต่างชาติของบริษัทส่วนใหญ่โดยเฉพาะลูกค้าชาวจีน จะมาจากการแนะนำของนายหน้าที่ขึ้นทะเบียนของบริษัท ซึ่งต้องมีสถานะเป็นนิติบุคคลทั้งหมด โดยสัญญาแต่งตั้งนายหน้าจะมีรูปแบบเป็นสัญญาปีต่อปีแยกแต่ละโครงการ ในปี 2563-2565 และไตรมาสที่ 1 ปี 2566 บริษัทมีรายได้จากการโอนกรรมสิทธิ์ห้องชุดจากลูกค้าต่างชาติคิดเป็นสัดส่วน 52.26%-72.20% ของรายได้จากการขายห้องชุดคอนโดมิเนียม จึงกล่าวได้ว่าบริษัทมีการพึ่งพิงการขายโครงการคอนโดมิเนียมให้กับลูกค้าชาวต่างชาติผ่านช่องทางนายหน้า ดังนั้น หากมีปัจจัยใดกระทบกับนายหน้าทำให้ไม่ต่อสัญญา อาจมีความเสี่ยงที่กลุ่มบริษัทจะสูญเสียรายได้จากการขายห้องชุดให้ลูกค้าต่างชาติและกระทบต่อรายได้และกำไรสุทธิอาจลดลง
- ความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทในพื้นที่จังหวัดเชียงใหม่ บริษัทประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยและเพื่อการพาณิชย์ในจังหวัดเชียงใหม่ จึงมีความเสี่ยงหากมีปัจจัยต่างๆมากระทบในจังหวัดเชียงใหม่ อาทิ การแข่งขันสูง ความต้องการซื้อที่ลดลง การเปลี่ยนแปลงของผังเมือง นโยบายของทางภาครัฐ เป็นต้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อประกอบการประกอบธุรกิจของบริษัท
- ความเสี่ยงจากแนวโน้มต้นทุนในการพัฒนาโครงการเพิ่มขึ้น ต้นทุนการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทประกอบด้วย ต้นทุนค่าที่ดิน ต้นทุนค่าวัสดุก่อสร้าง และต้นทุนค่าแรงงานก่อสร้าง โดยมีต้นทุนวัสดุก่อสร้างเป็นต้นทุนหลักซึ่งมีความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้างโดยเฉพาะวัสดุหลัก วัสดุนานโครงสร้างอื่นๆ เป็นต้น อีกทั้งยังมีความเสี่ยงของต้นทุนค่าแรงที่อาจปรับเพิ่มขึ้นตามนโยบายค่าแรงขั้นต่ำของภาครัฐ โดยในปัจจุบันพื้นที่จังหวัดเชียงใหม่กำหนดอัตราค่าแรงขั้นต่ำที่ 340 บาทต่อวัน จากปัจจัยทั้งค่าวัสดุก่อสร้างและค่าแรงที่กล่าวอาจส่งผลต้นทุนที่สูงขึ้นและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้
- ความเสี่ยงจากการขาดแคลนผู้รับเหมาก่อสร้าง บริษัทไม่ได้มีแรงงานก่อสร้างเป็นของตนเอง และไม่มีกรว่าจ้างแรงงานเองโดยตรง แต่เป็นการว่าจ้างผ่านผู้รับเหมาก่อสร้างภายนอก (outsourcer) โดยพิจารณาตามความเชี่ยวชาญ ความชำนาญของผู้รับเหมาแต่ละรายที่สอดคล้องกับลักษณะงาน ซึ่งบริษัทอาจมีความเสี่ยงกรณีที่ผู้รับเหมาก่อสร้างส่งมอบงานไม่ทันตามระยะเวลาที่กำหนด เนื่องจากผู้รับเหมาขาดแคลนแรงงาน หรือผู้รับเหมาส่งงานตามกำหนดแต่คุณภาพงานไม่เป็นไปตามมาตรฐานที่กำหนดไว้ ตลอดจนผู้รับเหมาไม่ปฏิบัติตามข้อตกลงที่ระบุไว้ในสัญญา ความเสี่ยงเหล่านี้อาจจะทำให้กลุ่มบริษัทดำเนินธุรกิจไม่เป็นไปตามแผนที่กลุ่มบริษัทกำหนดไว้ และเกิดผลเสียหายในแง่ลบแก่กิจการ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน และอัตรากำไรของกลุ่มบริษัท
- ความเสี่ยงของกาวพึ่งพิงแหล่งเงินทุนจากสถาบันการเงิน ในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ บริษัทจะใช้เงินจากสถาบันการเงินในสัดส่วนประมาณ 70% ซึ่งเป็นสัดส่วนหลักของเงินทุนในการพัฒนาโครงการ ทำให้กลุ่มบริษัทจึงอาจมีความเสี่ยงหากสถาบันการเงินมีความเข้มงวดในการอนุมัติสินเชื่อสำหรับการพัฒนาโครงการในอนาคต และอาจทำให้บริษัทมีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากสถาบันการเงิน

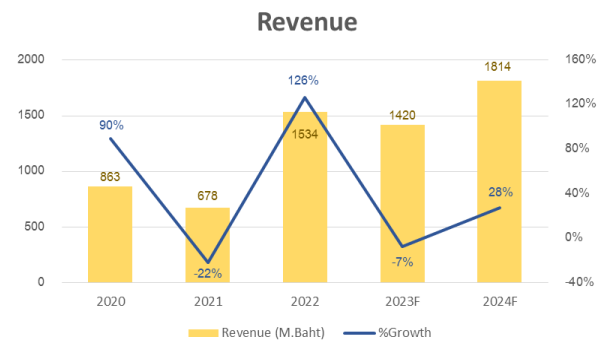
คาดการณ์ปี 66 ลดลงจากฐานสูงในปีก่อนหน้า แต่จะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปี 67

คาดการณ์รายได้จากการขายปี 66 ที่ 1.42 พันลบ. -7.4%YoY เนื่องจากปี 65 บริษัทมีโครงการคอนโดสร้างเสร็จเริ่มโอนใน 4Q65 ได้แก่ ดี เอสตรา สกายริเวอร์ มูลค่า 2.3 พันลบ. ซึ่งบริษัทรับรู้รายได้จากโครงการดังกล่าวถึง 951 ลบ. ขณะที่ปี 66 บริษัทได้ทำการโอน Backlog โครงการดังกล่าวอีก 376 ลบ. หดแล้วใน 1Q66 ส่งผลให้ 2Q66-3Q66 บริษัทรับรู้รายได้จากการทยอยขายยูนิตที่เหลือ รวมถึงทยอยรับรู้รายได้จากการโครงการแนวราบเดิมในเฟสใหม่ ๆ เนื่องจากในงวด 3Q66 จะเปิด Presale คอนโดโครงการใหม่ 3 โครงการ ซึ่งเป็น Low Rise 2 โครงการ จะสร้างเสร็จพร้อมโอนใน 2H67 ทั้ง 2 โครงการ อีก 1 โครงการเป็น High Rise ซึ่งจะสร้างเสร็จพร้อมโอนในปลายปี 68 นอกจากนี้ โครงการแนวราบทั้งหมดจะเปิดขายใน 4Q66 เราจึงมองว่ารายได้จากการขายในปี 66 จะอ่อนตัวลงจากปี 65 จากแผนเปิดโครงการแนวราบโครงการใหม่ที่ล่าช้า และไม่มีโครงการคอนโดที่สร้างเสร็จพร้อมโอนในปี 66 ขณะที่ปี 67 เราคาดการณ์รายได้จากการขายที่ 1.81 พันลบ. +27.7%YoY จาก Backlog โครงการแนวราบใน 4Q66 และแผนเปิดโครงการแนวราบในปี 67 อีก 3 โครงการ มูลค่า 1.7 พันลบ. ในช่วง 1H67 อีกทั้ง 2H67 จะเริ่มโอนคอนโด Low rise ที่สร้างเสร็จอีก 2 โครงการ คือ เดอะเน็กซ์ เจ็ดยอด 2 และเดอะเน็กซ์ รวมโชคซีดี ฮอเทล มูลค่ารวม 465 ลบ. จะเป็นอีกปัจจัยเสริมการเติบโตของรายได้

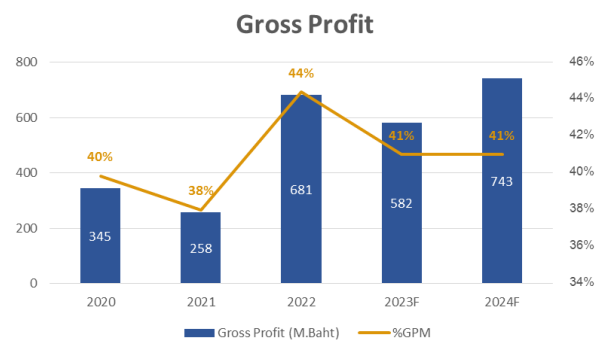
อัตรากำไรขั้นต้นปี 66-67 เราคาดว่าจะลดลงมาอยู่ที่ระดับ 41% จากระดับ 44% ในปี 65 หลักๆ มาจากสัดส่วนยอดโอนจากโครงการแนวราบที่เพิ่มขึ้น ตามแผนเปิดโครงการใหม่ที่เน้นขยายตัวจากโครงการแนวราบเป็นหลัก ซึ่งโดยปกติโครงการแนวราบจะมีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าโครงการคอนโด อย่างไรก็ตาม ที่ดินในการพัฒนาโครงการใหม่ส่วนใหญ่เป็นที่ดินที่บริษัทซื้อไว้นานแล้ว ประกอบกับปี 67 จะมีการโอนคอนโดอีก 2 โครงการดังกล่าวไปในข้างต้น เราจึงมองว่าบริษัทจะสามารถรักษาอัตรากำไรขั้นต้นไว้ในระดับสูงได้

ด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ต่อรายได้ในปี 66 เราคาดว่าจะอยู่ที่ 20.2% แม้บริษัทจะมีรายได้ลดลงแต่บริษัทยังมีค่าใช้จ่ายจากการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ SG&A/Sales ยังอยู่ในระดับสูง ก่อนที่จะลดลงในปี 67 มาอยู่ที่ระดับ 17.6% หลักๆ มาจากฐานรายได้ที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับการควบคุมค่าใช้จ่ายอย่างมีประสิทธิภาพคาดว่าจะช่วยให้บริษัทมีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นในอัตราที่น้อยกว่ารายได้

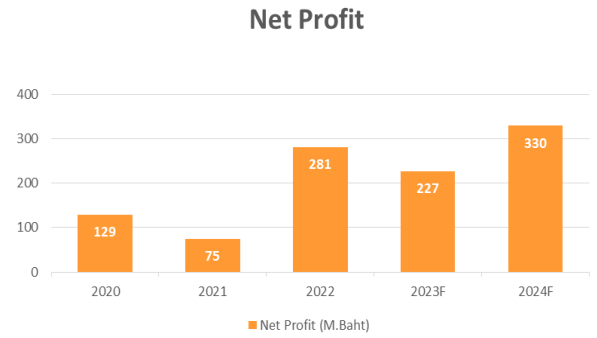
คาดการณ์กำไรสุทธิปี 66 ที่ 227 ลบ. -19.2%YoY จากยอดโอนคอนโดที่น้อยลง และจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง +45.2%YoY ในปี 67 มาอยู่ที่ 330 ลบ. จากแผนการเปิดโครงการใหม่ในปี 66-67 มูลค่ารวม 5.16 พันลบ. ประกอบกับการใช้กลยุทธ์สร้างรายได้ให้เกิดความต่อเนื่อง เน้นกระจายรายได้ไปยังโครงการแนวราบและคอนโดมิเนียม Low rise ที่ใช้เวลาก่อสร้างค่อนข้างน้อยมากขึ้น โดยเฉพาะระหว่างช่วงเวลาที่ยังก่อสร้างโครงการคอนโดมิเนียม High rise ไม่ได้แล้วเสร็จ



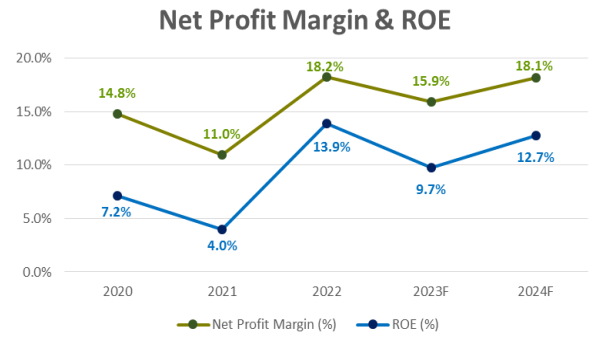
Source: Company, LHSEC Estimates



Source: Company, LHSEC Estimates



Source: Company, LHSEC Estimates



Source: Company, LHSEC Estimates

## ประเมินมูลค่าเหมาะสมด้วยอิงค่าเฉลี่ย PBV กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ 1.02 เท่า

เราประเมินมูลค่าด้วยวิธี Relative Valuation โดยการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ย PBV ผู้เล่นหลักในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 10 ราย (ค่าเฉลี่ยข้อมูล YTD วันที่ 04 ม.ค. 66 – 13 ก.ย. 66) ได้แก่ AP, ASW, BRI, LPN, ORI, PSH, QH, SC, SIRI, SPALI ได้ค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ PBV 1.02x ของค่าการณ BV ปี 67 ที่ 1.79 บาทต่อหุ้น จะได้ราคาเหมาะสมที่ 1.82 บาท มี Upside 22.1% จากราคา IPO เทียบเท่า PE24F ที่ 8.3x แม้จะสูงกว่าค่าเฉลี่ย PER กลุ่มฯ ที่ 7.8x อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่า ORN ยังมีมูลค่าที่ซ่อนอยู่จากการถือครองที่ดินรอการพัฒนาโครงการในอนาคตที่ 613 ไร่ ซึ่งบันทึกบัญชีตามราคาทุน ซึ่งยังต่ำกว่าราคาประเมินถึง 1.29 พันลบ.

### Peer Comparison

Company Name	P/BV	P/E
AP	1.01	6.5
ASW	1.27	6.7
BRI	1.84	6.4
LPN	0.54	11.1
ORI	1.54	7.4
PSH	0.64	9.9
QH	0.89	10.4
SC	0.85	7.3
SIRI	0.67	6.7
SPALI	0.92	5.2
<b>Average</b>	<b>1.02</b>	<b>7.8</b>

Source: Aspen

## ORN

Statements of Comprehensive Income					Consolidated
Year End (31 Dec) (Btm)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Sales of Real Estate	863	678	1,534	1,420	1,814
Total Revenue	871	686	1,542	1,426	1,819
Total Cost of sales & services	(520)	(420)	(853)	(838)	(1,071)
Gross Profit	345	258	681	582	743
SG&A	(181)	(163)	(318)	(287)	(320)
EBIT	170	103	370	301	428
Interest Expense	(2)	(6)	(11)	(14)	(13)
Core Profit	129	75	281	227	330
Extraordinary items	-	-	-	-	-
Net Profit	129	75	281	227	330
EBITDA	179	112	378	310	438
EPS (Fully Diluted)	0.12	0.07	0.26	0.15	0.22

Statement of Financial Position					Consolidated
Year End (31 Dec) (Btm)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Cash and equivalents	150	137	203	369	383
Trade Receivables	138	7	8	8	12
Inventories	2,104	2,271	2,306	2,619	2,894
Total current asset	2,417	2,601	2,581	3,067	3,366
Total Non-current assets	301	399	758	775	789
Total assets	2,717	3,001	3,339	3,841	4,155
Current portion LT	47	389	308	247	259
Trade Payables	207	211	220	233	268
Advances received customers	493	393	268	222	243
Total current liabilities	766	999	833	986	1,067
Total non-current liabilities	87	115	336	369	404
Total liabilities	853	1,114	1,169	1,355	1,471
Total shareholders' equity	1,864	1,887	2,169	2,486	2,684

## Key Ratios

Yearly Results	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Gross margin	39.8%	38.0%	44.4%	41.0%	41.0%
SG&A/ Sales	20.9%	24.1%	20.7%	20.2%	17.6%
Net profit margin	14.8%	11.0%	18.2%	15.9%	18.1%
Sales growth	89.9%	-21.5%	126.4%	-7.4%	27.7%
EPS growth	246.3%	-41.6%	273.3%	-41.1%	45.2%
Current Ratio	3.2	2.6	3.1	3.1	3.2
Quick Ratio	0.4	0.1	0.3	0.4	0.4
A/R Turnover (x)	8.0	9.4	211.9	182.7	181.5
Inventory turnover (x)	0.3	0.2	0.4	0.3	0.4
A/P turnover (x)	2.9	2.0	4.0	3.7	4.3
ROA (%)	5.1%	2.6%	8.9%	6.3%	8.2%
ROE (%)	7.2%	4.0%	13.9%	9.7%	12.7%
Interest-Bearing Debt / Equity (x)	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2
Total Debt / Equity (x)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
EPS	0.12	0.07	0.26	0.15	0.22
BVPS	1.70	1.72	1.98	1.66	1.79

Source : Company Filing, LHSEC Estimates



IMPORTANT DISCLOSURES

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) (“บริษัท”) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเผยแพร่ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ที่กล่าวถึงในรายงานนี้

บริษัทเป็นบริษัทในกลุ่มธุรกิจทางการเงินของบริษัท แอล เอช โฟแนนซ์เชียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (“LH Bank”) ข้อมูลใดๆ ที่มีการอ้างอิงถึง LH Bank ในรายงานนี้มีวัตถุประสงค์เพียงเพื่อใช้ในการเปรียบเทียบกับหลักทรัพย์อื่นๆ เท่านั้น

ข้อมูลต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยได้พิจารณาแล้วว่ามาจากแหล่งข้อมูลที่ถูกต้อง และ/หรือ มีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่อาจรับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลยพินิจของบริษัทแต่เพียงฝ่ายเดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลต่างๆ โดยไม่ต้องบอกกล่าวล่วงหน้า

รายงานฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด ห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัท

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง อีกทั้งบริษัทและ/หรือ บริษัทในกลุ่มธุรกิจทางการเงินของ LH Bank อาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงาน/บทความนี้ก็ได้ นักลงทุนจึงควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน บริษัทไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ในทุกรกรณี

DEFINITION OF RATINGS

ในรายงาน TRENDS & TURNS นี้ มีการอ้างอิงคำแนะนำและสัญลักษณ์เกี่ยวกับหลักทรัพย์หลายอย่าง ในส่วนนี้เราจะอธิบายถึงระบบต่างๆ ดังกล่าวโดยสังเขปเพื่อให้ผู้อ่านเข้าใจหลักการ วิธีคิด และความหมายว่าคำแนะนำแต่ละระบบมีความแตกต่างกันอย่างไร

RATING คือ “คำแนะนำด้านปัจจัยพื้นฐาน” โดยพิจารณาจากการคาดการณ์แนวโน้มผลประกอบการในอนาคตของบริษัท แบ่งเป็น 5 ชั้น ตามระดับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในรอบระยะ 12 เดือนข้างหน้า ได้แก่ (1) SBUY=STRONG BUY=ให้ผลตอบแทนสูงกว่า 15%, (2) BUY=ให้ผลตอบแทนมากกว่า 5% แต่ไม่ถึง 15%, (3) HOLD=ให้ผลตอบแทนน้อยกว่า 5%, (4) TBUY=TRADING BUY=ราคาหุ้นเริ่มแพงกว่าเป้าหมายแล้ว หากประเมินจากราคาเป้าหมาย อาจมีอัตราผลตอบแทนเป็นลบได้ถึง -10% แต่ระยะสั้นยังมีปัจจัยขับเคลื่อนที่หนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นต่อ ทำให้ยังสามารถเข้าซื้อเพื่อเก็งกำไรได้, (5) SELL=ราคาหุ้นขาดปัจจัยพื้นฐานสนับสนุนอย่างเพียงพอ คาดว่าอาจทำให้ผลตอบแทนเป็นลบมากกว่า -10%

ACTION คือ “คำแนะนำด้านกลยุทธ์” ตามระบบ TradeMap ซึ่งประเมินจาก VALUE และ MOMENTUM ของหลักทรัพย์นั้น

VALUE คือความเหมาะสมของราคาหุ้น (SOUNDNESS) แบ่งเป็น 3 ระดับ คือ CHEAP=ถูก, FAIR=เหมาะสม และ DEAR=แพง ประเมินจาก อัตราผลตอบแทนคาดหวังของผู้ถือหุ้น โดยอิงการคาดการณ์กำไรในอนาคตระดับกลางของนักวิเคราะห์ (MEDIAN ANALYST CONSENSUS FORECAST) และปรับค่าความเสี่ยงด้วยความเสี่ยงของหลักทรัพย์เทียบกับตลาด (BETA) และส่วนชดเชยความเสี่ยงที่ควรจะเป็นของการลงทุนในตลาดหุ้น (EQUITY RISK PREMIUM)

ส่วน MOMENTUM คือความแข็งแกร่งของราคาหุ้น (ROBUSTNESS) พิจารณาจากแนวโน้ม 3 ระยะเวลา (สั้น=HOURLY, กลาง=DAILY และยาว=WEEKLY) แบ่งออกเป็น 3 ระดับเช่นกัน คือ BULL=ขึ้น, BOAR=ทรง และ BEAR=ลง

เมื่อคำแนะนำด้าน VALUE และ MOMENTUM มารวมกัน จะได้คำแนะนำด้าน ACTION แบ่งเป็น 3x3=9 ระดับตาม MATRIX ดังนี้

MOMENTUM	BULL	SBUY	ADD	TBUY
	BOAR	BUY	HOLD	ALERT
	BEAR	WBUY	REDUCE	SELL
		CHEAP	FAIR	DEAR
		VALUE		

ทั้งนี้ คำแนะนำ ACTION ทั้ง 9 ระดับ มีความหมายดังนี้ SBUY=STRONG BUY=ราคาอยู่ในระดับน่าสนใจมากและมีแนวโน้มแข็งแกร่ง ควรเข้าซื้อทันที, BUY=ราคาอยู่ในระดับน่าสนใจมาก แต่แนวโน้มแกว่งตัว สามารถทยอยซื้อได้, WBUY=WEEKLY BUY=ราคาอยู่ในระดับน่าสนใจมากแต่มีแนวโน้มปรับตัวลงอีก ควรรอซื้อเมื่ออ่อนตัว, ADD=ราคาอยู่ในระดับเหมาะสมและยังมีแนวโน้มขึ้นต่อ สามารถลงทุนเพิ่มได้, HOLD=ราคาอยู่ในระดับเหมาะสมและมีแนวโน้มแกว่งตัว แนะนำถือ, REDUCE=ราคาอยู่ในระดับเหมาะสม แต่มีโอกาสลงอีก แนะนำลดการลงทุนลงบางส่วน, TBUY=TRADING BUY=ราคาเริ่มอยู่ในระดับแพงแล้ว แต่ยังมีโอกาสปรับขึ้นต่อได้ แนะนำเพียงแค่ซื้อเก็งกำไร, ALERT=ราคาอยู่ในระดับแพงและมีแนวโน้มไม่ชัดเจน ควรจับตาดูใกล้ชิดและเพิ่มความระมัดระวัง, SELL=ราคาอยู่ในระดับแพงและมีแนวโน้มลง แนะนำขายทันที

สำหรับคำแนะนำเชิงกลยุทธ์ในระดับ SECTOR พิจารณาจากผลตอบแทนที่คาดหวังในแต่ละกลุ่มธุรกิจ มี 3 ระดับ คือ OVERWEIGHT=ลงทุนสูงกว่าน้ำหนักดัชนี คาดว่าจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าค่าเฉลี่ย (OUTPERFORM), NEUTRAL=ลงทุนเท่ากับน้ำหนักดัชนี คาดว่าให้ผลตอบแทนใกล้เคียงค่าเฉลี่ย และ UNDERWEIGHT=ลงทุนน้อยกว่าน้ำหนักดัชนี คาดว่าจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าค่าเฉลี่ย (UNDERPERFORM)

นอกจากนี้ เพื่อให้ผู้อ่านเข้าใจถึงระดับความน่าสนใจของหุ้นต่างๆ อย่างง่าย เราได้ใช้สัญลักษณ์ความน่าสนใจของหุ้นเป็นจำนวนดาว (STAR RATING) ซึ่ง STAR RATING จะมีระดับความน่าสนใจสูงสุดเป็น ★★★★★ และระดับความน่าสนใจต่ำสุดเป็น ★

โดย STAR RATING นี้จะประมวลจากความเห็นนักวิเคราะห์ทั้ง 3 ด้าน คือมาจาก RATING ทางด้านพื้นฐานสูงสุด 2 ดาว (SBUY/BUY= ★★, TBUY/HOLD=★) ด้านเทคนิคสูงสุด 2 ดาว (BULL=★★, BOAR=★) และด้านกลยุทธ์ SECTOR สูงสุด 1 ดาว (OVERWEIGHT=★) เช่น หุ้น XYZ มีคำแนะนำด้านพื้นฐานเป็น BUY มีคำแนะนำด้านเทคนิคเป็น BOAR และมีคำแนะนำด้านกลยุทธ์ระดับ SECTOR เป็น NEUTRAL เราจะให้ STAR RATING ของหุ้น XYZ เท่ากับ ★★★ เป็นต้น

ในรายงานนี้ยังได้เปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (THAI INSTITUTE OF DIRECTORS-IOD) ในเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ (CORPORATE GOVERNANCE RATING) ของบริษัทจดทะเบียนไว้ด้วย ซึ่งเป็นการดำเนินการตามนโยบายของ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ IOD ได้ใช้สัญลักษณ์และความหมายของ CG RATING ดังนี้

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100		ดีเลิศ (EXCELLENT)
80-89		ดีมาก (VERY GOOD)
70-79		ดี (GOOD)
60-69		ดีพอใช้ (SATISFACTORY)
50-59		ผ่าน (PASS)
ต่ำกว่า 50	-	-

การสำรวจของ IOD นี้เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่เปิดเผยต่อสาธารณะและเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ เป็นการนำเสนอมุมมองของบุคคลภายนอก ไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อประเมิน

ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ ภายหลังจากดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทมิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าว