

NOBLE (NOBLE TB)

บมจ. โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์

Current	Previous	Close	2021 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
BUY	--	21.90	24.30	+11.0%	N/A	4

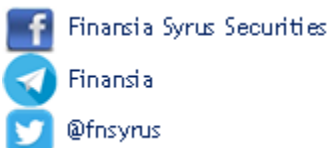
Consolidated earnings				
BT (mn)	2018	2019	2020E	2021E
Normalized earnings	648	2,831	1,619	1,723
Net profit	987	3,071	1,619	1,723
Normalized EPS (Bt)	1.42	6.20	3.55	3.78
EPS (Bt)	2.16	6.73	3.55	3.78
% growth	-55.3	211.2	-47.3	6.5
Dividend (Bt)	6.90	7.40	2.15	2.30
BV/share (Bt)	17.41	12.00	13.42	14.93
EV/EBITDA (x)	5.7	1.9	2.3	2.1
Normalized PER (x)	15.4	3.5	6.2	5.8
PER (x)	10.1	3.3	6.2	5.8
PBV (x)	1.3	1.8	1.6	1.5
Dividend yield (%)	31.5	33.8	9.8	10.5
ROE (%)	12.4	56.0	26.4	25.3
YE No. of shares (million)	456	456	456	456
Par (Bt)	3.00	3.00	3.00	3.00

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Sector	Property Development
Close (02/12/2020)	21.90
SET Index	1,417.95
Foreign limit actual (%)	49.00/35.11
Paid up shares (million)	456.47
Free float (%)	31.22
Market cap (Bt m)	9,996.72
Avg daily T/O (Bt m) (2020 YTD)	49.42
hi, lo, avg (Bt) (2020 YTD)	21.90, 9.90, 16.01

Source: SetSMART

Analyst: Thanyatorn Songwutti
 Register No.: 101203
 Tel: +662 646 9805
 email: thanyatorn.s@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



New NOBLE, New Growth Engine

การเปลี่ยนโครงสร้างผู้ถือหุ้นในปี 2019 นำมาสู่การปรับกลยุทธ์เชิงรุก ผ่านการดึงจุดแข็งของผู้ถือหุ้นใหญ่ 3 ราย ด้วยการก้าวเป็นผู้นำตลาดการขายอสังหาริมทรัพย์ไปต่างประเทศ พร้อมขยายพอร์ตเชกเมนต์ต่ำกว่า 5 ล้านบาท และแนวราบมากขึ้น เป็นบวกต่อการเติบโตแบบยั่งยืนระยะยาว เราประเมินกำไรปกติปี 2020 ที่ 1.6 พันล้านบาท -43% Y-Y เทียบกับปี 2019 ที่มีขาย Non-core asset ไปจำนวนมาก ก่อนคาดฟื้นตัว 6.5% Y-Y เป็น 1.7 พันล้านบาทในปี 2021 ซึ่งโดดเด่นบนความเสี่ยงที่จำกัดจาก Backlog แข็งแกร่ง 1.5 หมื่นล้านบาท ทอยอร์รับรู้ถึงปี 2023 รองรับคาดการณ์ยอดโอนปี 2021 ของเราสูงที่สุดเป็นอันดับ 2 ในกลุ่มที่ 57% รวมถึงมี Upside Risk จากการขาย Noble Remix เข้ากอง Reit ในปีหน้า ประเมินราคาเหมาะสมปี 2021 ที่ 24.30 บาท อิง PER 6.4x (ภายหลังเปลี่ยนแปลง Par เป็น 1 บาท ราคาเหมาะสมอยู่ที่ 8.10 บาท) จุดเด่นคือเทรตบน PE2021 ที่ 5.8x ต่ำกว่ากลุ่มที่ 8x พร้อมคาดผลตอบแทนเงินปันผล 10% ต่อปีสูงสุดในกลุ่มฯ (2H20 คาด 4.8%) จึงเริ่มต้นด้วยคำแนะนำซื้อ

ปรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผลักดันกลยุทธ์เติบโตอย่างยั่งยืน

จุดเปลี่ยนที่สำคัญในปี 2019 จากการเปลี่ยนโครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่ นำโดยนายรัชชัย บุตราพันธ์ ผู้มีประสบการณ์แวดวงอสังหาริมทรัพย์ นายแฟรงค์ ฟง คิน เหลียง (Fulcrum) ที่เป็นผู้นำขายอสังหาริมทรัพย์ไปต่างประเทศ พร้อมพันธมิตรอย่าง BTS ที่เป็น Landlord เดินหน้าปรับกลยุทธ์และแผนการดำเนินงานเชิงรุกเพื่อการเติบโตอย่างยั่งยืน ด้วยการมุ่งขายอสังหาริมทรัพย์ไปต่างประเทศ ปัจจุบันส่วนแบ่งการตลาดสูงถึง 37% จากการดึงความแข็งแกร่งของ Fulcrum Global ที่มีฐานลูกค้าโดยเฉพาะชาวจีนและฮ่องกง บวกกับความลงมือ JV คอนโดใหม่กับ Hongkong Land รวมถึงตั้งเป้าขยายพอร์ตราคาต่ำกว่า 5 ล้านบาท เจาะกลุ่มที่มีการเติบโต ผ่านแบรนด์ NUE ซึ่งได้รับความสำเร็จจากยอดขายทุกโครงการใหม่สูงกว่า 40% พร้อมเพิ่มสัดส่วนของแนวราบ (บ้าน และคอนโด Low-rise) จากแผนรุกเปิดโครงการใหม่ตั้งแต่ปี 2021 นอกจากนี้ เริ่มเห็นการกระจายการลงทุนไปธุรกิจอื่น ล่าสุด ร่วมลงทุนกับ SAWAD เพื่อโอกาสเติบโตแนวตั้ง จากการเข้าถึงทรัพย์สินในราคาที่เหมาะสม

Backlog แข็งแกร่ง รองรับยอดโอนปีหน้ามากเป็นอันดับ 2 ของกลุ่ม

เราประเมินกำไรปกติปี 2020 ที่ 1.6 พันล้านบาท ชะลอ 43% Y-Y เทียบกับปี 2019 ที่มีปรับโครงสร้างด้วยการขาย Non-core asset ไปมาก ก่อนคาดฟื้นตัว 6.5% Y-Y เป็น 1.7 พันล้านบาทในปี 2021 แม้ยังไม่รวมการขายโครงการ Noble Remix เข้ากอง Reit แต่ได้แรงหนุนจากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ทิศทางเติบโตต่อเนื่อง จากการเริ่มโอนคอนโดใหม่ที่มีมาร์จิ้นดี อย่างไรก็ตาม หากขายเข้ากอง Reit ทันในปีหน้าจะทำให้ประมาณการของเรามี Upside ราว 5-10% ขณะที่มีความโดดเด่นบนความเสี่ยงที่จำกัดจาก Backlog รวม ณ สิ้น 3Q20 ที่ 1.5 หมื่นล้านบาท ทอยอร์รับรู้ถึงปี 2023 รองรับคาดการณ์ยอดโอนปี 2021 ของเราสูงที่สุดเป็นอันดับ 2 ในกลุ่มที่ 57% แม้ Backlog มีสัดส่วนของต่างชาติสูง 45% ของทั้งหมด อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงด้วยการกำหนดดวงความลูกค้าต่างชาติถึง 30-40% ทำให้ที่ผ่านมามีอัตราการยกเลิกของชาวต่างชาติอยู่ระดับต่ำกว่า 10%

ประเมินราคาเหมาะสมปี 2021 ที่ 24.30 บาท เริ่มต้นด้วยคำแนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2021 ที่ 24.30 บาท (ภายหลังเปลี่ยนแปลง Par จาก 3 บาทเป็น 1 บาท จะทำให้ราคาเหมาะสมเป็น 8.10 บาท) อิง PER 6.4x ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่พร้อมค่าเฉลี่ย 4 ปีย้อนหลังของ NOBLE ที่ 5.3 เท่า +0.5SD สะท้อนทิศทางธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ไม่แน่นอนเป็นบวก ทางพื้นฐาน เราเริ่มต้นด้วยคำแนะนำซื้อ จุดเด่นคือเทรตบน PE2021 ที่ 5.8x ต่ำกว่ากลุ่มที่ 8x พร้อมคาดผลตอบแทนเงินปันผล 10% ต่อปีสูงสุดในกลุ่มฯ (2H20 คาด 4.8%) รวมถึงราคาหุ้นปัจจุบันมี Upside มากกว่า 10% อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นวันก่อนหน้า (2 ธ.ค.) ปรับขึ้นเร็ว +8.4% นักลงทุนอาจหาจังหวะเข้าลงทุนในช่วงอ่อนตัว ทั้งนี้ บอร์ดมีมติเปลี่ยนแปลง Par จากเดิมหุ้นละ 3 บาท เป็นหุ้นละ 1 บาท และออก NOBLE-W2 ในอัตรา 4 หุ้นเดิม ต่อ 1 Warrant ราคาใช้สิทธิ 8.00 บาท โดยเสนอผู้ถือหุ้นในวันที่ 23 ธ.ค. 2020 หากอนุมัติ คาดมีผลภายในเดือนม.ค. 2021
 ความเสี่ยง - กำลังซื้ออ่อนแอกว่าคาด, ยอดขายถูกยกเลิก, การปฏิเสธสินเชื่อของธนาคาร, งานก่อสร้างล่าช้า, การแข่งขันรุนแรง, การแพร่ระบาด Covid-19 รอบใหม่

ประเด็นการลงทุน

ปรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผลักดันกลยุทธ์เติบโตอย่างยั่งยืน

NOBLE ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย ได้แก่ บ้านเดี่ยว, ทาวน์เฮ้าส์, คอนโดทั้งแนวราบและตึกสูง โดยพอร์ตหลักเป็นคอนโดที่มีจุดเด่นคือ ทำเลกลางเมืองที่มีศักยภาพสูง ตั้งอยู่ตามแนวรถไฟฟ้าสายหลัก เน้นระดับ Mid-to-High End

จุดเปลี่ยนที่สำคัญของ NOBLE คือการเปลี่ยนแปลงผู้ถือหุ้นหลัก วันที่ 11 ต.ค. 2019 นายกิตติ ธนากิจอำนาญ ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นอันดับ 2 ร่วมกับ nCrowne (ถือ 24.93%) จำหน่ายหุ้นทั้งหมด ทำให้ภายหลังนายธงชัย บุศราพันธ์ และ nCrowne ภายใต้วงศ์บริษัท Fulcrum Capital โดยนายแฟรงค์ ฟง คีнь เหลียง มีสัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่เท่ากันที่ 24.93% ส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่อันดับที่ 3 เป็น BTS Group Holding ถือ 9.9% ขณะที่ต่อมาในปี 2020 นายธงชัย บุศราพันธ์ และ nCrowne มีการทำรายการขายหุ้น Big Lot ให้กับนักลงทุนรายใหญ่ และนักลงทุนสถาบัน เพื่อเป็นการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย และเพิ่มสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น ทำให้ปัจจุบันผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นนายธงชัย บุศราพันธ์ และ nCrowne มีสัดส่วนการถือหุ้นที่ 20.06% และ 20.05% ตามลำดับ ส่วน BTS Group ถือ 7.9%

