

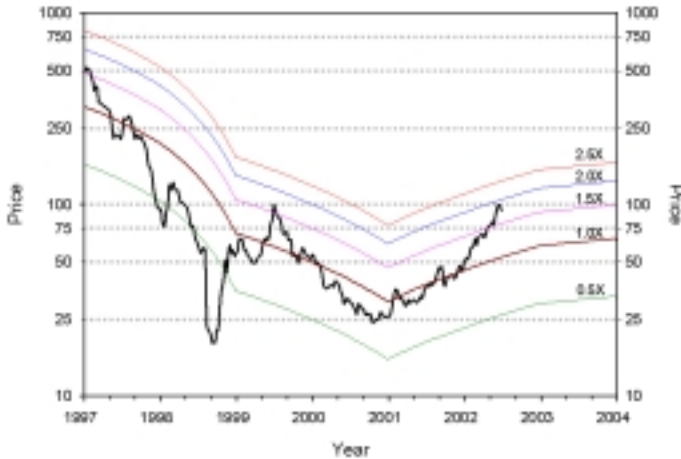
# หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (ที่อยู่อาศัยเพื่อขาย)



2 กรกฎาคม 2545

## Property (PBV BAND)

Property (BV)



น้ำหนักการลงทุน

มากกว่าตลาด

SET Index	390.78
Sector Index	94.99
มูลค่าตลาด (%)	6.31

**อัตราดอกเบี้ยต่ำขับเคลื่อนธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัย** ทุก 1% ของอัตราดอกเบี้ยที่ลดต่ำลง มีผลในการเพิ่มกำลังซื้อให้กับผู้บริโภค 4-7% โดยในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยปรับลดลงจาก 16% เหลือ 5% ในปัจจุบัน ทำให้กำลังซื้อของผู้บริโภคเพิ่มขึ้นถึง 37-53% ซึ่งกำลังซื้อที่เพิ่มขึ้นดังกล่าวมากพอที่จะทำให้ผู้บริโภคซื้อที่อยู่อาศัยในระดับราคาที่สูงขึ้น และทำให้ฐานของผู้บริโภคที่สามารถซื้อที่อยู่อาศัยได้ขยายกว้างขึ้น นอกจากนี้ทุก 1% ของอัตราดอกเบี้ยที่ลดต่ำลงยังมีผลช่วยลดภาระดอกเบี้ยจ่ายให้กับผู้ประกอบการในธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย เฉพาะที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้มากถึง 664 ล้านบาท/ปี

**ได้รับการดูแลอย่างใกล้ชิดจากภาครัฐ** มติ ครม.ที่เกี่ยวข้องกับการฟื้นฟูธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีมากกว่า 20 ครั้ง ในช่วงปี 2540 ถึงปัจจุบัน สะท้อนถึงภาวะที่ได้รับการดูแลอย่างใกล้ชิดจากภาครัฐ มาตรการชุดล่าสุดที่ออกมา มีส่วนช่วยกระตุ้นทั้งด้านอุปสงค์ และอุปทาน ในธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัย แต่อย่างไรก็ตามมาตรการที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน ยังถือได้ว่าเป็นมาตรการชั่วคราว ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ในช่วงสิ้นปี 2545

**บ้านใหม่ขาดตลาด** จำนวนผู้ประกอบการที่ลดลงกว่า 80% ทำให้การเปิดตัวโครงการใหม่ในช่วงปี 2541 - 2544 มียอดรวมเพียง 11,625 หน่วย เทียบกับยอดจดทะเบียนบ้านใหม่ที่ไม่ต่ำกว่า 30,000 หน่วยต่อปี ทำให้เกิดภาวะการขาดตลาดของบ้านใหม่ สถานการณ์ที่เกิดขึ้นทำให้เห็นการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของผู้ประกอบการที่มีความพร้อมทางการเงิน และมีสินทรัพย์ที่พร้อมในการสร้างรายได้ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**แนวโน้มผลประกอบการขยายตัวต่อเนื่อง** ยอดขายบ้านที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว เป็นผลทำให้ยอด Presale ที่ยังไม่บันทึกรายได้ ณ สิ้นเดือน พ.ค.45 ของ 10 บริษัทจดทะเบียนที่ได้สำรวจมา มีสัดส่วนสูงกว่า 71% ของยอดบันทึกรายได้รวมในปี 2544 ซึ่งถือเป็นตัวเลขหนึ่งที่ยืนยันการฟื้นตัวของผลประกอบการที่จะเกิดขึ้นในงวดบัญชีปี 2545 และต่อเนื่องถึงปี 2546

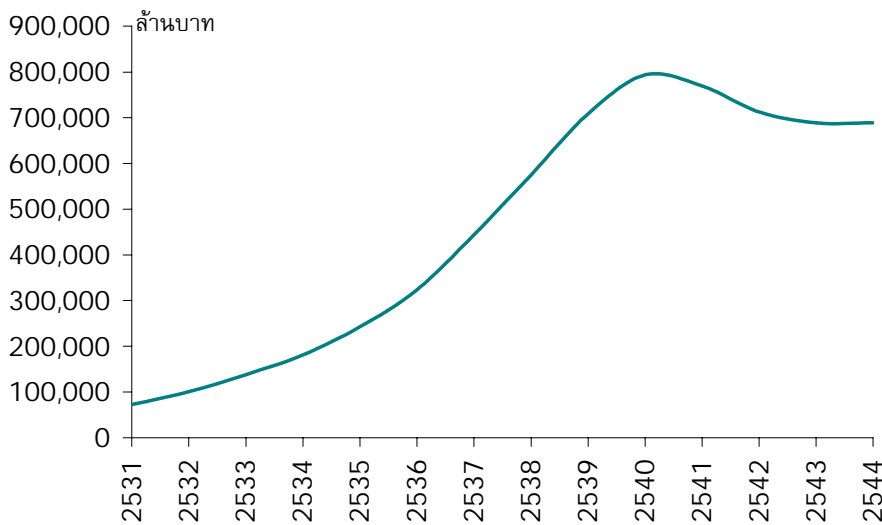
**ลงทุนน้ำหนักมากกว่าตลาด** ภายใต้สมมุติฐานว่าหุ้นในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์สามารถยืนอยู่ที่ระดับ P/BV 2 เท่าได้ สิ้นปี 2545 ดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ควรจะอยู่ที่ระดับ 121 จุด ซึ่งยังสูงกว่าระดับดัชนีในปัจจุบันกว่า 35% และน่าจะทำให้หุ้นในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ Outperform ตลาดฯ แนะนำ ลงทุนน้ำหนักมากกว่าตลาด

## อัตราดอกเบี้ยขับเคลื่อนธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัย

**อัตราดอกเบี้ยกับธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัย:** เพราะการตัดสินใจของผู้บริโภคในการซื้ออสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่ เฉพาะอย่างยิ่งที่อยู่อาศัย เป็นการซื้อโดยการก่อหนี้ ซึ่งถือได้ว่าเป็นการสร้างภาระผูกพันในระยะยาว และมีต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายเป็นต้นทุนหลักส่วนหนึ่ง ขณะที่ผู้ประกอบการก็มีภาระก่อหนี้เพื่อนำเม็ดเงินมาใช้ลงทุนเช่นกัน ผลดังกล่าวทำให้อัตราดอกเบี้ยเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยค่อนข้างมาก โดยสภาวะที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ เป็นภาวะที่เอื้อต่อการขยายตัวของธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยได้เป็นอย่างดี การเปลี่ยนแปลงของทิศทางดอกเบี้ยมีอิทธิพลต่อธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยในแง่มุมต่างๆ ดังนี้

การใช้เงินกู้ทั้งในส่วนของผู้ซื้อและผู้ประกอบการ ทำให้อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำช่วยเพิ่มความน่าสนใจให้กับทิศทางอัตราดอกเบี้ย

ยอดการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยบุคคลทั่วไปคงค้าง



ที่มา: ออส.

สินเชื่อที่อยู่อาศัยบุคคลทั่วไปมียอดคงค้าง 6.89 แสนล้านบาทสิ้นปี 2544 และมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น

- ดอกเบี้ยต่ำ เพิ่มกำลังซื้อผู้บริโภค:** การลดลงของอัตราดอกเบี้ยทุก 1% มีผลทำให้ภาระการผ่อนชำระของผู้ซื้อบ้านลดลงเฉลี่ยประมาณ 4.26% สำหรับระยะเวลาการผ่อนชำระเงินกู้ยืมเพื่อซื้อที่อยู่อาศัย 10 ปี และ ลดลงถึง 7.18% หากผ่อนชำระนาน 20 ปี ทั้งนี้ยังไม่รวมถึงผลกระทบจากอัตราเงินเฟ้อ ที่น่าจะทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลงในมุมมองของผู้บริโภคประเด็นที่น่าสนใจก็คือ หากเปรียบเทียบสถานการณ์ปัจจุบันซึ่งอัตราดอกเบี้ยอยู่ที่ประมาณ 5% กับเมื่อ 10 ปีที่ผ่านมาซึ่งอัตราดอกเบี้ยสูงถึง 16% ก็จะทำให้เห็นว่า ภาระการผ่อนชำระเงินกู้ของผู้บริโภคลดลงถึง 37-53% (ตามระยะเวลาการผ่อนชำระเงินกู้) ซึ่งก็อาจจะหมายความว่า ปัจจุบันผู้บริโภคสามารถตัดสินใจซื้อที่อยู่อาศัยได้ง่ายกว่าเมื่อ 10 ปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม หากอัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวขึ้นไป ทุก 1% ของอัตราดอกเบี้ยที่ปรับขึ้นก็จะทำให้ภาระการผ่อนชำระของผู้ซื้อบ้านเพิ่มขึ้นประมาณ 4.5% และ 8% สำหรับระยะเวลาการผ่อนชำระเงินกู้ 10 และ 20 ปี ตามลำดับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจึงมีผลกระทบโดยตรงต่อธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัย

ทุก 1% ของอัตราดอกเบี้ยที่ลดต่ำลงช่วงเพิ่มกำลังซื้อ 4-7%

**ตารางการผ่อนชำระ สำหรับเงินกู้ 1 ล้านบาท ภายใต้เงื่อนไขต่าง ๆ**

อัตราดอกเบี้ย	ระยะเวลากู้ 10 ปี	ยอดผ่อนลดลง	ระยะเวลากู้ 20 ปี	ยอดผ่อนลดลง
10%	13,215.07	-4.06%	9,650.22	-6.51%
9%	12,667.56	-4.14%	8,997.26	-6.77%
8%	12,132.76	-4.22%	8,364.40	-7.03%
7%	11,610.85	-4.30%	7,752.99	-7.31%
6%	11,102.85	-4.38%	7,164.31	-7.59%
5%	10,606.55	-4.47%	6,599.56	-7.88%
<b>ลดลงเฉลี่ย</b>		<b>-4.26%</b>		<b>-7.18%</b>

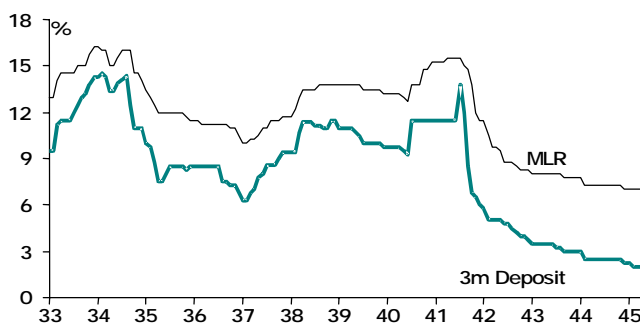
ที่มา: ABN Amro Asia Securities

- ดอกเบี้ยต่ำ ซื้อบ้านที่ราคาสูงขึ้นได้:** จากกำลังซื้อที่เพิ่มขึ้น อันเป็นผลมาจากอัตราดอกเบี้ยปรับลดลง หากผู้บริโภคต้องการผ่อนชำระเงินกู้เพื่อการซื้อที่อยู่อาศัยในระดับเดิม ผู้บริโภคก็สามารถที่จะซื้อที่อยู่อาศัยที่มีระดับราคาสูงขึ้นจากเดิมได้ โดยอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงจาก 16% เหลือ 5% จะทำให้ผู้บริโภคสามารถซื้อบ้านที่ระดับราคาสูงขึ้นได้ประมาณ 37-53% ด้วยสาเหตุดังกล่าวทำให้ความต้องการบ้านระดับราคาเกิน 5 ล้านบาทขึ้นไปเพิ่มขึ้นอย่างมากในปัจจุบัน
- ดอกเบี้ยที่ลดต่ำลง เป็นการขยายฐานผู้ซื้อให้กว้างขึ้น:** นอกจากอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลงจะทำให้ผู้บริโภคสามารถซื้อบ้านที่ราคาสูงขึ้นได้แล้ว (เช่นเดิมเคยซื้อบ้านระดับราคา 2 ล้านบาท ก็ปรับขึ้นมาซื้อที่ราคา 3 ล้านบาท) ยังช่วยขยายฐานผู้ซื้อให้กว้างขึ้นไปด้วย เนื่องจากจะทำให้ผู้ที่ไม่มีกำลังซื้อที่มากพอในอดีต สามารถเข้ามาซื้อที่อยู่อาศัยได้ และเมื่อประกอบกับการแข่งขันปล่อยสินเชื่อที่อยู่ในระดับค่อนข้างรุนแรงของสถาบันการเงินต่างๆ แล้ว ยิ่งทำให้ฐานผู้ซื้อขยายตัวออกไปได้มาก และเร็วขึ้น
- ดอกเบี้ยที่ลดต่ำลง ช่วยลดภาระทางการเงินผู้ประกอบการ:** สิ้น 1Q45 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัย มียอดหนี้สินสุทธิ (Net Debt) รวมกันประมาณ 6.64 หมื่นล้านบาท ซึ่งก็หมายความว่า หากอัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวลดลง 1% ก็จะทำให้ผู้ประกอบการสามารถลดภาระดอกเบี้ยจ่ายได้มากถึง 664 ล้านบาทต่อปี ซึ่งหมายถึงผลประโยชน์ที่เพิ่มสูงขึ้น

อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงจาก 16% เหลือ 5% ช่วยทำให้ผู้บริโภคสามารถซื้อที่อยู่อาศัยราคาสูงขึ้นได้ 37-53%

อัตราดอกเบี้ยต่ำ ทำให้ฐานผู้ที่มีขีดความสามารถในการซื้อบ้านกว้างขึ้น

ทุก 1% ของอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง ลดภาระดอกเบี้ยจ่ายให้ผู้ประกอบการที่จดทะเบียนใน SET ได้ 664 ล้านบาท/ปี

**ทิศทางอัตราดอกเบี้ย**


ที่มา: BBL

**ทิศทางอัตราดอกเบี้ย:** เชื่อว่าทิศทางของอัตราดอกเบี้ยจากนี้ไป จะทรงตัวอยู่ที่ระดับต่ำ หรือมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงได้อีกเล็กน้อย ทั้งนี้มีเหตุผลสนับสนุน 5 ประการ

1. นโยบายของรัฐบาลต้องการใช้อัตราดอกเบี้ยต่ำเป็นตัวกระตุ้นภาวะเศรษฐกิจ
2. การผลักดันยอดการส่งออกให้ขยายตัว จำเป็นที่ต้องรักษาค่าเงินบาทไม่ให้แข็งตัว หรืออาจให้อ่อนตัวลงหากมีความจำเป็น ซึ่งการที่จะให้ค่าเงินบาทอ่อนตัวแนวทางหนึ่ง ก็คือต้องทรงอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับต่ำ
3. อัตราเงินเฟ้อในปัจจุบันอยู่ในระดับต่ำ จนใกล้ 0% ทำให้ไม่มีแรงกดดันที่ต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย
4. ภาวะหนี้สาธารณะอยู่ในระดับที่สูงมาก เฉพาะอย่างยิ่งหนี้ที่เกิดขึ้นจากการแก้ไขปัญหาสถาบันการเงิน การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะทำให้ต้นทุนการเงินของหนี้ในส่วนนี้สูงขึ้น
5. การแก้ปัญหา NPLs ในระบบสถาบันการเงิน รวมทั้งในบริษัทบริหารสินทรัพย์ต่างๆ ที่ยังอยู่ในระดับสูง จำเป็นต้องใช้อัตราดอกเบี้ยระดับต่ำเป็นเครื่องมือในการแก้ไข

คาดการณ์ทิศทางอัตราดอกเบี้ย  
ยังจะทรงตัวอยู่ในระดับต่ำต่อไป  
อย่างน้อยในช่วง 3Q45-4Q45

## มาตรการภาครัฐหนุนธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

**รัฐบาลดูแลใกล้ชิด:** ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เป็นธุรกิจที่มีความเกี่ยวข้องกับอีกหลายธุรกิจ และถือได้ว่าเป็นกลไกสำคัญในการฟื้นตัวของระบบเศรษฐกิจ ด้วยสาเหตุดังกล่าว ทำให้ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้รับการดูแลจากภาครัฐอย่างใกล้ชิด ดังจะเห็นได้จากมติคณะรัฐมนตรี ในช่วงปี 2540 จนถึงปัจจุบัน ซึ่งมีมติที่เกี่ยวข้องกับการฟื้นฟูธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มากกว่า 20 ครั้ง โดยมาตรการที่ออกมา มีส่วนช่วยกระตุ้นทั้งด้านอุปสงค์ และอุปทาน อันมีผลให้ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีการฟื้นตัวขึ้นเป็นลำดับ สำหรับมาตรการหลักที่มีผลบังคับใช้อยู่จนถึงปัจจุบัน สรุปได้ดังตารางต่อไปนี้

ปี 2540 ถึงปัจจุบัน คร.ม.มีมติ  
เรื่อง การฟื้นฟูธุรกิจอสังหา  
มากกว่า 20 ครั้ง

### สรุปมาตรการภาครัฐในการกระตุ้นธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัย

นโยบายภาครัฐ	เดิม	ใหม่	ผู้รับประโยชน์
อัตราภาษีธุรกิจเฉพาะ	3.30%	0.11%	ผู้ประกอบการ
ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน	1.00%	0.01%	ผู้ซื้อ- ผู้ประกอบการ
ค่าธรรมเนียมการโอน	2.00%	0.01%	ผู้ซื้อ- ผู้ประกอบการ
ค่าลดหย่อนในการคำนวณภาษี(ดอกเบี้ย)	10,000	50,000	ผู้ซื้อ- ผู้ประกอบการ
ค่าลดหย่อนในการคำนวณภาษี(เงินดาวน์)	0	200,000	ผู้ซื้อ- ผู้ประกอบการ
การปล่อยสินเชื่อ/สินทรัพย์ค้ำประกัน	80.00%	100.00%	ผู้ซื้อ- ผู้ประกอบการ

ที่มา: ABN Amro Asia Securities

มาตรการภาครัฐ มีส่วนช่วย  
กระตุ้นทั้งอุปสงค์ และอุปทาน

**มาตรการกระตุ้นอุปสงค์:** มาตรการในส่วนนี้ต้องการลดภาระค่าใช้จ่ายในการซื้อที่อยู่อาศัยให้กับผู้บริโภค โดยในอดีตพบว่าค่าใช้จ่ายในเกณฑ์สูง เช่นค่าธรรมเนียมการโอน และค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน ซึ่งรวมสูงประมาณ 3% ของราคาที่อยู่อาศัย มาตรการที่ออกมาได้ลดค่าใช้จ่าย 2 รายการดังกล่าวให้เหลือเพียง 0.02% เท่านั้น นอกจากนี้ยังกระตุ้นแรงซื้อโดยการเสนอสิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีเข้ามาเพิ่มเติม ได้แก่การให้นำดอกเบี้ยจ่ายที่เกิดจากการกู้ยืมเพื่อซื้อที่อยู่อาศัยมาหักเป็นค่าลดหย่อนในการคำนวณภาษีได้เพิ่มขึ้นจากเดิม 10,000 บาท/ปี เป็น 50,000 บาท/ปี

