

Current BUY	Previous BUY	Close 5.40	2020 TP 8.60	Exp Return +59.3%	THAI CAC Declared	CG 2019 4
----------------	-----------------	---------------	-----------------	----------------------	----------------------	--------------

Consolidated earnings				
BT (mn)	2017	2018	2019	2020E
Normalized earnings	1,508	2,837	2,659	3,015
Net profit	2,021	3,338	3,027	3,015
EPS (Bt) - Norm	0.93	1.16	1.08	1.23
EPS (Bt)	1.24	1.36	1.23	1.23
% growth	114.6	9.7	-9.5	-0.4
Dividend (Bt)	0.60	0.65	0.50	0.50
BV/share (Bt)	3.15	3.04	3.94	4.59
EV/EBITDA (x)	8.2	5.6	7.2	6.6
Normalized PER (x)	6.3	5.0	5.3	4.7
PER (x)	4.7	4.3	4.7	4.7
PBV (x)	1.8	1.9	1.5	1.3
Dividend yield (%)	10.3	11.2	8.5	8.7
ROE (%)	31.5	37.9	27.7	24.0
YE No. of shares (million)	1,626	2,449	2,453	2,453
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates

Analyst: Thanyatorn Songwutti

Register No.: 101203

Tel.: +662 646 9805

Email: thanyatorn.s@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

งบ 4Q19 ตามคาด ปี 2020 ตั้งเป้าอย่างระมัดระวัง

กำไร 4Q19 เติบโต 28% Q-Q แต่ชะลอ 6% Y-Y

ORI รายงานกำไรสุทธิ 4Q19 ที่ 882 ล้านบาท (+28% Q-Q, -6% Y-Y) เป็นไปตามที่เราคาด และทำระดับสูงสุดของปี โดยมีกำไรพิเศษจากการจำหน่ายเงินลงทุนในบริษัทย่อยราว 121 ล้านบาท (หลังหักภาษี) เพื่อพัฒนาโรงแรมกับ Cl:Z Limited Liability Partnership จากญี่ปุ่น หากไม่รวมรายการดังกล่าว กำไรปกติอยู่ที่ 760 ล้านบาท (+15% Q-Q, -19% Y-Y) ตามยอดโอนที่ทำได้ 3.3 พันล้านบาท ขยายตัว 5% Q-Q จากการส่งมอบคอนโดต่อเนื่อง โดยเฉพาะ Knightsbridge Prime Sathorn (มูลค่า 3.9 พันล้านบาท มียอดขาย 96%) บวกกับเริ่มโอนคอนโดใหม่อย่าง Kensington พลัสโยธิน 63 (มูลค่า 6.8 พันล้านบาท มียอดขาย 49%) แต่ลดลง 42% Y-Y จากฐานสูงใน 4Q18 ที่มีการรับรู้คอนโดใหญ่ Park 24 เฟส 2 ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นการขายอสังหาริมทรัพย์อยู่ที่ 44.8% เทียบกับ 43% ใน 3Q19 และ 41.3% ใน 4Q18

ภาพรวมปี 2019 กำไรสุทธิทำได้ 3 พันล้านบาท (-9% Y-Y) หากไม่รวมรายการพิเศษกำไรปกติจะอ่อนตัว 6% Y-Y อยู่ที่ 2.7 พันล้านบาท มีสาเหตุมาจากการโอนที่อ่อนตัว 15% Y-Y จากผลกระทบของเกณฑ์ LTV ใหม่

ปี 2020 ยังเป็นปีที่ระมัดระวัง รุกแนวราบ และเพิ่ม Recurring

บริษัทตั้งเป้าหมายอย่างระมัดระวัง โดยยอด Presales ปี 2020 คาด +2% Y-Y อยู่ที่ 2.95 หมื่นล้านบาท และแผนการเปิดโครงการใหม่รวม 2.7 หมื่นล้านบาท (+12% Y-Y) รุกเพิ่มสัดส่วนแนวราบเปิดใหม่เป็น 30% จากปี 2019 ที่ 25% ของมูลค่าทั้งหมด ขณะที่คอนโดจะเปิดน้อยลง ส่วนใหญ่เป็นรูปแบบ Joint Venture แต่หันมาผลักดันแนวราบเป็น Flagship ใหม่ ผ่านแบรนด์ Britannia (ราคา 3-10 ล้านบาท) จำนวน 4 โครงการ และต่อยอดระดับ High-End อย่างแบรนด์ใหม่ BELGRAVIA ราคา 10-35 ล้านบาท นอกจากนี้ มุ่งเน้นขยายธุรกิจ Recurring Income อย่างต่อเนื่อง อย่างโรงแรม และออฟฟิศ สร้างรายได้ที่สม่ำเสมอในระยะกลาง-ยาว และกระจายความเสี่ยงจากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ผ่าน รวมถึงสามารถขายสินทรัพย์เข้า REIT หลังเปิดให้บริการแล้ว 2-3 ปี โดยใน 1Q20 เริ่มเปิดโรงแรม Staybridge Suites ทองหล่อ และ Holiday Inn & Suites ศรีราชา-แหลมฉบัง รวมถึงใน 3Q20 มีแผนเปิด One Lat Phrao ทั้งนี้บริษัทจะเปิดเผยกลยุทธ์ปีนี้อย่างเป็นทางการในการประชุมวันที่ 4 มี.ค.นี้

ประเด็นที่ต้องติดตามคือ 1) การแข่งขันสูงอาจกดดันอัตรากำไรขั้นต้น 2) อัตราหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ณ สิ้นปี 2019 ที่ 1.9x สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 1.3x ขณะที่บริษัทมีแผนพัฒนาโครงการใหม่ และเพิ่มการลงทุนธุรกิจ Recurring ทำให้เราประเมินว่าโครงสร้างการเงินจะยังมีภาระหนี้ในระดับสูงในระยะต่อไป ซึ่งหากไม่สามารถโอนคอนโดได้ตามแผน อาจทำให้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานตึงตัว และส่งผลต่อการขยายตัวในอนาคตได้ 3) ประเด็นการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 อาจส่งผลให้การโอนกรรมสิทธิ์ของชาวต่างชาติล่าช้า หรือกรณีเลวร้ายอาจยกเลิกจอง

คงคำแนะนำซื้อ ราคาเหมาะสม 8.60 บาท

ราคาหุ้นปรับลง 16% ภายใน 2 สัปดาห์ จากความกังวลเกี่ยวกับการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ทำให้ปัจจุบันซื้อขายบน PE2020 เพียง 4.7x เทียบเท่าค่าเฉลี่ยในอดีต - 1.25SD และต่ำกว่ากลุ่มที่ 6.5x ขณะที่ประมาณการกำไรปกติปีนี้ขยายตัวได้ +13% Y-Y ดีกว่ากลุ่มที่ +3% Y-Y จึงยังแนะนำซื้อ ราคาเหมาะสม 8.60 บาท

ประกาศจ่ายเงินปันผลงวด 2H19 เท่ากับ 0.29 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทน 5.4% ขึ้น XD วันที่ 14 พ.ค. และจ่ายปันผล 29 พ.ค. 2020

ความเสี่ยง - กำลังซื้ออ่อนแอกว่าคาด, ยอดขายถูกยกเลิก, การปฏิเสธสินเชื่อของธนาคาร, งานก่อสร้างล่าช้า, ยอดขายทำได้ต่ำกว่าเป้า

4Q19 Earnings Results

(Bt mn)	4Q19	3Q19	%Q-Q	4Q18	%Y-Y	Comment
Revenue	3,437	3,512	-2.1	5,874	-41.5	▪ ส่วนแบ่งจาก JV อยู่ที่ -14 ล้านบาท เทียบกับ -111 ล้านบาทใน 3Q19 และ -85 ล้านบาท เนื่องจากไม่มีค่าใช้จ่ายเปิดโครงการใหม่ ▪ กำไรของส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุมของบริษัทย่อยเพิ่มขึ้น +47% Q-Q, +159% Y-Y เป็น 68 ล้านบาท จากการโอนโครงการ Knightsbridge Prime Sathorn ซึ่งมีเงินลงทุนส่วนหนึ่งจากหุ้นบุริมสิทธิ (Preferred stock) ▪ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E ratio) ณ สิ้นปี 2019 อยู่ที่ 1.9x ลดลงจากปี 2018 ที่ 2.1x
Costs	1,821	1,797	1.3	3,340	-45.5	
Gross profit	1,616	1,715	-5.8	2,535	-36.3	
SG&A costs	600	706	-15.0	1,221	-50.9	
Interest charge	74	75	-0.7	85	-12.6	
Norm profit	760	659	15.3	938	-19.0	
Net profit	882	687	28.3	938	-6.0	
Gross margin (%)	47.0	48.8	-1.8	43.1	3.9	
Norm earnings margin (%)	22.1	18.8	3.3	16.0	6.1	
Net profit margin (%)	25.7	19.6	6.1	16.0	9.7	

Source: Company and FSS Research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิ้งค์ 25 อาคารอัลมาลิ้งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.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 อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ 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 ลินธอร์ 1 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหรง (ลินธอร์ 2) 140/1 อาคารเคียนหรง 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ห้อง 2203, ชั้น 22 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี
สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	สาขา อิมดลราฮิม 990 อาคารอิมดลราฮิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนวิเบศร์ 576 ถ.รัตนวิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี		
สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมบึง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรคชฐี ต. หมากรับ 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 จ.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 198/1 ต.รอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	สาขา สมุทรสาคร 813/30 ถ.รณสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร
สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำคลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย 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.รูสะมิแล 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 อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน 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) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCO, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2019

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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2562 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC