

DHOUSE (DHOUSE TB)

บมจ. ดีเฮ้าส์พัฒนา

Current	Previous	IPO Price	2021 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
--	--	0.60	0.70	+16.7%	N/A	N/R

IPO details

ผู้ออกหลักทรัพย์	DHOUSE
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	217.2 ล้านหุ้น
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.50
ระยะเวลาจองซื้อ	16, 19-20 ต.ค. 2020
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	26 ต.ค. 2020
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บจ. แอสเซท โปร แมเนจเม้นท์
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย	บล.ฟิลลิป
Sector	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (MAI)

Consolidated earnings

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E
Normalized profit	10	41	30	57
Net profit	10	41	30	57
EPS (Bt)-Norm	2.65	11.31	0.04	0.07
EPS (Bt)	2.65	11.31	0.04	0.07
% EPS growth	-267.0	326.9	-99.7	87.3
Dividend (Bt)	0.00	0.00	0.01	0.03
BV/share (Bt)	86.26	97.57	0.56	0.60
EV/EBITDA (x)	18.0	6.3	18.5	11.0
PER (x) - Norm	0.2	0.1	16.6	8.9
PER (x)	0.2	0.1	16.6	8.9
PBV(x)	0.0	0.0	1.1	1.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	2.4	4.5
ROE (%)	3.1	11.6	6.4	11.3
No. of shares- full dilution	4	4	840	840
Par (Bt)	100.00	86.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย หุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท ดีเฮ้าส์พัฒนา จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

Analyst: Thanyatorn Songwutti

Register No.: 101203

Tel.: +662 646 9805

email: Thanyatorn.s@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finansia Syrus Securities

 Finansia

 @fnsyrus

ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ชั้นนำในจังหวัดมหาสารคาม

DHOUSE ดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยเพื่อขายในจังหวัดมหาสารคาม ทั้งบ้านเดี่ยว บ้านแฝด, ทาวน์โฮม, โฮมออฟฟิศ และอาคารพาณิชย์ บนทำเลที่มีศักยภาพ ตอบโจทย์ลูกค้ากลุ่มที่มีสถานที่ทำงานใกล้โครงการ ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีรายได้ประจำ ขณะที่มี **Hidden Asset** เป็นที่ดินรอพัฒนา ในทำเลทองของจังหวัด โดยเฉพาะมหาวิทยาลัย ซึ่งเป็นแหล่งขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญ โดยมีโอกาสพัฒนาเป็นคอนโด **Low-rise** และ **Mix-used** เป็น **Key Driver** ของการเติบโตของผลการดำเนินงานใน 1-5 ปีข้างหน้า เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2020 จะลดลง 26% Y-Y อยู่ที่ 30 ล้านบาท แต่จะฟื้นคืน 87% Y-Y ในปี 2021 หนุนจากการโอนโครงการใหม่ ประเมินมูลค่าของหุ้น **DHOUSE** อิง PER ที่ 10 เท่า ได้ราคาเหมาะสมปี 2021 ที่ 0.70 บาท

ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในมหาสารคาม เน้นพัฒนาโครงการบนทำเลที่มีศักยภาพ

DHOUSE ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยเพื่อขายในจังหวัดมหาสารคาม ประกอบด้วยบ้านเดี่ยว บ้านแฝด, ทาวน์โฮม, โฮมออฟฟิศ และอาคารพาณิชย์ ตั้งอยู่บนทำเลที่มีศักยภาพ ขณะที่กลุ่มลูกค้าหลักคือกลุ่มที่มีรายได้ประจำ และมีสถานที่ทำงานใกล้กับโครงการ อาทิ ข้าราชการ, พนักงานรัฐวิสาหกิจ, บุคลากรทางการแพทย์, พนักงานเอกชน และบุคลากรทางการศึกษา ซึ่งมีอัตราการปฏิเสธสินเชื่อไม่สูง และถูกกระทบจาก COVID-19 ไม่มาก

มี Hidden Asset เป็นที่ดินที่มีศักยภาพ รองรับการพัฒนาโครงการ

ปัจจุบันบริษัทมีที่ดินรอพัฒนา จำนวน 4 แปลง รวม 97 ไร่ ตั้งอยู่บนทำเลทองของจังหวัดมหาสารคาม โดยเฉพาะใกล้สถานศึกษาอย่างมหาวิทยาลัย ซึ่งภาคการศึกษาถือว่าแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจในจังหวัด โดยบริษัทมีแผนนำที่ดินบางส่วนไปพัฒนา 2 โครงการในปี 2020-2021 ส่วนที่เหลืออีกกว่า 54 ไร่ อยู่ระหว่างการศึกษารูปแบบใหม่เพื่อตอบสนองความต้องการลูกค้ากลุ่มที่หลากหลายขึ้น อาทิ คอนโดมิเนียม Low rise และโครงการ Mix-used ถือว่าเป็น **Key Driver** ของการเติบโตของผลการดำเนินงานใน 1-5 ปีข้างหน้า

คาดการณ์ปี 2020 จะลด ก่อนฟื้นตัวเด่นในปี 2021

เราประเมินว่ากำไรสุทธิปี 2020 จะลดลง 26% Y-Y อยู่ที่ 30 ล้านบาท ถูกกดดันจากอัตราค่าไถ่ที่ดินที่ปรับลงเนื่องจากการเปลี่ยนวิธีก่อสร้างเป็น Precast สำหรับปี 2021 แม้คาดว่าอัตราค่าไถ่ที่ดินจะยังปรับลด แต่คาดการณ์กำไรจะฟื้นคืน 87% Y-Y อยู่ที่ 57 ล้านบาท หนุนจากยอดขายโอนควดเร่งขึ้น +69% Y-Y จากการรับรู้รายได้โครงการพุดกสิกรรม ศาลากลาง เต็มปี (เริ่มโอน 4Q20) รวมถึงเริ่มโอนโครงการใหม่ U Park ใน 4Q21 ซึ่งจะเปิดขายใน 1Q21 และคาดว่าจะได้รับผลการตอบรับที่ดี จากจุดขายเรื่องทำเลที่ตั้งที่อยู่ใกล้กับมหาวิทยาลัยมหาสารคามเพียง 500 เมตร

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2021 ที่ 0.70 บาท

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ **DHOUSE** ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ปี 2021 ที่ 10 เท่า อ้างอิงกับ 11 บริษัทที่ประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งซื้อขายบน PE ย้อนหลัง 2 ปีเฉลี่ยที่ 8.8x อย่างไรก็ดี **DHOUSE** มีความสามารถในการทำกำไรและฐานะการเงินดีกว่า รวมถึงคาดการณ์กำไรปี 2021 จะฟื้นตัวในอัตราที่สูงกว่ากลุ่มฯ จึงอิงระดับ PE ที่สูงกว่า คำนวณได้มูลค่าเหมาะสมของ **DHOUSE** ตามปัจจัยพื้นฐานปี 2021 ที่ 0.70 บาท ซึ่ง Implied PBV ที่ 1.1 เท่า

ความเสี่ยง: การระบาดของโควิด-19 รอบสอง, อุตสาหกรรมมีการแข่งขันสูง, ความสำเร็จของโครงการที่เริ่มพัฒนา และโครงการในอนาคต, ลูกค้าไม่สามารถโอนกรรมสิทธิ์ตามกำหนด, โครงการกระจุกตัวในจังหวัดมหาสารคาม, ว่างผู้รับเหมาก่อสร้างรายหลัก, การเปลี่ยนแปลงกฎหมายระเบียบ

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท ดีเฮ้าส์พัฒนา จำกัด (มหาชน) (DHOUSE) ดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยเพื่อขาย ประกอบด้วย บ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์โฮม โฮมออฟฟิศ และอาคารพาณิชย์ อยู่ในเขตพื้นที่ภาคตะวันออกเชิงเหนือ โดยปัจจุบันมีโครงการอยู่ในจังหวัดมหาสารคามเป็นหลัก เน้นคุณภาพ และทำเลศักยภาพที่มีความพร้อมทั้งด้านสาธารณสุข และโครงสร้างพื้นฐาน ตอบโจทย์กลุ่มลูกค้าหลากหลายอาชีพ

ทั้งนี้ DHOUSE เกิดจากการควบรวมกิจการกันระหว่างบริษัท ดีเฮ้าส์ โฮมเซ็นเตอร์ จำกัด (“DHC”) กับบริษัท ดีเฮ้าส์พัฒนา จำกัด (“DH”) เมื่อวันที่ 18 เม.ย. 2018 โดย DHC ก่อตั้งวันที่ 27 เม.ย. 2010 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มต้น 3 ล้านบาท และ DH จัดตั้งวันที่ 26 ก.ค. 2011 ด้วยทุนจดทะเบียน 200 ล้านบาท ซึ่งทั้งสองบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยเพื่อขาย และบริหารงานภายใต้กลุ่มผู้บริหารชุดเดียวกัน โดยการควบรวมกิจการเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการประกอบธุรกิจ, ป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น และเตรียมความพร้อม IPO

บริษัทมีโครงการที่ขายหมดและปิดไปแล้วจำนวน 1 โครงการอย่าง โครงการบ้านเดี่ยว สุภารมย์ แกรนด์ วิลล์ มูลค่า 166.45 ล้านบาท จำนวน 69 ยูนิต ซึ่งเปิดขายปี 2010 และปิดโครงการในปี 2015 ขณะที่ปัจจุบันมีโครงการอยู่ระหว่างการดำเนินงานทั้งหมด 4 โครงการ ดังนี้

1. โครงการ เดอะแกรนด์ เรสซิเดนซ์ (The Grand Residence)

โครงการที่อยู่อาศัยแนวราบขนาดกลาง มูลค่าโครงการ 282 ล้านบาท รวม 122 ยูนิต แบ่งเป็นบ้านเดี่ยว 1 ชั้น จำนวน 61 ยูนิต และ 2 ชั้น จำนวน 61 ยูนิต ตั้งอยู่ริมถนนมหาสารคาม-วาปีปทุม (กม.1) ใกล้ตัวเมือง เนื้อที่โครงการ 35 ไร่ โดยราคาขายบ้านเดี่ยว 1 ชั้น เริ่มต้น 2.69 ล้านบาท และบ้านเดี่ยว 2 ชั้น เริ่มต้น 2.90 ล้านบาท โดยกลุ่มลูกค้าเป้าหมายคือ พนักงานราชการ, รัฐวิสาหกิจ และเอกชน รวมถึงเจ้าของธุรกิจส่วนตัว และนักลงทุน

โครงการเริ่มเปิดขายวันที่ 8 ต.ค. 2011 และเริ่มโอนกรรมสิทธิ์ 29 ก.ค. 2013 ปัจจุบันอยู่ระหว่างก่อสร้างและอยู่ระหว่างขาย โดย ณ สิ้น 2Q20 มียอดขาย 99% และยอดโอนแล้ว 96% ของมูลค่าโครงการทั้งหมด โดยมี Backlog รอโอนอยู่ที่ 7 ล้านบาท และคงเหลือขาย 3 ยูนิต

Figure 1: โครงการ เดอะแกรนด์ เรสซิเดนซ์



Source: Company

Figure 2:ผังบริเวณโครงการ และตัวอย่างผลิตภัณฑ์ เดอะแกรนด์ เรสซิเดนซ์



Source: Company

2. โครงการ เดอะแกรนด์ คาแนล (The Grand Canal)

โครงการที่อยู่อาศัยแนวราบขนาดกลาง มูลค่าโครงการ 381.69 ล้านบาท รวม 163 ยูนิต แบ่งเป็นโฮมออฟฟิศ 3 ชั้น จำนวน 42 ยูนิต และทาวน์โฮม 2 ชั้น จำนวน 121 ยูนิต ตั้งอยู่ริมคลองสมทวิล ซึ่งเป็นทำเลใจกลางเมืองมหาสารคาม เนื้อที่โครงการ 14 ไร่ โดยราคาขาย โฮมออฟฟิศ เริ่มต้น 3.39 ล้านบาท และทาวน์โฮม เริ่มต้น 2.29 ล้านบาท โดยกลุ่มลูกค้าเป้าหมายคือพนักงานราชการ, รัฐวิสาหกิจ และเอกชน รวมถึงเจ้าของธุรกิจส่วนตัว และนักลงทุน

โครงการเริ่มเปิดขายวันที่ 9 มี.ค. 2014 และเริ่มโอนกรรมสิทธิ์ 25 มี.ค. 2016 ปัจจุบันอยู่ระหว่างก่อสร้างและอยู่ระหว่างขาย โดย ณ สิ้น 2Q20 มียอดขาย 23% และยอดโอนแล้ว 23% ของมูลค่าโครงการทั้งหมด โดยคงเหลือขาย 117 ยูนิต

Figure 3: โครงการ เดอะแกรนด์ คาแนล



Source: Company

Figure 4: ผังโครงการ เดอะแกรนด์ คาแนล



Source: Company

3. โครงการ แกรนด์ บิซ (Grand biz)

โครงการอาคารพาณิชย์ขนาดกลาง มูลค่าโครงการ 200.28 ล้านบาท เป็นอาคารพาณิชย์ 3 ชั้น รวม 50 ยูนิต เริ่มต้น 3.69 ล้านบาท เนื้อที่โครงการ 3 ไร่ ตั้งอยู่ริมถนนมหาสารคาม-โกสุมพิสัย โดยกลุ่มลูกค้าเป้าหมายคือ เจ้าของธุรกิจส่วนตัว และนักลงทุน ทั้งนี้ อยู่ระหว่างก่อสร้างและอยู่ระหว่างขาย

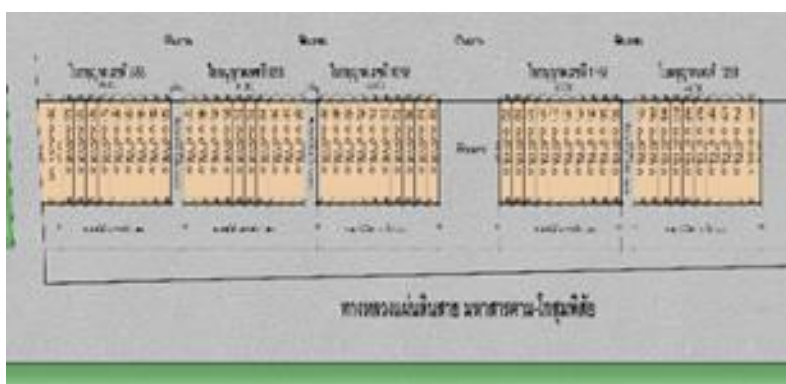
โครงการเริ่มเปิดขายวันที่ 23 ก.พ. 2017 และเริ่มโอนกรรมสิทธิ์ 24 ก.ค. 2018 ปัจจุบันอยู่ระหว่างก่อสร้างและอยู่ระหว่างขาย โดย ณ สิ้น 2Q20 มียอดขาย 64% และยอดโอนแล้ว 60% ของมูลค่าโครงการทั้งหมด โดยมี Backlog รอโอนอยู่ที่ 8.3 ล้านบาท และคงเหลือขายจำนวน 20 ยูนิต

Figure 5: โครงการ แกรนด์ บิช



Source: Company

Figure 6: ผังบริเวณโครงการ



Source: Company

4. โครงการ พุกภิรมย์ ศาลากลาง

โครงการขนาดกลาง มูลค่า 199.35 ล้านบาท ประกอบด้วยอาคารพาณิชย์ 3 ชั้น 17 ยูนิต, บ้านแฝด 2 ชั้น 38 ยูนิต และบ้านเดี่ยว 2 ชั้น 10 ยูนิต รวม 65 ยูนิต ตั้งอยู่ริมถนนเลี้ยวเมืองมหาสารคาม ใกล้ศูนย์ราชการ ริมคลองสมถวิล เนื้อที่โครงการ 10 ไร่ โดยราคาขาย บ้านเดี่ยว เริ่มต้น 3.39 ล้านบาท, บ้านแฝด เริ่มต้น 2.79 ล้านบาท และอาคารพาณิชย์ เริ่มต้น 2.99 ล้านบาท โดยกลุ่มลูกค้าเป้าหมายคือพนักงานราชการ, รัฐวิสาหกิจ และเอกชน รวมถึงเจ้าของธุรกิจส่วนตัว และนักลงทุน

โครงการเริ่มเปิดขายวันที่ 23 มิ.ย. 2020 และคาดว่าจะเริ่มโอนกรรมสิทธิ์ 4Q20 ปัจจุบันอยู่ระหว่างก่อสร้าง โดย ณ สิ้น 2Q20 มียอดขาย 6% โดยมี Backlog รอโอนอยู่ที่ 11.4 ล้านบาท

