

Current	Previous	Close	2019 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
BUY	BUY	7.35	10.10	+37.4%	Declared	4

Consolidated earnings				
BT (mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized earnings	1,508	2,837	3,245	3,578
Net profit	2,021	3,338	3,245	3,578
EPS (Bt) - Norm	0.93	1.16	1.32	1.46
EPS (Bt)	1.24	1.36	1.32	1.46
% growth	114.6	9.7	-2.8	10.3
Dividend (Bt)	0.60	0.65	0.52	0.56
BV/share (Bt)	3.15	3.04	3.77	4.65
EV/EBITDA (x)	9.3	6.4	5.6	5.6
Normalized PER (x)	7.9	6.3	5.5	5.0
PER (x)	5.9	5.4	5.5	5.0
PBV (x)	2.3	2.4	1.9	1.6
Dividend yield (%)	8.2	8.8	7.0	7.6
ROE (%)	31.5	37.9	30.8	28.2
YE No. of shares (million)	1,626	2,449	2,449	2,449
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates

Analyst: Jitra Amornthum

Register No.: 014530

Assistant Analyst : Thanyatorn Songwutti

Tel.: +662 646 9966

www.fnsyrus.com

 Finansia Syrus Securities

 @finansia

 @fnsyrus

กำไร 4Q18 ใกล้เคียงคาด พร้อมจ่ายปันผลสูงกว่าคาด

กำไรปกติ 4Q18 เติบโต 47% Q-Q และ 13% Y-Y

ORI รายงานกำไรปกติ 4Q18 ทำระดับสูงสุดของปี 938 ล้านบาท (+47% Q-Q, +13% Y-Y) เป็นไปตามที่เรคาด แต่ดีกว่าตลาดคาด 6% ผลประกอบการที่โตเด่นมาจากยอดโอนที่เร่งขึ้นแตะ 5.7 พันล้านบาท (+76% Q-Q, +2% Y-Y) โดยมีแรงหนุนมาจากการรับรู้ Backlog ของโครงการ Park24 เฟส 2 คิดเป็นสัดส่วนถึง 57% ของยอดโอนรวม บวกกับเริ่มโอนคอนโดใหม่ 2 โครงการ มูลค่ารวม 3 พันล้านบาท มียอดขายเฉลี่ย 90% ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นจากการขายอสังหาริมทรัพย์ปรับขึ้นเป็น 41.3% เทียบกับ 40.4% ใน 3Q18 และ 33.6% ใน 4Q17 ตามการโอนโครงการใหม่ที่มีมาร์จิ้นสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม SG&A ต่อรายได้การขายเพิ่มขึ้นทั้ง Q-Q และ Y-Y อยู่ที่ 21.5% หลักๆ มาจากค่าใช้จ่าย Commission ให้กับ Agent ในโครงการ Park24 เฟส 2

ปี 2019 การเติบโตกลับสู่ระดับปกติ ...ผลกระทบ LTV ใหม่ต้องติดตาม

ภาพรวมปี 2018 กำไรสุทธิเติบโต 65% Y-Y สู่ระดับ 3.3 พันล้านบาท หากตัดรายการพิเศษออก กำไรปกติเท่ากับ 2.8 พันล้านบาท (+88% Y-Y) สำหรับปี 2019 เรคาดคาดการณ์กำไรปกติที่ 3.2 พันล้านบาท ด้วยการเติบโตที่กลับสู่ระดับปกติ +14% Y-Y และยอดโอนที่ 1.6 หมื่นล้านบาท (+9% Y-Y) บน Backlog รอโอนในปี 2019 อยู่ที่ 1.1 หมื่นล้านบาท รองรับประมาณการของเราแล้ว 71% บวกกับมีรายได้จากแนวราบเข้ามาเติมเต็มในทุกไตรมาส โดยคาดว่าสัดส่วนรายได้จะเพิ่มขึ้นจาก 4% ในปี 2018 ที่มีโครงการเดียว เป็น 11% ในปี 2019 ที่มี 3 โครงการ เป็นไปตามกลยุทธ์ที่ขยายไปแนวราบมากขึ้น เพื่อลดความเสี่ยงจากการพึ่งพาเพียงตลาดคอนโด ส่วนแนวโน้ม 1Q19 คาดชะลอ Q-Q แต่เติบโต Y-Y โดยมีแรงหนุนจากการเร่งโอนก่อนเกณฑ์ LTV ใหม่มีผลใน 1 เม.ย. ขณะที่ 2Q19 คาดโมเมนตัมอ่อนตัว แต่คาดว่าจะฟื้นตัวใน 3Q-4Q19 ตามการโอนคอนโดใหม่ 4 โครงการ มูลค่ารวม 8.8 พันล้านบาท

คงคำแนะนำซื้อ ราคาเหมาะสม 10.10 บาท

ทางพื้นฐาน เรายังแนะนำซื้อ ราคาเหมาะสม 10.10 บาท (อิง PER 7.6x และไม่รวมผลการแปลงสภาพ ORI-W1) จากราคาหุ้นปัจจุบันที่มี Upside กว่า 37% และ Valuation ปัจจุบันซื้อขายบน PE2019 ที่ 5.5x ต่ำกว่ากลุ่มที่ 8.2x อีกทั้ง มีปัจจัยหนุนระยะสั้นจากเงินปันผลงวด 4Q18 ที่ 0.30 บาท/หุ้น (สูงกว่าคาด) ให้อัตราผลตอบแทน 4.1% ขึ้น XD วันที่ 2 พ.ค. 2019 และจ่ายปันผลวันที่ 15 พ.ค. 2019 ช่วยจำกัด Downside Risk อย่างไรก็ตาม มีปัจจัยเสี่ยงที่ต้องติดตามคือ ผลกระทบจากเกณฑ์ LTV ใหม่ที่มีโอกาสทำให้การระบายสต็อกช้าลง และยอดขายการเปิดตัวใหม่ลดลง เชิงกลยุทธ์ เราชอบ SPALI และ QH มากกว่า เนื่องจากปลอดภัยจากมาตรการของรพท.จากการเน้นความต้องการซื้อเพื่ออยู่จริง

ความเสี่ยง - กำลังซื้ออ่อนแอกว่าคาด, ยอดขายถูกยกเลิก, การปฏิเสธสินเชื่อของธนาคาร, งานก่อสร้างล่าช้า, ยอดขายทำได้ต่ำกว่าเป้า

4Q18 Earnings Results						
(Bt mn)	4Q18	3Q18	%Q-Q	4Q17	%Y-Y	Comment
Revenue	5,874	3,658	60.6	6,049	-2.9	- งบ 4Q18 กำไรสุทธิ +5% Q-Q, -12% Y-Y หากตัดรายการพิเศษออก กำไรปกติ +47% Q-Q, +13% Y-Y ใกล้เคียงคาด - SG&A ต่อรายได้การขายปรับขึ้นเป็น 21.5% จาก 20.6% ใน 3Q18 จากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่าย Commission - รายได้จากการบริหารโครงการให้ NRED อยู่ที่ 189 ล้านบาท (-57% Q-Q, -61% Y-Y) เนื่องจากไม่มีการเปิดโครงการ JV ใหม่
Costs	3,340	1,923	73.7	3,691	-9.5	
Gross profit	2,535	1,735	46.1	2,358	7.5	
SG&A costs	1,221	664	83.8	642	90.2	
Interest charge	85	73	15.9	48	78.3	
Norm profit	938	640	46.7	830	13.1	
Net profit	938	892	5.2	1,069	-12.2	
Gross margin (%)	43.1	47.4	-4.3	39.0	4.2	
Norm earnings margin (%)	16.0	17.5	-1.5	13.7	2.3	
Net profit margin (%)	16.0	24.4	-8.4	17.7	-1.7	

Source: Company and FSS Research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ เอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์ (สำนักงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิงค์ 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา สินธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา สินธร 3 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	สาขา อัมฤราธิม 990 อาคารอัมฤราธิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนนิเบศร์ 576 ถ.รัตนนิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี
สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 2 เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2 ถ.ศรีจันทร์ใหม่ ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ๓ ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย
สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	สาขา สมุทรสาคร 813/30 ถ.นเรศวร ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	สาขา ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา หาดใหญ่ 2 106 ชั้นลอย ถ.ประชาติปัตย์ ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี	

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2018

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

(ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
- ได้รับการรับรอง CAC (Certified)