**มาตรการช่วยเหลือผู้ประกอบการ:** มาตรการที่เห็นว่าเกิดประโยชน์ต่อผู้ประกอบการสูงสุด ได้แก่ เรื่อง การปรับลดอัตราภาษีธุรกิจเฉพาะลงจากเดิม 3.3% ของมูลค่าการโอน เหลือเพียง 0.11% ซึ่งการปรับลดดังกล่าว เท่ากับเป็นการเพิ่ม Net Profit Margin ให้กับผู้ประกอบการโดยตรงกว่า 3% อันจะทำให้ผลประกอบการมีการฟื้นตัวเร็วขึ้น

**มาตรการแก้ปัญหาอุปทานในส่วนของโครงการเก่า:** อุปทานของบ้านที่ค้างอยู่ในตลาดพบว่าเป็นเกือบทั้งหมดเป็นโครงการเก่า ซึ่งอาจแบ่งเป็น 2 ส่วน ได้แก่ โครงการที่ก่อสร้างแล้วเสร็จ แต่ยังไม่มียุทธศาสตร์ และโครงการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง มาตรการที่ออกมาจะมุ่งแก้ไขในส่วนของผู้ประกอบการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างเป็นส่วนใหญ่ โดยมาตรการหลักได้แก่ การจัดตั้ง TAMC เพื่อเร่งรัดการปรับโครงสร้างหนี้ให้ผู้ประกอบการ ให้กลับมาสามารถดำเนินธุรกิจได้ตามปกติ และการมอบหมายให้หน่วยงาน และสถาบันการเงินของรัฐบาล คัดเลือกโครงการอสังหาริมทรัพย์ที่เป็น NPLs มาพัฒนาต่อ แต่อย่างไรก็ตามในส่วนนี้อาจยังไม่เห็นผลที่ชัดเจนเท่าที่ควร

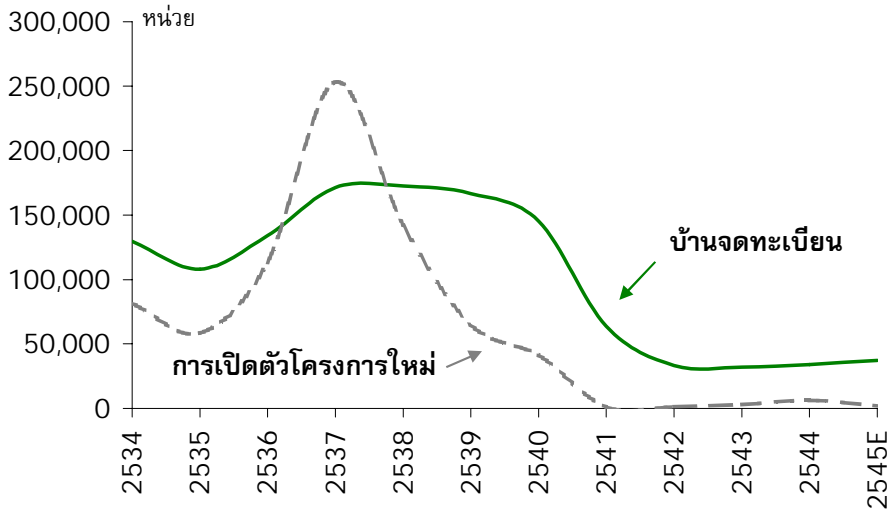
**กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund):** หลักการของ Property Fund เป็นการระดมเงินทุนจากนักลงทุน เข้ามาเพื่อซื้อหรือเช่าอสังหาริมทรัพย์ แล้วนำอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวมาจัดการเพื่อสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหน่วยลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ โดยผลประโยชน์ที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนใน Property Fund มี 3 ลักษณะหลักด้วยกันคือ เงินปันผลซึ่งมาจากการดำเนินการปกติ, ผลตอบแทนจากการเพิ่มขึ้นของราคาอสังหาริมทรัพย์ และสิทธิประโยชน์ทางภาษี ที่ได้รับผ่าน Property Fund อย่างเช่น ภาษีเงินได้นิติบุคคล 0%, ภาษีมูลค่าเพิ่ม 0% และอากรแสตมป์ 0% ด้วยหลักการดังกล่าว Property Fund จึงถือเป็นเครื่องมืออีกชิ้นหนึ่งที่ก่อให้เกิดประโยชน์ใน 2 แนวทางกับธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ได้แก่ การลดอุปทานในตลาด และเป็นแหล่งระดมเงินทุนใหม่สำหรับผู้ประกอบการ (ปัจจุบันกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ยังเปิดให้จัดตั้งได้มีอยู่ 2 ประเภทคือ กอง 1 และ กอง 4 ซึ่งมีข้อแตกต่างกันเกี่ยวกับข้อกำหนดเรื่องตัวผู้ลงทุน, สิทธิประโยชน์ที่จะเข้าไปลงทุน และการคุ้มครองผู้ลงทุน)

- ประโยชน์ในเรื่องการลดอุปทานของอสังหาริมทรัพย์ในตลาด:** สิทธิประโยชน์ที่เป็นเป้าหมายการลงทุนของ Property Fund ได้แก่ สิทธิประโยชน์ที่สามารถสร้างรายได้ในรูปแบบของค่าเช่า ซึ่งได้แก่ Service Apartment, อาคารสำนักงาน, Apartment และคอนโดมิเนียม การเข้ามาของ Property Fund จึงน่าจะมีส่วนช่วยในการลดอุปทานของสินค้าดังกล่าวในตลาด ทั้งประเภทที่ก่อสร้างแล้วเสร็จ และที่ยังอยู่ระหว่างการก่อสร้าง
- ประโยชน์ในเรื่องการเป็นแหล่งระดมเงินทุนของผู้ประกอบการ:** ผู้ประกอบการที่ใช้วิธีการนี้อาจแบ่งได้เป็น 2 ลักษณะ คือ กลุ่มที่มีสินทรัพย์อยู่แล้ว และต้องการจัดหาเงินทุนเพิ่มเติมเพื่อขยายการลงทุนต่อไป จึงขายสินทรัพย์ที่มีอยู่ให้กับ Property Fund อย่างเช่น QH ที่อยู่ระหว่างการดำเนินการ ส่วนอีกกลุ่มหนึ่งเป็นกลุ่มที่มีโครงการระหว่างการดำเนินงาน และต้องการเงินลงทุนเพิ่มเติม จึงขายสินทรัพย์ในโครงการที่อยู่ระหว่างการดำเนินงานให้ Property Fund โดยที่ผู้ประกอบการที่เป็นเจ้าของสินทรัพย์ ยังเป็นผู้ถือหน่วยลงทุนรายใหญ่ใน Property Fund อย่างเช่น GOLD

*การแก้ปัญหาในส่วนของบริษัทเก่าที่มีเหลือเป็นจำนวนมาก ยังไม่มีความคืบหน้าเท่าที่ควร*

*Property Fund ถือเป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการ ระดมเงินทุนของผู้ประกอบการ ที่มีสินทรัพย์สร้างรายได้*

## บ้านใหม่ขาดตลาด



ที่มา: ธอส.

**ตลาดซบเซา ผู้ประกอบการออกจากตลาด:** ความซบเซาของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่เกิดขึ้นต่อเนื่องกันมานานกว่า 8 ปี ทำให้ผู้ประกอบการในตลาดหายไปมากกว่า 70% ซึ่งถือเป็นกลไกปกติของตลาดที่มีการแข่งขันเสรี แต่อย่างไรก็ตามจำนวนผู้ประกอบการที่ลดลงดังกล่าวส่งผลให้ตัวเลขการเปิดตัวโครงการใหม่ในปี 2544 อยู่ในระดับที่ต่ำกว่า 3% เมื่อเทียบกับจุดสูงสุด (ในปี 2537 มีการเปิดตัวโครงการใหม่สูงสุดถึง 2.53 แสนหน่วย ขณะที่ปี 2544 มีการเปิดตัวโครงการใหม่เพียง 6,157 หน่วย)

**ความต้องการที่อยู่อาศัยไม่เคยต่ำกว่า 3.2 หมื่นหน่วย:** ตัวเลขบ้านจดทะเบียนใหม่ (ปกติจะเกิดขึ้นหลังมีรายการซื้อขายประมาณ 8-10 เดือน แต่มีแนวโน้มว่าจะระยะเวลาลงหลังมีบ้านสร้างก่อนขายมากขึ้น) มีการปรับลดลงมาเช่นกัน แต่ระดับความรุนแรงไม่เท่ากับการลดลงของการเปิดตัวโครงการใหม่ และที่น่าสนใจก็คือถึงแม้จะอยู่ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ ตัวเลขการจดทะเบียนที่อยู่อาศัยใหม่ก็ไม่เคยปรับลดลงต่ำกว่าระดับ 32,000 หน่วย ขณะที่ในปี 2544 เริ่มเห็นการฟื้นตัวขึ้นอย่างชัดเจน และคาดว่าจะเห็นการขยายตัวอย่างก้าวกระโดดในปี 2545 ทั้งนี้เนื่องจากยอดขายบ้านที่เพิ่มขึ้น และการเปลี่ยนแปลงระบบการซื้อขายบ้าน ที่มีสัดส่วนของบ้านสร้างก่อนขายมากขึ้น

**ตัวเลขบ้านจดทะเบียน สูงกว่าการเปิดตัวโครงการใหม่ตั้งแต่ปี 2538:** จากกราฟข้างต้น เห็นได้ว่าตัวเลขการจดทะเบียนบ้านใหม่ เริ่มสูงกว่าการเปิดตัวโครงการใหม่เป็นครั้งแรกในปี 2538 และมีส่วนต่างเพิ่มมากขึ้นในปีถัดๆ มา ซึ่งส่วนต่างของบ้านจดทะเบียนที่มากกว่าการเปิดตัวโครงการใหม่ จะมาจาก 2 ส่วนหลักได้แก่ การปลูกสร้างที่อยู่อาศัยเอง และบ้านที่เปิดตัวในอดีตแต่มาโอนกรรมสิทธิ์ และจดทะเบียนในปีถัดๆ มา แต่อย่างไรก็ตามตัวเลขส่วนต่างดังกล่าว ก็สามารถใช้เป็นเครื่องบ่งชี้ได้ว่าตลาดบ้านใหม่ยังอยู่ในภาวะที่ไม่เพียงพอต่อความต้องการ และมีศักยภาพในการขยายตัวสูง

การเปิดตัวโครงการใหม่ เริ่มน้อยกว่ายอดจดทะเบียนบ้านใหม่ในปี 2538

จำนวนผู้ประกอบการที่ออกไปจากอุตสาหกรรมกว่า 70% ทำให้การเปิดตัวโครงการใหม่ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา อยู่ในระดับที่ต่ำมาก โดยปี 2544 ซึ่งสถานการณ์เริ่มฟื้นตัว แต่การเปิดตัวโครงการใหม่ยังต่ำเพียง 6,157 หน่วย เทียบกับตัวเลขการจดทะเบียนบ้านใหม่ที่ไม่เคยต่ำกว่า 3.2 หมื่นหน่วย แม้ในช่วงวิกฤติ

**แนวโน้มบ้านใหม่ยังขาดตลาดใน 12 เดือนข้างหน้า:** ตัวเลขบ้านจดทะเบียนใหม่ที่สูงกว่าการเปิดตัวโครงการใหม่ มากถึง 27,866 หน่วย ในปี 2544 ยังคงจะมีอยู่ต่อไปหรืออาจจะเพิ่มขึ้นในช่วง 12 เดือนข้างหน้า ทั้งนี้เนื่องจากจำนวนผู้ประกอบการที่มีอยู่ก่อนข้างจำกัดหลังวิกฤติเศรษฐกิจ, พ.ร.บ.การจัดสรรที่ดินที่เข้มงวดขึ้น และข้อจำกัดทางการเงินของผู้ประกอบการ ขณะที่ทางฝ่ายผู้ซื้อมีแรงจูงใจหลายประการที่ทำให้ตัดสินใจซื้อได้เร็วขึ้นไม่ว่าจะเป็นอัตราดอกเบี้ยสำหรับเงินกู้ซื้อที่อยู่อาศัยที่ต่ำมาก และสิทธิประโยชน์ทางภาษีที่รัฐบาลจัดสรรให้ ซึ่งภายใต้สถานการณ์ดังกล่าวทำให้เชื่อว่า ตลาดบ้านใหม่ยังอยู่ในภาวะที่มีอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess Demand) อยู่เป็นจำนวนมาก

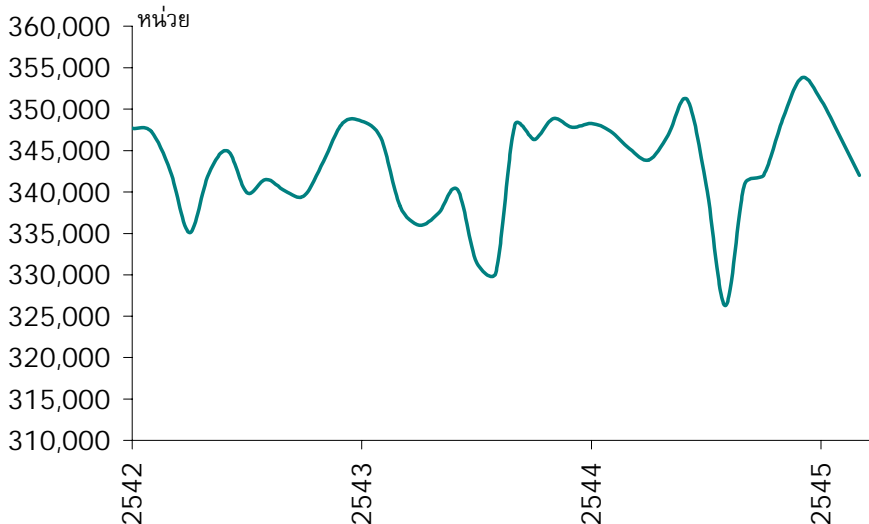
เชื่อว่าตลาดบ้านใหม่ยังอยู่ในภาวะขาดตลาดในอีก 12 เดือนข้างหน้า

## บ้านเก่าล้นตลาด

**บ้านเก่ามาจากไหน:** จากการประเมินสถานการณ์ เชื่อว่าบ้านเก่า หรือบ้านว่างที่มีอยู่ในตลาดน่าจะมีที่มาจาก 2 ส่วนหลักๆ ได้แก่ บ้านเก่าที่เกิดจากการเปิดตัวโครงการใหม่จำนวนมากในอดีต(เฉพาะอย่างยิ่งในช่วงปี 2537-2538) แต่ไม่สามารถขายออกไปได้ และอีกส่วนหนึ่งมาจากบ้านที่มีการซื้อขายกันแล้วแต่ผู้ซื้อรับภาระการผ่อนชำระไม่ไหว

จำนวนบ้านเก่า ที่ถือเป็นบ้านว่าง ในตลาดยังอยู่ที่ระดับสูงกว่า 3.4 แสนหน่วย ณ สิ้น 1Q45 ทั้งนี้สำรวจจากตัวเลขการใช้ไฟฟ้าที่ผิดปกติ

คาดการณ์บ้านว่างจากสถิติการใช้ไฟฟ้าของ การไฟฟ้านครหลวง

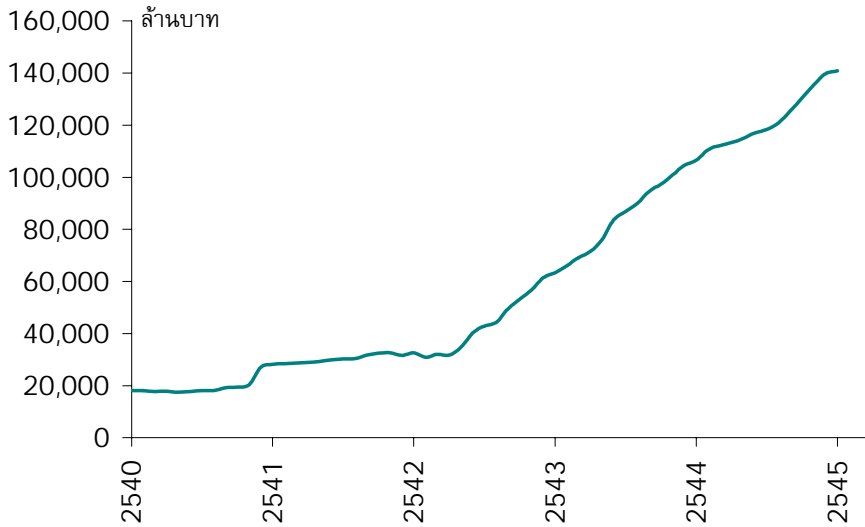


ที่มา: ออส. / การไฟฟ้านครหลวง

**บ้านว่างจากสถิติการใช้ไฟฟ้าของการไฟฟ้านครหลวง:** สิ้นเดือน มี.ค. 45 ผลการสำรวจสถิติการใช้ไฟฟ้าของการไฟฟ้านครหลวงระบุว่า มีกรณีการใช้ไฟฟ้าที่ผิดปกติอยู่ทั้งสิ้นจำนวน 342,034 ราย ซึ่งในจำนวนนี้ ประกอบด้วย จำนวนผู้ที่มีการติดตั้งมิเตอร์ แต่ไม่ใช้ไฟฟ้าเลย 87,315 ราย, จำนวนผู้ที่ติดตั้งมิเตอร์ แต่มีการใช้ไฟฟ้าน้อยกว่าปกติ 48,298 ราย และจำนวนมิเตอร์ที่ถูกยกเลิก 206,421 ราย ซึ่งพฤติกรรมการใช้ไฟฟ้าที่ผิดปกติดังกล่าว อาจใช้เป็นเครื่องชี้ภาวะบ้านว่างได้ดีพอสมควร และจากการติดตามตัวเลขดังกล่าวของการไฟฟ้านครหลวงย้อนหลังจนถึงต้นปี 2542 พบว่า จำนวนบ้านว่างในตลาดทรงตัวอยู่ที่ระดับสูงเหนือ 3 แสนหน่วยมาโดยตลอด และเชื่อว่าจะยังเป็นปัญหาอยู่ต่อไป

เชื่อว่าบ้านว่างจำนวนนี้ ยังเป็นปัญหาต่อไป

### สินทรัพย์รอการขายของธนาคารพาณิชย์



ที่มา: ธปท.