Figure 7: โครงการ พุกภิรมย์ ศาลากลาง



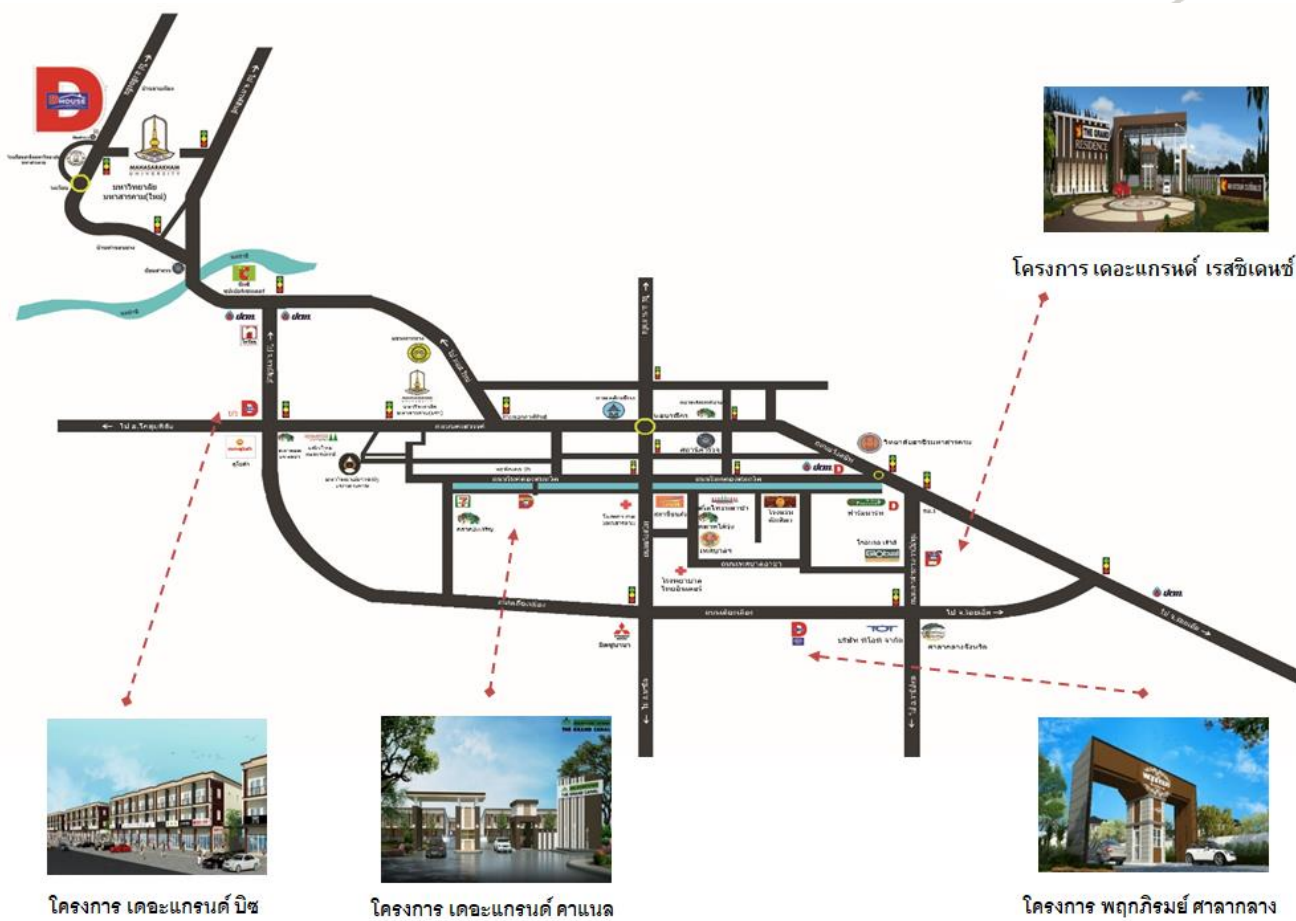
Source: Company

Figure 8: ผังบริเวณโครงการ



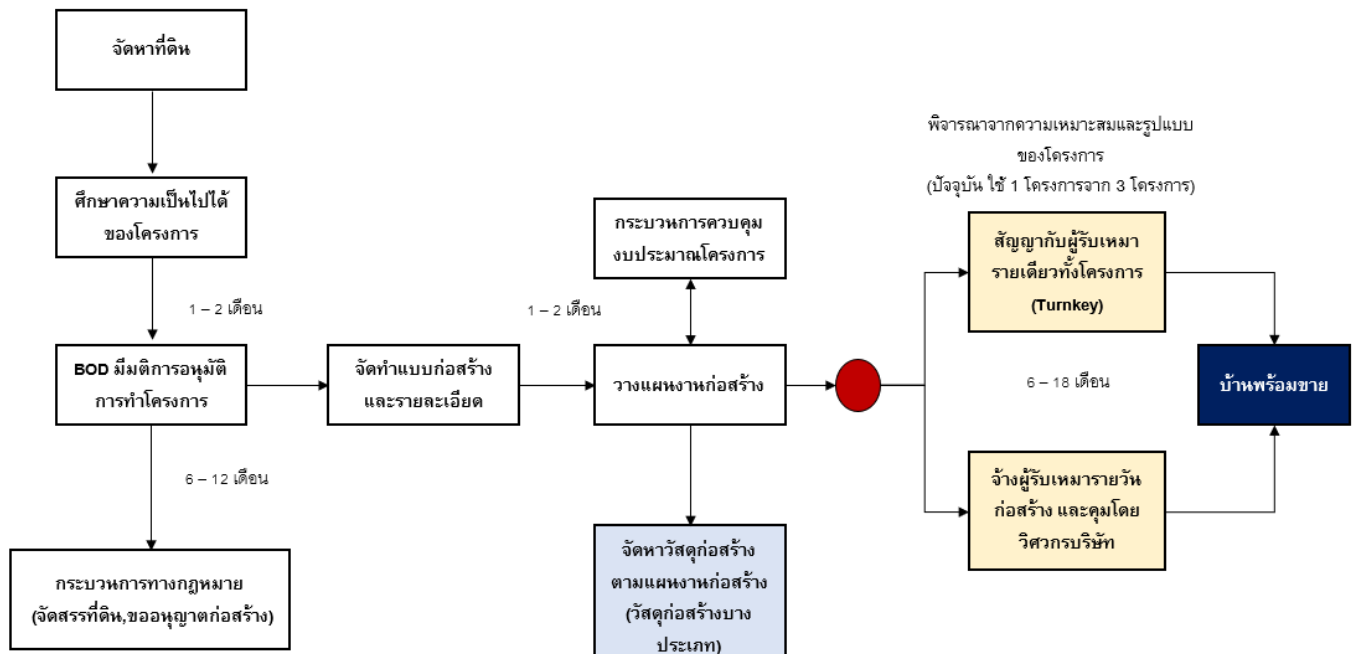
Source: Company

Figure 9: แผนที่ตั้งโครงการในปัจจุบัน



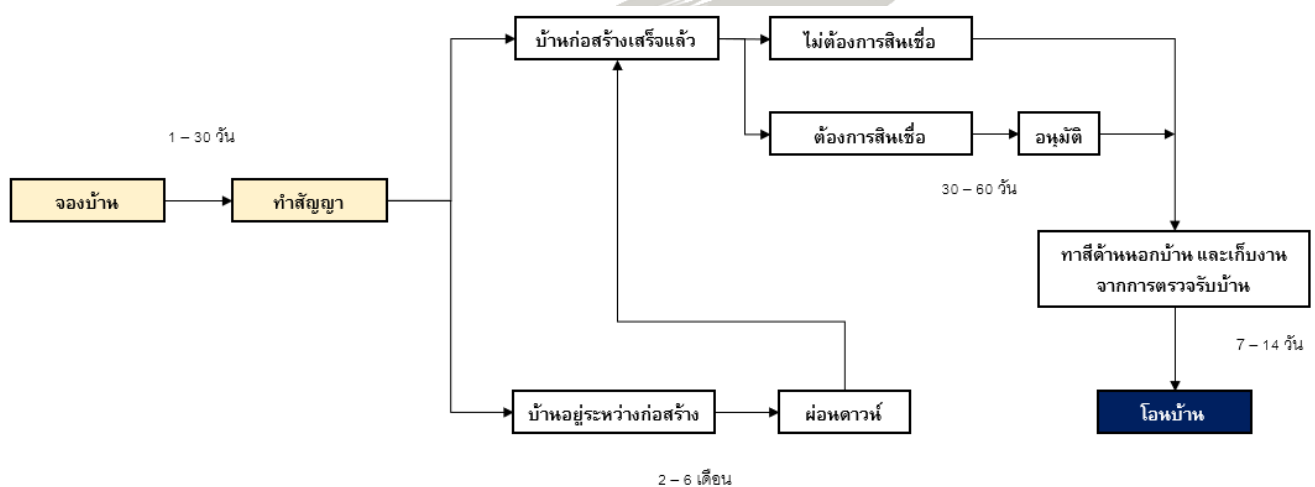
Source: Company

Figure 10: ขั้นตอนการพัฒนาโครงการ



Source: Company

Figure 11: ขั้นตอนการขาย และโอนกรรมสิทธิ์

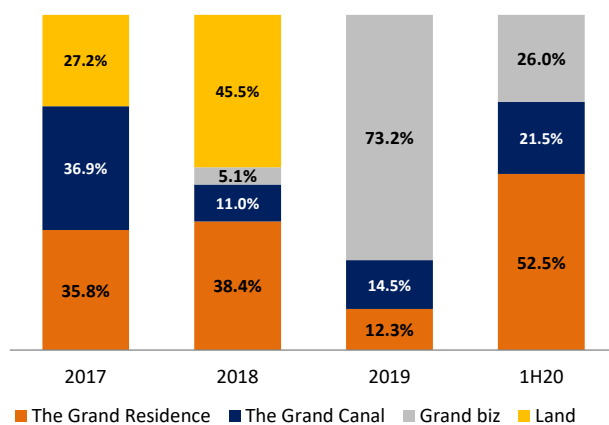


Source: Company

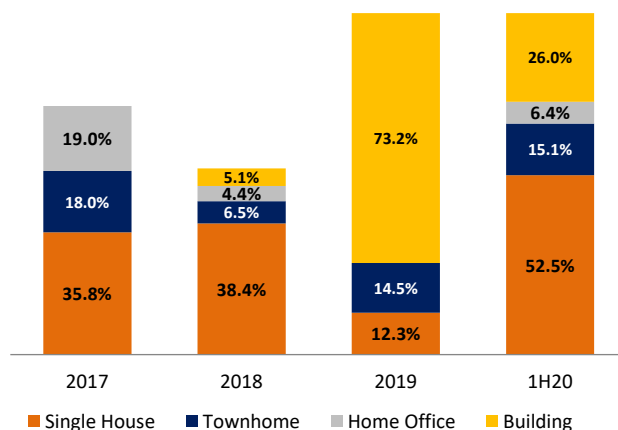
โครงสร้างรายได้

ในช่วงปี 2017-2019 ที่ผ่านมา โครงสร้างรายได้ของ DHOUSE หลักๆ มาจากการขายอสังหาริมทรัพย์ มีเพียงปี 2017-2018 ที่มีสัดส่วนรายได้จากการขายที่ดินเปล่าราว 27% และ 46% ของรายได้รวม โดยหากพิจารณาแบ่งเป็นรายโครงการในปี 2017 รายได้ของเดอะแกรนด์ เรสซิเดนซ์ และเดอะแกรนด์คานัล คิดเป็น 36% และ 37% ของรายได้รวม ตามลำดับ ขณะที่ปี 2018 เริ่มโอนกรรมสิทธิ์โครงการแกรนด์บิช ซึ่งคิดเป็น 5% ของรายได้รวม ส่วนที่เหลือเป็นเดอะแกรนด์ เรสซิเดนซ์ และเดอะแกรนด์ คานัลที่ 38% และ 11% ตามลำดับ ส่วนปี 2019 รายได้หลักมาจากโครงการแกรนด์ บิชที่ 73% ของรายได้รวม แทนที่เดอะแกรนด์ เรสซิเดนซ์ และเดอะแกรนด์ คานัลที่คิดเป็น 12% และ 14% ตามลำดับ สำหรับงวด 6M20 โครงการเดอะแกรนด์ เรสซิเดนซ์มีสัดส่วนแรงขึ้นกลับมาเป็นอันดับหนึ่งถึง 52.5% รองลงมาเป็นแกรนด์ บิช 26% และ เดอะแกรนด์ คานัล 21.5% ของรายได้รวม

หากพิจารณาแบ่งตามประเภทของอสังหาริมทรัพย์ เป็นไปตามการโอนกรรมสิทธิ์ของแต่ละโครงการ พบว่าปี 2017 มีสัดส่วนรายได้ของบ้านเดี่ยว, โฉม ออฟฟิศ และทาวน์โฮมที่ 36%, 19%, 18% ของรายได้รวม ตามลำดับ ส่วนปี 2018 มีรายได้เพิ่มจากอาคารพาณิชย์จากการโอนโครงการใหม่ คิดเป็น 5% ของรายได้รวม ส่วนที่เหลือเป็นบ้านเดี่ยว, ทาวน์โฮม, โฉม ออฟฟิศเป็น 38%, 6%, 4% ตามลำดับ ขณะที่ปี 2019 สัดส่วนจากอาคารพาณิชย์ขึ้นเป็นรายได้หลักที่ 73% ของรายได้รวม รองลงมาเป็นทาวน์โฮม และบ้านเดี่ยวที่ 14.5% และ 12% ตามลำดับ สำหรับงวด 6M20 มีสัดส่วนการขายบ้านเดี่ยว, อาคารพาณิชย์, ทาวน์โฮม และโฉม ออฟฟิศ คิดเป็น 52.5%, 26%, 15% และ 6.4% ของรายได้รวม ตามลำดับ

Figure 12: Revenue by project