Figure 1: Shareholding Structure

รายชื่อผู้ถือหุ้น	8 Mar 2019	รายชื่อผู้ถือหุ้น	27 Nov 2020
นาย กิตติ ธนากิจอำนาญ	48.46%	นาย ธงชัย บุศราพันธ์	20.06%
nCrowne Pte. Ltd.	24.90%	nCrowne Pte. Ltd.	20.05%
THE HONGKONG AND SHANGHAI BANKING	4.21%	BTS GROUP HOLDINGS PLC.	7.9%
ผู้ถือหุ้นอื่นๆ	22.43%	ผู้ถือหุ้นอื่นๆ	51.99%

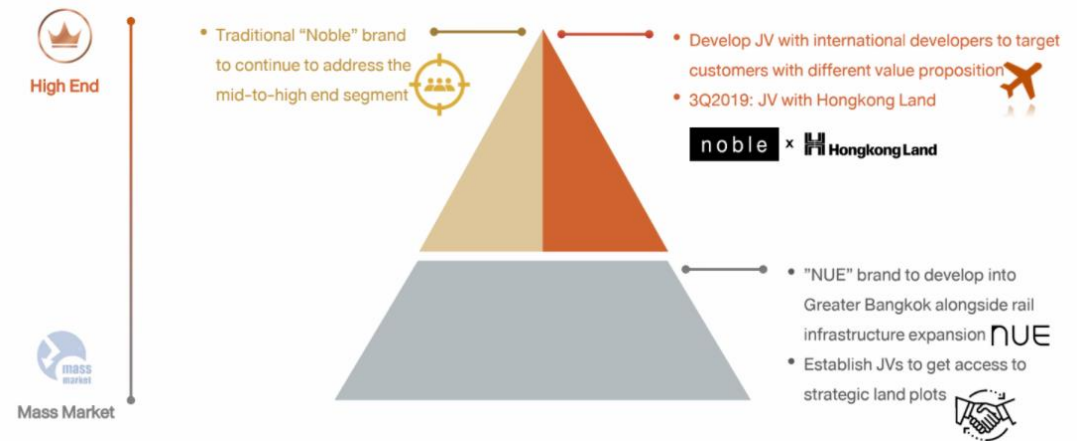
Source: SETSMART, FINANSIA Research

ฉีกกำลังกับพันธมิตร ต่อยอดความสำเร็จ

บริษัทมุ่งปรับกลยุทธ์และแผนดำเนินงาน พร้อมมีจุดแข็งที่ขับเคลื่อนการเติบโตระยะยาว ดังนี้

- 1) โครงสร้างบริหารใหม่ นำโดย นายธงชัย บุศราพันธ์ ซึ่งดำรงตำแหน่ง Co-CEO และมีประสบการณ์ในแวดวงอสังหาริมทรัพย์มายาวนานกว่า 26 ปี รวมถึงเคยดำรงตำแหน่งรองประธานของบริษัทในปี 1991-2012 ทำให้คุ้นเคยกับบริษัทเป็นอย่างดี พร้อมมีนายแฟรงค์ ฟง คีнь เหลียง เป็น Co-CEO มาหนุนความแข็งแกร่ง ในฐานะเจ้าของ Fulcrum Global ซึ่งเป็นบริษัทลงทุนอสังหาริมทรัพย์ในหลายประเทศ อาทิ จีน, ฮองกง, อังกฤษ, ญี่ปุ่น โดย Fulcrum มีตัวแทนจำหน่ายอสังหาริมทรัพย์กว่า 400 รายใน 9 ประเทศในทวีปเอเชีย และเป็น 1 ใน 3 ผู้นำตัวแทนจำหน่ายอสังหาริมทรัพย์ในไทย หนุนให้เกิด Synergy ในแง่ประสบการณ์และความเชี่ยวชาญในการขยายไปตลาดต่างประเทศ ซึ่งเป็นตลาดที่มีอุปสงค์เติบโตต่อเนื่อง และโอกาสในการลงทุนอสังหาริมทรัพย์ต่างประเทศในอนาคต
- 2) การเข้ามาถือหุ้นของกลุ่ม BTS ตั้งแต่เดือนเม.ย. 2019 ซึ่ง BTS มีแผนขยายรถไฟฟ้าสายใหม่ และมีที่ดินในมือจำนวนมาก หนุนกลยุทธ์ของบริษัทที่มุ่งพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ทำเลแนวสถานีรถไฟฟ้า ซึ่งเป็นกลยุทธ์ของบริษัท เติบโตตามแผนของ BTS ที่ขยายรถไฟฟ้าสายใหม่ และมีที่ดินในมือจำนวนมาก ซึ่งล่าสุด บริษัทได้ JV กับ U City (บริษัทลูกของ BTS) ในสัดส่วน 50 : 50 เพื่อพัฒนาโครงการคอนโด Nue Noble Ratchada-Lat Phrao มูลค่า 2 พันล้านบาท เปิดตัว 3Q20 และเริ่มโอน 2Q23 ปัจจุบันทำยอดขายแล้ว 42%
- 3) การร่วมทุน JV กับกลุ่ม Hongkong Land ใน 3Q19 เพื่อพัฒนาโครงการคอนโดระดับ Luxury บนถนนวิฑูย์ มูลค่ากว่า 1 หมื่นล้านบาท ซึ่ง NOBLE ถือ 26% และ Hongkong Land ถือ 74% ขณะที่ Hongkong Land เป็นผู้พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย ศูนย์การค้า และโครงการ Mixed-use หลายโครงการในประเทศจีน และประเทศในแถบเอเชีย ถือว่าเป็นการแลกเปลี่ยน Know-how ความสามารถ และความเชี่ยวชาญในการพัฒนาคอนโดระดับ Luxury รวมถึงเครือข่ายลูกค้าในต่างประเทศ

Figure 2: NOBLE's strategy



Source: Company presentation

เริ่มต้นจากเคลียร์สต็อกในมือ พร้อมขาย Non-Core Business

บริษัทตั้งเป้ารายได้ในระยะ 3 ปี (ปี 2019-2021) ทำได้ 10,000-12,000 ล้านบาท เทียบกับปี 2018 ที่ 5.1 พันล้านบาท เริ่มต้นด้วยการสร้างมูลค่าเพิ่มจากสินทรัพย์ในมือ หนุนกระแสเงินสด และรายได้เพิ่มเติม ผ่าน

1) การเร่งระบายสต็อกในช่วงกลางปี 2019 ที่มีอยู่ระดับ 1.7 หมื่นล้านบาท แบ่งเป็นสต็อกพร้อมโอนราว 6 พันล้านบาท และที่เหลือเป็นส่วนที่อยู่ระหว่างก่อสร้าง ทำให้สต็อกพร้อมโอน ณ สิ้น 3Q20 ลดลงเหลือ 3 พันล้านบาท และอีก 2.6 หมื่นล้านบาทเป็นส่วนที่อยู่ระหว่างก่อสร้าง

2) มีแผนขายสินทรัพย์ประเภท Commercial ทั้งหมด 4 โครงการ โดยในปี 2019 ขายไปแล้ว 2 โครงการ อย่าง Noble Ploenchit Tower D ใน 2Q20 ให้กับ BTS บันทึกกำไรพิเศษ 230 ล้านบาท และโครงการ Noble Solo Commercial ใน 4Q19 บันทึกกำไรพิเศษ 14 ล้านบาท ส่วนอีก 2 โครงการอย่างโครงการ Noble Remix Commercial อยู่ระหว่างพิจารณาขายให้กับกอง Reit คาดแล้วเสร็จใน 4Q21 และโครงการ Noble Ora Commercial คาดมีแผนขายในปี 2022 นอกจากนี้ ยังมีแผนขายที่ดินเปล่ารวม 5 แปลง โดยในปี 2019 ขายแล้ว 4 แปลง แบ่งเป็นที่ดินทองหล่อ และพระราม 5 ใน 1Q19 รวมถึงใน 3Q19 ขายที่ดินเอกมัย-รามอินทรา และบนถนนวิฑูรยนาถ 3 ไร่เข้าโครงการที่ JV ร่วมกับ Hong Kong Land ขณะที่ยังมีแปลงเป็นที่ดิน 31 ไร่ในเมือง Furano ประเทศญี่ปุ่น คาดขายใน 4Q20

Figure 3: Commercial Properties

Noble Ploenchit Tower D	Noble Solo Commercial	Noble Remix Commercial	Noble Ora Commercial
Size: 4,446 sqm Appraised Value: THB 900 mm Status: Noble HQ	Size: 1,423 sqm Appraised Value: THB 167 mm Status: Leased out	Size: 6,726 sqm Appraised Value: THB 702 mm Status: Showroom	Size: 959 sqm Appraised Value: THB 76 mm Status: Vacant, available for lease
SOLD	SOLD	OnProcess	

Source: Company presentation

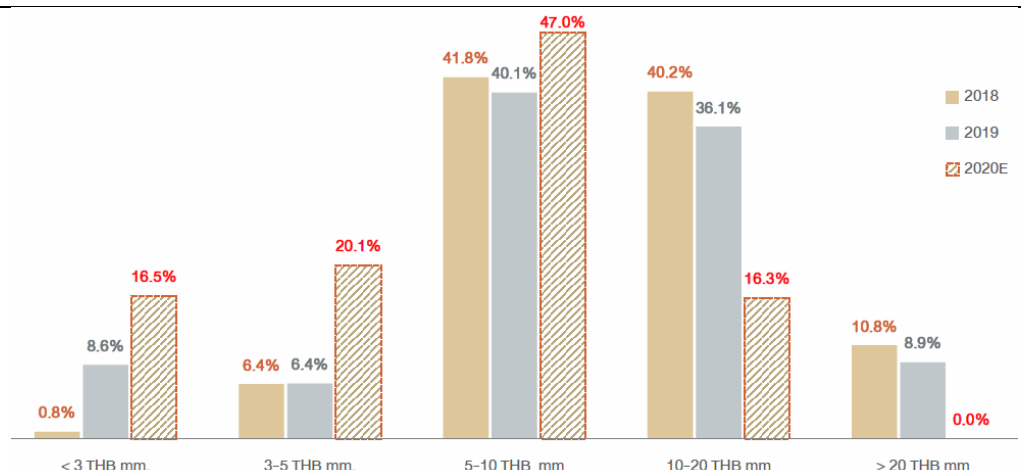
บัน Nue ซึ่งส่วนแบ่งตลาด Mass

พิจารณาสต็อกคงเหลือในปี 2018 ของ NOBLE พบว่าผลิตภัณฑ์ราคาสูงกว่า 5 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนถึง 92.8% ของทั้งหมด ขณะที่อ้างอิงจากข้อมูลของ AREA พบว่าปี 2016-2019 จำนวนยูนิตที่ขายได้ของตลาดคอนโด Luxury (ราคา 10-20 ล้านบาท) ขยายตัว +6% CAGR เทียบกับตลาดระดับ Mid-End (ราคา 3-10 ล้านบาท) ที่ +22% CAGR และ Economy (ราคาต่ำกว่า 3 ล้านบาท) ที่ +4% CAGR โดยตลาดระดับ Mid-End และ Economy มีส่วนแบ่งการตลาดสูงสุดที่ 40% และ 31% ของจำนวนยูนิตทั้งหมดในตลาดที่ขายได้ตามลำดับ