**สินทรัพย์รอการขายปัจจัยกดดันราคาอสังหาริมทรัพย์:** มูลค่าสินทรัพย์รอการขายของธนาคารพาณิชย์ เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงปี 2542 - 2543 และยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปัจจุบัน ทั้งนี้ตัวเลขที่เพิ่มสูงขึ้นมีที่มาจาก 2 ส่วนหลักได้แก่ การที่ลูกหนี้ดกกลติทรัพย์สินชำระหนี้ และการเข้าสู่ราคาในการขายทอดตลาดของกรมบังคับคดี ณ สิ้นเดือน ก.พ. 45 พบว่า มูลค่าสินทรัพย์รอการขายของธนาคารพาณิชย์อยู่ที่ระดับสูงถึง 1.41 แสนล้านบาท ซึ่งธนาคารพาณิชย์กำลังใช้ความพยายามอย่างมากในการที่จะขายสินทรัพย์ดังกล่าว ออกมาสู่ตลาด ซึ่งการขายออกมาจำนวนมากอาจสร้างแรงกดดันให้กับราคาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดได้ นอกจากนี้สินทรัพย์รอการขายของธนาคารพาณิชย์ แล้วยังมีสินทรัพย์อีก 2 ส่วนที่พร้อมสำหรับการขายออกมาสู่ตลาดได้แก่ สินทรัพย์ที่อยู่ระหว่างกระบวนการขายทอดตลาดของกรมบังคับคดี ซึ่ง ณ สิ้นปี 2544 มียอดสูงถึง 2.49 แสนล้านบาท และสินทรัพย์ที่เป็นหลักประกันหนี้ซึ่งถูกโอนย้ายไปที่ TAMC ซึ่งในเบื้องต้นคาดว่าจะมีมูลค่าสินทรัพย์รวมไม่ต่ำกว่า 1 แสนล้านบาท ดังนั้นเมื่อนับรวมมูลค่าสินทรัพย์ที่พร้อมขายในตลาดทั้งหมด น่าจะมีมูลค่าไม่ต่ำกว่า 5 แสนล้านบาท ซึ่งถือเป็นปัจจัยลบสำหรับธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ หากสินทรัพย์ดังกล่าวไม่ได้รับการจัดการด้วยวิธีการที่เหมาะสม

สินทรัพย์รอการขายทั้งระบบ คาดว่ามีมูลค่าไม่ต่ำกว่า 5 แสนล้านบาท โดยอยู่ในมือของธนาคารพาณิชย์ 1.41 แสนล้านบาท, อยู่ในมือของกรมบังคับคดี 2.49 แสนล้านบาท และอีกไม่ต่ำกว่า 1 แสนล้านบาทใน TAMC สินทรัพย์ดังกล่าวหากไม่ได้รับการจัดการที่ดี อาจกลับมาเป็นปัญหาของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้

### พฤติกรรมผู้บริโภค

ภาควิชาเคหะการ คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ได้ทำการสำรวจพฤติกรรมเกี่ยวกับการซื้อบ้านของผู้บริโภคในช่วงปลายปี 2544 โดยสุ่มจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,666 ราย ซึ่งผลการสำรวจมีประเด็นที่น่าสนใจดังนี้

- 1. ลักษณะโครงการที่อยู่อาศัย:** ผู้บริโภค 77.7% ให้ความสนใจที่จะซื้อบ้านในโครงการที่ก่อสร้างใหม่ และมีเพียง 22.3% เท่านั้นที่สนใจซื้อบ้านมือสอง ผลสำรวจดังกล่าวแสดงถึงศักยภาพของตลาดบ้านใหม่ได้อย่างชัดเจน ซึ่งสภาพการณ์ที่เกิดขึ้นถือเป็นโอกาสที่ดีของผู้ประกอบการที่มี Franchise Value ที่ดี, มีความพร้อมทางการเงิน และมีความเชี่ยวชาญทางธุรกิจ ในการที่จะเปิดตัวโครงการใหม่ แต่สำหรับผู้ประกอบการ หรือสถาบันการเงินที่



ต้องการนำบ้านเก่าออกมาขายในตลาด ก็อาจดำเนินการได้ไม่คล่องตัวนัก เนื่องจากตลาดมีค่อนข้างจำกัด เว้นแต่ใช้กลยุทธ์ราคาเข้าสู่ ซึ่งไม่เป็นผลดีต่ออุตสาหกรรม

2. **โครงการบ้านใหม่จากผู้ซื้อสนใจ:** เห็นได้ชัดเจนว่า ระบบการซื้อบ้านเริ่มเปลี่ยนไปจากเดิมที่ซื้อก่อนสร้าง กลายเป็น สร้างก่อนซื้อ ดังจะเห็นได้จากสัดส่วนของผู้ซื้อที่สนใจบ้านแบบ Pre-build (สร้างก่อนขาย) มีมากถึง 54.2% ขณะที่การขายแบบ Presale (ขายก่อนสร้าง) มีสัดส่วนเพียง 20.2% ซึ่งสภาพการณ์ดังกล่าว เป็นผลดีโดยตรงต่อผู้ประกอบการที่มีความพร้อมทางการเงิน
3. **โครงการบ้านมือสองจากผู้ซื้อสนใจ:** แสดงให้เห็นว่าผู้ซื้อก็ยังให้ความสนใจกับบ้านที่เจ้าของบ้านนำออกมาเสนอขายเอง โดยมีสัดส่วนสูงถึง 52.9% รองลงมาได้แก่ บ้านที่สถาบันการเงินนำออกประมูลขาย ที่มีสัดส่วน 40.1% ส่วนบ้านที่ขายผ่านนายหน้า มีผู้ที่แสดงความสนใจซื้อเพียง 7% แต่อย่างไรก็ตาม ต้องคำนึงว่าตลาดบ้านเก่ามีขนาดค่อนข้างเล็ก ประมาณ 22.3% ของความต้องการโดยรวมเท่านั้น

ผู้บริโภคกว่า 77% สนใจที่จัดซื้อบ้านใหม่ โดยในจำนวนนี้ 54% สนใจซื้อบ้านพร้อมอยู่ (Pre-build)

#### พฤติกรรมผู้บริโภค

##### ระยะเวลาการวางแผนซื้อบ้านและย้ายที่อยู่อาศัย

ภายใน 1 ปี	10.5%
1-3 ปี	22.9%
3 ปีขึ้นไป	66.6%
ยอดรวม	100.0%

##### ลักษณะโครงการที่อยู่อาศัย

โครงการที่อยู่อาศัยใหม่	77.7%
บ้านมือสอง	22.3%
ยอดรวม	100.0%

##### โครงการที่อยู่อาศัยใหม่ที่ผู้ซื้อให้ความสนใจ

Pre-build	54.2%
ก่อสร้างแล้วบางส่วน – สามารถปรับเปลี่ยนรูปแบบได้	25.6%
Presale	20.2%
ยอดรวม	100.0%

##### โครงการบ้านมือสองที่ผู้ซื้อให้ความสนใจ

บ้านที่เจ้าของนำออกขายเอง	52.9%
บ้านที่สถาบันการเงินนำออกประมูล	40.1%
บ้านที่ขายผ่านบริษัทนายหน้า	7.0%
ยอดรวม	100.0%

ที่มา: หนังสือพิมพ์ประชาชาติธุรกิจ 5-7 พ.ย.44

## วิธีการบันทึกรายได้ทางบัญชีของธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย

**รูปแบบการขาย กับ การบันทึกรายได้:** ถึงแม้ปัจจุบัน หลายบริษัทจะมีสัดส่วนของการขายบ้านพร้อมอยู่มากขึ้น ซึ่งการขายในลักษณะนี้ บริษัทผู้ขายจะสามารถบันทึกรายได้จากการขายทางบัญชีได้หลังเซ็นสัญญาซื้อขายได้ภายในไม่เกิน 1 เดือน แต่อย่างไรก็ตาม การขายบ้านในรูปแบบของการสร้าง ก็ยังมีสัดส่วนที่สูงอยู่ ทั้งนี้อาจจะเนื่องมาจากการที่ผู้ประกอบการส่วนใหญ่ยังไม่มีความพร้อมด้านการเงิน ซึ่งการขายในลักษณะนี้ผู้ขายจะสามารถบันทึกรายได้จากการขายทางบัญชีได้ประมาณ 6-8 เดือน หลังการเซ็นสัญญาซื้อขาย (ซึ่งด้วยระบบการวางดาว์น และผ่อนดาว์น ทำให้ส่วนใหญ่จะสามารถบันทึกรายได้ทางบัญชีได้ในช่วงเวลาที่มีการโอนกรรมสิทธิ์)

บ้านสร้าง จะสามารถบันทึกรายได้ทางบัญชีหลังการทำสัญญาซื้อขายประมาณ 6-8 เดือน ขณะที่บ้าน Pre-build สามารถบันทึกรายได้จากการขายภายในระยะเวลาไม่เกิน 1 เดือน หลังการทำสัญญาซื้อขาย

**ยอดขายที่ยังไม่บันทึกเป็นรายได้:** จากการที่ยังมีช่วงเวลาเว้นว่าง ระหว่างวันเซ็นสัญญาซื้อขาย และกำหนดการโอนกรรมสิทธิ์ ทำให้มีรายการขายที่มีการเซ็นสัญญาแล้ว แต่ยังไม่ได้บันทึกเป็นรายได้ทางบัญชี คงค้างอยู่ ซึ่งรายการเหล่านี้จะสามารถบันทึกเป็นรายได้ทางบัญชีภายในระยะเวลาไม่เกิน 6-8 เดือน จึงอาจใช้รายการดังกล่าวเป็นเครื่องชี้ นำ การบันทึกรายได้ของแต่ละบริษัทที่จะเกิดขึ้นในอนาคตได้

**สิ้นเดือน พ.ค. 45 มียอดขายที่ยังไม่บันทึกรายได้กว่า 71% ของรายได้ทางบัญชีปี 2544:** จากสำรวจ มูลค่ารายการซื้อขายที่มีการเซ็นสัญญาแล้ว แต่ยังไม่ถูกบันทึกเป็นรายได้ทางบัญชี ณ สิ้นเดือน พ.ค. 2545 ของผู้ประกอบการพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย ที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 10 บริษัท พบว่ายอดรวมทั้ง 10 บริษัท มีรายการดังกล่าวค้างอยู่ประมาณ 1.27 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นเดือน พ.ค.45 คิดเป็นสัดส่วนสูงกว่า 71% ของการบันทึกรายได้ทางบัญชีปี 2544 ทั้งปี

คาดหมายว่าสิ้นเดือน พ.ค.45 ผู้ประกอบการจำนวน 10 ราย มี ยอด Presale ที่ยังไม่บันทึกเป็น รายได้ประมาณ 1.27 หมื่นล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่จะถูกบันทึก เป็นรายได้ในครึ่งหลังของปี 2545

ประเมินยอด Presale ที่ยังไม่บันทึกเป็นรายได้ ณ สิ้นเดือน พ.ค.2545				หน่วย : ล้านบาท
	Presale ที่ยังไม่บันทึก	การบันทึกยอดขายปี 2544	สัดส่วนเทียบกับปี 2544	
AP	2,400	1,281	187.35%	
LH	3,800	10,410	36.50%	
QH	1,500	2,218	67.63%	
NOBLE	800	141	567.38%	
GOLD	569	1,204	47.26%	
SUPALI	1,320	671	196.72%	
MK	373	560	66.64%	
LPN	1,000	410	243.90%	
SIRI	400	235	170.18%	
PERFEC	490	593	82.63%	
<b>Total</b>	<b>12,652</b>	<b>17,723</b>	<b>71.39%</b>	

ที่มา: ABN Amro Asia Securities

**ยอด 1.27 หมื่นล้านบาท ส่วนใหญ่ถูกบันทึกในปี 2545:** จากตัวเลขที่แสดงข้างต้น เห็นได้ว่า ยอดขายที่ยังไม่ถูกบันทึกเป็นรายได้ทางบัญชี จำนวนประมาณ 1.27 หมื่นล้านบาท ส่วนใหญ่จะถูกบันทึกเป็นรายได้ทางบัญชีในปี 2545 ซึ่งถือเป็นเครื่องบ่งชี้ประการหนึ่งถึงความมั่นคงของฐานรายได้บริษัทในธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย

**ความเสี่ยงจากวิธีการทางบัญชีในระยะยาว:** รูปแบบการขายที่มีสัดส่วนของบ้านพร้อมอยู่มากขึ้น จนบางบริษัทอย่างเช่น LH และ QH มีการขายบ้านพร้อมอยู่เกือบ 100% อาจจะมีผลทำให้ผลประกอบการในระยะยาวของกลุ่มพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายมีความผันผวนได้ง่าย และเร็วขึ้น เนื่องจากผลประกอบการจะขึ้นอยู่กับสถานการณ์ทางธุรกิจของปีนั้นๆ อย่างสมบูรณ์ ต่างกับในอดีตที่มีการขายบ้านแบบสร้างเสร็จ ซึ่งจะมียอดขายที่ยังไม่ถูกบันทึกเป็นรายได้จะเป็นตัวปรับลดความผันผวนของผลประกอบการได้ระดับหนึ่ง นอกจากนี้ผลดังกล่าวยังทำให้نگลงทุนขาดสัญญาณเตือนเกี่ยวกับผลประกอบการในอนาคต เนื่องจากหลังจากนี้ไประดับของยอดขายที่ยังไม่ถูกบันทึกเป็นรายได้ จะลดต่ำลงจนไม่สามารถใช้เป็นเครื่องบ่งชี้ผลประกอบการในอนาคตได้

การบันทึกรายได้ที่เร็วขึ้น อาจมีส่วนทำให้ผลประกอบการในระยะยาว มีความผันผวนได้ง่ายขึ้น

## บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์

กลุ่มธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์			
พัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย	รับเหมาก่อสร้าง	พัฒนาเพื่อเช่า	นิคมอุตสาหกรรม
AP	CK	AMARIN	AMATA
B-LAND	ITD	CPN	HEMRAJ
ESTAR	NWR	MBK-PD	ROJANA
FSTAR	STECON		TFD
GOLD			TICON
LH			
LPN			
MK			
NOBLE			
PERFEC			
QH			
SAMCO			
SIRI			
SUPALI			

กลุ่มธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย มีน้ำหนัก 64.33% ซึ่งสูงสุดในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนใน SET

ธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายคิดเป็นสัดส่วน 64.33% ของกลุ่มอสังหาฯ: หุ่นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ปัจจุบันมีจำนวนทั้งสิ้น 26 บริษัท คิดเป็นมูลค่าตลาดรวม 1.3 แสนล้านบาท แยกออกเป็น 4 กลุ่มธุรกิจได้แก่ ธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย มีจำนวนบริษัททั้งสิ้น 14 บริษัท มีสัดส่วนมูลค่าตลาดคิดเป็น 64.33% ของกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์, ธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง มีจำนวน 4 บริษัท มีสัดส่วนมูลค่าตลาดคิดเป็น 14.19%, ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่ามี 3 บริษัท มีสัดส่วนมูลค่าตลาดคิดเป็น 13.73% และธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมหรือที่เกี่ยวข้องกับการอุตสาหกรรม มีจำนวน 5 บริษัท มีสัดส่วนมูลค่าตลาดคิดเป็น 7.75% ของทั้งกลุ่ม ซึ่งโดยภาพรวมจะเห็นได้ว่ากลุ่มพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายเป็นกลุ่มธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ที่สุด และมีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ค่อนข้างสูง

ผลประกอบการและฐานะการเงินของธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย	หน่วย : ล้านบาท						
	2539	2540	2541	2542	2543	2544	1Q45
รายได้จากการดำเนินงานธุรกิจ	28,561	26,287	17,908	18,822	15,163	19,525	6,130
รายได้อื่น	1,891	718	1,791	1,482	1,320	537	258
ต้นทุนขายและบริการ	17,356	19,846	16,327	11,611	13,777	13,312	4,063
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริการ	6,135	8,752	5,360	5,076	4,329	3,176	999
ดอกเบี้ยจ่าย	2,139	4,204	9,432	8,754	8,253	2,850	909
ค่าเสื่อมราคา	1,715	1,750	1,304	1,115	887	703	120
EBITDA	8,676	157	-684	4,730	-736	4,277	463
รายการพิเศษ	-184	-31,589	-2,955	-1	-6,252	690	346
กำไรสุทธิ	3,514	-39,705	-12,393	-5,450	-11,200	1,296	521
สินทรัพย์รวม	209,812	235,061	217,580	212,366	186,697	114,650	114,364
หนี้สินสุทธิ (Net Debt)	105,145	141,232	153,378	156,041	143,918	67,639	66,422
ส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิ	75,245	51,506	36,118	30,921	16,952	32,434	32,881
<b>อัตราส่วนทางการเงิน</b>							
Gross Margin	39.23%	24.50%	8.82%	38.31%	9.14%	31.82%	33.71%
SG&A/Sales	21.48%	33.29%	29.93%	26.97%	28.55%	16.27%	16.30%
EBITDA Margin	30.38%	0.60%	-3.82%	25.13%	-4.85%	21.91%	7.55%
EBITDA / IE (X)	4.06	0.04	-0.07	0.54	-0.09	1.50	0.51
Net Gearing	1.40	2.74	4.25	5.05	8.49	2.09	2.02

ที่มา: ABN Amro Asia Securities

**รายได้และความสามารถในการทำกำไรดีขึ้น:** หลังจากพื้นฐานรายได้เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 19,525 ล้านบาท ในปี 2544 เพิ่มขึ้น 28.77% YoY งวด 1Q45 ฐานรายได้ของธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยยังมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง โดย 1Q45 มีฐานรายได้สูงถึง 6,130 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 31% ของรายได้ปี 2544 ทั้งปี ขณะที่ Gross Margin เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจาก 9.14% ในปี 2543 มาอยู่ที่ 31.82% ในปี 2544 และ 33.12% ในงวด 1Q45 ทำให้ธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย แสดงผลประกอบการที่ฟื้นตัวอย่างชัดเจน โดยงวด 1Q45 มีกำไรสุทธิ 521 ล้านบาท บริษัทหลักที่สร้างผลกำไรสุทธิให้กับธุรกิจนี้ได้แก่ LH, GOLD, AP และ QH ขณะที่ B-LAND, ESTAR และ SUPALI มีผลประกอบการขาดทุนรวมกัน 429.17 ล้านบาท ทำให้ผลประกอบการโดยภาพรวมของกลุ่มธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยอยู่ในระดับไม่สูงเท่าที่ควร

ตัวเลขทางบัญชีที่แสดงออกมาสะท้อนการฟื้นตัวทั้งในเรื่องฐานรายได้, ความสามารถในการทำกำไร และโครงสร้างการเงินที่ดีขึ้นอย่างชัดเจน

**โครงสร้างการเงินแข็งแกร่งขึ้น:** แนวทางการปรับโครงสร้างหนี้ที่มีทั้ง การลดหนี้, การแปลงหนี้เป็นทุน และการขยายระยะเวลาการชำระหนี้ออกไป มีส่วนอย่างสำคัญทำให้โครงสร้างการเงินของธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายแข็งแกร่งขึ้น กล่าวคือ ยอด Net Debt สิ้นปี 1Q45 อยู่ที่ระดับ 66,422 ล้านบาท ขณะที่ส่วนของผู้ถือหุ้นอยู่ที่ 32,881 ล้านบาท อัตราส่วน Net Gearing อยู่ที่ระดับ 2.02 เท่า เทียบกับระดับ 8.49 เท่า ณ สิ้นปี 2543 ซึ่งนับว่าเป็นโครงสร้างการเงินที่มีความแข็งแกร่งมากขึ้น