Source: Company, FSS Research

Figure 13: Revenue by type of product


Source: Company, FSS Research

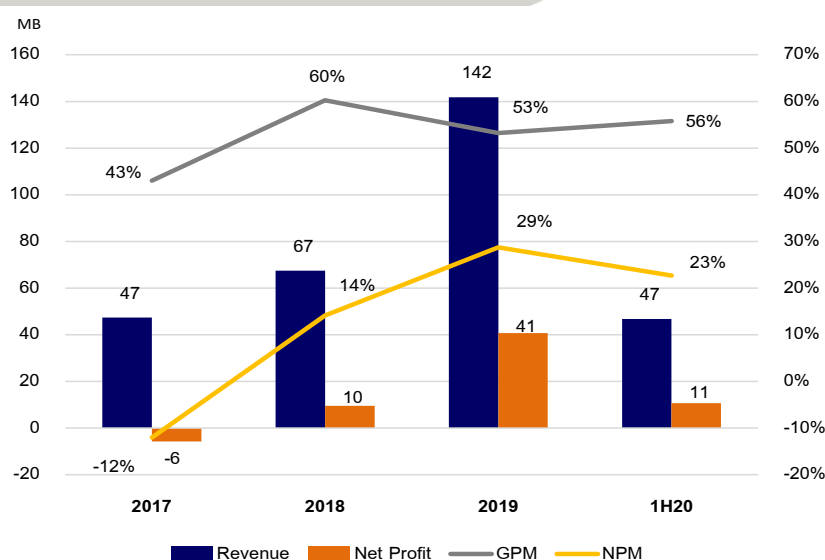
ผลการดำเนินงานในอดีต

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2017-2019) DHOUSE มีรายได้รวมเติบโตเฉลี่ย 76% CAGR โดยรายได้ปี 2018 ขยายตัว 42% Y-Y จากรายได้การขายที่ดินราว 31 ล้านบาท เทียบกับปี 2017 ที่ 13 ล้านบาท ส่วนยอดโอน +6% Y-Y แม้เริ่มโอนกรรมสิทธิ์โครงการใหม่อย่างแกรนด์ บิช แต่เกิดในช่วงปลายปี ทำให้รับรู้ได้เพียงยูนิตเดียว ขณะที่ปี 2019 รายได้รวม +110% Y-Y แม้ไม่มีบันทึกรายได้ขายที่ดิน แต่ได้แรงหนุนจากการเติบโตของธุรกิจหลักของบริษัทที่ทำยอดโอนเร่งขึ้นเกือบ 4 เท่าตัวของปี 2018 จากการรับรู้ Backlog โครงการแกรนด์ บิชเต็มที่

ผลประกอบการปี 2017 ขาดทุน 6 ล้านบาท จากค่าใช้จ่ายบริหารที่สูงขึ้นจากการปรับโครงสร้างองค์กรและระบบควบคุมภายใน อย่างไรก็ดี ปี 2018 พลิกเป็นกำไร 10 ล้านบาท หนุนจากทั้งยอดโอนที่เร่งขึ้น และอัตรากำไรขั้นขายอสังหาริมทรัพย์ที่ปรับขึ้นเป็น 47.1% เทียบกับ 30.7% ใน 2017 จากโครงการแกรนด์ บิช ที่มีมาร์จิ้นดีขึ้น หลังปรับเพิ่มราคาขาย รวมถึงต้นทุนวัสดุก่อสร้างของโครงการเก่าที่ลดลง หลังปรับเปลี่ยนชนิดของวัสดุก่อสร้าง และตกแต่งบางชั้น ขณะที่ค่าใช้จ่ายการขายต่อรายได้ปรับลดต่อเนื่องจากปี 2017 ที่ 9.4% ลดลงเป็น 6.5% ในปี 2018 จากปรับเปลี่ยนนโยบายจ่ายค่าคอมมิชชั่นให้พนักงานขายจากเดิมจ่ายครึ่งหนึ่งเมื่อลูกค้าจองเปลี่ยนเป็นเมื่อโอนกรรมสิทธิ์ และลดลงเป็น 4.8% ในปี 2019 จากการประหยัดค่าใช้จ่ายการส่งเสริมการขาย ทั้งนี้ ปี 2017 มีอัตราขาดทุนสุทธิที่ 12% ก่อนพลิกเป็นอัตรากำไรสุทธิในปี 2018-2019 ที่ 14.1% และ 28.7% ตามลำดับ

ส่วนกำไรสุทธิงวด 6M20 อยู่ที่ 11 ล้านบาท หดตัว 59% Y-Y กดดันยอดโอนที่ลดลง 44% Y-Y จากฐานสูงใน 1H19 ที่มีการเร่งโอนโครงการแกรนด์ บิช อย่างไรก็ดี อัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้นเป็น 55.8% จาก 1H19 ที่ 53.4% ส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหารทรงตัว Y-Y โดยค่าใช้จ่ายการขายต่อรายได้อยู่ที่ 5.2% เทียบกับ 1H19 ที่ 4.6% แต่ค่าใช้จ่ายการบริหาร +23% Y-Y จากการปรับเพิ่มเงินเดือนและสวัสดิการฝ่ายบริหาร