เพื่อเพิ่มศักยภาพในการเติบโต และมีผลิตภัณฑ์ครอบคลุมในทุกเซกเมนต์ รวมถึงกระจายความเสี่ยงจากการพึ่งพิงเพียงตลาดบนที่กระจุกตัว บริษัทจึงใช้กลยุทธ์รุกตลาด Mass ผ่านการเพิ่มสัดส่วนเซกเมนต์ราคาต่ำกว่า 5 ล้านบาทมากขึ้น ด้วยการเปิดตัวแบรนด์คอนโดอย่าง “NUE” จับกลุ่มเป้าหมายใหม่ เน้น Real Demand มีจุดเด่นคือตั้งอยู่ตามแนวรถไฟฟ้าส่วนต่อขยาย ท่ามกลางสิ่งอำนวยความสะดวกครบ ในราคาที่เข้าถึงได้ 2-3 ล้านบาท/ยูนิต ซึ่งสามารถตอบสนองของลูกค้ำทั้งในประเทศและต่างประเทศหลากหลายกลุ่มมากขึ้น ขณะที่ปี 2018 แบรนด์ NUE คิดเป็นเพียง 2% ของสต็อกทั้งหมด หลังเริ่มเปิดโครงการแรกอย่าง NUE Noble Change Wattana มูลค่า 2.4 พันล้านบาท ราคาเฉลี่ย 2.95 ล้านบาท/ยูนิต ปัจจุบันมียอดขาย 89% และเริ่มโอนกรรมสิทธิ์ 4Q22 โดยบริษัทตั้งเป้าสัดส่วนของแบรนด์ NUE จะเพิ่มขึ้นที่ 10% ในปี 2020 และต่อเนื่องเป็น 27% ของสต็อกทั้งหมดในระยะถัดไป

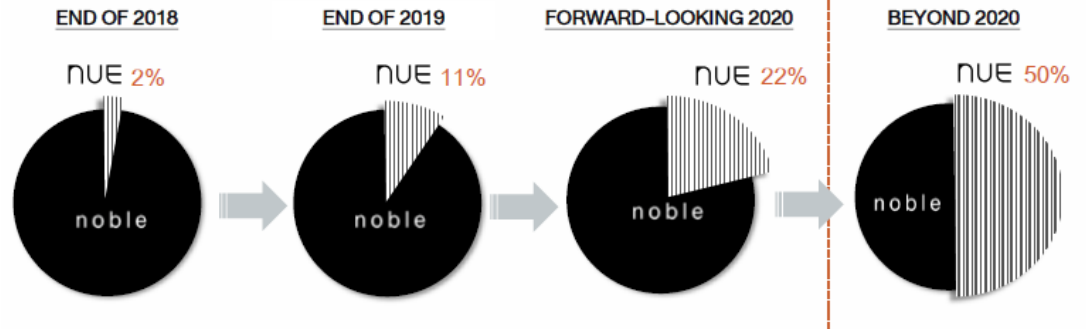
การหันมารุกตลาดคอนโดระดับ Mid-to-Low End เป็นความท้าทายใหม่สำหรับ NOBLE อย่างไรก็ดี ถูกพิสูจน์ฝีมือจากความสำเร็จของของ 4 โครงการแบรนด์ NUE ที่เปิดตัวใหม่ในปี 2019-2020 ทำยอดขายได้สูงกว่า 40% เริ่มต้นในปี 2019 ด้วยโครงการ Nue Noble Srinakarin-Lasalle มูลค่า 2.4 พันล้านบาท เปิดตัวใน 4Q19 และปัจจุบันมียอดขาย 57% ขณะที่ปี 2020 ยังเปิดตัวต่อเนื่อง โดยใน 3Q20 เปิด 3 โครงการอย่าง Nue Noble Ngamwongwan มูลค่า 1.9 พันล้านบาท มียอดขาย 57%, Noble Ratchada-Ladprao (JV กับ U City) มูลค่า 2 พันล้านบาท มียอดขาย 42% และ Nue Noble Fai-Chai มูลค่า 1.1 พันล้านบาท มียอดขาย 40%

Figure 4: Inventory Distribution



Source: Company presentation

Figure 5: Inventory Concentration by Value



Source: Company presentation

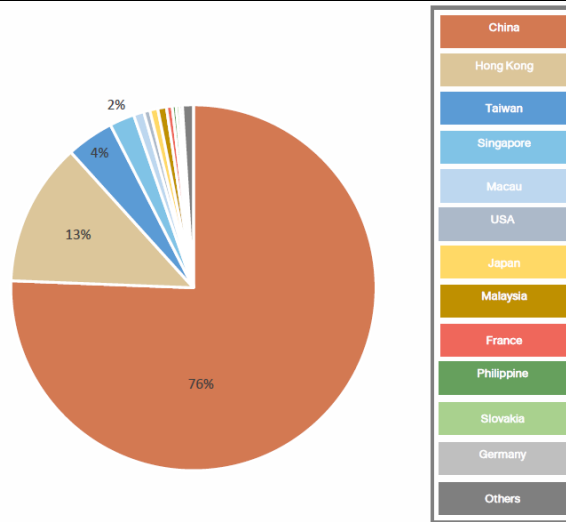
ผู้นำขายอสังหาริมทรัพย์ไปตลาดต่างประเทศ

บริษัทถึงความแข็งแกร่งของ Fulcrum Global ที่มีเจ้าของคือ นายแฟรงค์ ฟง คีน เหลียง (Co-CEO) ซึ่งมีจุดแข็งในฐานการจัดการทางการตลาด และประสบการณ์เชี่ยวชาญการขายอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศ โดยเฉพาะจีน และฮ่องกง หนุนให้ยอดขายจากต่างชาติปี 2019 โตก้าวกระโดด 43% Y-Y เป็น 3.5 พันล้านบาท

สถานการณ์ COVID-19 และนักท่องเที่ยวต่างชาติไม่สามารถเดินทางเข้ามาในประเทศไทยได้ ทำให้การซื้ออสังหาริมทรัพย์ของชาวต่างชาติชะลอลงในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม การควบคุมการแพร่ระบาดของประเทศไทยที่ทำได้ดี เป็นการกระตุ้นให้กลุ่มผู้ซื้อต่างชาติกลับมาให้ความสนใจ และวางแผนมีบ้านหลังที่สองเพื่อสำรอง ทำให้ยอดขายจากต่างชาติ 9M20 ยังทำได้ 1.6 พันล้านบาท คิดเป็น 26% ของยอดขายรวม และยังครองส่วนแบ่งการตลาดการขายอสังหาริมทรัพย์ต่างประเทศที่ 37% เป็นระดับเดียวกับสิ้นปี 2019 และเร่งขึ้นจากปี 2018 ที่ 8% ขณะที่แผนโอนคอนโดใหม่อย่าง Noble BE19 ที่มี Backlog ของต่างชาติสูงถึง 49% ยังสามารถดำเนินการโอนกรรมสิทธิ์ได้ผ่านระบบออนไลน์ ทำให้ยอดโอนจากต่างชาติ ณ สิ้น 3Q20 คิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 62% ของยอดโอนรวม หรือระดับ 2 พันล้านบาท ซึ่งมาจากจีน และฮ่องกงที่ 50% และ 29% ของยอดโอนต่างชาติ ตามลำดับ

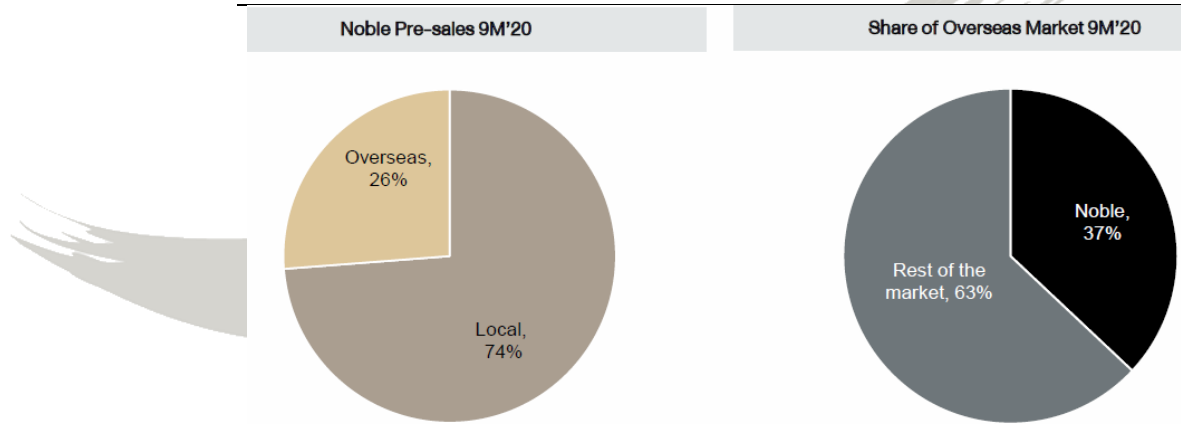
ขณะที่สถานการณ์ COVID-19 ที่มีแนวโน้มคลี่คลาย และปีหน้าอาจมีการเปิดประเทศ รวมถึงสัญญาณบวกจากตัวเลขเศรษฐกิจจีนที่ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วที่สุด หลังสามารถควบคุม COVID-19 ได้ และประเทศฮ่องกงที่ยังมีปัญหาการเมือง และสงครามการค้า คาดเป็นปัจจัยหนุนให้อุปสงค์ของนักลงทุนต่างชาติกลับเข้ามาลงทุนตลาดอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยมากขึ้น โดยเฉพาะชาวจีนที่นิยมซื้อคอนโดในประเทศไทยมากที่สุด และคิดเป็นสัดส่วน 15-20% ของพอร์ตลูกค้าต่างประเทศที่ซื้ออสังหาริมทรัพย์ในไทย ซึ่ง NOBLE ถือว่าได้ประโยชน์โดยตรง และมีแต้มต่อคู่แข่ง จากเครือข่ายที่แข็งแกร่งของ Fulcrum Global โดยบริษัทปี 2021 ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนยอดขายจากลูกค้าต่างชาติเร่งขึ้นเป็น 40% จากระดับปัจจุบันที่ 35% ของลูกค้าทั้งหมด

Figure 6: Units sold total divided by country



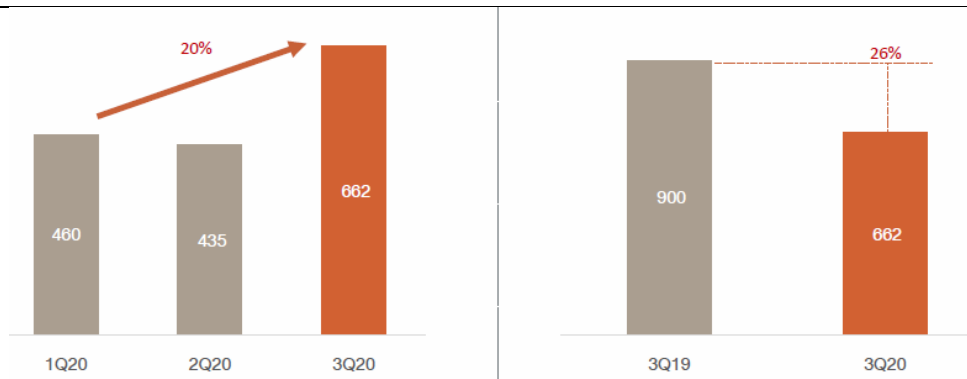
Source: Company presentation

Figure 7: Noble's overseas market share



Source: Company presentation

Figure 8: Overseas presales by quarter (MB)



Source: Company presentation

Figure 9: Overseas sales (MB)



Source: Company presentation

ปี 2021 รุกเปิดตัวโครงการใหม่มากขึ้น พร้อมเริ่มกลับมาขยายการลงทุนแนวราบ

บริษัทเปิดตัวโครงการใหม่ในปี 2020 เป็นคอนโดทั้งหมด 5 โครงการ มูลค่า 1 หมื่นล้านบาท แบ่งเป็นแบรนด์ Noble 2 แห่ง และ Nue อีก 3 แห่ง โดย 9M20 ทำยอดขายได้แล้ว 6.1 พันล้านบาท เทียบกับเป้าทั้งปีที่ 9,000-10,000 ล้านบาท สำหรับปี 2021 แผนเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มขึ้นเป็น 6 โครงการหลัก มูลค่ารวม 3.3 หมื่นล้านบาท โดยสัดส่วนหลักยังเป็นคอนโด 73% และส่วนที่เหลือ 26% เป็นแนวราบ ประกอบด้วยบ้าน, คอนโด Low rise 8 ชั้น และที่ดินเปล่า เบื้องต้น มีแผนเปิดตัวคอนโด High rise 4 แห่ง ดังนี้ 1) Noble Form Thonglor มูลค่า 5.2 พันล้านบาท 2) คอนโดตั้งอยู่ท่าเลออารีย์ ซอย 1 มูลค่า 3.6 พันล้านบาท 3) คอนโดในโครงการ Mix Products ท่าเลอกมัย-รามอินทรา มูลค่า 4.8 พันล้านบาท 4) คอนโด Luxury ซึ่ง JV กับ Hongkong Land บนถนนวิฑูย์ มูลค่า 1.1 หมื่นล้านบาท ซึ่งจะเป็นบวกต่อการรับรู้ยอดโอนตั้งแต่ปี 2023 นอกจากนี้ เราคาดว่าจะเห็นความชัดเจนของการร่วมทุนพัฒนาโครงการกับ BTS เพิ่มเติม

บริษัทเริ่มกลับมาเปิดโครงการแนวราบอีกครั้งในรอบ 4 ปี ซึ่งส่วนใหญ่จะเริ่มรับรู้รายได้ในปี 2022 ดังนี้ 1) คอนโด Low-rise ตั้งอยู่ท่าเล Central Bangna มูลค่า 650 ล้านบาท 2) โครงการ Mix Products มูลค่ารวม 2.9 พันล้านบาท ท่าเลดอนเมือง ประกอบด้วยทาวเฮ้าส์ 1.4 พันล้านบาท และส่วนที่เหลือเป็นคอนโด Low rise 3) แนวราบในโครงการ Mix Products ท่าเลอกมัย-รามอินทรา มูลค่า 4.9 พันล้านบาท เป็นทาวเฮ้าส์ 3.6 พันล้านบาท และส่วนที่เหลือเป็นที่ดินเปล่า ซึ่งคาดว่าจะบางโครงการจะมีการจับมือร่วมลงทุนกับพันธมิตรอย่าง BTS ทั้งนี้ แม้การรับรู้ยอดโอนและกำไรจะไม่มีมูลค่ามากเท่ากับคอนโด อย่างไรก็ตาม แนวราบสามารถทยอยพัฒนา ทำให้ความเสี่ยงน้อยกว่าคอนโด รวมถึงระยะเวลาหมุนรอบเร็ว ช่วยสร้างกระแสเงินสดเข้ามาเติมในแต่ละไตรมาส โดยบริษัทตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนแนวราบเพิ่มขึ้นจาก 9% ในปี 2019 เป็น 27% ของสต็อกทั้งหมด ตั้งแต่ปี 2021 เป็นต้นไป

Figure10: New Projects in 2020

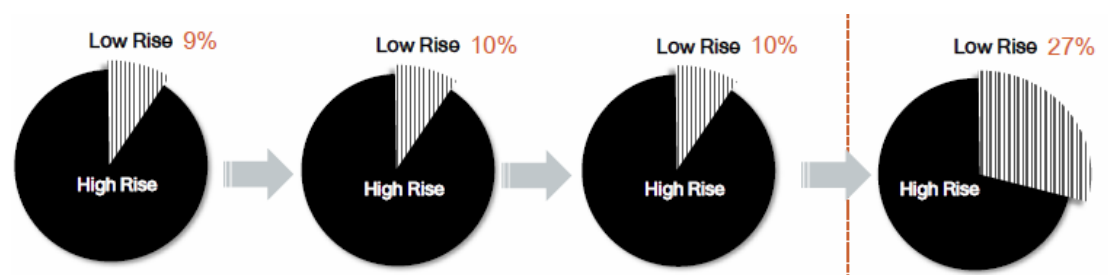
Project	Product	Launch	Value (MB)
Noble ABOVE Ruamrudee (Refurbishment)	Condo Low Rise	1Q20	1,000
Noble State 39	Condo High Rise	1Q20	3,200
Nue Noble Ngamwongwan	Condo High Rise	3Q20	1,900
Nue Noble Ratchada-Lat Phrao	Condo High Rise	3Q20	2,000
Nue Noble Faichai-Wanglang	Condo High Rise	3Q20	1,100
Total project value			9,200

Sources: Company data, FINANSIA Research

Figure 11: New Projects in 2021

Project	Product	Value (MB)
Noble Form Thonglor	Condo High Rise	5,200
Central Bangna	Condo Low Rise	650
Don Muang	Mix Products (Townhouse & Condo Low rise)	2,900
Ari Soi 1	Condo High Rise	3,600
Ekkamai-Ramintra	Mix Products (Townhouse & Land & Condo High rise)	9,700
Wireless Road (JV)	Condo High Rise	10,700
Total project value		32,750

Sources: Company data, FINANSIA Research

Figure 12: Inventory Concentration by Value


Source: Company presentation

บอร์ดมีมติแตก Par พร้อมแจก Warrant

วันที่ 12 พ.ย.ที่ผ่านมา บอร์ดอนุมัติ 1) เปลี่ยนแปลง Par จากเดิมหุ้นละ 3 บาท เป็นหุ้นละ 1 บาท เพื่อเพิ่มสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น โดยภายหลังจำนวนหุ้นสามัญจะเพิ่มขึ้นจาก 456.47 ล้านหุ้น Par 3 บาท เป็น 1,369.41 ล้านหุ้น Par 1 บาท

2) ออก NOBLE-W2 ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทโดยไม่คิดมูลค่า ในสัดส่วน 4 หุ้นสามัญเดิม ต่อ 1 Warrant ไม่เกิน 342.35 ล้านหน่วย และราคาใช้สิทธิที่ 8.00 บาท (กรณีที่ผู้ถือหุ้นมีมติให้เปลี่ยนแปลง Par เป็น 1 บาท) โดยมีอายุ 3 ปี และสามารถเริ่มใช้สิทธิได้หลังครบ 1 ปี นับแต่วันที่ออกไปสำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งเริ่มใช้สิทธิครั้งแรกได้ในเดือนมี.ย. 2022 วัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นเงินลงทุน รองรับการขยายธุรกิจเพิ่มในอนาคต และช่วยเสริมฐานเงินทุนให้แข็งแกร่งสำหรับการดำเนินงานในอีก 3 ปีข้างหน้า

ทั้งนี้ จะเสนอให้ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นในวันที่ 23 ธ.ค. 2020 หากผู้ถือหุ้นอนุมัติ คาดว่าการปรับเปลี่ยน Par จะมีผลในช่วงต้นเดือนม.ค. 2021 และ NOBLE-W2 คาดเริ่มทำการซื้อขายในช่วงกลางเดือนม.ค. 2021