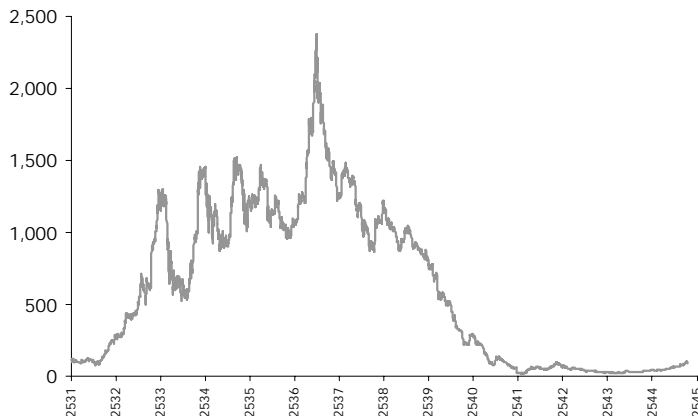
**EBITDA/IE ต่ำกว่า 1 เท่า:** อัตราส่วน EBITDA/IE (IE=ดอกเบี้ยจ่าย) ของธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยงวด 1Q45 ลดลงมาอยู่ที่ระดับต่ำเพียง 0.51 เท่า แสดงถึงขีดความสามารถในการรับภาระต้นทุนทางการเงินที่อยู่ในระดับต่ำมาก แต่อย่างไรก็ตามตัวเลขอัตราส่วนดังกล่าวที่อยู่ในระดับต่ำเป็นผลมาจากผลประกอบการของ 4 บริษัทหลักได้แก่ B-LAND, ESTAR, MK และ SIRI ซึ่งมี EBITDA ติดลบหรืออยู่ในระดับต่ำ แต่หากไม่รวม 4 บริษัทดังกล่าว อัตราส่วน EBITDA/IE งวด 1Q45 จะสูงถึง 6.70 เท่า ซึ่งหมายถึง EBITDA ที่ได้จากการดำเนินงานจะสูงกว่าภาระดอกเบี้ยจ่ายถึง 6.7 เท่าตัว แสดงถึงความสามารถในการรับภาระทางการเงินที่ดี

**แนวโน้มผลประกอบการ:** อัตราดอกเบี้ยที่ทรงตัวในระดับต่ำ และมาตรการกระตุ้นจากภาครัฐ ยังจะเป็นปัจจัยหลักที่กระตุ้นให้ยอดขายบ้านมีการขยายตัวต่อ ขณะที่ยอด Presale ซึ่งยังไม่บันทึกรายได้ที่สูงกว่า 1.27 หมื่นล้านบาท ก็จะสามารถบันทึกรายได้ส่วนใหญ่ในช่วงที่เหลือของปี 2545 ส่วนความสามารถในการทำกำไรหากพิจารณาจาก Gross Margin ก็ยังมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นด้วยองค์ประกอบดังกล่าว เชื่อว่าจะทำให้ผลประกอบการไตรมาสที่เหลือของปี มีการขยายตัวอย่างโดดเด่น ซึ่งน่าจะเป็นผลดีกับราคาหุ้น

ยอด Presale ที่ยังไม่บันทึกรายได้กว่า 1.27 หมื่นล้านบาท เป็นหลักประกันรายได้ ในช่วงเวลาที่เหลือของปี 2545

## กลยุทธ์การลงทุน... แนะนำลงทุนน้ำหนักมากกว่าตลาด

Property Index (สูงสุด 2,329.47 จุด และต่ำสุด 19.21 จุด)



ที่มา: ABN Amro Asia Securities

**การปรับตัวขึ้นในช่วง 17 เดือนที่ผ่านมา ถือเป็นเพียงจุดเริ่มต้นของแนวโน้มขึ้น:** ในปี 2544 ดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property Index) ปรับตัวขึ้นมา 96.80% และยังปรับตัวขึ้นต่อเนื่องอีก 84.9% ในช่วง 5 เดือนแรกของปี 2545 การปรับตัวดังกล่าว อาจดูเหมือนเป็นการปรับตัวขึ้นที่รุนแรง แต่เมื่อประเมินกับสถานการณ์การฟื้นตัวที่กำลังเกิดขึ้นของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์แล้ว การปรับตัวขึ้นที่เกิดขึ้นในช่วง 17 เดือนที่ผ่านมา น่าจะถือเป็นเพียงจุดเริ่มต้นของการปรับตัวขึ้น หลังจากที่อยู่ในแนวโน้มลงมานานถึง 8 ปี

การปรับตัวขึ้นในช่วง 17 เดือนที่ผ่านมา ของราคาหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ น่าจะถือเป็นเพียงจุดเริ่มต้นของแนวโน้มขึ้น หลังจากหุ้นในกลุ่มนี้อยู่ในแนวโน้มลงมานานกว่า 8 ปี

**Outperform ตลาดในช่วง 6 เดือนข้างหน้า:** อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ, มาตรการภาครัฐที่สนับสนุนอย่างต่อเนื่อง, ภาวะตลาดบ้านใหม่ที่สินค้าขาดตลาด, โครงสร้างการเงินที่แข็งแกร่ง และปลอดภัยมากขึ้น ตลอดจนผลประโยชน์จากการที่คาดว่าจะฟื้นตัวอย่างก้าวกระโดด ล้วนเป็นปัจจัยบวกต่อราคาหุ้นในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และน่าจะผลักดันให้ดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เคลื่อนไหวในลักษณะ Outperform ตลาดฯ ได้ในช่วง 6 เดือนข้างหน้า

**2 แนวทางในการกำหนดราคาหุ้นอสังหา:** ปัจจุบัน มี 2 แนวทางที่ถูกใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ แนวทางแรก ให้ความสำคัญกับมูลค่าของสินทรัพย์ที่แท้จริงของกิจการเป็นหลัก ส่วนอีกแนวทางหนึ่ง ให้ความสำคัญการขยายตัวของผลประกอบการเป็นสำคัญ ทั้ง 2 แนวทางดังกล่าวมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

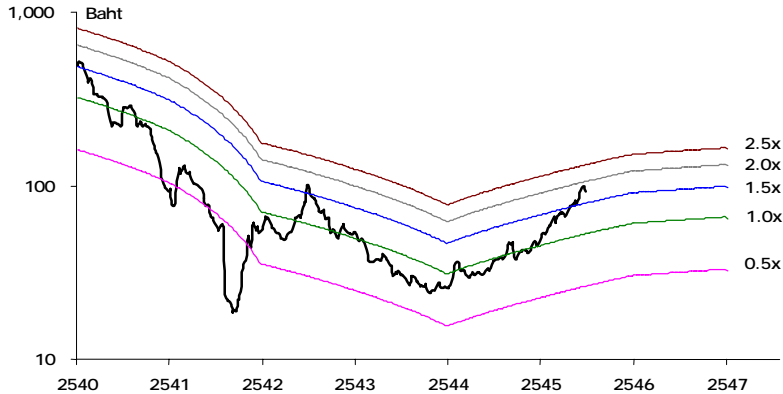
มี 2 แนวทางในการประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มอสังหา ได้แก่ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ และ ฐานการทำกำไร

~ **Price to Book Value :** เป็นเครื่องมือการประเมินมูลค่าหุ้นที่ให้ความสำคัญกับมูลค่าสินทรัพย์สุทธิเป็นหลัก ซึ่งโดยหลักการแล้วมีความเหมาะสมจะใช้ภายใต้สถานการณ์ของธุรกิจที่อยู่ในภาวะซบเซาจนถึงช่วงเริ่มต้นของการฟื้นตัว ทั้งนี้เนื่องจาก

1. ในช่วงที่ธุรกิจซบเซา ราคาสินทรัพย์ต่างๆ เฉพาะอย่างยิ่งอสังหาริมทรัพย์ มีการปรับลดลงค่อนข้างมาก และด้วยวิธีการบัญชีที่อนุรักษนิยม (Conservative) ก็มักจะมีการบันทึกรายการต่อค่าสินทรัพย์เข้ามาในงบการเงิน ผลที่ออกมาจึงทำให้มูลค่าสินทรัพย์ที่แสดงในบัญชี อยู่ในระดับที่ใกล้เคียงราคาตลาด Book Value ของที่แสดงในงบการเงินจึงเป็นตัวแทนที่ดีในการบ่งชี้มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการ

2. ในช่วงธุรกิจซบเซา บริษัทต่างๆ มักแสดงผลประกอบการที่ติดลบ และในช่วงเริ่มต้นของการฟื้นตัว ผู้ประกอบการก็มักจะแสดงตัวเลขผลประกอบการที่ขยายตัวอย่างก้าวกระโดด ทั้งนี้เหตุผลเพราะฐานของผลประกอบการที่ยังอยู่ในระดับต่ำมาก ด้วยเหตุผลดังกล่าว การที่นำวิธีการกำหนดราคาหุ้น ไปสัมพันธ์กับอัตราการขยายตัวของผลประกอบการ จึงอาจให้ผลการประเมินราคาหุ้นคลาดเคลื่อน

### Property (PBV BAND)



Property Index ใช้เวลาประมาณ 1 ปีในการปรับฐานจาก P/BV 1 เท่า มาที่ระดับ 2 เท่า ซึ่งจากความสามารถในการทำกำไรเชื่อว่า น่าจะรักษารฐานราคาระดับ P/BV 2 เท่าได้ไม่ยาก

ที่มา: ABN Amro Asia Securities

**เป้าหมายที่ P/BV 2 เท่า ณ สิ้นปี 2545:** ปัจจุบัน Property Sector Index ซื้อขายอยู่ที่ระดับ P/BV ประมาณ 2 เท่า ซึ่งหากประเมินจากปัจจัยบวกที่แวดล้อม และกระแสการลงทุนในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่ยังหนาแน่นอยู่ ทำให้มีความเป็นไปได้ค่อนข้างมากที่ Property Sector Index จะสามารถสร้างฐานที่ P/BV 2 เท่าได้ ซึ่งที่บริเวณดังกล่าว ณ สิ้นปี 2545 Property Sector Index น่าจะอยู่ที่ระดับ 121.60 จุด

- ~ **Price to EBITDA:** เป็นเครื่องมือการประเมินมูลค่าหุ้นที่ให้ความสำคัญกับ อัตราการขยายตัวของผลประกอบการเป็นหลัก สาเหตุที่เลือก EBITDA มาเป็นตัวแทนผลประกอบการ เนื่องจากในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจที่ผ่านมา กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ แสดงผลกำไรสุทธิที่ติดลบต่อเนื่องกันถึง 4 ปี (ช่วงปี 2540 – 2543) ทำให้ไม่มีฐานกำไรสุทธิในการเปรียบเทียบเพื่อประโยชน์ในการประเมินราคาหุ้น นอกจากนี้ EBITDA ยังเป็นเครื่องมือที่สะท้อนภาพของผลการดำเนินงานที่แท้จริง โดยในการคำนวณมีการตัดรายการพิเศษต่างๆ ที่ไม่เกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจหลัก และรายการค่าเสื่อมราคา ซึ่งไม่ใช่ค่าใช้จ่ายที่เป็นเงินสดออกไป
- ~ **เหมาะสำหรับธุรกิจที่มีความต่อเนื่องของผลประกอบการ:** ภายใต้สถานการณ์ที่ผลประกอบการอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการฟื้นตัว ซึ่งอัตราการขยายตัวของผลประกอบการยังอยู่ในระดับที่ไม่ปกติ และยังมีความเสี่ยงต่อความผันผวนของผลประกอบการอยู่ การนำ Price to EBITDA Bands มากำหนดราคาหุ้นอาจยังไม่มีความเหมาะสม แต่อย่างไรก็ตาม เครื่องมือดังกล่าวน่าจะถูกนำมาใช้กำหนดราคาหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในระยะต่อไป ซึ่งอัตราการขยายตัวของผลประกอบการอยู่ในระดับที่ปกติ และมีความต่อเนื่องของผลประกอบการ

**เลือก Price to Book Value Bands เป็นเครื่องมือหลักในการประเมินราคาหุ้น:** สถานการณ์ปัจจุบันของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ถือว่าอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการฟื้นตัว จึงเห็นว่าเครื่องมือที่น่าจะมีความเหมาะสมมากที่สุดในการประเมินมูลค่าหุ้นส่วนใหญ่ของกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ณ ระดับ P/BV เฉลี่ย 2 เท่า ดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ระดับ 121.60 จุด ณ สิ้นปี 2545

เลือกใช้มูลค่าสินทรัพย์สุทธิเป็นแนวทางในการประเมินราคาหุ้น

**แนะนำลงทุนน้ำหนักมากกว่าตลาด:** ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และผลประกอบการที่อยู่ในช่วงของการเริ่มฟื้นตัว ส่งผลให้ราคาหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ปรับตัวขึ้นมาอย่างรวดเร็วในช่วง 17 เดือนที่ผ่านมา อย่างไรก็ตามเชื่อว่าการปรับตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา เป็นเพียงจุดเริ่มต้นของแนวโน้มขึ้น หลังจากที่อยู่ในแนวโน้มลงมานานถึง 8 ปี ด้วยปัจจัยบวกที่แวดล้อมกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อย่างหนาแน่น เชื่อว่าจะทำให้หุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เคลื่อนไหว Outperform ตลาดฯ ได้ไม่ยากในช่วง 6 เดือนข้างหน้า คาดหมาย Property Sector Index ณ สิ้นปี 2545 ควรอยู่ที่ 121.60 จุด แนะนำให้ เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยน้ำหนักที่แนะนำอยู่ที่ 10% ของ Portfolio เทียบกับมูลค่าตลาดของกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ 6% ของตลาดรวม

**ความเสี่ยงในการลงทุน:** ถึงแม้การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น Property จะยังมีแนวโน้มที่สดใส แต่การลงทุนในหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ก็ยังมีความเสี่ยงที่นักลงทุนต้องคำนึงถึง ดังนี้

1. มูลค่าสินทรัพย์หรือการขายของธนาคารพาณิชย์ ประมาณ 1.4 แสนล้านบาท, สินทรัพย์ที่อยู่ระหว่างการขายทอดตลาดของกรมบังคับคดีกว่า 2.4 แสนล้านบาท และสินทรัพย์ที่พร้อมระบายออกมาสู่ตลาดจาก TAMC อีกไม่ต่ำกว่า 1 แสนล้านบาท หากถูกขายออกมาสู่ตลาดโดยไม่มีการจัดการที่ดีพอ อาจสร้างแรงกดดันต่อราคาอสังหาริมทรัพย์ในท้องตลาดได้ ทั้งนี้เนื่องจากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการฟื้นตัว จึงอาจไม่สามารถรับแรงกดดันจากสินค้าจำนวนมากได้
2. สัญญาณการฟื้นตัวของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ชัดเจนขึ้นตามลำดับ ทำให้ผู้ประกอบการหลายรายเริ่มขยายการลงทุนโดยการก่อภาระหนี้สินเพิ่มขึ้น จนทำให้เริ่มเกิดความกังวลขึ้นว่า อาจจะเป็นการขยายการลงทุนที่เร็วเกินไป และอาจก่อปัญหาขึ้นได้ในระยะยาว หากสถานการณ์ไม่เป็นไปตามความคาดหมาย
3. หลังกระบวนการปรับโครงสร้างหนี้พบว่า ฐานทุนจดทะเบียนของผู้ประกอบการส่วนใหญ่เพิ่มขึ้นในระดับที่มีนัยสำคัญ ซึ่งฐานทุนที่ใหญ่ดังกล่าวมีผลดีในการทำให้โครงสร้างการเงินปลอดภัยขึ้น แต่ก็มีความเสี่ยงในด้านที่ทำให้การสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นในระดับสูงทำได้ยากขึ้นด้วย ทั้งนี้ทั้งในด้านของ ROE และการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น
4. ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ถือเป็นธุรกิจที่มีความอ่อนไหวต่อทิศทางของอัตราดอกเบี้ยค่อนข้างมาก ดังนั้นหากอัตราดอกเบี้ยเริ่มมีทิศทางว่าจะปรับสูงขึ้น จึงอาจส่งผลกระทบต่อทิศทางของการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นได้
5. มาตรการกระตุ้นธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่สำคัญหลายมาตรการที่รัฐบาลผลักดันออกมา ส่วนใหญ่เป็นมาตรการชั่วคราว และสิ้นสุดในช่วงสิ้นปี 2545 ดังนั้นหากมีการเปลี่ยนแปลงมาตรการ อาจส่งผลกระทบต่อทั้งภาพรวมอุตสาหกรรม และราคาหุ้นในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ สำหรับมาตรการหลักที่ต้องติดตามได้แก่ อัตราภาษีธุรกิจเฉพาะ, ค่าธรรมเนียมการโอน และค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน

*แนะนำ เพิ่มน้ำหนักการลงทุน โดยน้ำหนักที่เหมาะสมควรอยู่ในช่วง 7-10% ของพอร์ตการลงทุนรวม*

*กลุ่มพัฒนาที่อยู่อาศัย ยังถือว่าอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการฟื้นตัว ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงการลงทุนบางประการ ที่นักลงทุนต้องเข้าใจ และติดตาม เฉพาะอย่างยิ่งทิศทางของอัตราดอกเบี้ย และการเปลี่ยนแปลงมาตรการของภาครัฐ ที่อาจเกิดขึ้นช่วงปลายปี 2545*

## ราคาหุ้นสูงเกินปัจจัยพื้นฐาน

- ~ ประสบความสำเร็จทางการตลาดในระดับสูง คาดว่า Presale ในปี 2545 จะไม่ต่ำกว่า 2.3 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 28% YoY
- ~ ยอด Presale ที่ยังไม่บันทึกรายได้เดือน พ.ค.45 สูงถึง 2.4 พันล้านบาท
- ~ เตรียมเปิดตัว 3 โครงการใหม่ มูลค่ารวม 1.4 พันล้านบาท ช่วงปลายปี 2545 - ต้นปี 2546 ช่วยเสริมฐานรายได้ทางบัญชีปี 2546
- ~ AP เป็นหุ้นปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่ง แต่ระดับราคาหุ้นปัจจุบันสูงเกินปัจจัยพื้นฐาน แนะนำ ขายทำกำไร Fair Value 43.81 บาท

**ความสำเร็จทางการตลาด:** AP เจาะตลาดทาวน์เฮ้าส์กลางเมือง ซึ่งเป็นตลาดที่แทบจะไม่มีคู่แข่ง ผลดังกล่าวทำให้ AP ประสบความสำเร็จทางการตลาดอย่างมาก โดยโครงการส่วนใหญ่ที่เปิดขายจะสามารถขายหมดในระยะเวลาอันรวดเร็ว มี Gross Margin สูงเกิน 35% และสามารถบันทึกรายได้อย่างรวดเร็ว ทั้งนี้จะเห็นได้จากข้อมูลการขายในโครงการหลักในอดีตอย่างเช่น บ้านกลางกรุง-ช.เอ็นเออากาศ, บ้านกลางเมือง-ช.เหม่งจ๋าย และล่าสุดโครงการ บ้านกลางกรุง-ช.ทองหล่อ ที่สามารถปิดการขายโครงการมูลค่ากว่า 1 พันล้านบาท ภายในระยะเวลาประมาณ 10 วัน สำหรับปี 2545 คาดหมายว่า AP จะมียอด Presale รวมไม่ต่ำกว่า 2.3 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 28%YoY โดยในช่วง 5 เดือนแรกมียอด Presale ไปแล้วประมาณ 1.7 พันล้านบาท