Figure 14: Revenue, Net Profit, Gross Profit Margin (GPM), Net Profit Margin (NPM)



Source: Company, FSS Research

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

ผู้พัฒนาสังฆาชนำในมหาสารคาม

จุดแข็งของ DHOUSE คือ เน้นพัฒนาโครงการอสังหาฯที่มีคุณภาพ บนทำเลที่มีศักยภาพที่มีความสะดวกในการคมนาคม, มีความพร้อมในด้านสาธารณูปโภค และโครงสร้างพื้นฐาน รวมถึงมีสิ่งอำนวยความสะดวกในพื้นที่ใกล้เคียง เช่น สถานศึกษา แหล่งชุมชนและแหล่งธุรกิจการค้า มีถนนเชื่อมเมืองสายหลัก ใกล้เขตพื้นที่ที่ตั้งหน่วยงานราชการ เป็นต้น โดยบริษัทมีผลิตภัณฑ์ทั้งที่อยู่อาศัย และทำการค้าเชิงพาณิชย์ ซึ่งมีกลยุทธ์เลือกพัฒนาผลิตภัณฑ์ตามทำเลที่ตั้ง เพื่อตอบโจทย์ความต้องการของกลุ่มลูกค้าที่แตกต่างกัน ขณะที่กลุ่มลูกค้าเป้าหมายหลักของบริษัทเป็นช่วงอายุระหว่าง 25-45 ปี อาชีพข้าราชการ, พนักงานรัฐวิสาหกิจ, บุคลากรทางการแพทย์, พนักงานเอกชน และบุคลากรทางการศึกษา มีรายได้ 15,000 – 30,000 บาท ซึ่งมีสถานที่ทำงานใกล้กับพื้นที่ตั้งของโครงการ กลุ่มถือว่าเป็นระดับ Mid-End มีรายได้ประจำ และเป็นกำลังซื้อหลัก โดยบริษัทได้มีการทำประเมินคุณสมบัติของผู้กู้ก่อนการกู้จริง (Pre-approve) ทำให้มีอัตราการปฏิเสธสินเชื่อไม่สูง

มีความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ ท่ามกลางการแข่งขันไม่รุนแรง

DHOUSE มีหลากหลายของผลิตภัณฑ์ทั้งบ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์โฮม โฮมออฟฟิศ และอาคารพาณิชย์ เทียบกับคู่แข่งในพื้นที่ส่วนใหญ่เน้นผลิตภัณฑ์เพียงประเภทเดียว และเปิดโครงการเพียงรายละ 1-2 โครงการ ขณะที่การแข่งขันในตลาดอสังหาริมทรัพย์ในจังหวัดมหาสารคามถือว่าไม่รุนแรงนัก เนื่องจากผู้ประกอบการรายใหญ่เลือกพัฒนาโครงการในจังหวัดที่เป็นหัวเมืองหลักของภูมิภาคอย่าง นครราชสีมา, ขอนแก่น และอุดรธานี โดยส่วนใหญ่เป็นผู้ประกอบการรายเล็ก ส่วนรายใหญ่ที่อยู่ระหว่างขยายพบเพียงรายละ 1 โครงการ อาทิ LH เปิดโครงการสิวลี มหาสารคาม ซึ่งราคาขายสูงกว่า รวมถึง C.P. Land ที่เปิดโครงการคอนโดกัลปพฤกษ์ ขณะที่บริษัทที่เป็นผู้ประกอบการท้องถิ่นจะมีความได้เปรียบด้านความเชี่ยวชาญในพื้นที่ และต้นทุนที่ดิน

ข้อมูลของ REIC พบว่าอุปทานภาพรวมมีที่อยู่อาศัยเสนอขายใน 2H20 จำนวน 21 โครงการ รวม 755 ยูนิต ทรงตัว Y-Y แบ่งเป็นหน่วยขายใหม่ 88 ยูนิต และหน่วยเหลือขาย 667 ยูนิต โดยผลิตภัณฑ์ที่อยู่ระหว่างขายมากที่สุดเป็นทาวน์เฮ้าส์ 316 ยูนิต รองลงมาเป็นบ้านเดี่ยว 251 ยูนิต ท่ามกลางอัตราดูดซับทรงตัวที่ 1.9%

Figure 15: คู่แข่งโครงการบ้านเดี่ยว/บ้านแฝด

ชื่อโครงการ	Siwalee Maha Sarakhom	Villa Nara	The Victoria Maha Sarakhom	THADA LAKE VIEW
ประเภท	บ้านเดี่ยว	บ้านเดี่ยว	บ้านเดี่ยว	บ้านเดี่ยว/บ้านแฝด
ที่ตั้ง	ตำบลตลาด อำเภอเมือง มหาสารคาม จังหวัด มหาสารคาม	ถนนนครสวรรค์ ตำบลตลาด อำเภอเมือง มหาสารคาม จังหวัด มหาสารคาม	ตำบลท่าสองคอน อำเภอเมืองมหาสารคาม จังหวัดมหาสารคาม	ต.ท่าสองคอน อ. เมือง มหาสารคาม จ. มหาสารคาม
จำนวนชั้น	2	2	1-2	1-2
จำนวนห้องน้ำ	2-3	3	2-3	2-3
จำนวนห้องนอน	3-4	3	3-4	2-3
พื้นที่ใช้สอย (ตร.ม.)	114 – 173	150 – 185	155.50 – 245.60	80-147
จำนวนยูนิต	323	183	170	73
จำนวนยูนิตเหลือขาย	4	8	-	12
ราคาต่อยูนิต (ล้านบาท)	3.85 – 6.00	3.07 – 4.00	2.80 – 5.30	1.89 – 4.49
ชื่อบริษัท	บริษัท แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	-	-	บริษัท ธาดา เรียลเอสเตท จำกัด

Source: Company

Figure 16: คู่แข่งโครงการทาวน์โฮม และอาคารพาณิชย์

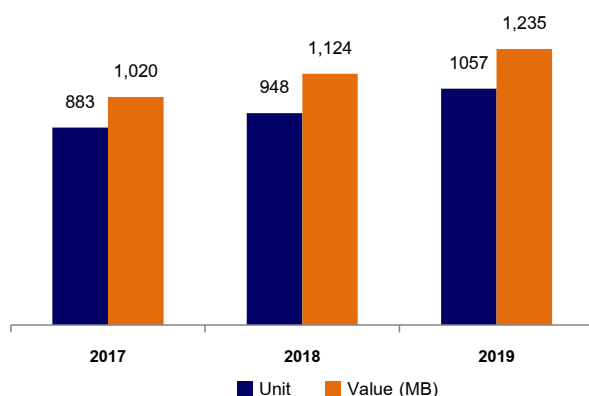
ชื่อโครงการ	เดอะทาดิโอ	The Chill	Villa Nara
ประเภท	ทาวน์โฮม	ทาวน์โฮม	อาคารพาณิชย์
ที่ตั้ง	ถ.วัดป่าแก้ว ถ.ขามเรียง อ.กันทรวิชัย จ.มหาสารคาม	ต.เกิ้ง อ.เมืองมหาสารคาม จ.มหาสารคาม	ถ.นครสวรรค์ ต.ตลาด อ.เมืองมหาสารคาม จ.มหาสารคาม
จำนวนชั้น	1	2	3
จำนวนห้องน้ำ	2-3	3	2-3
จำนวนห้องนอน	3-4	3	3-4
พื้นที่ใช้สอย (ตร.ม.)	55	128	144
จำนวนยูนิต	92	200	50
จำนวนยูนิตเหลือขาย	75	5	6
ราคาต่อยูนิต (ล้านบาท)	1.19	1.40 – 2.50	4.50
ชื่อบริษัท	บริษัท เดอะนอร์ดดิ้งอิลส์ จำกัด	-	-

Source: Company

อสังหาริมทรัพย์จังหวัดมหาสารคาม ขับเคลื่อนด้วยภาคการศึกษา

ภาคอสังหาริมทรัพย์จังหวัดมหาสารคามเป็นอันดับ 5 ในภาคตะวันออกเฉียงเหนือ ส่วนใหญ่เป็นแนวราบ โดยอ้างอิงจากข้อมูลธอส. พบว่าจำนวนการโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยประเภทแนวราบ ของจังหวัดมหาสารคาม ในปี 2017-2019 เติบโตเฉลี่ย 9% และมูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์ขยายตัวเฉลี่ย 10% CAGR ขณะที่จังหวัดมหาสารคามถือเป็นศูนย์กลางการศึกษาของภาคตะวันออกเฉียงเหนือ ประกอบด้วยมหาวิทยาลัยขนาดใหญ่ อาทิ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม มหาวิทยาลัยราชภัฏมหาสารคาม และมหาวิทยาลัยการกีฬาแห่งชาติ วิทยาเขตมหาสารคาม ทำให้เศรษฐกิจของจังหวัดถูกขับเคลื่อนด้วยภาคการศึกษา ซึ่งกลุ่มกำลังซื้อหลักมาจากบุคลากรทางการศึกษา อ้างอิงข้อมูลของบริษัทรวบรวมพบว่า จำนวนนิสิต, นักศึกษา และบุคลากรในจังหวัดมหาสารคามรวม 62,271 คน แบ่งเป็นนิสิต 92% และที่เหลือเป็นบุคลากร

ขณะที่สถานการณ์การแพร่ระบาดโควิด-19 และมาตรการ Lockdown จะทำให้ยอดขายสะดุดในเดือนมี.ค.-เม.ย. หลังลูกค้าเยี่ยมชมโครงการน้อยลง รวมถึงการโอนกรรมสิทธิ์ชะลอออกไป อย่างไรก็ตาม ภายหลังจากรัฐบาลคลาย Lockdown ยอดขายฟื้นกลับมา และถือว่าได้รับผลกระทบไม่มากนัก เนื่องจากฝั่งพนักงานท้องถิ่นน้อย และกลุ่มลูกค้าหลักเป็นผู้ที่มีรายได้ประจำ

Figure 17: การโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยแนวราบ จังหวัดมหาสารคาม


Source: GHBank, FSS Research

Figure 18: จำนวนนักศึกษาและบุคลากรของ 3 มหาวิทยาลัยใหญ่ในจังหวัดมหาสารคาม

	จำนวนนักศึกษา (คน)	จำนวนบุคลากร (คน)	รวม (คน)	สัดส่วน (%)
มหาวิทยาลัยมหาสารคาม	42,897	3,785	46,682	74.97
มหาวิทยาลัยราชภัฏมหาสารคาม	13,437	1,099	14,536	23.34
มหาวิทยาลัยการกีฬาแห่งชาติ วิทยาเขตมหาสารคาม	1,003	50	1,053	1.69
รวม	57,337	4,934	62,271	100

Source: Company

มี Hidden Asset เป็นที่ดินที่มีศักยภาพ รองรับการพัฒนาในอนาคต

ณ สิ้น 2Q20 บริษัทมีที่ดินรอพัฒนา จำนวน 4 แปลง รวม 97 ไร่ ตั้งอยู่บนทำเลที่มีศักยภาพ และเป็นทำเลทองของจังหวัดมหาสารคาม เขตเทศบาลเมืองมหาสารคาม เขตเทศบาลตำบลท่าขอนยาง และเขตเทศบาลตำบลขามเรียง อ.กันทรวิชัย ซึ่งเป็นพื้นที่ตั้งของมหาวิทยาลัยมหาสารคาม มหาวิทยาลัยราชภัฏมหาสารคาม และสถาบันการพลศึกษา วิทยาเขตมหาสารคาม ซึ่งถือว่าเป็น Key Driver ของการเติบโตของผลการดำเนินงานใน 1-5 ปีข้างหน้า

Figure 19: ที่ดินรอพัฒนา ณ สิ้น 2Q20

สถานที่ตั้ง	เลขที่โฉนด	พื้นที่ (ไร่)	มูลค่าสุทธิตามบัญชี (ล้านบาท)
1) ติดถนนบ้านท่าขอนยาง – บ้านชี (ม.ใหม่) ที่ตั้ง : ติดถนนสายบ้านท่าขอนยาง-บ้านชี (ทล.2202) ตำบลขามเรียง อำเภอกันทรวิชัย จังหวัดมหาสารคาม	21720 21732 21905 23301 23442 23858 26980 41055 44680 49201 49421-49423 51407 52192 55068 58489-58472 58889- 58899 58720-58734	74-2-9	371.31
2) ส่วนติดโครงการเดอะแกรนด์ คาแนล ที่ตั้ง : แยกจากถนนสมอวิลาวงูร ตำบล ตลาด อำเภอเมืองมหาสารคาม จังหวัด มหาสารคาม	95123	4-1-93	10.40
3) ส่วนติดโครงการแกรนด์ บีช ที่ตั้ง : ติดถนนสายมหาสารคาม-โกสุมพิสัย (ทล.208) ตำบลท่าสองคอน อำเภอเมือง มหาสารคาม จังหวัดมหาสารคาม	8076 99725 99728 99729	14-3-11.7	145.31
4) ส่วนติดสำนักงานใหญ่ ที่ตั้ง : ติดถนนสายมหาสารคาม-วาปีปทุม (ทล.2040)	24200 24201 89014 89015 90539	3-1-18.4	1.88
รวม		97-0-32.10	528.90

Source: Company

ทั้งนี้ บริษัทมีแผนพัฒนาโครงการในปี 2021-2022 จำนวน 2 โครงการ ดังนี้

1. โครงการ U Park

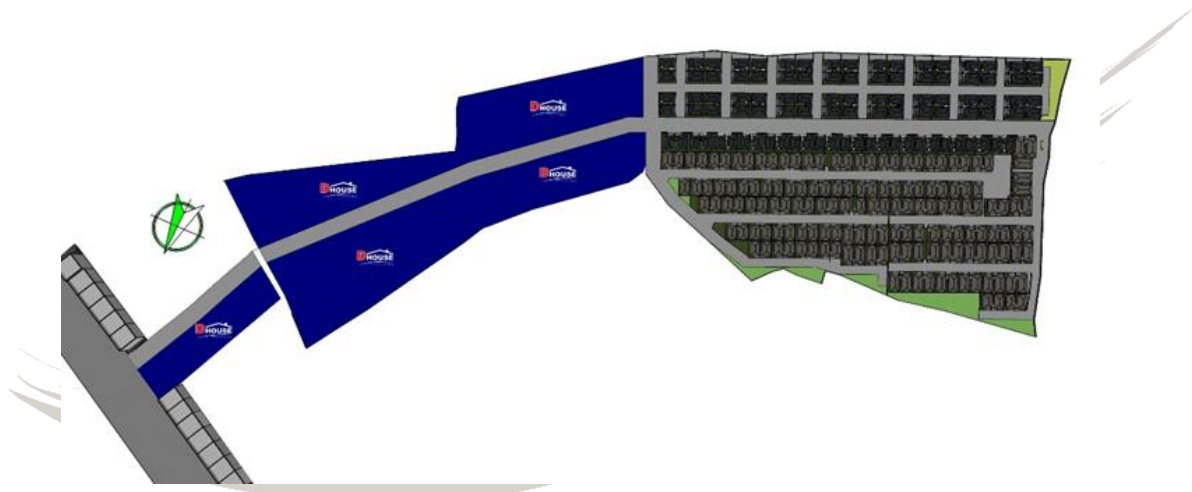
โครงการแนวราบ มูลค่าโครงการ 607 ล้านบาท เป็นบ้านแฝด รวม 249 ยูนิต ราคาเริ่มต้น 1.79 ล้านบาท โดดเด่นด้วยทำเลติดถนนสายบ้านท่าขอนยาง-บ้านชี ใกล้มหาวิทยาลัยมหาสารคามเพียง 500 เมตร เนื้อที่โครงการ 40 ไร่ โดยกลุ่มลูกค้าเป้าหมายคือพนักงานราชการ, รัฐวิสาหกิจ และเอกชน รวมถึงเจ้าของธุรกิจส่วนตัว และนักลงทุน คาดเปิดขาย และเริ่มก่อสร้าง 1Q21 และเริ่มโอนกรรมสิทธิ์ 4Q21

Figure 20: โครงการ U Park



Source: Company

Figure 21:ผังบริเวณโครงการ



Source: Company

2. โครงการ แกรนด์ บิช 2

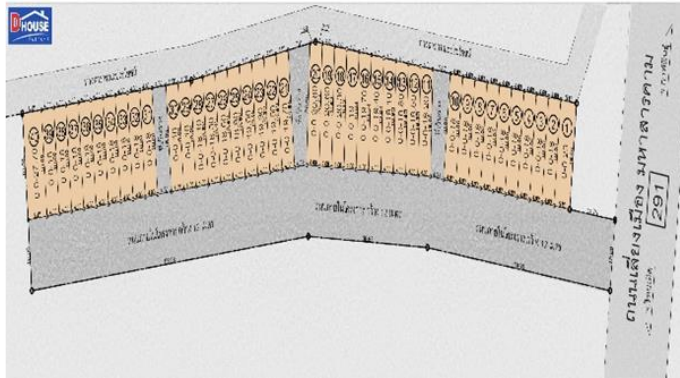
โครงการสำหรับธุรกิจการค้า เป็นอาคารพาณิชย์ขนาดกลาง มูลค่าโครงการ 127.6 ล้านบาท รวม 40 ยูนิต ราคาเริ่มต้น 3.19 ล้านบาท ตั้งอยู่ริมถนนมหาสารคาม-โกสุมพิสัย เนื้อที่โครงการ 3 ไร่ โดยกลุ่มลูกค้าเป้าหมายคือเจ้าของธุรกิจส่วนตัว และนักลงทุน คาดเริ่มก่อสร้าง 1Q21 ก่อนเปิดขาย 2Q21 และเริ่มโอนกรรมสิทธิ์ 2Q22 จุดเด่นคือทำเลที่ตั้งเป็นจุดเชื่อมต่อการเดินทางจากตัวเมืองมหาสารคาม บนเส้นทางหลักไปจังหวัดขอนแก่น รวมถึงอยู่ใกล้สถานที่อำนวยความสะดวก อาทิ ศูนย์การค้าเสริมไทยคอมเพล็กซ์ สถาบันการพลศึกษาวิทยาเขตมหาสารคาม และมหาวิทยาลัยราชภัฏมหาสารคาม

Figure 22: โครงการ แกรนด์ บิช 2



Source: Company

Figure 23: ผังบริเวณโครงการ



Source: Company

ทั้งนี้ หากหักพื้นที่ที่มีแผนนำไปพัฒนา 2 โครงการข้างต้นแล้ว จะยังเหลือที่ดินรอพัฒนาอีกกว่า 54 ไร่ ตั้งอยู่บนทำเลที่ดี ใกล้กับสถาบันการศึกษาระดับมหาวิทยาลัย ซึ่งบริษัทอยู่ระหว่างการศึกษาเพื่อพัฒนาโครงการรูปแบบใหม่เพื่อตอบสนองความต้องการลูกค้ากลุ่มที่หลากหลายเพิ่มขึ้น เป็นปัจจัยหนุนการเติบโตในอนาคต อาทิ โครงการคอนโดมิเนียม Low rise รวมถึงโครงการ Mix-used ช่วยสร้างรายได้ประจำ (Recurring Income) กระจ่ายความเสี่ยงจากการพึ่งพิงเพียงธุรกิจอสังหาฯ อีกทั้ง ยังสามารถเรียก Traffic และปรับราคาขายได้มากกว่าการสร้างเพื่อขายเพียงอย่างเดียว

คาค่าไรปี 2020 ชะลอตัว ก่อนฟื้นตัวเด่นในปี 2021 จากการโอนโครงการใหม่

เราคาค่าไรสุทธิปี 2020 อยู่ที่ 30 ล้านบาท อ่อนตัว 26% Y-Y ถูกกดดันจากอัตราค่าไรขั้นต้นที่คาดปรับลดเป็น 46.5% เทียบกับ 53.2% ในปี 2019 จากการปรับวิธีก่อสร้างจากเดิมก่ออิฐ-ฉาบปูนเป็น Precast ซึ่งมีมาร์จิ้นต่ำกว่า เพื่อแลกกับระยะเวลาก่อสร้างที่สั้นลงเหลือ 2-3 เดือน ส่วนยอดโอนคาดชะลอ 2% Y-Y อยู่ที่ 139 ล้านบาท แม้มีการโอนกรรมสิทธิ์โครงการใหม่ พกภิรมย์ ศาลากลาง แต่อยู่ในช่วง 4Q20 ทำให้รับรู้รายได้เข้ามาไม่มาก เทียบกับในปี 2019 ที่มีการโอน Grand Biz เต็มปี โดย ณ สิ้น 2Q20 มี Backlog ที่รอรับรู้ในช่วงที่เหลือของปีอยู่ที่ 26.7 ล้านบาท รองรับประมาณการยอดโอนทั้งปีแล้ว 30% ทั้งนี้ ค่าไร 6M20 อยู่ที่ 11 ล้านบาท (-59% Y-Y) คิดเป็น 35% ของประมาณการทั้งปีของเรา ขณะที่ผลประกอบการ 2H20 คาดขยายตัว H-H จากบรรยากาศที่ดีขึ้น หลังรัฐบาลคลายมาตรการ Lockdown ตั้งแต่เดือนมี.ย. รวมถึงการเริ่มโอนโครงการใหม่ใน 4Q20

ส่วนปี 2021 คาค่าไรสุทธิฟื้นเด่น 87% Y-Y ที่ 57 ล้านบาท หนุนจากยอดโอนคาดเร่งขึ้นแตะ 235 ล้านบาท (+69% Y-Y) จากการรับรู้รายได้โครงการพกภิรมย์ ศาลากลาง เต็มปี รวมถึงเริ่มโอนโครงการใหม่ U Park ตั้งแต่ 4Q21 ซึ่งเราคาดว่า จะได้รับผลการตอบรับที่ดี จากจุดขายเรื่องทำเลที่ตั้งที่อยู่ใกล้กับมหาวิทยาลัยมหาสารคามเพียง 500 เมตร ทั้งนี้ การเติบโตของรายได้ สามารถชดเชยการปรับลงของอัตราค่าไรขั้นต้นได้หมด คาดปรับลดเป็น 40% จาก 43% ในปี 2020 สาเหตุจาก 1) การก่อสร้างใหม่ระยะถัดไปเปลี่ยนเป็นวิธี Precast 2) ต้นทุนที่ดินโครงการ U Park สูงกว่าโครงการอื่น 3) โครงการ The Grand Residence ซึ่งมีมาร์จิ้นดี คาดขายหมดไปแล้วในปี 2020

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ DHOUSE ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ปี 2021 ที่ 10 เท่า อ้างอิงกับ 11 บริษัทที่ประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (ตาม Figure 24) ซึ่งซื้อขายบน PE ย้อนหลัง 2 ปีเฉลี่ยที่ 8.8x อย่างไรก็ตาม DHOUSE มีความสามารถในการทำกำไรที่ดีกว่ากลุ่มฯ ทั้งอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) และอัตรากำไรสุทธิ (NPM) ส่วน ROE ถือว่ายังสูงกว่าหลายบริษัท ขณะที่ฐานะการเงินถือว่าอยู่ในเกณฑ์ดี อัตราหนี้สินต่อทุน (D/E) ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ รวมถึงคาดการณ์กำไรปี 2021 จะฟื้นตัวในอัตราที่สูงกว่ากลุ่มฯ จึงอิงระดับ PE ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของ 11 บริษัทข้างต้นเล็กน้อย ทั้งนี้ เราไม่ได้นับมจ.แลนด์แอนด์เฮาส์ (LH) และมจ. ควอลิตี้เฮาส์ (QH) มาพิจารณา เนื่องจาก 2 บริษัทดังกล่าวมีทั้งธุรกิจอสังหาฯ และการลงทุนในบริษัทรวม เทียบกับ DHOUSE ซึ่งมีเพียงธุรกิจอสังหาฯอย่างเดียว

ดังนั้น เราจึงเลือกประเมินหุ้น DHOUSE โดยอิง PE ที่ 10 เท่า และคาดการณ์ EPS ปี 2021 ที่ 0.07 บาท/หุ้น จึงคำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2021 ที่ 0.70 บาทต่อหุ้น ซึ่งคิดเป็น Implied PBV ที่ 1.1 เท่า

Figure 24: เปรียบเทียบกับคู่แข่งที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน

Ticker	Company Name	2019 GPM (%)	2019 NPM (%)	2019 ROE (%)	2019 D/E (x)	Avg PE 2 yrs (x)	Current PE (x)	Current PBV (x)
AP TB	AP Thailand	34.3	12.3	12.0	1.2	6.9	6.1	0.7
ORI TB	Origin Property	47.5	21.4	35.4	1.9	7.9	4.9	1.5
PSH TB	Pruksa Holding	35.4	13.4	12.7	1.0	10.2	14.2	0.6
SIRI TB	Sansiri	25.3	8.8	7.7	2.4	13.5	9.3	0.3
LPN TB	L.P.N. Development	32.2	12.5	9.7	0.8	11.2	8.3	0.5
SPALI TB	Supalai	39.4	22.6	15.2	0.6	8.8	7.7	0.9
SC TB	SC Asset	32.8	11.4	12.1	1.6	8.0	5.8	0.5
NOBLE TB	Noble Development	37.0	20.6	45.8	1.9	5.5	2.6	1.2
RICHY TB	Richy Place 2002	36.9	12.4	6.2	1.4	7.5	10.1	0.3
PRIN TB	Prinsiri	33.6	6.7	2.8	0.6	12.1	10.6	0.4
SENA TB	Senadevelopment	50.6	17.3	15.4	1.1	5.2	3.7	0.6
	Average	36.2	16.0	15.8	1.3	8.8	7.6	0.7
DHOUSE	Dhouse Pattana	53.2	28.7	11.6	1.1			

Source: Bloomberg, FSS Research

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

DHOUSE มีทุนจดทะเบียน 420 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 311.4 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 622.8 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 217.2 ล้านหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่า 420 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 840 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

- 1) ใช้เป็นเงินลงทุนในการพัฒนาโครงการตามแผนธุรกิจ และแผนการตลาดในโครงการพุดกิมมีย์, โครงการ U Park และโครงการแกรนด์ บิช 2
- 2) ชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน
- 3) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ DHOUSE

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
1. นายอรรถ เลิศรุ่งพร	23.61%	17.50%
2. ดร.พงศ์นรินทร์ เลิศรุ่งพร	23.33%	17.30%
3. นายพงศ์พจน์ เลิศรุ่งพร	23.33%	17.30%
4. นายชาญวิทย์ แก้ววิศิษฐ์	10.14%	7.52%
5. นายชาญชาญ แก้ววิศิษฐ์	10.14%	7.52%
6. นายชาญณรงค์ แก้ววิศิษฐ์	9.45%	7.00%
ประชาชนทั่วไป	-	25.86%
รวม	100.00%	100.00%

Source: Company Data

นโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทได้กำหนดนโยบายจ่ายเงินปันผลในแต่ละปีในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิหลังจากหักเงินสำรองต่าง ๆ ทุกประเภทตามที่ได้กำหนดไว้ในข้อบังคับบริษัทและกฎหมาย หากไม่มีเหตุจำเป็นอื่นใด และการจ่ายเงินปันผลนั้นไม่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานปกติของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

1. ความเสี่ยงจากอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันสูง

ธุรกิจมีการแข่งขันสูง โดยมีผู้ประกอบการหลายราย ตั้งแต่รายเล็กที่ทำโครงการขนาดเล็กที่ไม่ต้องขอจัดสรร ทำให้มีรายใหม่เข้ามาในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้ง่าย

2. ความเสี่ยงจากความสำเร็จของโครงการที่เริ่มพัฒนา และโครงการในอนาคต

ผลการดำเนินงานของบริษัทขึ้นกับความสำเร็จของโครงการที่เริ่มพัฒนาและโครงการในอนาคต โดยรายได้และต้นทุนได้รับผลกระทบจากปัจจัยทั้งภายใน และภายนอก อย่างภาวะเศรษฐกิจ, อุปสงค์และอุปทานของอสังหาริมทรัพย์ และภัยธรรมชาติและโรคระบาดที่ไม่คาดคิด

3. ความเสี่ยงจากโครงการที่กระจุกตัวในพื้นที่จังหวัดมหาสารคาม

โครงการทั้งหมดของบริษัทอยู่ในจังหวัดมหาสารคาม ซึ่งหากจังหวัดมีปัจจัยที่มากกระทบต่อความต้องการซื้อ หรือมีผู้ประกอบการหลายรายเข้ามาในพื้นที่ หรือมีปัจจัยอื่นมากกระทบ เช่น ภัยพิบัติทางธรรมชาติ, การเปลี่ยนผังเมือง อาจส่งผลกระทบต่อรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์

4. ความเสี่ยงจากลูกค้าไม่สามารถโอนกรรมสิทธิ์ได้ตามกำหนด

ความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของสถาบันการเงิน อาจทำให้ลูกค้ามีอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และไม่สามารถโอนกรรมสิทธิ์ได้ตามกำหนด ส่งผลให้เป็นความเสี่ยงต่อผลประกอบการของบริษัทอาจไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้

5. ความเสี่ยงจากการว่าจ้างผู้รับเหมาก่อสร้างรายหลัก

บริษัทมีรูปแบบการบริหารจัดการก่อสร้าง 2 แบบคือ 1) บริษัทควบคุมงานและจัดหาวัสดุอุปกรณ์เอง (ว่าจ้างผู้รับเหมาส่วนงานย่อย) 2) ว่าจ้างผู้รับเหมาเบ็ดเสร็จทั้งส่วนวัสดุก่อสร้างและแรงงาน ซึ่งบางโครงการอย่างโครงการแกรนด์ บิช ได้จ้างผู้รับเหมาเบ็ดเสร็จคือ บริษัท พีบี เอ็นจิเนียริ่ง จำกัด

6. ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงกฎหมายกฎระเบียบ

การเปลี่ยนแปลง กฎหมาย และกฎระเบียบ เกี่ยวกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ อาทิ อาทิ ข้อกำหนดการจัดสรรที่ดินตาม พ.ร.บ. จัดสรรที่ดิน กฎระเบียบเกี่ยวกับการกำหนดเขตการใช้ประโยชน์ที่ดิน (Zoning) กฎหมายผังเมือง การวางผังจราจร เป็นต้น รวมถึงรัฐบาลหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้มีการออกนโยบายหรือเปลี่ยนแปลงนโยบาย อาจส่งผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจทั้งทางตรงและทางอ้อม

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Revenue	47	67	142	139	235
Cost of sales	27	27	66	74	134
Gross profit	20	41	75	65	101
SG&A	19	22	21	22	27
Operating profit	1	18	54	43	74
Other income	1	0	0	1	1
EBIT	2	19	54	43	74
EBITDA	5	20	55	44	76
Interest charge	7	7	4	5	4
Tax on income	1	2	10	8	14
Earnings after tax	-6	10	41	30	57
Minority Interests	0	0	0	0	0
Norm profit	-6	10	41	30	57
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	-6	10	41	30	57

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Net profit	nm	10	41	30	57
Deprec. & amortization	nm	1	1	1	1
Change in working capital	nm	-15	39	10	70
Other adjustments	nm	0	0	0	0
Cash flow from operations	nm	-4	80	42	128
Capital expenditure	nm	-2	-8	-3	-3
Others	nm	0	0	0	0
Cash flow from investing	nm	-2	-8	-3	-3
Free cash flow	nm	-6	72	39	125
Net borrowings	nm	4	-41	-74	-55
Equity capital raised	nm	0	-49	99	0
Dividends paid	nm	0	49	-11	-23
Others	nm	0	0	0	1
Cash flow from financing	nm	4	-41	14	-78
Net change in cash	nm	-2	31	53	47

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Cash	3	0	31	84	132
Accounts receivable	0	0	0	0	0
Inventory	177	196	151	146	213
Other current asset	0	2	0	1	1
Total current assets	180	198	182	232	345
Investment	536	529	529	529	399
PPE	4	4	12	13	15
Other assets	2	5	7	11	12
Total Assets	722	736	730	785	771
Short term loan	260	289	341	260	210
Account payable	4	5	2	3	5
Current maturities	81	89	1	1	5
Other current liabilities	13	12	5	15	15
Total current liabilities	359	395	349	279	235
Long term debt	61	28	24	31	21
Other LT liabilities	1	2	5	6	11
Total liabilities	421	425	378	315	267
Registered capital	360	360	311	420	420
Paid-up capital	360	360	311	420	420
Share Premium	0	0	0	-10	-10
Legal reserve	0	0	0	2	2
Retained earnings	0	-49	40	58	92
Others	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	301	311	351	470	504

Important Ratios (Consolidated)

	2017	2018	2019	2020E	2021E
Growth (%)					
Revenue	nm	42.4	110.1	-2.1	69.2
EBITDA	nm	302.6	182.8	-20.2	71.1
Net profit	nm	-267.0	326.9	-25.6	87.3
Normalized earnings	nm	-267.0	326.9	-25.6	87.3
Profitability (%)					
Gross profit margin	43.0	60.3	53.2	46.5	43.0
EBITDA margin	10.3	29.0	39.1	31.9	32.2
EBIT margin	4.9	27.4	38.4	31.1	31.7
Normalized profit margin	-12.0	14.1	28.7	21.8	24.2
Net profit margin	-12.0	14.1	28.7	21.8	24.2
Normalized ROA	-0.8	1.3	5.6	3.9	7.4
Normalize ROE	-1.9	3.1	11.6	6.4	11.3
Normalized ROCE	-1.6	2.8	10.7	6.0	10.6
Risk (x)					
D/E	1.4	1.4	1.1	0.7	0.5
Net D/E	1.4	1.4	1.0	0.5	0.3
Net debt/EBITDA	86.0	21.7	6.3	5.2	1.8
Per share data (Bt)					
Reported EPS	-1.59	2.65	11.31	0.04	0.07
Normalized EPS	-1.59	2.65	11.31	0.04	0.07
EBITDA	1.35	5.44	15.39	0.05	0.09
Book value	83.67	86.26	97.57	0.56	0.60
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.01	0.03
Par	100.00	100.00	86.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	-0.4	0.2	0.1	16.6	8.9
Norm P/E	-0.4	0.2	0.1	16.6	8.9
P/BV	0.0	0.0	0.0	1.1	1.0
EV/EBITDA	58.5	18.0	6.3	18.5	11.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	2.4	4.5

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	สำนักงานเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ ชั้น 15 อาคารเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ เลขที่ 444 ถนนพญาไท แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700, 02-680-0777	สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณาริมนคร เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545	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 02-740-7100	สาขา สิ้นธร 1 130-132 อาคารสิ้นธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สิ้นธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193
สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130	สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180	สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300		
สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธวัช ๓. หมายกแซง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-909	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599
สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกวมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499	สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
สาขา บิดดาดี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุดมวิมล อ.เมือง จ.บิดดาดี 073-350-140-4				

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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง 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, PS, 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 ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ 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