Figure 13: Timeline Par Split


Source: Company presentation

Figure 14: Timeline Issuance of Warrants



Source: Company presentation

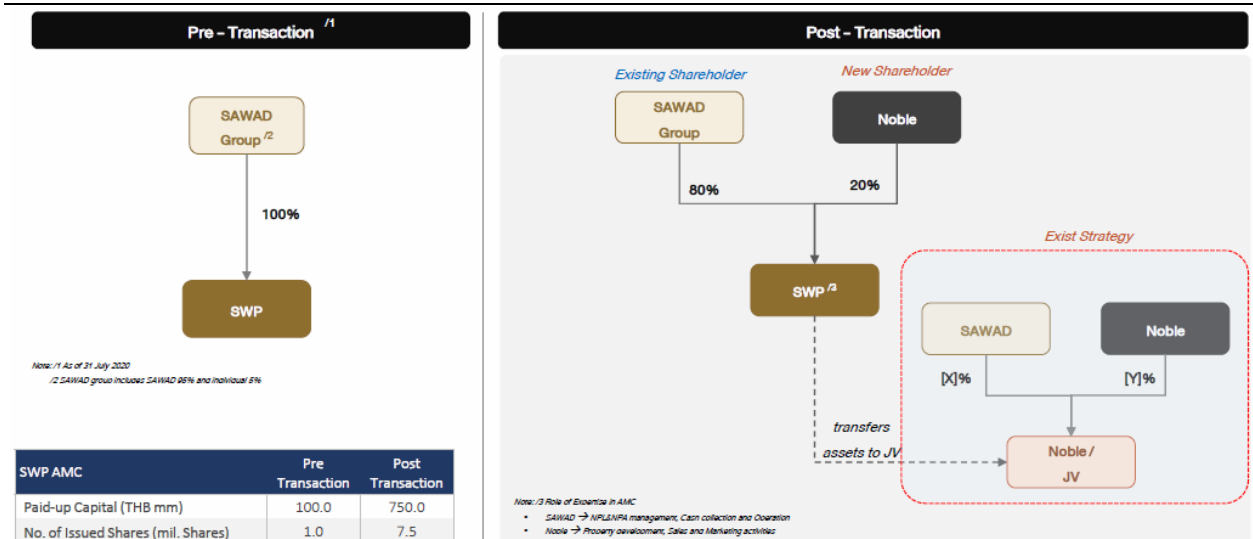
เข้าลงทุนธุรกิจใหม่ ขยายโอกาสในการเติบโต

บริษัทมีเป้าหมายกระจายการเติบโตในธุรกิจอื่น ๆ มากขึ้น ทั้งในประเทศ และต่างประเทศ ผ่านร่วมลงทุนกับพันธมิตรรายใหม่ ล่าสุด วันที่ 18 พ.ย.ที่ผ่านมา ได้เข้าลงทุนในบริษัท SWP (บริษัทย่อยของ SAWAD) ซึ่งเป็นธุรกิจบริหารจัดการสินทรัพย์ (AMC) โดยบริษัทถือหุ้นในสัดส่วน 20% ใช้เงินลงทุน 300 ล้านบาท และคาดว่าจะครบวงจรแล้วเสร็จในเดือนม.ค. 2021

บริษัท SWP ดำเนินการบริหารจัดการสินทรัพย์ด้อยคุณภาพ (NPL) และทรัพย์สินรอการขาย (NPA) โดย SAWAD มีประสบการณ์และความชำนาญในการให้บริการสินเชื่อทะเบียนรถ, บ้าน และโฉนดที่ดิน ซึ่งมียอดลูกหนี้สุทธิรวมกว่า 38,000 ล้านบาท และมีช่องทางการบริการทั่วประเทศ 4,660 สาขา โดย SWP ขยายมูลค่าพอร์ตการลงทุนใน NPL และ NPA อย่างต่อเนื่อง ปัจจุบันมีมูลค่าหนี้ที่ติดตามได้กว่า 1.2 หมื่นล้านบาท และทรัพย์สินรอการขายตามมูลค่ายุติธรรมกว่า 610 ล้านบาท โดยส่วนใหญ่เป็นหนี้ที่มีหลักประกัน ขณะที่จะเผชิญกับ NOBLE ที่มีจุดแข็งในประสบการณ์ในแวดวงอสังหาริมทรัพย์สินที่มีหลักประกันไปพัฒนา ซ่อมแซม ตกแต่งเพิ่มเติม พร้อมทำการตลาดส่งเสริมการขาย นอกจากนี้ มีประสบการณ์การทำ AMC ในปี 2000

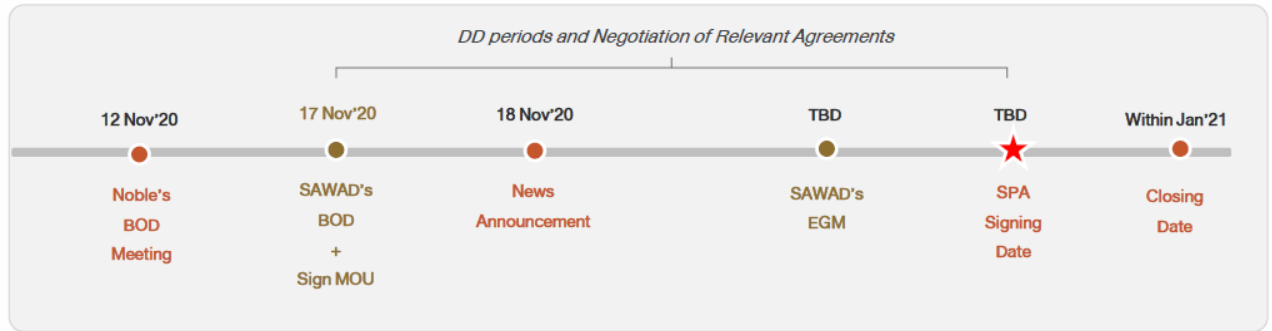
การร่วมลงทุนใน SWP จะทำให้ NOBLE สร้างความหลากหลายในการเข้าลงทุนธุรกิจใหม่ และสร้างโอกาสในการเติบโตแบบแนวตั้ง จากการเข้าถึง และสามารถซื้อทรัพย์สินในราคาที่เหมาะสมไปพัฒนาต่อได้ภายใต้การร่วมทุน JV กับ SAWAD ในอนาคต ทั้ง Green Field และ Brown Field ท่ามกลางสถานการณ์ COVID-19 ที่ปริมาณ NPL และ NPA มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ คาดหวังนำ SWP เข้าจดทะเบียนในตลาดท.ภายใน 2-3 ปีข้างหน้า

Figure 15: Transaction structure



Source: Company presentation

Figure 16: Timeline Share purchase agreement



Source: Company presentation

คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

กำไร 3Q20 โตก้าวกระโดด Q-Q แต่ลดลง Y-Y ที่มีการขายที่ดิน

ผลประกอบการ 3Q20 อยู่ที่ 524 ล้านบาท (+73% Q-Q, -54% Y-Y) หากไม่รวมกำไรพิเศษ กำไรปกติจะอยู่ที่ 520 ล้านบาท โตก้าวกระโดด 140% Q-Q แต่ชะลอ 55% Y-Y มีสาเหตุจาก 3Q19 มีรายได้จากการขายที่ดิน 6.8 พันล้านบาท หลังมีการขายที่ดิน 2 แปลงอย่างที่ดินบนถนนวิฑูรย์เข้าโครงการ JV และที่ดินเอกมัย-รามอินทรา อย่างไรก็ดี ยอดโอนเร่งขึ้นแตะ 3.3 พันล้านบาท (+89% Q-Q, +304% Y-Y) จากการเริ่มโอนกรรมสิทธิ์คอนโดใหม่ Noble BE19 มูลค่า 5.5 พันล้านบาท มียอดขาย 66% โดยมีการรับรู้ยอดโอนเข้ามาราว 2 พันล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่เป็นลูกค้าชาวต่างชาติ ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นขายอสังหาฯ พื้นตัวเป็น 37.8% จาก 34% ใน 2Q20 เนื่องจากชะลอทำโปรโมชัน หลังออกแคมเปญ Reset Price, Resume Life ใน 2Q20 แต่ยังคงอยู่ระดับต่ำกว่า 3Q19 ที่ 39.6% อย่างไรก็ดี ค่าใช้จ่ายขายต่อรายได้รวมเพิ่มขึ้นเป็น 12.4% เทียบกับ 2Q20 ที่ 9.1% และ 3Q19 ที่ 7.2% จากค่าใช้จ่ายเปิดตัวโครงการใหม่ 3 แห่ง

งปี 2020 คาดอ่อนลง จากฐานสูง แต่ธุรกิจอสังหาฯมีทิศทางดีขึ้น

คาดการณ์กำไรปกติปี 2020 คาดจบที่ 1.6 พันล้านบาท หดตัว 43% Y-Y สาเหตุจากปี 2019 มีรายได้การขายที่ดินถึง 4 แปลงรวม 8.5 พันล้านบาท เทียบกับปีนี้ที่คาดมีการขายเพียง 1 แปลง คาดบันทึกรายได้ใน 4Q20 ราว 1 พันล้านบาท อย่างไรก็ดี พิจารณาที่เป็นธุรกิจหลักอย่างอสังหาฯ ที่มีแนวโน้มโดดเด่นขึ้น ทั้งยอดโอนที่คาดเร่งขึ้น 51% Y-Y จากผลของกลยุทธ์เร่งระบายสต็อก และแผนการโอนกรรมสิทธิ์โครงการใหม่ รวมถึงแม้มีการออกแคมเปญลดราคา แต่ชดเชยได้หมดจากจากมาร์จิ้นของโครงการใหม่ที่สูง ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นการขายอสังหาฯคาดพื้นตัวเป็น 37.6% จาก 36.1% ในปี 2019

แนวโน้มกำไร 4Q20 คาดทรงตัวถึงบวก Y-Y แต่อ่อนลง Q-Q

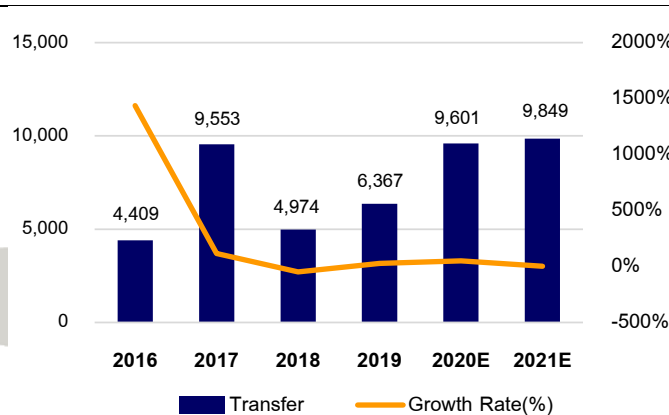
กำไรปกติ 9M20 อยู่ที่ 1.1 พันล้านบาท (-52% Y-Y) คิดเป็น 71% ของประมาณการทั้งปี เบื้องต้น ผลประกอบการ 4Q20 คาดทรงตัวถึงบวก Y-Y แต่อ่อนตัว Q-Q แม้มีแผนการโอนคอนโดใหม่ 2 โครงการอย่าง Nue Around Sukhumvit 33 (มูลค่า 2.5 พันล้านบาท มียอดขาย 72%), Nue Noble Change Wattana (มูลค่า 2.4 พันล้านบาท มียอดขาย 89%) แต่เราคาดว่าจะรับรู้เข้ามาเพียง 10-15% ของมูลค่าโครงการ เนื่องจากเพียงพอต่อการบรรลุเป้าหมายได้รวมปีนี้ของบริษัทที่ 1 หมื่นล้านบาทแล้ว และจะยก Backlog ส่วนที่เหลือไปในปีหน้า ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นคาดดีขึ้น หลังเริ่มโอนโครงการใหม่ที่มาร์จิ้นสูง นอกจากนี้ คาดบันทึกรายได้จากการขายที่ดินเมือง Furano ประเทศญี่ปุ่นราว 210 ล้านบาท ซึ่งคาดมีมาร์จิ้น 86%