**ยอด Presale ที่ยังไม่บันทึกรายได้สูงกว่า 2.4 พันล้านบาท:** ด้วยยอดขายบ้านที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว เฉพาะอย่างยิ่งช่วงปลายปี 2544 ต่อเนื่องถึงปัจจุบัน ทำให้ AP มียอด Presale ที่ยังไม่ถูกบันทึกเป็นรายได้ทางบัญชีสูงกว่า 2.4 พันล้านบาท ณ สิ้นเดือน พ.ค.45 โดยยอด Presale ดังกล่าวคาดว่า 70-80% จะสามารถบันทึกเป็นรายได้ในช่วงบัญชีปี 2545 ซึ่งแสดงถึงความมั่นคงของรายได้ในอนาคต

**การเปิดตัวโครงการใหม่:** AP มีแผนงานที่จะเปิดตัวโครงการใหม่ 3 โครงการในช่วงปลายปี 2545 ต่อเนื่องต้นปี 2546 โดย 3 โครงการดังกล่าวประกอบด้วย โครงการบ้านกลางกรุง-ถนนจันทร์-สาทร มูลค่าโครงการ 735 ล้านบาท, โครงการบ้านกลางเมือง-ช.เหม่งจ๋าย 3 มูลค่าโครงการ 289 ล้านบาท และโครงการ มนต์พิทักษ์ 2 มูลค่าโครงการ 383 ล้านบาท สำหรับโครงการที่ถือเป็นจุดเด่น และมีโอกาสที่จะประสบความสำเร็จในการขายภายในระยะเวลาอันสั้น ได้แก่ โครงการ บ้านกลางกรุง-ถนนจันทร์-สาทร เนื่องจากเป็นการพัฒนาภายใต้ Concept เดียวกับบ้านกลางกรุง-ช.ทองหล่อ ภายใต้ทำเลที่มีความต้องการสูง และสินค้าขาดตลาด

**ผลประกอบการขยายตัว:** คาดหมายว่า AP น่าจะมีผลกำไรสุทธิ 478 ล้านบาท หรือ 2.49 บาท/หุ้น เพิ่มขึ้น 97% YoY ทั้งนี้อยู่ภายใต้สมมุติฐานที่สำคัญว่า ยอด Presale ปี 2545 อยู่ที่ระดับ 2.3 พันล้านบาท โดยที่ AP จะสามารถบันทึกได้จากการขายเฉลี่ยประมาณ 5 เดือนหลังการขาย และสิ้นปี 2544 มียอด Presale ที่ยังไม่บันทึกได้ยกมา 700 ล้านบาท ส่วน Gross Margin อยู่ที่ระดับ 36.27%

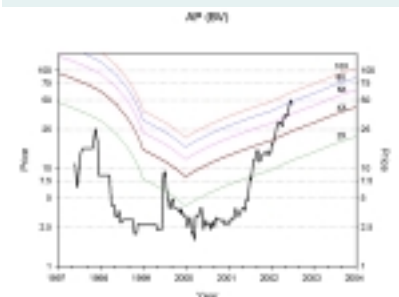
**ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นเกินปัจจัยพื้นฐาน:** ถึงแม้ AP จะเป็นหุ้นที่มีศักยภาพในการทำกำไรสูง และมีโครงสร้างการเงินที่แข็งแกร่ง แต่ราคาหุ้นปัจจุบันได้ปรับตัวขึ้นมาสอดรับกับปัจจัยพื้นฐานดังกล่าวแล้ว ภายใต้สมมุติฐานว่า ราคาหุ้น AP ซื้อขายที่ P/BV 6 เท่า สิ้นปี 2545 ราคาหุ้นควรอยู่ที่ระดับ 43.81 บาท แนะนำขายทำกำไร

## ขายทำกำไร

45.25 บาท

หมวด	อสังหาริมทรัพย์		
SET	390.78		
ทุนเรียกชำระ (ล้านบาท)	1,925		
ราคาพาร์ (บาท)	10		
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	8,711		
ฟรีโฟลท (%)	14		
เฉลี่ยซื้อขาย/วัน (ล้านหุ้น)	2		
การเคลื่อนไหวราคาเชิงเปรียบเทียบ (%)	3M	6M	12M
เทียบกลุ่ม	+26	+62	+65
เทียบ SET	+64	+127	+168

## PBV BAND



ข้อมูลสำคัญ (ล้านบาท)			
สิ้นสุด ๓.ค.	2544	2545F	2546F
ยอดขาย	1,281	2,050	2,614
กำไรสุทธิ	265	478	633
Norm Profit	239	478	633
EPS (บาท)	1.40	2.49	3.29
PER (X)	32.40	18.21	13.75
Book Value	4.82	7.30	10.59
P/BV (X)	9.40	6.20	4.27
<b>Fair Value (บาท)</b>	<b>43.81</b>		



## ลักษณะธุรกิจ

พัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย โดยเน้นโครงการทาวน์เฮ้าส์กลางเมือง

## สัดส่วนผู้ถือหุ้น (%)

1. นายอนุพงษ์ อัครโกศล	28.39
2. บมจ. แลนด์แอนด์เฮ้าส์	20.09
3. นายพิเชษฐ วิภาศุกร	14.54

## งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
รายได้จากธุรกิจหลัก	176.0	679.3	1,281.3	2,050.0	2,613.9
ต้นทุนขาย	(157.6)	(526.1)	(844.1)	(1,306.5)	(1,659.0)
กำไรขั้นต้น	18.4	153.2	437.3	743.5	954.9
รายได้อื่น	5.1	19.3	10.1	11.7	11.3
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	(61.2)	(76.0)	(155.8)	(224.2)	(285.7)
EBITDA	(12.1)	125.9	319.2	561.1	710.5
ดอกเบี้ยจ่าย	(40.3)	(46.9)	(52.1)	(51.6)	(45.9)
EBT	(78.0)	49.6	239.5	479.5	634.6
ภาษีเงินได้	0.0	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	4.6	(0.5)	0.2	(1.1)	(1.1)
รายการพิเศษ	40.7	12.1	25.0	0.0	0.0
กำไรสุทธิ	(32.7)	60.9	264.5	478.4	633.5
Norm Profit	(73.4)	48.8	239.5	478.4	633.5
Norm EPS (บาท)	(3.78)	0.43	1.26	2.49	3.29

## งบดุลรวม (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
เงินสด และเงินลงทุนระยะสั้น	50.5	44.5	147.1	92.9	79.0
ลูกหนี้การค้า	44.1	53.0	62.1	111.9	142.7
สินค้าคงเหลือ	14.3	1,053.5	1,599.5	2,047.3	2,610.5
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	112.8	1,231.0	1,825.4	2,354.3	2,962.5
รวมสินทรัพย์	317.4	1,682.4	2,197.7	2,734.9	3,345.4
เงินกู้ยืมระยะสั้น	40.5	190.1	324.5	319.5	314.5
เจ้าหนี้การค้า	37.7	45.7	47.9	138.1	176.0
รวมหนี้สินหมุนเวียน	233.6	328.7	476.5	645.3	720.1
เงินกู้ยืมระยะยาว	32.0	675.3	738.0	638.0	538.0
รวมหนี้สิน	265.6	1,076.9	1,269.9	1,327.7	1,303.6
หนี้สินสุทธิ	109.5	820.9	915.4	864.7	773.5
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	14.9	12.9	0.7	1.7	2.8
ส่วนของผู้ถือหุ้น - สุทธิ	36.9	592.6	927.1	1,405.6	2,039.0
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	317.4	1,682.4	2,197.7	2,734.9	3,345.4

## อัตราส่วนทางการเงิน

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
Gross Margin	10.48%	22.55%	34.13%	36.27%	36.53%
EBITDA Margin	-6.86%	18.54%	24.91%	27.37%	27.18%
EBITDA/IE (เท่า)	-0.30	2.69	6.13	10.87	15.47
Net Gearing (เท่า)	2.97	1.39	0.99	0.62	0.38
Book Value (บาท/หุ้น)	2.06	3.39	4.82	7.30	10.59

## งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	6.9	68.3	(209.3)	81.4	122.3
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน	133.5	(213.2)	45.9	(28.4)	(31.2)
กระแสเงินสดจากกิจกรรมหาเงิน	(105.5)	123.6	265.6	(105.0)	(105.0)
เงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง)	34.8	(21.2)	102.2	(52.1)	(13.9)



## ขยายตัวเชิงรุก ... เปิดตัว 3 โครงการครึ่งหลังของปี 2545

- ~ GOLD เปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มอย่างก้าวกระโดด โดยครึ่งหลังของปี 2545 คาดว่าจะเปิดตัว 3 โครงการใหม่ มูลค่าโครงการรวม 5 พันล้านบาท
- ~ ต้นทุนการได้มาของที่ดินเพื่อการพัฒนา อยู่ในระดับต่ำทำให้อัตรา Gross Margin ของโครงการส่วนใหญ่อยู่ในระดับที่สูงเกิน 40%
- ~ คาดหมายว่าสินทรัพย์สร้างรายได้จากการเช่าอีก 2 แห่งจะเริ่มสร้างรายได้ช่วงปลายปี 2545 ได้แก่ Narayana Pavilion และ Mayfair Marriot
- ~ การชะลอตัวของผลประกอบการที่อาจเกิดขึ้นช่วง 2Q45 และความกังวลเรื่องการเรียกชำระหุ้นเพิ่มทุน ทำให้กำหนด Fair Value ของ GOLD อยู่ที่ระดับเพียง 2 เท่าของ Book Value ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2545 อยู่ที่ 18.43 บาท

**เปิดตัว 3 โครงการใหม่มูลค่า 5 พันล้านบาท:** ความสำเร็จการขายในโครงการบ้านลาดพร้าว 1 (เปิดตัว ก.ย.43) ทำให้ GOLD อยู่ในสภาพที่พร้อมมากขึ้นในขยายกิจการ ไม่ว่าจะเป็นด้านการเงิน หรือ Franchise Value GOLD มีการเปิดตัวโครงการที่อยู่อาศัยเพิ่มมากขึ้น ในปี 2544 โดยเปิดตัว บ้านรามอินทรา (พ.ค.44) และ บ้านลาดพร้าว 2 (พ.ย.44) มูลค่าโครงการรวมกันประมาณ 1.9 พันล้านบาท ซึ่งเป็น 2 โครงการที่สร้างยอดขายอยู่ในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม เนื่องจากในช่วงครึ่งแรกของปี 2545 ยังไม่มีการเปิดตัวโครงการใหม่ ทำให้ยอด Presale งวด 5 เดือนแรกปี 2545 อยู่ที่ระดับต่ำเพียง 500 ล้านบาท ขณะที่ยอด Presale ที่ยังไม่ถูกบันทึกเป็นรายได้สิ้นเดือน พ.ค.45 อยู่ที่ประมาณ 569 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม GOLD มีแผนที่จะเปิดตัว 3 โครงการใหม่ในช่วง 3Q45-4Q45 มูลค่าโครงการรวม 5 พันล้านบาท ได้แก่โครงการบ้านสาทร, บ้านรามคำแหง และโครงการใหม่ที่ยังไม่กำหนดรายละเอียดของโครงการอีก 1 โครงการ ซึ่งจากการสำรวจความต้องการในทำเลต่างๆ แล้ว เชื่อว่ามีความเป็นไปได้ที่ยอด Presale ทั้งปี จะอยู่ที่ระดับประมาณ 3 พันล้านบาท

**ผลประกอบการ 2Q45 อาจชะลอตัว:** ยอด Presale ที่ยังไม่บันทึกเป็นรายได้ ณ สิ้น พ.ค.45 ซึ่งต่ำเพียง 569 ล้านบาท โดยส่วนใหญ่จะถูกบันทึกเป็นรายได้ในงวด 3Q45 ขณะที่โครงการใหม่ที่คาดว่าจะกระตุ้นยอดขาย Presale มีการเปิดตัวงวด 3Q45 อาจส่งผลให้การบันทึกรายได้งวด 2Q45 ชะลอตัวลงได้ ซึ่งก็หมายถึงผลประกอบการที่อาจชะลอตัวลง ถือเป็นความเสี่ยงในการลงทุนประการหนึ่ง

**Gross Margin โครงการส่วนใหญ่เกิน 40%:** ด้วยกลยุทธ์การจัดซื้อที่ดินที่มีประสิทธิภาพสูง ทำให้ต้นทุนการได้มาซึ่งที่ดินเพื่อการพัฒนาอยู่ในระดับต่ำ จากการสำรวจโครงการที่เปิดตุนับตั้งแต่บ้านลาดพร้าว 1 พบว่ามีเพียงโครงการเดียวที่มีระดับ Gross Margin ต่ำกว่า 40% ได้แก่โครงการบ้านรามอินทราซึ่งมี Gross Margin ที่ระดับ 35%

**แนะนำ ชื่อ:** GOLD จัดเป็นบริษัทที่อยู่ในช่วงของการฟื้นตัว ซึ่งคาดว่าจะเห็นการขยายตัวของผลประกอบการอย่างก้าวกระโดดในปี 2545-2546 แต่อย่างไรก็ตามด้วยความเสี่ยง 2 ประการคือ การเรียกชำระหุ้นเพิ่มทุนที่อาจเกิดขึ้น และการชะลอตัวของผลประกอบการที่อาจเกิดขึ้นในช่วง 2Q45 ทำให้ไม่สามารถกำหนด Fair Value โดยมี Premium จากค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมได้ ภายใต้สมมุติฐานว่าราคาหุ้นซื้อขายที่ระดับ P/BV 2 เท่า ราคาหุ้น GOLD ปลายปี 2545 ควรอยู่ที่ระดับ 18.43 บาท ซึ่งราคาหุ้นยังมี Upside จากราคาปัจจุบัน แนะนำ ชื่อ

ชื่อ

15.20 บาท

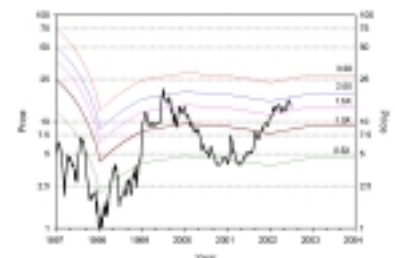
หมวด	อสังหาริมทรัพย์
SET	390.78
ทุนเรียกชำระ (ล้านบาท)	5,806
ราคาพาร์ (บาท)	10
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	9,429
ฟรีโฟลท (%)	12
เฉลี่ยซื้อขาย/วัน (ล้านหุ้น)	5

### การเคลื่อนไหวราคาเชิงเปรียบเทียบ

(%)	3M	6M	12M
เทียบกลุ่ม	-19	-33	-18
เทียบ SET	+5	-7	+34

### PBV BAND

GOLD (%)



### ข้อมูลสำคัญ (ล้านบาท)

สิ้นสุด 5.ค.	2544	2545F	2546F
ยอดขาย	1,283	2,004	3,419
กำไรสุทธิ	253	479	1,033
Norm Profit	263	469	1,033
EPS (บาท)	0.54	0.66	0.92
PER (X)	28.00	23.05	16.49
P/BV (X)	1.96	1.65	1.50
Fair Value (บาท)		18.43	

## ลักษณะธุรกิจ

พัฒนาที่ดินและอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายและให้เช่า โดยโครงการเพื่อ  
เช่าเป็นโครงการประเภท Apartment และ Service Apartment

## สัดส่วนผู้ถือหุ้น (%)

1. บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	35.77
2. ABN AMRO ASIA Services (Singapore) Pte Ltd.	10.81
3. Morgan Stanley & Co International Ltd.	10.24

## งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
รายได้จากธุรกิจหลัก	59.4	85.6	1,282.9	2,003.5	3,419.0
ต้นทุนขาย	(46.4)	(39.4)	(744.9)	(1,200.8)	(2,034.3)
กำไรขั้นต้น	12.9	46.2	538.0	802.7	1,384.7
รายได้อื่น	79.7	18.1	52.7	54.7	59.7
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	(203.4)	(198.6)	(290.2)	(317.3)	(379.0)
EBITDA	(36.0)	(81.1)	353.0	593.2	1,118.4
ดอกเบี้ยจ่าย	(93.9)	(58.3)	(45.9)	(65.1)	(26.3)
EBT	(204.7)	(192.7)	254.6	475.1	1,039.1
ภาษีเงินได้	0.0	0.0	(6.5)	0.0	0.0
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(22.9)	9.5	14.8	(6.3)	(6.6)
รายการพิเศษ	113.4	9.3	(10.0)	10.5	0.0
กำไรสุทธิ	(114.1)	(173.9)	252.9	479.3	1,032.5
Norm Profit	(227.5)	(183.2)	262.9	468.8	1,032.5
Norm EPS (บาท)	(0.80)	(0.53)	0.56	0.64	0.92

## งบดุลรวม (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
เงินสด และเงินลงทุนระยะสั้น	1,187.2	430.6	549.7	3,000.7	3,928.9
ลูกหนี้การค้า	40.9	63.8	749.4	597.5	1,019.7
สินค้าคงเหลือ	783.7	1,135.0	1,144.0	1,250.6	1,280.5
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	2,743.1	1,231.0	1,825.4	2,354.3	2,962.5
รวมสินทรัพย์	6,411.4	5,940.4	7,971.9	12,716.5	13,854.7
เงินกู้ยืมระยะสั้น	880.2	956.1	878.5	478.5	478.5
เจ้าหนี้การค้า	34.0	56.8	94.4	133.1	227.1
รวมหนี้สินหมุนเวียน	1,139.1	1,269.3	1,516.8	977.5	1,052.1
เงินกู้ยืมระยะยาว	1,366.6	955.1	1,286.9	786.9	786.9
รวมหนี้สิน	2,697.4	2,411.1	2,992.6	1,916.6	2,015.7
หนี้สินสุทธิ	1,122.7	1,543.7	1,678.7	(1,735.3)	(2,663.5)
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	426.4	415.6	467.3	473.6	480.2
ส่วนของผู้ถือหุ้น - สุทธิ	3,287.6	3,113.7	4,512.0	10,326.3	11,358.8
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	6,411.4	5,940.4	7,971.9	12,716.5	13,854.7

## อัตราส่วนทางการเงิน

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
Gross Margin	21.78%	53.98%	41.93%	40.07%	40.50%
EBITDA Margin	-60.65%	-94.73%	27.51%	29.61%	32.71%
EBITDA/IE (เท่า)	-0.38	-1.39	7.70	9.12	42.55
Net Gearing (เท่า)	0.34	0.50	0.37	-0.17	-0.23
Book Value (บาท/หุ้น)	9.53	9.02	7.77	9.22	10.14

## งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	(264.8)	(552.1)	(1,156.0)	(869.3)	886.7
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน	(949.0)	119.2	(415.4)	(1,160.0)	5.0
กระแสเงินสดจากกิจกรรมหาเงิน	2,372.2	(355.2)	1,321.4	4,434.9	0.0
เงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง)	1,158.4	(788.2)	(249.9)	2,405.6	891.7

## ศักยภาพทางธุรกิจสูงที่สุดในอุตสาหกรรม

- ~ ฐานรายได้ที่ขยายตัว และความสามารถในการทำกำไรที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง จะเป็นแรงผลักดันให้ LH มีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นถึง 105% ในปี 2545
- ~ LH มีนโยบายที่จะลดสัดส่วนเงินลงทุนในกิจการที่ไม่ใช่ธุรกิจหลักลง ซึ่งหากขายหุ้นออกไป ก็จะทำให้ LH สามารถรับรู้กำไรประมาณ 2 พันล้านบาท
- ~ LH ทำ Refinance ต่อเนื่อง ทำให้ต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายปัจจุบันลดลงเหลือ 5.5%
- ~ กำหนด Fair Value ของ LH ที่ระดับ 76.32 บาท เท่ากับระดับ P/BV 3 เท่า และ PER 15 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยของผู้ประกอบการที่มีศักยภาพสูง