ประเมินปี 2021 กำไรขยายตัวได้ แม้ไม่มีรายได้ Non-core business

เราประเมินกำไรปกติปี 2021 ขยายตัว 6.5% Y-Y เป็น 1.7 พันล้านบาท ได้แรงหนุนจากยอดโอนที่คาดว่าจะ 9.8 พันล้านบาท (+3% Y-Y) จากการรับรู้ Backlog ราว 5.6 พันล้านบาท (รวมส่วนที่ยกมาจาก 4Q20) โดยมีแผนโอนกรรมสิทธิ์ใหม่ 1 แห่งใน 2Q21 อย่าง Noble Ambience Sukhumvit 42 (มูลค่า 1.7 พันล้านบาท มียอดขาย 88%) บวกกับรับรู้คอนโดใหม่ที่โอนในปลายปี 2020 ต่อเนื่อง นอกจากนี้ อัตรากำไรขั้นต้นการขายอสังหาริมทรัพย์ขึ้นเป็น 39.5% จากคอนโดใหม่ที่มีมาร์จิ้นสูงเฉลี่ย 40%

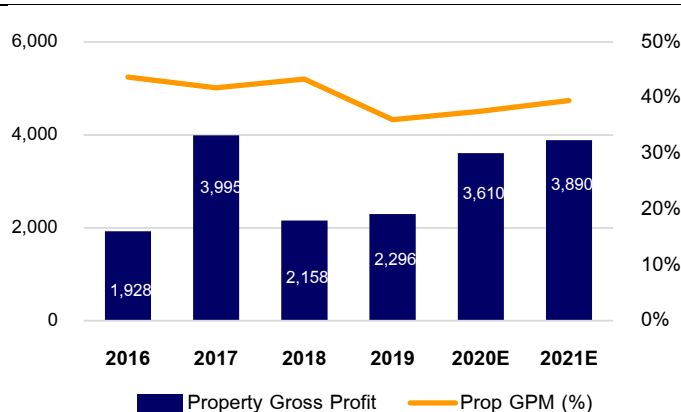
ขณะที่ ต้องติดตามการขายโครงการ Noble Above Wireless-Ruamrudee มูลค่า 1 พันล้านบาท ปัจจุบันมียอดขายแล้ว 25% โดยบริษัทตั้งเป้าขายได้ทั้งหมดในปีหน้า หลังมีแผนจะขายยกอาคาร ซึ่งจะเป็น Catalyst ต่อประมาณการ โดยเฉพาะมาร์จิ้น เนื่องจากเป็นลักษณะซื้ออาคารมาซ่อมแซมปรับปรุงเพิ่มและขายให้ลูกค้า คาดอัตรากำไรขั้นต้นของโครงการดังกล่าวสูงถึง 65% นอกจากนี้ บริษัทมีแผนขาย Non-core Asset อย่าง Noble Remix Commercial ให้กับกอง Reit ใน 4Q21 คาดมูลค่าขายราว 1 พันล้านบาท และมาร์จิ้นระดับ 40% หากขายทันภายในปีหน้า จะเป็น Upside ต่อประมาณการของเรา 5-10% โดยหากรวมรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวกับคาดการณ์ยอดโอน จะทำให้รายได้รวมของเราปี 2021 อยู่ที่ 1.1 หมื่นล้านบาท สอดคล้องกับเป้าหมายรายได้ของบริษัทในปีหน้าที่ 1.1-1.2 หมื่นล้านบาท

Figure 17: Revenue from Property (MB)



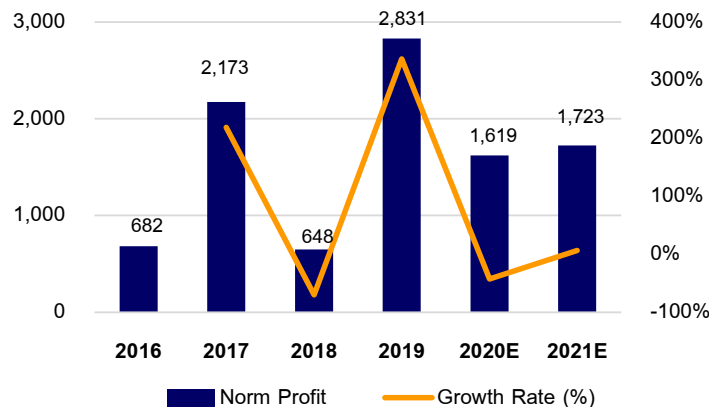
Source: FSS Research

Figure 18: Property Gross Profit Margin



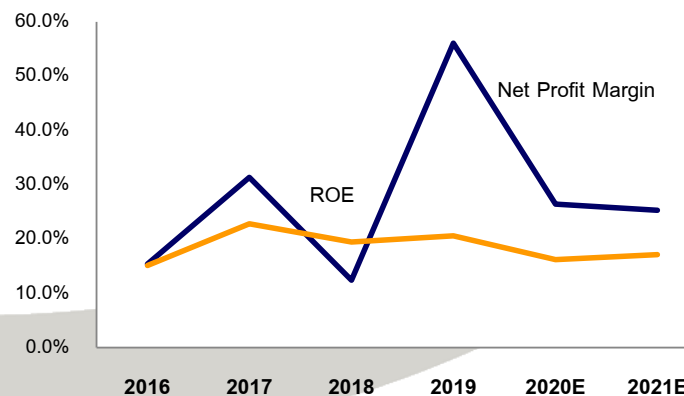
Source: FSS Research

Figure 19: Normalized Profit (MB)



Source: FSS Research

Figure 20: ROE, Net Profit Margin (%)

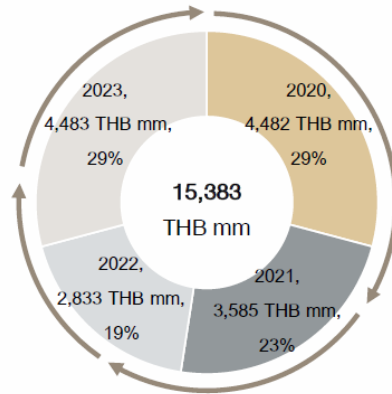


Source: FSS Research

Backlog แข็งแกร่ง รองรับยอดโอนปีหน้าเป็นอันดับต้น ๆ

ปัจจุบัน NOBLE มี Backlog รวม ณ สิ้น 3Q20 ที่ 1.5 หมื่นล้านบาท ทอยอร์รับรู้ถึงปี 2023 โดยแผนการโอนเดิมของบริษัทใน 4Q20 อยู่ที่ 4.5 พันล้านบาท แต่เราคาดว่าจะทอยอร์รับรู้ยอดโอนที่ 2.5 พันล้านบาทใน 4Q20 และยกส่วนที่เหลือไปรับรู้ในปี 2021 เนื่องจากเพียงพอต่อการบรรลุเป้าหมายได้รวมทั้งปีของบริษัทที่ 1 หมื่นล้านบาทแล้ว ขณะที่ปี 2021 คาดรับรู้ Backlog รวม 6.2 พันล้านบาท (รวมส่วนที่ยกมาจาก 4Q20) ซึ่งรองรับคาดการณ์ยอดโอนของเราแล้ว 57% ซึ่งถือว่าเป็นผู้ที่มียอด Backlog รองรับสูงเป็นอันดับ 2 ของกลุ่มฯ (รองจาก SPALI) เทียบกับรายอื่นที่มีพอร์ตคอนโดซึ่งมี Backlog รองรับปีหน้าเฉลี่ย 40%

ขณะที่ Backlog ถือว่ามีคุณภาพ แม้มีสัดส่วนของต่างชาติราว 45% ของทั้งหมด อย่างไรก็ตาม ประเด็นความเสี่ยงของการโอนกรรมสิทธิ์ของต่างชาติมองว่าไม่น่ากังวล เนื่องจากมีการกำหนดเงื่อนไขในการชำระเงินค่างานที่อยู่ระดับสูง โดยเก็บลูกค้าต่างชาติถึง 30-40% นอกจากนี้ พิจารณาอัตราการยกเลิกของชาวต่างชาติอยู่ระดับต่ำ แม้ในช่วงการระบาดของสถานการณ์ COVID-19 แต่อัตราการยกเลิกอยู่เพียง 7% ใน 2Q20 และ 3% ใน 3Q20 ส่วนชาวไทยกำหนดวงค่างานที่ 15-20% รวมถึงจุดเด่นที่ตั้งอยู่บนทำเลที่มีศักยภาพตามแนวรถไฟฟ้าซึ่งมีอุปสงค์ค่อนข้างสูง

Figure 21: Backlog as of 30 Sep 2020


Source: Company presentation

Figure 22: NOBLE's completed inventory as of 30 Sep 20

Project	Product	Price/unit	Value (MB)	%Sold
Noble Geo Rama 5	Housing	7.1 MB	1,000	99%
Noble Gable	Housing	7 MB	1,850	35%
Noble Ploenchit	Condo	12.9 MB	17,800	98%
Noble Revolve Ratchada	Condo	3.8 MB	2,900	99%
Noble Revolve Ratchada II	Condo	4.3 MB	3,200	99%
Noble Recole	Condo	8.3 MB	2,400	90%
Noble BE33	Condo	10 MB	2,800	96%
Noble Above Wireless-Ruamrudee	Condo	9.6 MB	1,000	24%
Noble BE19	Condo	9.4 MB	5,500	66%

Sources: Company data

Figure 23: NOBLE's under construction projects as of 30 Sep 20

Project	Product	Price/unit	Value (MB)	%Sold	Transfer
Noble Around Sukhumvit 33	Condo	9.1 MB	2,500	72%	4Q20
Nue Noble Change Wattana	Condo	2.9 MB	2,400	89%	4Q20
Noble Ambience Sukhumvit 42	Condo	6.6 MB	1,700	88%	2Q21
Noble State 39	Condo	9.2 MB	3,200	45%	3Q22
Nue Noble Srinakarin-Lasalle	Condo	2.4 MB	2,400	57%	4Q22
Nue Noble Ngamwongwan	Condo	2.4 MB	1,900	57%	1Q23
Nue Noble Ratchada-Lat Phrao	Condo	3.5 MB	2,000	42%	2Q23
Nue Noble Fai-Chai	Condo	3.0 MB	1,100	40%	3Q23
Noble Around Ari	Condo	7.2 MB	4,400	49%	4Q23