**กำไรสุทธิปี 2545 ขยายตัว 105% YoY:** คาดหมายผลประกอบการปี 2545 ของ LH มีกำไรสุทธิ 3.18 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 105% YoY ทั้งนี้เป็นผลมาจากการบันทึกกำไรได้จากการขายที่เพิ่มขึ้น 18.23% และ Gross Margin ที่เพิ่มขึ้นจาก 32.85% ในปี 2544 เป็น 35.49% ในปี 2545

**สัดส่วนการขายบ้านพร้อมอยู่ 90%:** ปี 2545 คาดหมายว่ายอดจองบ้าน (Presale) ของ LH จะอยู่ที่ระดับ 1.02 หมื่นล้านบาท (850 ล้านบาท/เดือน) โดยยอด Presale ที่เกิดขึ้นเป็นยอดบ้านพร้อมอยู่ถึง 90% ด้วยโครงสร้างการขายบ้านดังกล่าว ทำให้ LH สามารถบันทึกกำไรได้จากการขายได้อย่างรวดเร็ว (2 สัปดาห์หลังทำสัญญาซื้อขาย) และเมื่อรวมกับยอด Presale ที่ยังไม่ถูกบันทึกเป็นรายได้ ณ สิ้นปี 2544 จำนวน 3 พันล้านบาท คาดว่าจะทำให้ LH สามารถบันทึกกำไรได้จากการขายได้ 1.23 หมื่นล้านบาท

**Gross Margin มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น:** มาจาก 3 สาเหตุหลักได้แก่ 1) การปรับราคาขายสูงขึ้น 2) รูปแบบการพัฒนาซึ่งโดยธรรมชาติการสร้างบ้านก่อนขาย จะให้ Gross Margin สูงกว่าบ้านหลังสร้าง เนื่องจากการบริหารงานก่อสร้าง และการจัดซื้อวัสดุก่อสร้าง ทำให้ได้ประสิทธิภาพสูงกว่า และ 3) เกิดจากต้นทุนที่ดินที่จัดหาเข้ามาใหม่อยู่ในระดับที่ต่ำ จึงทำให้ต้นทุนขายของบริษัทลดลง

**เปิดตัวโครงการใหม่มูลค่ารวม 9.25 พันล้านบาท:** ช่วงครึ่งหลังของปี 2545 LH จะเปิดตัวโครงการใหม่จำนวน 6 โครงการ มูลค่าโครงการรวม 9.25 พันล้านบาท โดยทั้ง 6 โครงการที่เปิดขายเป็นบ้านพร้อมอยู่ 100% ซึ่งคาดว่าจะสามารถบันทึกกำไรได้บางส่วนภายในปี 2545

**กำไรจากเงินลงทุน 2 พันล้านบาท:** ปัจจุบัน LH มีพอร์ตการลงทุนมูลค่าประมาณ 4.5 พันล้านบาท (มูลค่าทางบัญชี) ซึ่งหากขายหุ้นในส่วนของกิจการที่ไม่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักออกไป ก็จะทำให้ LH มีกำไรจากการขายเงินลงทุนประมาณ 2 พันล้านบาท ซึ่งกำไรในส่วนนี้ถือเป็นตัวเสริมศักยภาพการทำกำไรของบริษัท

**โครงสร้างการเงินแข็งแกร่ง และต้นทุนต่ำ:** สิ้น 1Q45 LH มี Net Debt รวม 8.12 พันล้านบาท คิดเป็นอัตราส่วน Net Gearing 0.59 เท่า ซึ่งถือเป็นโครงสร้างการเงินที่แข็งแกร่ง นอกจากนี้ LH ยังมีการปรับลดต้นทุนทางการเงินอย่างต่อเนื่อง โดยการออก B/E เพื่อ Refinance ทำให้ต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายปัจจุบันอยู่ที่ 5.5%

**แนะนำ ซื้อ:** ณ ระดับ P/BV 3 เท่า หรือ PER 15 เท่า ราคาหุ้น LH ณ ปลายปี 2545 ควรอยู่ที่ระดับ 76.32 บาท นอกจากนี้ยังคาดว่า LH จะสามารถจ่ายเงินปันผลจากผลประกอบการปี 2545 ได้ประมาณ 2 บาท/หุ้น แนะนำ ซื้อ

ติดต่อ: **ทวีธีระธรรม therdsak.thaveeteeratham@th.abnamro.com**

**ซื้อ**

**74.00 บาท**

**หมวด อสังหาริมทรัพย์**  
**SET 390.78**

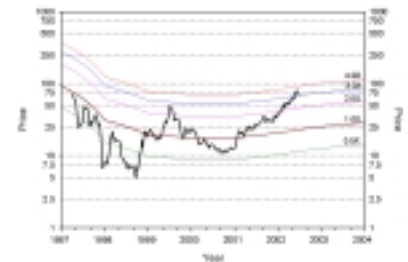
**ทุนเรียกชำระ (ล้านบาท) 6,296**  
**ราคาพาร์ (บาท) 10**  
**มูลค่าตลาด (ล้านบาท) 46,148**  
**ฟรีโฟลท (%) 22**  
**เฉลี่ยซื้อขาย/วัน (ล้านหุ้น) 1**

**การเคลื่อนไหวราคาเชิงเปรียบเทียบ**  
**(%)**

	3M	6M	12M
<b>เทียบกลุ่ม</b>	-0.3	+1	-1
<b>เทียบ SET</b>	+30	+41	+59

**PBV BAND**

LH (฿)



ข้อมูลสำคัญ (ล้านบาท)			
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F
ยอดขาย	10,410	12,308	12,623
กำไรสุทธิ	1,551	3,183	3,214
Norm Profit	2,140	3,074	3,137
EPS (บาท)	2.49	5.10	5.15
PER (X)	29.75	14.50	14.36
P/BV (X)	3.57	2.91	2.59
<b>Fair Value (บาท)</b>		<b>76.32</b>	

## ลักษณะธุรกิจ

- พัฒนาที่ดินและจัดสร้างที่อยู่อาศัยให้ผู้บริโภคโดยเน้นรูปแบบโครงการหมู่บ้านจัดสรรเป็นหลัก
- รับจ้างบริหารโครงการบ้านจัดสรรให้แก่บริษัทย่อยและในเครือ

## สัดส่วนผู้ถือหุ้น (%)

- นายอนันต์ อัครโกศล 23.18
- Government of Singapore Investment Cor. 16.78
- บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด 5.33

## งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
รายได้จากธุรกิจหลัก	5,294.8	6,555.6	10,409.5	12,307.5	12,622.5
ต้นทุนขาย	(4,209.1)	(4,667.6)	(6,990.1)	(7,939.9)	(8,107.3)
กำไรขั้นต้น	1,085.7	1,888.0	3,419.5	4,367.6	4,515.2
รายได้อื่น	287.0	230.3	111.5	122.6	134.9
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	(1,002.0)	(877.1)	(995.1)	(1,153.1)	(1,295.0)
EBITDA	504.4	1,348.9	2,635.9	3,437.1	3,455.1
ดอกเบี้ยจ่าย	(679.5)	(590.2)	(411.5)	(279.3)	(232.7)
EBT	(308.9)	651.0	2,124.4	3,057.8	3,122.4
ภาษีเงินได้	0.0	(0.9)	(0.7)	(1.5)	(3.2)
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	38.9	40.5	16.7	17.6	17.8
รายการพิเศษ	(359.0)	(474.3)	(589.1)	109.0	77.0
กำไรสุทธิ	(629.0)	216.3	1,551.3	3,182.9	3,214.0
Norm Profit	(270.0)	690.6	2,140.4	3,073.9	3,137.0
Norm EPS (บาท)	(0.6)	1.1	3.4	4.9	5.0

## งบดุลรวม (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
เงินสด และเงินลงทุนระยะสั้น	1,341.7	471.8	306.1	1,056.5	1,412.0
ลูกหนี้การค้า	44.9	16.8	38.7	104.3	107.0
สินค้าคงเหลือ	20,500.3	19,491.0	18,726.4	18,819.7	19,301.4
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	22,356.7	20,948.7	19,604.1	20,599.3	21,454.2
รวมสินทรัพย์	27,468.4	25,896.5	24,478.8	26,000.9	26,858.3
เงินกู้ยืมระยะสั้น	633.7	497.5	1,270.9	1,270.9	2,180.9
เจ้าหนี้การค้า	40.5	123.1	174.4	231.2	237.1
รวมหนี้สินหมุนเวียน	2,042.4	2,099.5	3,040.0	3,162.7	4,095.9
เงินกู้ยืมระยะยาว	14,092.5	12,494.2	8,193.3	6,693.3	4,693.3
รวมหนี้สิน	16,336.7	14,901.3	11,471.6	10,065.2	8,999.5
หนี้สินสุทธิ	13,384.5	12,519.9	9,158.2	6,907.7	5,462.2
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	84.6	31.7	89.4	71.8	54.0
ส่วนของผู้ถือหุ้น - สุทธิ	11,047.1	10,963.4	12,917.7	15,863.9	17,804.8
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	27,468.3	25,896.5	24,478.8	26,000.9	26,858.3

## อัตราส่วนทางการเงิน

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
Gross Margin	20.51%	28.80%	32.85%	35.49%	35.77%
EBITDA Margin	9.53%	20.58%	25.32%	27.93%	27.37%
EBITDA/IE (เท่า)	0.74	2.29	6.41	12.31	14.85
Net Gearing (เท่า)	1.21	1.14	0.71	0.44	0.31
Book Value (บาท/หุ้น)	17.71	17.58	20.71	25.44	28.55

## งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	2,328.7	1,743.6	2,945.9	2,978.2	2,741.7
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน	(780.9)	8.3	573.2	(600.0)	(100.0)
กระแสเงินสดจากกิจกรรมหาเงิน	(1,778.4)	(1,791.6)	(3,481.8)	(1,500.0)	183.2
เงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง)	(230.6)	(39.7)	37.3	878.2	2,824.8

## ผลประกอบการฟื้นตัวครึ่งหลังปี 2545 ทอยยสะสมหุ้น

- ~ ยอด Presale 5 เดือนแรกอยู่ที่ 350 ล้านบาท คาดว่าจะเพิ่มเป็น 870 ล้านบาท สำหรับยอดทั้งปี 2545 เพิ่มขึ้น 74% YoY
- ~ ด้วยระบบการบันทึกรายได้ที่เกิดขึ้นหลัง Presale ประมาณ 6-8 เดือน ทำให้คาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวของผลประกอบการในช่วงครึ่งหลังของปี 2545
- ~ การปรับโครงสร้างหนี้ที่คืบหน้าไปกว่า 90% ทำให้ปัญหาเรื่องการเงินหมดไป
- ~ ราคาหุ้นซื้อขายต่ำเพียง 0.39 เท่าของ Book Value ถือว่ายังไม่สะท้อนภาพกิจการที่ฟื้นตัวอย่างชัดเจน แนะนำ ซื้อ Fair Value อยู่ที่ 22.7 บาท

**คาดหมาย Presale เพิ่ม 74%:** ถึงแม้ MK จะมียอดสินค้าคงเหลือสูงเกือบ 4 พันล้านบาท แต่ด้วยนโยบายการดำเนินงานที่ระมัดระวังแบบ Conservative ทำให้ยอด Presale ของ MK มีขนาดไม่ใหญ่เท่าที่ควรเมื่อเทียบกับผู้ประกอบการรายอื่น แต่อย่างไรก็ตามด้วยภาวะโดยรวมของตลาดที่อยู่อาศัยที่มีความต้องการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว จึงทำให้ยอด Presale ของ MK ขยายตัวขึ้นตามตลาด โดยในช่วง 5 เดือนแรกของปี 2545 มียอด Presale รวม 350 ล้านบาท และคาดว่าจะเพิ่มเป็น 870 ล้านบาท สำหรับยอดรวมทั้งปีเพิ่มขึ้น 74%YoY ทั้งนี้อยู่ภายใต้สมมุติฐานว่า MK จะมีการเปิดตัว 3 โครงการใหม่มูลค่า 540 ล้านบาท ในช่วงครึ่งหลังของปี 2545

**เน้นการขายบ้านแบบสร้างเสร็จ ทำให้บันทึกรายได้ช้า:** สัดส่วนของการขายบ้านแบบ Prebuild ที่ต่ำเพียง 20% ทำให้การบันทึกรายได้ทางบัญชีโดยรวมของ MK เกิดขึ้นค่อนข้างช้าคือประมาณ 6-8 เดือนหลังการทำสัญญาซื้อขาย ผลดังกล่าวทำให้ผลประกอบการช่วงครึ่งแรกของปี 2545 ยังประสบผลขาดทุนอยู่ถึงแม้ยอด Presale จะขยายตัว แต่อย่างไรก็ตามคาดว่าผลประกอบการจะพลิกกลับขึ้นมาเป็นบวกตั้งแต่ 3Q45 เป็นต้นไป ทั้งนี้เป็นไปตามระบบการบันทึกรายได้ทางบัญชี และ Gross Margin ที่เพิ่มสูงขึ้น ตามสัดส่วนการขายในโครงการใหม่ที่มี Margin สูงมากขึ้น

**คาดหมายผลประกอบการปี 2545 มีกำไรสุทธิ 53 ล้านบาท:** ปี 2545 จะเป็นปีแรกนับจากช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ ที่ผลประกอบการของ MK จะพลิกกลับมามีกำไรสุทธิ โดยคาดว่าจะมีกำไรสุทธิ 53 ล้านบาทในปี 2545 และเพิ่มเป็น 91 ล้านบาทในปี 2546 ทั้งนี้อยู่ภายใต้สมมุติฐานว่า สัดส่วนการขายบ้าน Prebuild ของทั้ง 2 ปีอยู่ที่ 20%, Gross Margin อยู่ที่ระดับ 26.02% ในปี 2545 และเพิ่มเป็น 28.24% ในปี 2546 ส่วนรายการพิเศษปี 2545 บันทึกกำไรจากการปรับโครงสร้างหนี้ปี 47.15 ล้านบาท

**การปรับโครงสร้างหนี้คืบหน้าเกิน 90%:** MK เลือกใช้วิธีการปรับโครงสร้างหนี้ แบบเจรจาโดยตรงกับเจ้าหนี้เป็นรายๆ ไป ทำให้ใช้เวลาในการเจรจาค่อนข้างนาน แต่อย่างไรก็ตามปัจจุบันการเจรจากับเจ้าหนี้ได้มีความคืบหน้าเกิน 90% ของมูลหนี้รวม ซึ่งเป็นระดับที่ทำให้ MK สามารถทำธุรกิจได้ตามปกติ

**แนะนำ ทอยยสะสมหุ้น:** ถึงแม้ผลประกอบการแสดงสัญญาณการฟื้นตัวค่อนข้างชัดเจน แต่ราคาหุ้น MK ยังคงไม่ตอบสนองต่อสถานการณ์ดังกล่าว โดยยังซื้อขายอยู่ที่ระดับต่ำเพียง 0.39 เท่าของ Book Value ซึ่งถือเป็นระดับที่ต่ำเกินจริง ภายใต้สมมุติฐานว่าราคาหุ้นปรับตัวขึ้นไปที่ระดับ 0.7 เท่าของ Book Value ปลายปี 2545 ราคาหุ้น MK ควรอยู่ที่ระดับ 22.7 บาท แนะนำทอยยสะสมหุ้น

ซื้อ

14.30 บาท

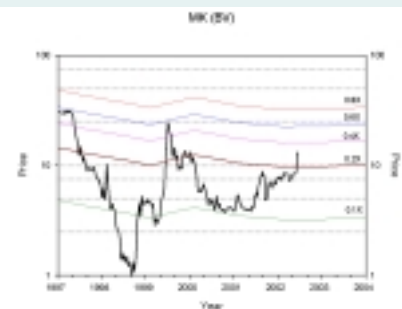
หมวด อสังหาริมทรัพย์  
SET 390.78

ทุนเรียกชำระ (ล้านบาท) 596  
ราคาพาร์ (บาท) 10  
มูลค่าตลาด (ล้านบาท) 830  
ฟรีโฟลท (%) 25  
เฉลี่ยซื้อขาย/วัน (ล้านหุ้น) 3

การเคลื่อนไหวราคาเชิงเปรียบเทียบ (%)

(%)	3M	6M	12M
เทียบกลุ่ม	+20	-10	+11
เทียบ SET	+56	+26	+81

PBV BAND



ข้อมูลสำคัญ (ล้านบาท)			
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F
ยอดขาย	560	658	874
กำไรสุทธิ	-115	53	91
Norm Profit	-150	6	91
EPS (บาท)	-2.34	0.89	1.34
PER (X)	-6.10	16.09	10.66
P/BV (X)	0.44	0.44	0.42
Fair Value (บาท)	22.72		

## ลักษณะธุรกิจ

- พัฒนาที่ดิน สิ่งปลูกสร้าง เพื่อจัดสรรขาย
- ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เพื่อให้เช่าหรือเพื่อขาย
- รับเหมาก่อสร้างบ้านบนที่ดินลูกค้า

## สัดส่วนผู้ถือหุ้น (%)

- นายชวน ตังมดีธรรม 28.67
- นายประทีป ตังมดีธรรม 5.28
- กองทุนเปิด เสถียรทรัพย์ปันผล 5.15

## งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
รายได้จากธุรกิจหลัก	395.8	455.7	559.7	657.6	874.1
ต้นทุนขาย	(407.8)	(333.7)	(440.5)	(486.5)	(627.3)
กำไรขั้นต้น	(12.0)	121.9	119.2	171.1	246.9
รายได้อื่น	60.4	73.4	49.4	52.3	55.9
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	(136.2)	(142.4)	(134.5)	(126.4)	(139.5)
EBITDA	(64.4)	74.1	58.8	122.0	188.3
ดอกเบี้ยจ่าย	(358.5)	(210.7)	(184.0)	(91.8)	(73.0)
EBT	(446.4)	(157.6)	(149.8)	5.1	90.3
ภาษีเงินได้	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(0.2)	0.1	(0.1)	0.5	0.5
รายการพิเศษ	186.6	(41.0)	34.8	47.2	0.0
กำไรสุทธิ	(260.0)	(198.5)	(115.1)	52.8	90.8
Norm Profit	(446.6)	(157.6)	(149.9)	5.6	90.8
Norm EPS (บาท)	(9.60)	(3.39)	(3.05)	0.10	1.34

## งบดุลรวม (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
เงินสด และเงินลงทุนระยะสั้น	3.3	4.9	11.5	18.5	13.7
ลูกหนี้การค้า	114.2	109.7	55.0	158.3	210.4
สินค้าคงเหลือ	4,723.7	4,104.8	3,978.3	3,554.3	3,307.3
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	4,863.0	4,240.5	4,055.8	3,761.6	3,572.1
รวมสินทรัพย์	6,713.4	6,050.4	5,833.9	5,509.9	5,306.2
เงินกู้ยืมระยะสั้น	2,981.2	963.9	459.1	509.6	599.6
เจ้าหนี้การค้า	71.5	81.9	75.2	98.2	130.5
รวมหนี้สินหมุนเวียน	3,910.5	1,935.8	1,178.5	1,327.2	1,631.8
เงินกู้ยืมระยะยาว	845.6	2,465.4	2,982.1	1,982.1	1,382.1
รวมหนี้สิน	4,788.2	4,429.9	4,188.3	3,313.4	3,019.4
หนี้สินสุทธิ	3,823.5	3,650.3	3,589.4	2,632.9	2,127.7
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0.7	0.6	0.7	0.2	(0.3)
ส่วนของผู้ถือหุ้น - สุทธิ	1,924.5	1,619.9	1,644.8	2,196.3	2,287.1
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	6,713.4	6,050.4	5,833.9	5,509.9	5,306.2

## อัตราส่วนทางการเงิน

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
Gross Margin	-3.04%	26.76%	21.30%	26.02%	28.24%
EBITDA Margin	-16.28%	16.25%	10.50%	18.55%	21.54%
EBITDA/IE (เท่า)	-0.18	0.35	0.32	1.33	2.58
Net Gearing (เท่า)	1.99	2.25	2.18	1.20	0.93
Book Value (บาท/หุ้น)	41.39	34.84	32.23	32.46	33.80

## งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	105.2	45.6	187.0	456.3	525.8
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน	(0.7)	(9.2)	(3.0)	(33.6)	(8.6)
กระแสเงินสดจากกิจกรรมหาเงิน	(102.3)	(34.9)	(177.4)	(411.3)	(470.0)
เงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง)	2.2	1.6	6.6	11.4	47.2

## Exercise Warrant ช่วยเพิ่ม Book Value

- ~ เปิดตัว 6 โครงการช่วงครึ่งหลังของปี 2545 ผลักดันยอด Presale สูงกว่า 2.15 พันล้านบาทในปี 2545 โดยสัดส่วนประมาณ 61% จะบันทึกเป็นรายได้ปี 2545
- ~ ผลประกอบการพลิกเป็นกำไรในปี 2545 และขยายตัวอีก 87% ในปี 2546
- ~ ผลประกอบการที่ขยายตัวอย่างก้าวกระโดด ทำให้จำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการ Exercise Warrant ไม่สร้างปัญหา Dilution มากนัก แต่กลับช่วยเพิ่ม Book Value
- ~ การอ่อนตัวลดลงของราคาหุ้น ถือเป็นจังหวะอันดีในการเข้าลงทุนใน NOBLE ทั้งนี้มีระดับราคาเป้าหมายที่ 11.05 บาท

**เปิดตัว 6 โครงการใหม่:** NOBLE ใช้เวลาถึง 2 ปีหลังปรับโครงสร้างหนี้ ในการเตรียมความพร้อมด้านการเงิน และสินทรัพย์ ก่อนกลับมาพัฒนาโครงการเป็นปกติอีกครั้งหนึ่งในช่วงครึ่งหลังปี 2544 โดยการเปิดตัว 2 โครงการใหม่ได้แก่ Wana-ปิ่นเกล้าฯ และ Tara-เอกมัย ซึ่งทั้ง 2 โครงการประสบความสำเร็จในการขายเป็นอย่างดี และคาดว่าจะปิดการขายได้ภายในปี 2545 ปัจจุบัน NOBLE อยู่ระหว่างการเตรียมเปิดตัวโครงการใหม่ 6 โครงการ มูลค่าโครงการรวม 3.73 พันล้านบาท โดยทั้ง 6 โครงการคาดว่าจะเปิดตัวในช่วง 3Q45-4Q45 เป้าหมาย Presale รวมสำหรับปี 2545 คาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 2.15 พันล้านบาท โดยประมาณ 61% จะบันทึกรายได้ทางบัญชีในปี 2545 ส่วนที่เหลือจะบันทึกในปี 2546 ซึ่งส่งผลให้ฐานรายได้ปี 2546 ขยายตัวถึง 104%

**ผลประกอบการพลิกเป็นบวกปี 2545 และขยายตัวก้าวกระโดดปี 2546:** ยอดขายจาก 6 โครงการที่เปิดตัวใหม่ และยอด Presale ที่ยังไม่ถูกบันทึกเป็นรายได้ที่ค้างมาจากปี 2545 จะผลักดันให้การบันทึกรายได้ปี 2546 ขยายตัวมากถึง 104% ซึ่งผลดังกล่าวจะทำให้ฐานกำไรสุทธิปี 2546 ของ NOBLE เพิ่มขึ้นจาก 241 ล้านบาทในปี 2545 เป็น 453 ล้านบาท ขยายตัวถึง 87% YoY ทั้งนี้ภายใต้สมมุติฐานที่สำคัญคือ Gross Margin อยู่ที่ระดับ 35% และ 30% ในปี 2545 และ 2546 ตามลำดับ

**การ Exercise Warrant เป็นผลดีต่อ Book Value:** การใช้สิทธิของ Warrant ก่อนกำหนดโดยภาพรวมน่าจะเป็นผลดีต่อบทลงของ NOBLE เนื่องจากทำให้ฐานทุนใหญ่ขึ้นอันเป็นผลให้ Net Gearing ลดลงเหลือเพียง 0.37 เท่า ณ สิ้นปี 2545 นอกจากนี้ยังมีผลทำให้ Book Value/Share เพิ่มขึ้นจากระดับ 1.41 บาท เป็น 3.25 บาท เนื่องจากมีหุ้นใหม่เข้ามาที่ระดับราคาเฉลี่ย 6 บาทในสัดส่วนถึง 66.67% ส่วนปัญหา Dilution Effect คาดว่าจะอยู่ในระดับที่ไม่รุนแรง เพราะเมื่อรวมจำนวนหุ้นทั้งหมดเข้าไปแล้ว ยังคาดว่าจะเห็นอัตราการขยายตัวของ EPS ปี 2546 ในระดับที่สูงกว่า 44% และ ROE ในปี 2546 ยังจะอยู่ในอัตราที่สูงกว่า 21%

**โอกาสในการเข้าลงทุน:** ความกังวลเกี่ยวกับปัญหา Dilution Effect ที่จะเกิดขึ้นหลังการ Exercise Warrant ได้สร้างแรงกดดันต่อราคาหุ้น NOBLE ให้ปรับตัวลดลง แต่อย่างไรก็ตามเชื่อว่าการปรับตัวลดลงของราคาหุ้นที่เกิดขึ้น น่าจะถือเป็นโอกาสอันดีในการเข้าลงทุน เนื่องจากผลกระทบจาก Dilution Effect ไม่รุนแรงอย่างที่คิด แต่ในทางตรงข้ามการใช้สิทธิ Exercise Warrant ก่อนกำหนดกลับมีผลดีในการช่วงเสริมสร้างโครงการสร้างการเงิน และ Book Value หากราคาหุ้น NOBLE สามารถรักษาระดับราคาในระดับ P/BV 3 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยของผู้ประกอบการที่มีอัตราการขยายตัวในระดับสูงได้ ก็จะทำให้ราคาหุ้น NOBLE ปรับตัวขึ้นไปสู่ระดับ 11.05 บาท ณ ปลายปี 2545 แนะนำ ซื้อ

ซื้อ

7.65 บาท

หมวด	อสังหาริมทรัพย์		
SET	390.78		
ทุนเรียกชำระ (ล้านบาท)	1,370		
ราคาพาร์ (บาท)	5		
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	2,097		
ฟรีโฟลท (%)	30		
เฉลี่ยซื้อขาย/วัน (ล้านหุ้น)	10		
การเคลื่อนไหวราคาเชิงเปรียบเทียบ (%)	3M	6M	12M
เทียบกลุ่ม	-8	+16	+41
เทียบ SET	+20	+62	+130



สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F
ยอดขาย	141	1,347	2,744
กำไรสุทธิ	-131	241	453
Norm Profit	-144	202	453
EPS (บาท)	-0.52	0.69	0.99
PER (X)	nm	11.11	7.72
P/BV (X)	6.09	2.08	1.64
Fair Value (บาท)	11.05		



## ลักษณะธุรกิจ

- พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย ประเภทที่อยู่อาศัยในรูปแบบ บ้านเดี่ยวและอาคารชุดพักอาศัย
- รับจ้างสร้างบ้านและรับจ้างบริหารโครงการต่าง ๆ

## สัดส่วนผู้ถือหุ้น (%)

- นายกิตติ ธนากิจอำนวย 7.24
- กองทุนรวม ไทยสตรีทวิจิคแอลซีที 6.84
- นายประติพัทธ์ สุวัตถ์ 4.11

## งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
รายได้จากธุรกิจหลัก	271.5	79.7	141.4	1,347.0	2,744.3
ต้นทุนขาย	(359.4)	(35.5)	(155.4)	(875.4)	(1,907.3)
กำไรขั้นต้น	(87.9)	44.2	(14.0)	471.5	837.0
รายได้อื่น	16.6	13.1	25.9	33.4	35.4
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	(249.1)	(79.4)	(107.6)	(236.4)	(362.7)
EBITDA	(268.1)	(8.0)	(87.1)	277.5	518.7
ดอกเบี้ยจ่าย	(324.7)	(36.1)	(19.5)	(67.6)	(57.6)
EBT	(645.1)	(58.1)	(115.1)	201.0	452.1
ภาษีเงินได้	103.3	0.0	0.0	0.0	0.0
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0.2	0.6	0.4	0.5	0.5
รายการพิเศษ	(574.2)	72.3	13.8	39.9	0.0
กำไรสุทธิ	(1,115.8)	14.8	(130.6)	241.4	452.6
Norm Profit	(541.5)	(57.5)	(144.5)	201.5	452.6
Norm EPS (บาท)	(6.5)	(0.5)	(0.6)	0.6	1.0

## งบดุลรวม (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
เงินสด และเงินลงทุนระยะสั้น	52.7	26.2	43.4	600.5	179.3
ลูกหนี้การค้า	0.0	0.0	5.5	0.0	0.0
สินค้าคงเหลือ	291.4	297.4	882.6	1,330.9	1,917.5
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	404.6	397.8	1,247.9	2,270.0	2,582.2
รวมสินทรัพย์	960.4	668.6	1,504.8	3,032.7	3,537.8
เงินกู้ยืมระยะสั้น	412.1	391.6	325.2	425.2	345.2
เจ้าหนี้การค้า	38.1	16.6	24.7	28.0	57.0
รวมหนี้สินหมุนเวียน	612.5	467.2	447.8	553.1	605.8
เงินกู้ยืมระยะยาว	160.0	0.0	697.9	797.9	797.9
รวมหนี้สิน	773.4	467.4	1,160.6	1,351.4	1,404.4
หนี้สินสุทธิ	519.4	365.3	979.7	622.6	963.9
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	1.0	0.4	0.0	(0.5)	(1.0)
ส่วนของผู้ถือหุ้น - สุทธิ	185.9	200.7	344.2	1,681.8	2,134.4
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	960.4	668.6	1,504.8	3,032.7	3,537.8

## อัตราส่วนทางการเงิน

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
Gross Margin	-32.39%	55.48%	-9.88%	35.01%	30.50%
EBITDA Margin	-98.77%	-10.04%	-61.55%	20.61%	18.90%
EBITDA/IE (เท่า)	-0.83	-0.22	-4.47	4.11	9.00
Net Gearing (เท่า)	2.79	1.82	2.85	0.37	0.45
Book Value (บาท/หุ้น)	2.04	2.20	1.26	3.68	4.67

## งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	85.6	(44.5)	(574.2)	(756.9)	(323.6)
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน	(1.0)	9.8	(309.6)	45.4	40.0
กระแสเงินสดจากกิจกรรมหาเงิน	(78.7)	21.7	910.3	1,326.3	50.0
เงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง)	5.8	(13.0)	26.5	614.8	(233.6)

## 5 เดือนแรกปี 2545 ขายบ้านได้เท่าปี 2544 ทั้งปี

- ~ Presale 5 เดือนแรกของปี 2545 เท่ากับยอดที่เกิดขึ้นในปี 2544 ทั้งปี นอกจากนี้สัดส่วนการขายบ้านในปี 2545 ยังเป็นบ้านพร้อมอยู่กว่า 90% ซึ่งจะทำให้การบันทึกรายได้เกิดขึ้นได้เร็วขึ้น
- ~ Gross Margin ของธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายเพิ่มสูงขึ้นจากระดับ 24.85% ในปี 2544 เป็น 28.01% ในปี 2545
- ~ ธุรกิจอาคารสำนักงาน และ Service Apartment มีฐานรายได้ที่มั่นคง และคาดว่าจะขยายตัวในอัตราประมาณ 5% ด้วย Occupancy Rate ที่เพิ่มสูงขึ้น
- ~ กำไรสุทธิที่คาดว่าจะขยายตัว 157% น่าจะเพียงพอที่จะสนับสนุนให้ราคาหุ้นซื้อขายที่ระดับ P/BV 3 เท่าได้ ราคาหุ้นสิ้นปี 2545 ควรอยู่ที่ 12.26 บาท

**Presale 5 เดือนแรก 1.8 พันล้านบาท:** ช่วง 5 เดือนแรกของปี 2545 QH มียอด Presale 1.8 พันล้านบาท ซึ่งเป็นระดับที่เท่ากับยอด Presale ปี 2544 ทั้งนี้ นอกจากนี้สัดส่วนการขายบ้านยังเปลี่ยนไปเป็นบ้านพร้อมอยู่มากกว่า 90% และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ผลดังกล่าวทำให้ยอด Presale ที่ยังไม่ถูกบันทึกเป็นรายได้ ณ สิ้นเดือน พ.ค. 45 อยู่ที่ระดับสูงถึง 1.5 พันล้านบาท โดยคาดว่าจะทั้งหมดน่าจะถูกรับรู้เป็นรายได้ภายในปี 2545 เนื่องจากปัจจุบันการขายบ้านพร้อมอยู่ทำให้ผู้ประกอบการสามารถที่จะโอนกรรมสิทธิ์ และบันทึกรายได้หลังทำสัญญาซื้อขายภายใน 1 เดือน

**Gross Margin เฉลี่ยปี 2545 เพิ่มขึ้นเป็น 28%:** คาดหมายว่า Gross Margin เฉลี่ยของธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายจะเพิ่มขึ้นจากระดับ 24.85% ในปี 2544 มาอยู่ที่ 28.01% ในปี 2545 ทั้งนี้เนื่องจาก 1) ต้นทุนการได้มาที่ดินเพื่อการพัฒนาสำหรับโครงการใหม่ๆ ลดต่ำลง 2) การปรับระบบการขายมาเป็นการขายบ้านพร้อมอยู่เกือบ 100% ทำให้ QH สามารถที่จะปรับราคาขายบ้านขึ้นไปได้ ขณะที่ประสิทธิภาพในการควบคุมต้นทุนการก่อสร้างดีขึ้น 3) QH ปรับกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย จากระดับราคาเฉลี่ย 5-7 ล้าน มาเป็น 10-15 ล้านบาท ทำให้สามารถตั้งระดับ Gross Margin ที่สูงขึ้นได้สำหรับเป้าหมาย Gross Margin ของโครงการที่เปิดใหม่จะไม่ต่ำกว่า 30%

**รายได้ค่าเช่ามั่นคงและขยายตัวต่อเนื่อง:** สินทรัพย์ที่สร้างรายได้จากการเช่าของ QH มีอยู่ทั้งสิ้น 8 แห่ง แยกเป็น Service Apartment 4 แห่ง และอาคารสำนักงาน 4 แห่ง ซึ่งสินทรัพย์ทั้ง 2 ประเภทมี Occupancy Rate ในระดับ 80%-85% และยังมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง ฐานรายได้จากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ให้เข้าถือว่าเป็นฐานรายได้ที่มีความมั่นคงสูง โดยรายได้ต่อไปจะอยู่ในช่วงประมาณ 580-600 ล้านบาท และมีแนวโน้มที่จะขยายตัวต่อเนื่อง ตาม Occupancy Rate ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

**คาดหมายกำไรสุทธิปี 2545 ที่ระดับ 535 ล้านบาท:** ด้วยปริมาณธุรกิจที่ขยายตัวดังกล่าวข้างต้น คาดว่าจะทำให้ QH มีกำไรสุทธิสูงถึง 535 ล้านบาท ในปี 2545 เพิ่มขึ้น 157% YoY แต่อย่างไรก็ตาม คาดว่าการจ่ายเงินปันผลจากผลประกอบการปี 2545 ยังไม่น่าจะเกิดขึ้น เนื่องจาก QH เป็นบริษัทที่มีจำนวนหุ้นสูงกว่า 811 ล้านหุ้น ทำให้ EPS ยังอยู่ในระดับที่ต่ำเพียง 0.66 บาท

**แนะนำ ซื้อ:** ด้วยอัตราการขยายตัวของกำไรสุทธิที่สูงถึง 157% น่าจะเพียงพอในการที่จะสนับสนุนให้ราคาหุ้น QH ซื้อขายที่ระดับ P/BV 3 เท่าได้ไม่ยาก ซึ่งที่บริเวณดังกล่าวสิ้นปี 2545 ราคาหุ้น QH ควรอยู่ที่ระดับ 12.26 บาท แนะนำ ซื้อ

## ซื้อ

### 9.25 บาท

หมวด	อสังหาริมทรัพย์
SET	390.78
ทุนเรียกชำระ (ล้านบาท)	4,070
ราคาพาร์ (บาท)	5
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	7,508
ฟรีโฟลท (%)	29
เฉลี่ยซื้อขาย/วัน (ล้านหุ้น)	14
การเคลื่อนไหวราคาเชิงเปรียบเทียบ (%)	3M 6M 12M
เทียบกลุ่ม	-23 -22 -3
เทียบ SET	+0.4 +9 +58



สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F
ยอดขาย	2,781	4,140	5,583
กำไรสุทธิ	208	535	650
Norm Profit	137	497	670
EPS (บาท)	0.34	0.66	0.80
PER (X)	27.56	14.02	11.54
P/BV (X)	3.52	2.26	1.89
Fair Value (บาท)		12.26	

## ลักษณะธุรกิจ

1. รับสร้างบ้าน
2. อสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย, ให้เช่า
3. ร่วมลงทุนในโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อื่น

## สัดส่วนผู้ถือหุ้น (%)

1. Government of Singapore Investment Corp 16.01
2. นายอนันต์ อัครโกศล 11.07
3. บมจ. แลนด์แอนด์เฮ้าส์ 8.86

## งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
รายได้จากธุรกิจหลัก	2,587.6	1,963.5	2,781.1	4,140.2	5,582.8
ต้นทุนขาย	(1,890.0)	(1,434.7)	(1,958.0)	(2,890.0)	(3,816.8)
กำไรขั้นต้น	697.6	528.8	823.0	1,250.2	1,766.0
รายได้อื่น	26.7	31.0	24.5	29.5	32.4
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	(426.3)	(403.3)	(483.8)	(603.3)	(965.7)
EBITDA	489.1	348.2	541.4	856.4	1,012.8
ดอกเบี้ยจ่าย	(743.6)	(284.2)	(226.2)	(179.5)	(162.4)
EBT	(445.6)	(127.8)	137.5	496.9	670.4
ภาษีเงินได้	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
รายการพิเศษ	25.5	(1,155.4)	70.5	38.5	(20.0)
กำไรสุทธิ	(420.1)	(1,283.1)	208.0	535.4	650.4
Norm Profit	(445.6)	(127.8)	137.5	496.9	670.4
Norm EPS (บาท)	(1.4)	(0.3)	0.2	0.6	0.8