Sources: Company data

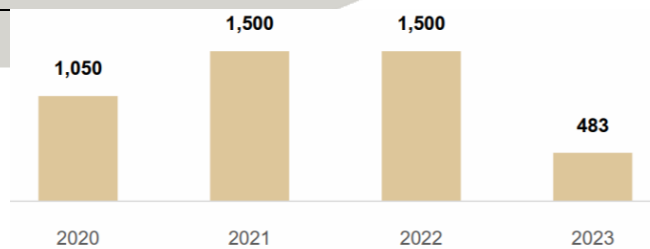
ฐานะการเงินมีทิศทางดีขึ้นต่อเนื่อง พร้อมจ่ายปันผลเสถียรภาพขึ้น

ฐานะการเงินถือว่าพัฒนาในทิศทางที่ดีขึ้นตามลำดับ โดย D/E ปรับลดลงจากปี 2016 ที่ 4.2x เทียบกับปี 2017-2018 ที่ 2.3x ส่วนปี 2019 และ 3Q20 ปรับขึ้นเป็น 2.9x หลังลงทุนมากขึ้น ขณะที่ Net gearing ในปี 2016 ที่ 3.0x ปรับลดเป็น 1.5-1.6x ในปี 2017-2019 และสิ้น 3Q20 อยู่ที่ 1.4x ต่ำกว่าข้อกำหนดทางการเงิน (Debt Covenant) ที่ 2.5x ณ สิ้น 3Q20 หนี้สินที่มีดอกเบี้ยหลักๆเป็นเงินกู้ระยะยาวที่ 4.8 พันล้านบาท คิดเป็น 51% ของ IBD ทั้งหมด และส่วนที่เหลือเป็นหุ้นกู้ 4.5 พันล้านบาท ทอยยครบกำหนดในปี 2020-2023 โดยส่วนที่ครบกำหนดในปีนี้อยู่ที่ 1 พันล้านบาท ปัจจุบันสามารถออกหุ้นกู้ชุดใหม่ทดแทน (Rollover) ได้แล้ว 1.25 พันล้านบาทในเดือนพ.ย.ที่ผ่านมา ซึ่งได้รับผลตอบแทนมากกว่าจำนวนที่บริษัทตั้งเป้าไว้ ขณะที่ปี 2021-2022 มีส่วนหุ้นกู้ที่ครบกำหนด 1.5 พันล้านบาทต่อปี และปี 2023 ราว 483 ล้านบาท นอกจากนี้ เงินสดในมือ ณ สิ้น 3Q20 อยู่ที่ 2.65 พันล้านบาท และมีวงเงินกู้พร้อมเบิกอีก 5.7 พันล้านบาท รวมถึงมีกระแสเงินสดรับเข้ามาเติมจากผลประกอบการแต่ละไตรมาส จากทั้งการระดมยืมสต็อกคอนโคด และแนวราบที่หมุนรอบเร็วกว่า ทำให้ประเมินว่ามีความเสี่ยงต่ำในการผิดนัดชำระหนี้ และมีสภาพคล่องเพียงพอ โดยปี 2021 มีนโยบายรักษา Net Gearing อยู่ที่ 1.5x

การจ่ายปันผลของบริษัทตั้งแต่ปี 2020 กลับสู่ระดับปกติ และเป็นไปตามผลประกอบการ หลังปี 2018-2019 ประกาศจ่าย 6.90 บาท/หุ้น (Payout 319%) และ 7.40 บาท/หุ้น (Payout 110%) ตามลำดับ ทั้งนี้ เราให้สมมติฐาน Dividend Payout ที่ 60% โดยปีนี้คาดว่าจะจ่ายปันผล 2.1 บาท/หุ้น แบ่งเป็น 1H20 จ่ายแล้ว 1.10 บาท/หุ้น และส่วนที่เหลือใน 2H20 คาดจ่ายอีก 1.05 บาท/หุ้น คิดเป็น Yield 4.8% สำหรับปี 2021 คาดจ่ายปันผลที่ 2.30 บาท/หุ้น ให้ผลตอบแทนสูงถึง 9.5% ซึ่งถือว่าเป็นหุ้นปันผลโดดเด่นที่สุดในกลุ่มฯ

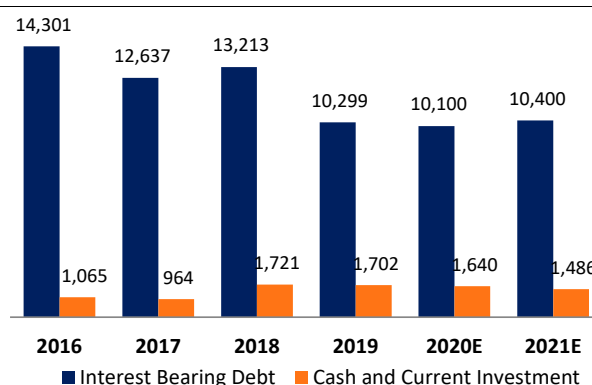
บริษัทวางงบลงทุน (CAPEX) ในปี 2021 ที่ 8.1 พันล้านบาท แบ่งเป็นที่ดิน 2 พันล้านบาท, ก่อสร้างโครงการ 4.5 พันล้านบาท และลงทุนร่วมทุนกับพันธมิตร 1.6 พันล้านบาท ซึ่งแหล่งเงินทุนจะมาจากกระแสเงินสด, การออกหุ้นกู้ และเงินกู้ยืมสถาบันการเงิน

Figure 24: Bond Maturity (MB)



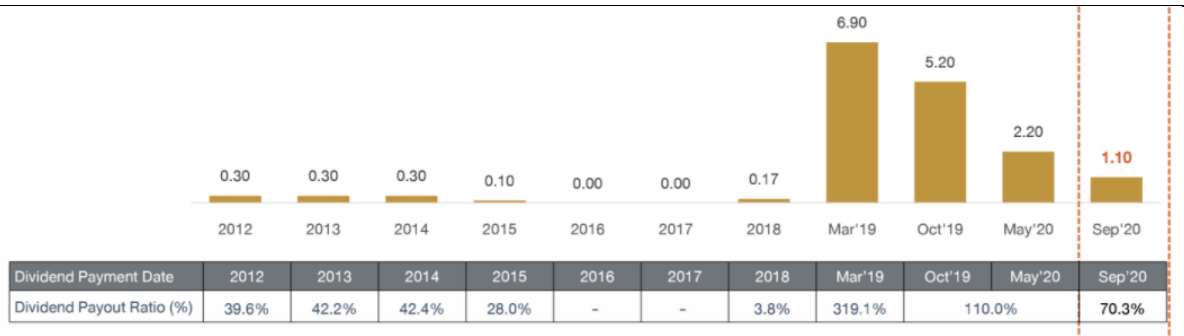
Source: Company presentation

Figure 25: Bond Maturity (MB)



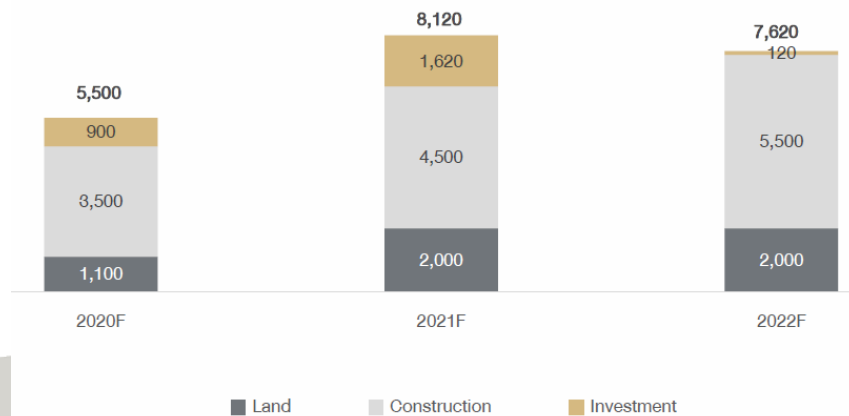
Source: Company presentation

Figure 26: Dividend (Bt/share)



Source: Company presentation

Figure 27: 3 Year CAPEX Y2020-2022 (MB)



Source: Company presentation

ประเมินราคาเหมาะสมปี 2021 ที่ 24.30 บาท ทางพื้นฐาน เริ่มต้นด้วยคำแนะนำซื้อ

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NOBLE ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ปี 2021 ที่ 6.4 เท่า ไกล่เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่มสงหาฯ 8 บริษัทที่มีพอร์ตคอนโดที่ 6.9 เท่า และเทียบเท่าค่าเฉลี่ย 4 ปีย้อนหลังที่ 5.3 เท่า +0.5SD สะท้อนภาพรวมกำไรของธุรกิจสงหาฯซึ่งเป็น Core Business ที่มีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง โดย NOBLE ทำอัตรากำไรขั้นต้นการขายสงหาฯ และ ROE สูงสุดในกลุ่ม รวมถึงทิศทางธุรกิจสงหาฯ แนวโน้มจะดีขึ้นต่อเนื่อง จากการโอนคอนโดใหม่ และระบายสต็อกไปมากในช่วงก่อนหน้า อย่างไรก็ตาม สถานะการเงินด้อยกว่ากลุ่มฯ จากอัตราหนี้สินต่อทุน (D/E) สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ แต่ยังคงต่ำกว่า Covenant ทั้งนี้ เราไม่ได้นำ LH และ QH มาพิจารณา เนื่องจาก 2 บริษัทดังกล่าวมีทั้งธุรกิจสงหาฯ และการลงทุนในบริษัท ร่วม

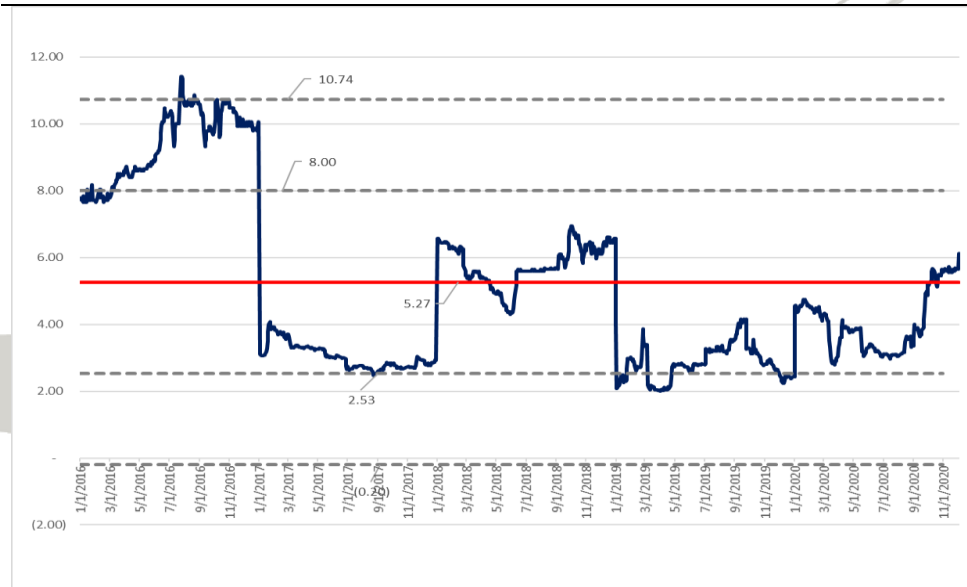
ดังนั้น ภายใต้ประมาณการ EPS ปี 2021 ที่ 3.78 บาท/หุ้น คำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2021 ที่ 24.30 บาท (ภายหลังเปลี่ยนแปลง Par จาก 3 บาทเป็น 1 บาท จะทำให้ราคาเหมาะสมเป็น 8.10 บาท) คิดเป็น Implied PBV ที่ 1.6 เท่า ราคาหุ้นปัจจุบันมี Upside มากกว่า 10% ทางพื้นฐานเราจึงเริ่มต้น ด้วยคำแนะนำซื้อ จุดเด่นคือเทรตบน PE2021 ที่ 5.8x ต่ำกว่ากลุ่มฯ (รวม LH, QH) ที่ 8x พร้อมคาด ผลตอบแทนเงินปันผล 10% ต่อปีสูงสุดในกลุ่มฯ อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นวันก่อนหน้า (2 ธ.ค.) ปรับขึ้นเร็ว +8.4% นักลงทุนอาจหาจังหวะเข้าลงทุนในช่วงอ่อนตัว

Figure 28: Peers Comparison

	2019 ROE (%)	2019 D/E (x)	9M20 Prop GPM (%)	9M20 NPM (%)	Norm Profit Growth 2020E (%)	Norm Profit Growth 2021E (%)	Avg PE 3 yrs (x)	Forward PE2020 (x)	Forward PE2021 (x)
AP	12.0	1.2	30.3	14.3	33.9	-15.6	7.1	5.7	6.7
ORI	35.4	1.9	36.9	26.6	3.7	16.7	9.7	6.6	6.0
PSH	12.7	1.0	33.3	9.7	-48.5	18.7	9.8	9.8	8.2
SIRI	7.7	2.4	22.5	4.1	-13.1	-9.1	10.8	6.2	6.9
LPN	9.7	0.8	29.2	10.0	-16.6	16.2	12.1	7.3	7.5
SPALI	15.2	0.6	36.3	18.4	-16.6	16.2	8.1	8.6	7.4
SC	12.1	1.6	29.6	8.1	-4.9	-9.9	8.7	6.2	6.9
SENA	15.4	1.1	34.6	25.4	6.4	5.5	5.2	5.1	4.8
Avg.	15.0	1.3	30.5	12.5	-7.0	4.8	9.0	6.9	6.8
NOBLE	56.0	2.9	37.6	17.3	-42.8	6.5	5.3	6.2	5.8

Source: Bloomberg, FSS Research

Figure 29: NOBLE 4 Years P/E Band (x)



Source: Bloomberg, FSS Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

1. ความเสี่ยงจากเศรษฐกิจ

ตลาดอสังหาริมทรัพย์ เป็นตัวแปรตามเศรษฐกิจ เนื่องจากส่งผลโดยตรงต่อกำลังซื้อ และอุปสงค์ของผู้บริโภค โดยเฉพาะ NOBLE ซึ่งมีสัดส่วนของลูกค้าต่างชาติสูง ทำให้ต้องขึ้นกับทั้งเศรษฐกิจโลก และเศรษฐกิจภายในประเทศ

2. ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรม

การแข่งขันด้านราคา ผ่านการจัดโปรโมชั่น อาทิ NOBLE จัดแคมเปญ RESET PRICE, RESUME LIFE ใน 2Q20 ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นการขายอสังหาริมทรัพย์ลดลงเป็น 34% ใน 2Q20 เทียบกับ 1Q20 ที่ 41%

3. ความเสี่ยงจากยอดขายถูกยกเลิก

หากลูกค้ายกเลิกจองและโอน จะทำให้การรับรู้รายได้ไม่เป็นไปตามแผน และส่งผลต่อผลประกอบการ

4. ความเสี่ยงจากการปฏิเสธสินเชื่อของธนาคาร

อัตราการปฏิเสธสินเชื่อ (Rejection Rate) มีแนวโน้มสูงขึ้น หลังสถาบันการเงินเข้มงวดมากขึ้น ท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว จากผลกระทบ COVID-19 และภาวะหนี้ครัวเรือนที่สูงขึ้น ส่งผลทำให้ยอด Presales ไม่สามารถรับรู้เป็นยอดขายโอนได้

5. ความเสี่ยงจากความล่าช้าของงานก่อสร้าง

การก่อสร้างและส่งมอบงานที่มีคุณภาพเป็นปัจจัยสำคัญของการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งหากงานก่อสร้างล่าช้า จะส่งผลต่อแผนการโอนกรรมสิทธิ์ และการรับรู้รายได้

6. ความเสี่ยงจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 รอบใหม่

การแพร่ระบาดของ COVID-19 ใน 1H20 ส่งผลกระทบให้เศรษฐกิจทั่วโลกชะลอตัว ซึ่งบริษัทมีสัดส่วนลูกค้าต่างชาติราว 35% ของลูกค้าต่างชาติทั้งหมด หลักๆ เป็นลูกค้าชาวจีน และฮ่องกง ทำให้หากมีการแพร่ระบาดของ COVID-19 รอบใหม่อาจส่งผลให้บริษัทได้รับผลกระทบทั้งแง่รายได้ และกระแสเงินสดรับ

7. ความเสี่ยงจากข้อกำหนด/มาตรการเกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์

การเปลี่ยนแปลง กฎหมาย และกฎระเบียบ เกี่ยวกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ อาทิ อาทิ การออกมาตรการควบคุมสินเชื่อที่อยู่อาศัย (LTV), ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง เป็นต้น อาจส่งผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจทั้งทางตรงและทางอ้อม

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Revenue	9,677	5,078	14,916	9,991	10,047
Cost of sales	5,620	2,859	9,404	6,174	6,107
Gross profit	4,058	2,219	5,512	3,817	3,940
SG&A	1,157	1,177	1,774	1,618	1,643
Operating profit	2,901	1,043	3,738	2,198	2,297
Other income	54	74	123	160	160
EBIT	2,955	1,117	3,860	2,358	2,457
EBITDA	3,050	1,197	3,915	2,418	2,522
Interest charge	233	221	274	258	265
Tax on income	550	248	755	452	438
Earnings after tax	2,173	648	2,831	1,619	1,724
Minority Interests	0	0	0	0	0
Norm profit	2,173	648	2,831	1,619	1,723
Extraordinary items	33	339	241	0	0
Net profit	2,206	987	3,071	1,619	1,723

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Net profit	2,173	648	2,831	1,619	1,724
Depreciation etc.	94	78	54	60	65
Change in working capital	-565	-351	4,785	-658	-1,099
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operation	1,702	375	7,670	1,021	689
Capital expenditures	-569	-571	646	93	-109
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	-569	-571	646	93	-109
Free cash flow	1,133	-197	8,317	1,113	580
Net borrowings	-1,665	577	-2,914	-199	300
Equity capital raised	0	0	-17	0	0
Dividend paid	433	261	-5,282	-972	-1,034
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	-1,231	838	-8,213	-1,171	-734
Net Change in cash	-99	641	103	-57	-154

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Cash and equivalent	964	1,721	1,702	1,640	1,486
Accounts receivable	374	520	1,436	1,536	1,608
Inventory	19,466	20,743	16,048	17,058	18,099
Other current asset	370	408	446	300	301
Total current assets	21,174	23,392	19,633	20,533	21,494
Investment	-	17	565	374	374
PPE	1,788	2,148	1,022	1,065	1,109
Other assets	109	395	411	300	301
Total Assets	23,071	25,953	21,631	22,272	23,279
Short term loan	1,170	1,070	0	0	0
Account payable	731	1,125	1,106	864	855
Current maturities	2,869	3,073	3,067	2,035	2,046
Other current liabilities	2,593	3,577	4,538	4,995	5,024
Total current liabilities	7,364	8,844	8,710	7,895	7,925
Long term debt	8,597	9,071	7,233	8,065	8,354
Other LT liabilities	70	89	209	185	183
Total liabilities	16,032	18,004	16,152	16,145	16,462
Registered capital	1,369	1,369	1,369	1,369	1,369
Paid-up capital	1,369	1,369	1,369	1,369	1,369
Share Premium	69	69	69	69	69
Legal reserve	145	145	145	145	145
Retained earnings	5,462	6,372	3,920	4,568	5,257
Others	-8	-8	-25	-25	-25
Minority Interest	1	1	1	1	1
Shareholders' equity	7,039	7,948	5,479	6,127	6,817

Important Ratios (Consolidated)

	2017	2018	2019	2020E	2021E
Growth (%)					
Revenue	114.9	-47.5	193.7	-33.0	0.6
EBITDA	150.4	-60.8	227.1	-38.2	4.3
Net profit	223.4	-55.3	211.2	-47.3	6.5
Normalized earnings	218.5	-70.2	336.6	-42.8	6.5
Profitability (%)					
Gross profit margin	41.9	43.7	37.0	38.2	39.2
EBITDA margin	31.5	23.6	26.2	24.2	25.1
EBIT margin	30.5	22.0	25.9	23.6	24.5
Normalized profit margin	22.5	12.8	19.0	16.2	17.2
Net profit margin	22.8	19.4	20.6	16.2	17.2
Normalized ROA	9.4	2.5	13.1	7.3	7.4
Normalized ROE	31.3	12.4	56.0	26.4	25.3
Normalized ROCE	14.0	5.8	23.8	11.3	11.2
Risk (x)					
DE	2.3	2.3	2.9	2.6	2.4
Net D/E	2.1	2.0	2.6	2.4	2.2
Net debt/EBITDA	4.9	13.6	3.7	6.0	5.9
Per share data (Bt)					
Reported EPS	4.83	2.16	6.73	3.55	3.78
Normalized EPS	4.76	1.42	6.20	3.55	3.78
EBITDA	6.68	2.62	8.58	5.30	5.53
Book value	15.42	17.41	12.00	13.42	14.93
Dividend	0.17	6.90	7.40	2.15	2.30
Par	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
Valuations (x)					
P/E	4.5	10.1	3.3	6.2	5.8
Norm P/E	4.6	15.4	3.5	6.2	5.8
P/BV	1.4	1.3	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	2.1	5.7	1.9	2.3	2.1
Dividend yield (%)	0.8	31.5	33.8	9.8	10.5

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

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

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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ 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, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, 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