## งบดุลรวม (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
เงินสด และเงินลงทุนระยะสั้น	517.1	222.8	320.3	297.0	370.1
ลูกหนี้การค้า	95.4	186.7	149.8	220.1	295.0
สินค้าคงเหลือ	2,907.8	2,565.3	3,060.0	3,674.5	3,850.2
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	3,728.2	3,114.2	3,693.5	4,461.6	4,876.3
รวมสินทรัพย์	12,488.0	10,790.5	10,354.4	10,807.1	10,879.6
เงินกู้ยืมระยะสั้น	894.8	909.9	859.7	407.3	607.3
เจ้าหนี้การค้า	56.9	100.7	143.1	87.2	116.9
รวมหนี้สินหมุนเวียน	2,193.5	1,895.9	1,716.6	1,989.1	2,711.1
รวมหนี้สิน	10,441.5	9,706.2	8,218.8	7,491.3	6,913.3
หนี้สินสุทธิ	8,732.7	8,417.6	7,282.7	5,711.5	4,522.0
ส่วนของผู้ถือหุ้น - สุทธิ	2,046.5	1,084.4	2,135.6	3,315.8	3,966.2
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	12,488.0	10,790.5	10,354.4	10,807.1	10,879.6

## อัตราส่วนทางการเงิน

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
Gross Margin	26.96%	26.93%	29.59%	30.20%	31.63%
EBITDA Margin	18.90%	17.73%	19.47%	20.68%	18.14%
EBITDA/IE (เท่า)	0.66	1.23	2.39	4.77	6.24
Net Gearing (เท่า)	4.27	7.76	3.41	1.72	1.14
Book Value (บาท/หุ้น)	4.19	2.00	2.63	4.09	4.89

## งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	530.8	(310.4)	239.4	957.2	1,404.6
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน	(51.9)	(57.3)	(65.0)	442.3	(202.5)
กระแสเงินสดจากกิจกรรมหาเงิน	(144.4)	73.5	(160.7)	(700.0)	(800.0)
เงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง)	334.5	(294.3)	13.7	699.5	402.1

**ยอดจองบ้านเกินเป้าหมาย ส่งผลดีต่อผลประกอบการครึ่งปีหลัง**

- ~ Presale ที่สูงเกินเป้าหมาย ภายใต้โครงสร้างการขายส่วนใหญ่ที่เป็นระบบสั่งสร้าง ทำให้ยอด Presale ที่ยังไม่บันทึกรายได้สิ้นเดือน พ.ค.45 สูงถึง 1.32 พันล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่จะทยอยบันทึกเป็นรายได้ ช่วงครึ่งหลังของปี 2545
- ~ Gross Margin มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในงวดครึ่งหลังของปี ซึ่งเป็นช่วงที่บ้านที่ขายโดยมีส่วนลดถูกบันทึกเป็นรายได้เกือบหมดแล้ว
- ~ SUPALI บรรลุข้อตกลงการปรับโครงสร้างหนี้อย่างสมบูรณ์ และคาดว่าจะมีการบันทึกกำไรจากการปรับโครงสร้างหนี้อีก 470 ล้านบาทงวด 2Q45
- ~ ผลประกอบการพลิกกลับมาเป็นกำไร แต่ราคาหุ้นยังตอบสนองต่อข่าวดีไม่สมบูรณ์ ที่ระดับ P/BV 1 เท่าราคาหุ้นควรอยู่ที่ 25.98 บาท สิ้นปี 2545

**ยอด Presale ยังไม่บันทึกรายได้ 1.32 พันล้านบาท:** ความต้องการที่อยู่อาศัยที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ทำให้ SUPALI ไม่สามารถก่อสร้างบ้านพร้อมอยู่ที่สมบูรณ์แบบ ออกมาขายในตลาดได้ทัน ยอด Presale ที่เกิดขึ้นเกือบทั้งหมดจึงเป็นบ้านสั่งสร้าง แต่อย่างไรก็ตามระยะเวลาในการบันทึกรายได้หลังการขายก็ยังคงถือว่าอยู่ในเกณฑ์ที่เร็วขึ้น คือประมาณ 5-6 เดือนหลังการทำสัญญาซื้อขาย สำหรับยอด Presale ช่วง 5 เดือนแรกอยู่ที่ระดับ 1.04 พันล้านบาท และคาดว่าจะเพิ่มเป็น 2 พันล้านบาท สำหรับงวดปี 2545 ยอด Presale ที่ระดับสูงดังกล่าวทำให้ยอด Presale ที่ยังไม่ถูกบันทึกเป็นรายได้ ณ สิ้นเดือน พ.ค. 45 อยู่ที่ระดับสูงถึง 1.32 พันล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่จะถูกบันทึกเป็นรายได้ทางบัญชีในช่วงครึ่งหลังของปี 2545

**Gross Margin เฉลี่ยปี 2545 อยู่ที่ 28%:** เหตุเพราะการบันทึกรายได้ในงวด 1Q45 ยังเป็นการบันทึกการขายจากยอด Presale ที่เกิดขึ้นในช่วงที่มีการขายบ้านเก่าแบบลดราคา ผลจึงทำให้ Gross Margin ธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายในงวด 1Q45 ต่ำเพียง 25% คาดว่าการบันทึกรายได้จากการขายบ้านที่มี Gross Margin ต่ำในงวด 2Q45 ยังจะมีอยู่ แต่เป็นส่วนที่น้อยลง ดังนั้นจึงน่าจะเห็นพัฒนาการในเชิงบวกของ Gross Margin ซึ่งจะมีการเพิ่มขึ้นชัดเจนในช่วงครึ่งหลังของปี 2545 ส่วนค่าเฉลี่ยสำหรับปี 2545 คาดว่าจะอยู่ที่ 28% และเพิ่มเป็น 30% ในปี 2546

**รายการพิเศษ:** SUPALI บรรลุข้อตกลงในการปรับโครงสร้างหนี้ช่วงเดือน ต.ค.44 กระบวนการต่อมาจึงเป็นการดำเนินการตามสัญญาปรับโครงสร้างหนี้ ซึ่งในการดำเนินการดังกล่าวจะทำให้ SUPALI มีการบันทึกกำไรจากการปรับโครงสร้างหนี้ประมาณ 470 ล้านบาทในงวด 2Q45 ซึ่งน่าจะเป็นงวดสุดท้าย นอกจากนี้ 3Q45 น่าจะมีการบันทึกกำไรจากการซื้อคืนหุ้นกู้จำนวนประมาณ 130 ล้านบาท

**ผลประกอบการปี 2545 มีกำไร 763 ล้านบาท:** เมื่อรวมรายการพิเศษหลัก 2 รายการดังกล่าวข้างต้นคาดว่า SUPALI จะมีกำไรสุทธิปี 2545 ที่ระดับ 763 ล้านบาท แยกเป็นกำไรจากการดำเนินงาน 197.51 ล้านบาท เทียบกับผลขาดทุนจากการดำเนินงาน 129.30 ล้านบาทในงวดปี 2544

**แนะนำ ซื้อ:** ถึงแม้ราคาหุ้น SUPALI จะปรับตัวขึ้นมาอย่างมากในช่วงที่ผ่านมา แต่ระดับราคาปัจจุบันก็ยังไม่ตอบสนองต่อปัจจัยบวกอย่างสมบูรณ์ ภายใต้สมมุติฐานว่าราคาหุ้นควรอยู่ที่ระดับ Book Value สิ้นปี 2545 ราคาหุ้นควรเป็น 25.89 บาท แนะนำ ซื้อ

**ซื้อ**

**19.70 บาท**

หมวด	อสังหาริมทรัพย์		
SET	390.78		
ทุนเรียกชำระ (ล้านบาท)	650		
ราคาพาร์ (บาท)	10		
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	1,273		
ฟรีโฟลท (%)	28		
เฉลี่ยซื้อขาย/วัน (ล้านหุ้น)	3		
การเคลื่อนไหวราคาเชิงเปรียบเทียบ (%)	3M	6M	12M
เทียบกลุ่ม	-7	+21	+56
เทียบ SET	+22	+69	+154



สิ้นสุด 5.ค.	2544	2545F	2546F
ยอดขาย	776	1,702	2,297
กำไรสุทธิ	415	763	362
Norm. Profit	-129	198	362
EPS (บาท)	6.82	11.81	5.60
PER (X)	2.89	1.67	3.52
P/BV (X)	1.49	0.76	0.63
Fair Value (บาท)	25.89		

## ลักษณะธุรกิจ

พัฒนาที่ดินและอสังหาริมทรัพย์ทุกประเภท

## สัดส่วนผู้ถือหุ้น (%)

1. นายประทีป ตั้งมติธรรม	9.84
2. SOMERS (U.K.) Ltd.	7.67
3. บมจ. ไทยธนาकार	6.75

## งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
รายได้จากธุรกิจหลัก	701.3	828.3	776.0	1,701.6	2,296.7
ต้นทุนขาย	(535.1)	(731.4)	(512.4)	(1,202.0)	(1,598.7)
กำไรขั้นต้น	166.2	96.9	263.6	499.6	698.0
รายได้อื่น	75.9	21.2	23.5	24.6	26.0
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	(272.7)	(145.4)	(168.1)	(162.2)	(197.0)
EBITDA	(12.5)	(7.7)	140.9	384.1	549.0
ดอกเบี้ยจ่าย	(591.8)	(529.5)	(253.8)	(174.6)	(173.2)
EBT	(622.4)	(556.8)	(134.8)	187.5	353.8
ภาษีเงินได้	0.0	0.0	(0.6)	0.0	0.0
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	11.5	43.1	6.1	10.0	8.0
รายการพิเศษ	134.9	(39.4)	544.2	565.9	0.0
กำไรสุทธิ	(476.0)	(553.1)	414.9	763.4	361.8
Norm Profit	(610.9)	(513.7)	(129.3)	197.5	361.8
Norm EPS (บาท)	(12.4)	(10.0)	(2.1)	3.1	5.6

## งบดุลรวม (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
เงินสด และเงินลงทุนระยะสั้น	36.4	77.5	20.7	351.7	331.5
ลูกหนี้การค้า	367.2	173.7	122.8	269.2	327.0
สินค้าคงเหลือ	7,109.4	5,515.2	4,736.9	5,193.8	5,608.3
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	7,573.3	5,816.1	4,934.6	5,913.2	6,399.0
รวมสินทรัพย์	9,225.6	7,362.3	6,533.1	7,501.4	7,973.4
เงินกู้ยืมระยะสั้น	4,537.9	2,275.1	367.8	569.3	502.4
เจ้าหนี้การค้า	62.4	87.3	10.0	179.4	242.1
รวมหนี้สินหมุนเวียน	4,968.2	2,563.8	573.0	1,134.4	1,252.7
เงินกู้ยืมระยะยาว	3,259.3	3,837.2	4,013.6	3,613.6	3,613.6
รวมหนี้สิน	8,229.0	6,683.3	5,169.1	5,330.5	5,448.7
หนี้สินสุทธิ	7,760.7	6,034.7	4,360.7	3,831.2	3,784.4
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	123.9	230.3	507.5	497.5	489.5
ส่วนของผู้ถือหุ้น - สุทธิ	872.8	448.8	856.6	1,673.4	2,035.2
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	9,225.6	7,362.3	6,533.1	7,501.4	7,973.4

## อัตราส่วนทางการเงิน

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
Gross Margin	23.70%	11.70%	33.97%	29.36%	30.39%
EBITDA Margin	-1.78%	-0.93%	18.16%	22.57%	23.90%
EBITDA/IE (เท่า)	-0.02	-0.01	0.56	2.20	3.17
Net Gearing (เท่า)	8.89	13.45	5.09	2.29	1.86
Book Value (บาท/หุ้น)	17.21	7.89	13.25	25.89	31.49

## งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	340.4	539.4	129.2	(221.6)	21.8
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน	19.3	(144.3)	(7.6)	16.1	8.0
กระแสเงินสดจากกิจกรรมหาเงิน	(348.4)	(363.0)	(176.6)	(100.0)	250.0
เงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง)	11.2	32.0	(55.0)	(305.5)	279.8

### บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย เอ็มโร เอเชีย

ชั้น 3/1 อาคารสารชิตีทาวเวอร์ เลขที่ 175 ถนนสาทรใต้, กรุงเทพมหานคร 10120

โทรศัพท์: 0-2285-1666, 0-2679-6888 โทรสาร: 0-2285-1900-1

<p><b>สำนักงานสาขา พลับพลาไชย</b></p> <p>ชั้น 1 อาคารบริษัทสินบัวหลวงจำกัด อาคาร 2 เลขที่ 9/1 ถนนเสือป่า เขตป้อมปราบฯ กทม. 10100 โทรศัพท์: 0-2623-1520-7 โทรสาร: 0-2623-1539</p>	<p><b>สำนักงานสาขา สุขุมวิท 39</b></p> <p>เลขที่ 18/4-5 ถนนสุขุมวิท 39 แขวงคลองตัน เขตคลองเตย กทม. 10110 โทรศัพท์: 0-2662-7889, 0-2261-6233 โทรสาร: 0-2662-7902</p>
<p><b>สำนักงานสาขา รอยัลชิตีโอเวนิว</b></p> <p>เลขที่ 23/129 ซอยศูนย์วิจัย ถนนพระรามเก้า กทม. 10320 โทรศัพท์: 0-2203-0011-22 โทรสาร: 0-2203-0010</p>	<p><b>สำนักงานสาขา เอ็มโพเรียม</b></p> <p>ชั้น 10/4 อาคารเอ็มโพเรียมทาวเวอร์ เลขที่ 622 สุขุมวิท 24 แขวงคลองตัน เขตคลองเตย กทม. 10110 โทรศัพท์: 0-2664-8999 โทรสาร: 0-2664-9799</p>
<p><b>สำนักงานสาขา ดีโอลด์สยาม พลาซ่า</b></p> <p>ชั้น 2 ศูนย์การค้าดีโอลด์สยาม เลขที่ 4/2-5 ถนนบูรพา แขวงวังบูรพาภิรมย์ เขตพระนคร กทม. 10120 โทรศัพท์: 0-2623-9577 โทรสาร: 0-2623-9566</p>	<p><b>สำนักงานสาขา สีส้ม</b></p> <p>ชั้น 21 อาคารซีทีทาวเวอร์ เลขที่ 313 ถนนสีลม เขตบางรัก กทม. 10500 โทรศัพท์: 0-2638-3200 โทรสาร: 0-2638-3188</p>
<p><b>สำนักงานสาขา งามวงศ์วาน</b></p> <p>ห้องเลขที่ 12/1 ชั้น 12 ศูนย์การค้าเดอะมอลล์งามวงศ์วาน เลขที่ 30/39-50 ถ.งามวงศ์วาน ต.บางเขน อ.เมือง จ.นนทบุรี 11000 โทรศัพท์: 0-2550-0955 โทรสาร: 0-2550-0966</p>	<p><b>สำนักงานสาขา จันทบุรี</b></p> <p>ชั้น 4 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขานนท์ท่าแฉลบ เลขที่ 197 ถ.ท่าแฉลบ อ.เมือง จันทบุรี 22000 โทรศัพท์: (039) 322-135-49 โทรสาร: (039) 321-356</p>
<p><b>สำนักงานสาขา ศรีราชา</b></p> <p>ชั้น 7 อาคารธนาคารกรุงเทพ เลขที่ 98 ถ.สุขุมวิท อ.ศรีราชา ชลบุรี 20110 โทรศัพท์: (038) 322-741-44 โทรสาร: (038) 322-745</p>	<p><b>สำนักงานสาขา พัทยา</b></p> <p>อาคารศูนย์การค้าพัทยาศาบาซาร์ 265/23-26 ม.9 ถ.พัทยาสาย 2 หนองปรือ บางละมุง ชลบุรี 20260 โทรศัพท์: (038) 412-400-11 โทรสาร: (038) 419-014</p>
<p><b>สำนักงานสาขา เชียงราย</b></p> <p>ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาห้าแยกพ่อนเมืองราย เลขที่ 866/18 ถ.ทางหลวงหมายเลข 1 อ.เมือง เชียงราย 57000 โทรศัพท์: (053) 742-846-55 โทรสาร: (053) 742-845</p>	<p><b>สำนักงานสาขา เชียงใหม่</b></p> <p>เลขที่ 164/44-45 ถ.ช้างคลาน อ.เมือง เชียงใหม่ 50000 โทรศัพท์: (053) 273-716-20 โทรสาร: (053) 273-714</p>
<p><b>สำนักงานสาขา ตราด</b></p> <p>เลขที่ 86/7-8 ถ.สุขุมวิท ต.วังกระแจะ อ.เมือง ตราด 23000 โทรศัพท์: (039) 532-267-8 โทรสาร: (039) 532-685</p>	<p><b>สำนักงานสาขา พิษณุโลก</b></p> <p>ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาพิษณุโลก เลขที่ 262/24 ถ.บรมไตรโลกนารถ อ.เมือง พิษณุโลก 65000 โทรศัพท์: (055) 217-833-50 โทรสาร: (055) 217-851</p>
<p><b>สำนักงานสาขา ลำปาง</b></p> <p>ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขานอนฉัตรไชย เลขที่ 341/3 ถ.บุญญาวาส (ฉัตรไชย) อ.เมือง ลำปาง 52100 โทรศัพท์: (054) 323-935 โทรสาร: (054) 323-934</p>	<p><b>สำนักงานสาขา อุดรธานี</b></p> <p>ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาโพธิ์ศรี เลขที่ 227 ถ.โพธิ์ศรี อ.เมือง อุดรธานี 41000 โทรศัพท์: (042) 326-992 โทรสาร: (042) 326-995</p>
<p><b>สำนักงานสาขา ขอนแก่น</b></p> <p>ชั้น 4 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาหน้าเมือง เลขที่ 680/12 ถ.หน้าเมือง อ.เมือง ขอนแก่น 40000 โทรศัพท์: (043) 322-101-19 โทรสาร: (043) 322-120</p>	<p><b>สำนักงานสาขา นครสวรรค์</b></p> <p>ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขานครสวรรค์ เลขที่ 154/1 ถ.สวรรคตวิถี ต.ปากน้ำโพ อ.เมือง นครสวรรค์ 60000 โทรศัพท์: (056) 312-412 โทรสาร: (056) 312-420</p>
<p><b>สำนักงานสาขา สุราษฎร์ธานี</b></p> <p>ชั้น 4 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขานนชนเกษม เลขที่ 337/20 ถ.ชนเกษม อ.เมือง สุราษฎร์ธานี 84000 โทรศัพท์: (077) 283-631-3 โทรสาร: (077) 216-511</p>	<p><b>สำนักงานสาขา หาดใหญ่</b></p> <p>ชั้น 7 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาหาดใหญ่ เลขที่ 39 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 2 อ.หาดใหญ่ สงขลา 90110 โทรศัพท์: (074) 352-300, 262-000 โทรสาร: (074) 262-009</p>
<p><b>สำนักงานสาขา เบตง</b></p> <p>ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาเบตง เลขที่ 15 ถ.สฤตดิเดช ต.เบตง อ.เบตง จ.ยะลา โทรศัพท์: (073) 245-992 โทรสาร: (073) 245-990-1</p>	

เอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและเอกสารต่าง ๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนการสัมภาษณ์ผู้บริหาร ของบริษัทต่าง ๆ มาประกอบ และได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์เอกสารฉบับนี้ ได้พยายามยึด มาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ ทั้งทางด้านปัจจัยพื้นฐานและทางเทคนิค มาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้งัดตนาที่จะนำไปสู่การช้หน้าแต่อย่างใด ข้อเสนอแนะเหล่านี้เป็น ข้อคิดเห็นส่วนตัวของนักวิเคราะห์ของ บมจ.หลักทรัพย์เอเชีย เอ็มโร เอเชีย ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป