

SIVAROM REAL ESTATE
THAILAND / PROPERTY DEVELOPMENT

SVR TB

หุ้นแนวราบน้องใหม่

- SVR พัฒนาอสังหาริมทรัพย์แนวราบ แนวคิด Best Smart Living ในราคาที่คุ้มค่า พัฒนาแล้ว 9 โครงการในทำเลบางปูและนิคมอุตสาหกรรมอย่างชลบุรีและระยอง
- คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023 โต 241% y-y ที่ 186 ล้านบาท
- ประเมินมูลค่าหุ้น อิง PER 8.0 เท่า ได้ราคาเหมาะสมปี 2023 ที่ 3.00 บาท

TARGET PRICE
IPO PRICETHB3.00
THB2.20

สร้างจุดขายด้วยแนวคิด Best Smart Living

SVR พัฒนาที่อยู่อาศัยแนวราบทั้งบ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์โฮม และอาคารพาณิชย์ ภายใต้แนวคิด Best Smart Living ที่มีจุดแข็งที่แบบบ้าน ทำเลที่มีศักยภาพ การจัดสรรพื้นที่ใช้สอยภายในบ้าน และการประยุกต์ใช้เทคโนโลยี ในราคาขายที่คุ้มค่า ตั้งแต่ปี 2019-ปัจจุบัน SVR พัฒนาแล้ว 9 โครงการ (เปิดการขาย แล้ว 2 อยู่ระหว่างขาย 6 และระหว่างพัฒนา 1) โครงการตั้งอยู่บริเวณบางปู สมุทรปราการ นิคมอุตสาหกรรม ชลบุรี และระยอง และอยู่ระหว่างการขยายไปในเขต กรุงเทพฯและปริมณฑล

รับผลบวกอุปสงค์แนวราบขยายตัวตามเทรนด์อุตสาหกรรม

ภาพรวมปี 2023 ตลาดอสังหาริมทรัพย์มีแนวโน้มฟื้นตัวตามเศรษฐกิจ โดยบ้านแนวราบยังคงได้รับการตอบรับดีจากผู้ซื้อ อ้างอิงข้อมูลจากศูนย์วิจัยกรุงศรี คาดการณ์ปี 2023-2024 ยอดขายตลาดที่อยู่อาศัยเติบโต 5-7% ต่อปี (จากปี 2022 ที่คาด +4.5% y-y) โดยคาดว่าความต้องการแนวราบยังเพิ่มขึ้น เนื่องจากตอบโจทย์การอยู่อาศัยระยะยาวด้วยพื้นที่ใช้สอยและฟังก์ชันที่เอื้อต่อการทำงานที่บ้านมากขึ้น โดย SVR จะได้อานิสงค์จากทำเลชานเมืองที่จะเป็นที่นิยมมากขึ้น ด้วยราคาที่ดินที่ยังไม่สูงเท่าใจกลางเมืองและการขยายเส้นทางโครงการรถไฟฟ้าในพื้นที่รอบนอก

คาดการณ์กำไรปี 2023 โตก้าวกระโดดจากการเปิดตัวโครงการใหม่มากขึ้น

ประเมินกำไรสุทธิปี 2022 ที่ 54 ล้านบาท (+6% y-y) คาดเติบโตก้าวกระโดดในปี 2023-2024 เป็น 186 ล้านบาท (+241% y-y) และ 189 ล้านบาท (+2% y-y) ตามลำดับ ด้วยปัจจัยหนุนจากยอดขายออนไลน์ที่เพิ่มขึ้นบนสมมติฐานบริษัทเปิดโครงการใหม่ 3 โครงการต่อปี ด้วยอัตรากำไรขั้นต้นที่คาดขยับขึ้นจาก project mixed โครงการใหม่ ที่เป็น segment บน และ SG&A ต่อรายได้จะลดลงจาก economy of scale

ประเมินราคาเหมาะสมปี 2023 เท่ากับ 3.00 บาท

เราประเมินมูลค่าของ SVR ด้วยวิธี Relative PE ที่ 8.0 เท่า ใกล้เคียงกับ Forward PE2023 ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ 12 รายหลัก มูลค่าเหมาะสมปี 2023 ที่ 3.00 บาท ขึ้นกับความสำเร็จของการเปิดขายโครงการใหม่ บนสัดส่วนรายได้ 3 โครงการที่เปิดใหม่ราว 23% ซึ่งมีความเสี่ยงด้านยอดขายและโอนที่อาจต่ำกว่าคาด เนื่องจากการเริ่มพัฒนาในทำเลใหม่และกลุ่มลูกค้าใหม่ที่เป็น segment บน ที่มีการแข่งขันรุนแรงจนส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นอาจต่ำกว่าสมมติฐาน



Thanyatorn Songwutti

thanyatorn.s@fssia.com
+66 2646 9805

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	559	728	1,252	1,320
Net profit	52	54	186	189
EPS (THB)	13.58	0.14	0.36	0.37
vs Consensus (%)	-	(85.7)	(68.4)	(71.8)
EBITDA	72	94	251	259
Core net profit	40	54	186	189
Core EPS (THB)	10.63	0.14	0.36	0.37
EPS growth (%)	122.1	(98.7)	153.8	2.0
Core P/E (x)	0.2	15.3	6.0	5.9
Dividend yield (%)	-	-	6.6	6.8
EV/EBITDA (x)	3.9	14.8	6.1	6.3
Price/book (x)	0.0	1.8	1.3	1.1
Net debt/Equity (%)	44.6	98.5	36.9	43.5
ROE (%)	10.1	12.4	27.6	20.0
Mkt cap (USD m)				34
Free float (%)				48
Major shareholder				Thitisuriyarak Family (26%)
Issued shares (m)				510.00

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

SVR's IPO summary

	รายละเอียด
Pre-IPO shares	380 ล้านหุ้น
Share offering	130 ล้านหุ้น คิดเป็น 25.49% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) เงินทุนสำหรับการพัฒนาโครงการตามแผนธุรกิจและแผนการตลาด 2) ใช้ในการชำระคืนเงินกู้ระยะสั้นแก่บุคคลอื่นและบริษัท สิวารมณ ไซนา จำกัด (SVC) 3) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ
Financial advisor	Capital One Partners
Lead Underwriter	Globex Securities, UOB KayHian Securities (Thailand)

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED JOIN AS A CO-UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SIVAROM REAL ESTATE PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF SVR BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY CAPITAL ONE PARTNERS

สารบัญ

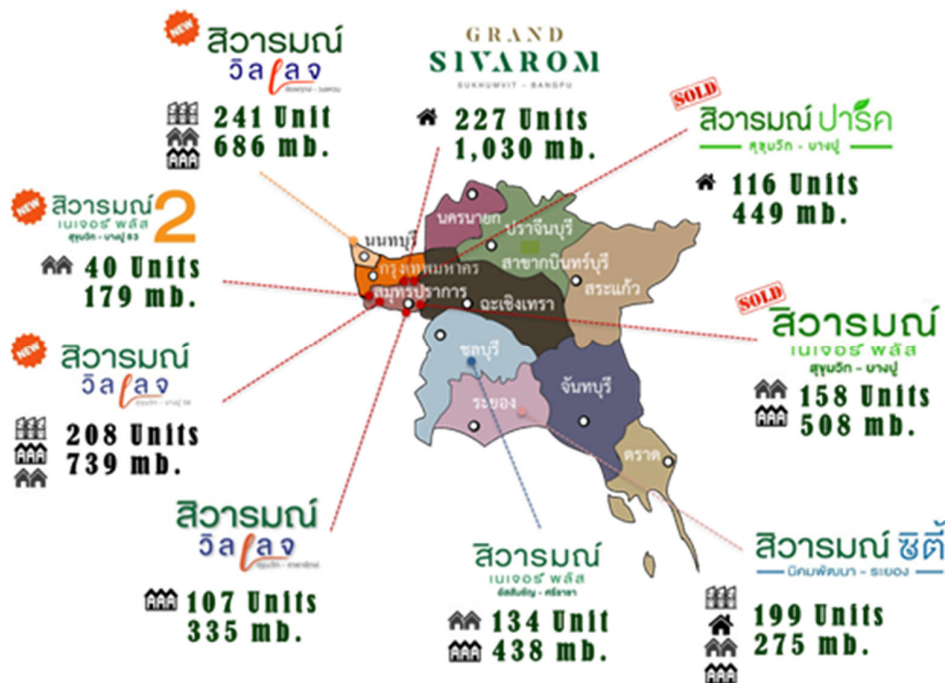
ลักษณะการประกอบธุรกิจ	3
ผลการดำเนินงานในอดีต	10
ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ	12
ประเมินมูลค่าเหมาะสม	17
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล	18
ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ.....	19
Appendix.....	20

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท สิวารมน์ เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน) หรือ SVR ดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยแนวราบในประเทศไทย ประกอบด้วยบ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์โฮม และอาคารพาณิชย์ โดยกลุ่มครอบครัวมโนธรรมรักษา ภายใต้การบริหารงานของนายอรุณปวิทย์ มโนธรรมรักษาเป็นผู้บริหารหลัก ซึ่งมีความชำนาญและประสบการณ์ในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภท บ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์โฮม และอาคารพาณิชย์ มาอย่างต่อเนื่องมากกว่า 10 ปี ปัจจุบันมีการพัฒนาโครงการอยู่ในจังหวัดสมุทรปราการ พื้นที่บริเวณบางปู และเทพารักษ์ เป็นหลัก รวมถึงพื้นที่บริเวณนิคมอุตสาหกรรมในจังหวัดระยอง ภายใต้ชื่อ สิวารมน์ หรือ SIVAROM

บริษัทเริ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์แนวราบประเภทบ้านเดี่ยวเป็นโครงการแรกในทำเลบางปูสมุทรปราการ และเปิดขายในเดือนม.ค. 2019 ซึ่งได้รับการตอบรับดี ต่อมาเริ่มขยายฐานลูกค้ากลุ่มพนักงานโรงงานผ่านการเปิดโครงการในจังหวัดระยอง และขยายประเภทสินค้าเพิ่มในส่วนที่บ้านแฝด ทาวน์โฮม และอาคารพาณิชย์ให้ครอบคลุมความต้องการลูกค้ามากขึ้น นอกจากนี้ บริษัทได้เข้าซื้อหุ้นสามัญของบริษัท ทุบีไบรท์ พรีเมียม จำกัด ซึ่งประกอบธุรกิจผลิตแผ่นผนังคอนกรีตสำเร็จรูปหรือแผ่นพรีแคสต์ (Pre-cast) เพื่อการบริหารประสิทธิภาพการผลิตแผ่นพรีแคสต์สำหรับใช้ในโครงการของกลุ่มบริษัท อย่างไรก็ตาม เดือนก.ย. 2021 บอร์ดมีมติจำหน่ายหุ้นทั้งหมดในบริษัท ทุบีไบรท์ พรีเมียม จำกัด เนื่องจากธุรกิจการผลิตสินค้าแผ่นคอนกรีตสำเร็จรูปมีอัตราทำกำไรอยู่ในระดับต่ำ และการแข่งขันด้านราคาอยู่ในระดับสูง

Exhibit 1: พื้นที่พัฒนาโครงการในปัจจุบัน



Source: SVR

ณ วันที่ 30 ก.ย. 2022 โครงการทั้งหมดของบริษัท 9 โครงการ รวมมูลค่า 4.6 พันล้านบาท แบ่งเป็น

1) โครงการที่ปิดโครงการแล้ว จำนวน 2 โครงการ

ได้แก่ โครงการสิวารมณ เนเจอร์พาส (สุขุมวิท-บางปู) และ โครงการสิวารมณ ปาร์ค (สุขุมวิท-บางปู) มูลค่ารวม 957 ล้านบาท

1.1) โครงการสิวารมณ เนเจอร์พาส (สุขุมวิท-บางปู)

โครงการดำเนินการภายใต้บริษัทย่อย สิวารมณ ไซนา จำกัด ซึ่งบริษัทถือหุ้นร้อยละ 51% เป็นโครงการที่อยู่อาศัยแนวราบ ประเภทบ้านแฝดและทาวน์โฮม สไตล์ American Cottage ตั้งอยู่บริเวณ สุขุมวิท-บางปู ตรงข้ามตากอากาศบางปู ใกล้โรบินสันสมุทรปราการ จำนวน 158 ยูนิต มูลค่าโครงการ 508 ล้านบาท ราคาขายเฉลี่ย 3.22 ล้านบาทต่อยูนิต

Exhibit 2: โครงการสิวารมณ เนเจอร์พาส (สุขุมวิท-บางปู)



Sources: SVR; FSSIA's compilation

1.2) โครงการสิวารมณ ปาร์ค (สุขุมวิท-บางปู)

โครงการที่อยู่อาศัยแนวราบ ประเภทบ้านเดี่ยว สไตล์ British Cozy Vintage แบ่งเป็น 2 แบบคือ KENT และ BRIGHTON ตั้งอยู่ติดติดถนนใหญ่ สุขุมวิท – บางปู จำนวน 116 ยูนิต มูลค่าโครงการรวม 499 ล้านบาท ราคาขายเฉลี่ย 3.87 ล้านบาทต่อยูนิต

Exhibit 3: โครงการสิวารมณ ปาร์ค (สุขุมวิท-บางปู)



Sources: SVR; FSSIA's compilation

2) โครงการที่อยู่ระหว่างการขายและโอนกรรมสิทธิ์ จำนวน 6 โครงการ ได้แก่ โครงการสิวารมณ ซิตี (นิคมพัฒนา-ระยอง), โครงการสิวารมณ แกรนด์ (สุขุมวิท - บางปู), โครงการสิวารมณ วิลเลจ (สุขุมวิท-เทพารักษ์), โครงการสิวารมณ เนเจอร์พาส (อัสสัมชัญ-ศรีราชา), โครงการสิวารมณ เนเจอร์พาส 2 (สุขุมวิท-บางปู 83) และโครงการสิวารมณ วิลเลจ (สุขุมวิท-บางปู 58) รวมมูลค่าทั้งสิ้น 2,995 ล้านบาท

2.1) โครงการสิวารมณ ซิตี (นิคมพัฒนา – ระยอง)

โครงการที่อยู่อาศัยแนวราบ ประเภทบ้านเดี่ยว บ้านแฝดทาวน์โฮมและอาคารพาณิชย์ สไตล์ British Cozy แบ่งเป็น บ้านเดี่ยว 12 ยูนิต บ้านแฝด 24 ยูนิต ทาวน์โฮม 155 ยูนิต อาคารพาณิชย์ 8 ยูนิต รวม 199 ยูนิต มูลค่าโครงการรวม 275 ล้านบาท ราคาขายเฉลี่ย 1.38 ล้านบาท ต่อยูนิต ปัจจุบันสถานะการก่อสร้างแล้วเสร็จราว 74.9% ซึ่งคาดว่าจะเสร็จในเดือน ธ.ค. 2023 ขณะที่ยอดขายสะสม 99 ล้านบาท คิดเป็น 36.2% ของมูลค่าโครงการทั้งหมด

Exhibit 4: โครงการสิวารมณ ซิตี (นิคมพัฒนา – ระยอง)



Sources: SVR; FSSIA's compilation

2.2) โครงการสิวารมณ แกรนด์ (สุขุมวิท - บางปู)

โครงการที่อยู่อาศัยแนวราบ ประเภทบ้านเดี่ยว สไตล์ Modern English Victorian ติดถนนใหญ่สุขุมวิท – บางปู จังหวัดสมุทรปราการ แบ่งเป็น บ้านเดี่ยว S 125 ยูนิต บ้านเดี่ยว M 77 ยูนิต และบ้านเดี่ยว L 25 ยูนิต รวมจำนวน 227 ยูนิต มูลค่าโครงการรวม 1,030 ล้านบาท ราคาขายเฉลี่ย 4.20 ล้านบาทต่อยูนิต ปัจจุบันสถานะการก่อสร้างแล้วเสร็จราว 41.6% ซึ่งคาดว่าจะเสร็จในเดือน ธ.ค. 2023 ขณะที่ยอดขายสะสม 365 ล้านบาท คิดเป็น 35.4% ของมูลค่าโครงการทั้งหมด

Exhibit 5: โครงการสิวารมณ แกรนด์ (สุขุมวิท - บางปู)



Sources: SVR; FSSIA's compilation

2.3) โครงการ สิวารมณ วิลเลจ (สุขุมวิท-เทพารักษ์)

โครงการที่อยู่อาศัยแนวราบ ประเภททาวน์โฮม สไตล์ English Cottage จังหวัดสมุทรปราการ จำนวน 107 หน่วย มูลค่าโครงการรวม 335 ล้านบาท ราคาขายเฉลี่ย 2.99 ล้านบาท ต่อหน่วย ปัจจุบันสถานะการก่อสร้างเรียบร้อย ขณะที่ยอดขายสะสม 326 ล้านบาท คิดเป็น 97.5% ของมูลค่าโครงการทั้งหมด

Exhibit 6: โครงการ สิวารมณ วิลเลจ (สุขุมวิท-เทพารักษ์)



Sources: SVR; FSSIA's compilation

2.4) โครงการสิวารมณ เนเจอร์พลาซ (อัสสัมชัญ-ศรีราชา)

โครงการที่อยู่อาศัยแนวราบ ประเภทบ้านเดี่ยว บ้านแฝดและทาวน์โฮม สไตล์ Modern English Victorian แบ่งเป็นบ้านเดี่ยว 10 หน่วย บ้านแฝด 74 หน่วย ทาวน์โฮม 50 หน่วย รวมจำนวน 134 หน่วย มูลค่าโครงการรวม 438 ล้านบาท ราคาขายเฉลี่ย 3.27 ล้านบาท ต่อหน่วย ปัจจุบันสถานะการก่อสร้างแล้วเสร็จราว 22.3% ซึ่งคาดว่าจะเสร็จ ขณะที่ยอดขายสะสม 26 ล้านบาท คิดเป็น 5.9% ของมูลค่าโครงการทั้งหมด

Exhibit 7: โครงการสิวารมณ เนเจอร์พลาซ (อัสสัมชัญ-ศรีราชา)



Sources: SVR; FSSIA's compilation

2.5) โครงการสิวารมณีนเนเจอร์พลาซ 2 (สุขุมวิท-บางปู 83)

โครงการที่อยู่อาศัยแนวราบ ประเภทบ้านแฝด สไตล์ Modern English Victorian แบ่งเป็น บ้านแฝด S 18 ยูนิต และ บ้านแฝด M 22 ยูนิต รวมจำนวน 40 ยูนิต มูลค่าโครงการรวม 179 ล้านบาท ราคาเฉลี่ย 4.47 ล้านบาทต่อยูนิต ปัจจุบันสถานะการก่อสร้างแล้วเสร็จราว 31.4% คาดว่าจะเริ่มขายได้เดือน ก.ค. 2022

Exhibit 8: โครงการสิวารมณีนเนเจอร์พลาซ 2 (สุขุมวิท-บางปู 83)



Sources: SVR; FSSIA's compilation

2.6) โครงการสิวารมณีนวิลเลจ (สุขุมวิท-บางปู 58)

โครงการที่อยู่อาศัยแนวราบ ประเภทบ้านแฝด ทาวน์โฮมและอาคารพาณิชย์ สไตล์ วิกตอเรียน (Victorian style) แบ่งเป็นบ้านแฝด 54 ยูนิต ทาวน์โฮม 136 ยูนิต อาคารพาณิชย์ 15 ยูนิต รวมจำนวน 205 ยูนิต มูลค่าโครงการรวม 739 ล้านบาท ราคาเฉลี่ย 3.42 ล้านบาทต่อยูนิต ปัจจุบันอยู่ระหว่างการเริ่มก่อสร้าง คาดว่าจะเริ่มขายได้เดือน ก.ย. 2022

Exhibit 9: โครงการสิวารมณีนวิลเลจ (สุขุมวิท-บางปู 58)



Sources: SVR; FSSIA's compilation

1) โครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนา 1 โครงการ ได้แก่

3.1) โครงการสวามรณ วิลเลจ (ชัยพฤกษ์-วงแหวน)

โครงการที่อยู่อาศัยแนวราบ ประเภททาวน์โฮม บ้านแฝด และอาคารพาณิชย์ มูลค่าโครงการรวม 686 ล้านบาท ราคาเฉลี่ย 3.42 ล้านบาทต่อหน่วย ทาเลที่ตั้ง ต.ไทรน้อย อ.ไทรน้อย จ.นนทบุรี ใกล้สถานีรถไฟฟ้าและทางด่วนวงแหวนรอบนอก ใกล้ห้างสรรพสินค้า ปัจจุบันอยู่ระหว่างการเริ่มก่อสร้าง คาดว่าจะเริ่มขายได้เดือนมี.ค. 2023

Exhibit 10: ตารางสรุปโครงการ

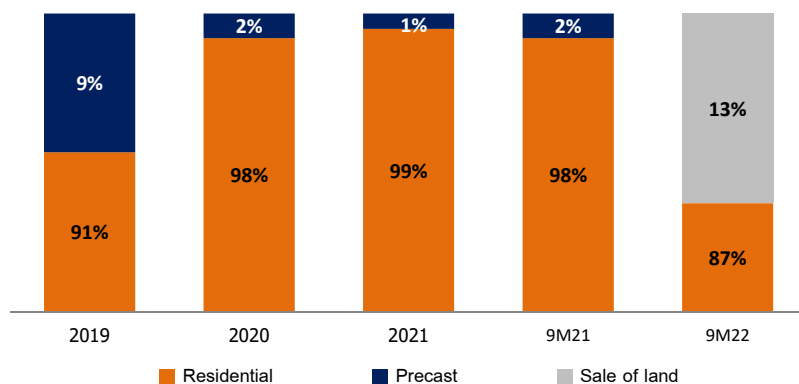
#	ชื่อโครงการ	ประเภท	มูลค่าโครงการ (ลบ.)	จำนวนยูนิต	ราคาขายเฉลี่ย	วันที่เปิดขาย	วันที่เริ่มโอนกรรมสิทธิ์	วันที่ปิดโครงการ
โครงการที่ปิดโครงการแล้ว								
1	โครงการสวามรณ เนเจอร์พาส (สุขุมวิท-บางปู)	บ้านแฝดและทาวน์โฮม	508	158	3.22	ก.พ. 2020	เม.ย. 2020	ก.ย. 2021
2	โครงการสวามรณ ปาร์ค (สุขุมวิท-บางปู)	บ้านเดี่ยว	449	116	3.87	ม.ค. 2019	ก.ค. 2019	พ.ค. 2022
รวมทั้งสิ้น			957	274				
โครงการที่อยู่ระหว่างการขายและโอนกรรมสิทธิ์								
3	โครงการสวามรณ วิลเลจ (สุขุมวิท-เทพารักษ์)	ทาวน์โฮม	335	107	2.99	ส.ค. 2021	ก.ย. 2021	ต.ค. 2022
4	โครงการสวามรณ ซิตี้ (นิคมพัฒนา-ระยอง)	บ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์โฮมและอาคารพาณิชย์	275	199	1.38	เม.ย. 2019	ต.ค. 2019	-
5	โครงการสวามรณ แกรนด์ (สุขุมวิท - บางปู)	บ้านเดี่ยว	1,030	227	4.20	มิ.ย. 2021	ก.ค. 2021	-
6	โครงการสวามรณ เนเจอร์พาส (อัสสัมชัญ-ศรีราชา)	บ้านเดี่ยว บ้านแฝด และทาวน์โฮม	438	134	3.27	พ.ค. 2022	ส.ค. 2022	-
7	โครงการสวามรณ เนเจอร์พาส 2 (สุขุมวิท-บางปู 83)	บ้านแฝด	179	40	4.47	ก.ค. 2022	ต.ค. 2022	-
8	โครงการสวามรณ วิลเลจ (สุขุมวิท-บางปู 58)	บ้านแฝด ทาวน์โฮม และอาคารพาณิชย์	701	208	3.42	ก.ย. 2022	ธ.ค. 2022	-
รวมทั้งสิ้น			2,996	915				
โครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนา								
9	โครงการสวามรณ วิลเลจ (ชัยพฤกษ์-วงแหวน)	บ้านแฝด ทาวน์โฮม และอาคารพาณิชย์	686	241	3.42	พ.ค. 2023	-	-
รวมทั้งสิ้น			686	241				

Sources: SVR; FSSIA's compilation

โครงสร้างรายได้

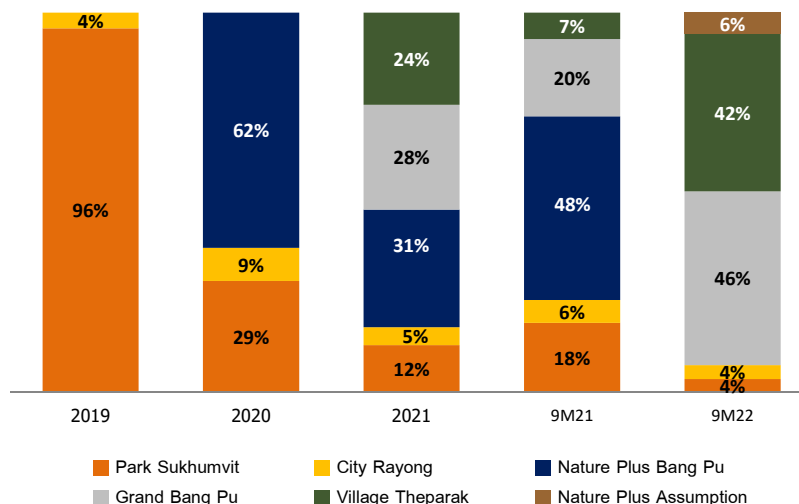
ในช่วงปี 2019-2021 ที่ผ่านมา โครงสร้างรายได้จากการดำเนินงานของ SVR (ไม่รวมรายได้อื่น) โดยรายได้หลักมาจากการขายอสังหาริมทรัพย์เฉลี่ย 97% ขณะที่รายได้จากการขาย Pre-cast ที่ 9%, 2% และ 1% ตามลำดับ ซึ่งสัดส่วนลดลงต่อเนื่อง เนื่องจากทำเลที่บริษัทพัฒนาโครงการอยู่ห่างไกลจากที่ตั้งโรงงาน และตลาด Pre-cast มีการแข่งขันรุนแรง ทำให้วันที่ 17 ก.ย. 2021 บอร์ดมีมติจำหน่ายเงินลงทุนทั้งหมดในบริษัท ทุบี ไบรท์ พรีเมคาสท์ จำกัด ขณะที่หากพิจารณาสัดส่วนรายได้จำแนกตามรายโครงการจะขึ้นอยู่กับช่วงเวลาของการเปิดขายและการเริ่มโอนกรรมสิทธิ์

Exhibit 11: Revenue breakdown by Business (%)



Source: FSSIA's compilation

Exhibit 12: Residential revenue breakdown by Project (%)



Source: FSSIA's compilation

ผลการดำเนินงานในอดีต

ผลประกอบการปี 2019 ของ SVR เป็นขาดทุนสุทธิ 3 ล้านบาท ก่อนกลับมาเป็นกำไรสุทธิในปี 2020-2021 ที่ 18 ล้านบาท และ 52 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งเป็นการเติบโตต่อเนื่องสอดคล้องกับยอดโอนกรรมสิทธิ์ที่เพิ่มขึ้นตามแผนการขายการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์

สำหรับปี 2019 รายได้จากการดำเนินงาน (ไม่รวมรายได้อื่น) อยู่ที่ 238 ล้านบาท โดยสัดส่วนหลักกว่า 96% เป็นรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ 216 ล้านบาท หลักๆจากการรับรู้โครงการที่เปิดตัวใหม่ 2 โครงการอย่างโครงการสิวรามณ์ ปาร์ค (สุขุมวิท-บางปู) และสิวรามณ์ ซิตี้ (ระยอง) ที่เริ่มโอนกรรมสิทธิ์ใน 2Q-4Q19 ตามลำดับ ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นขายอสังหาริมทรัพย์ทำได้ 28.4% อย่างไรก็ตาม เป็นช่วงแรกของการเริ่มพัฒนาโครงการ ทำให้มีค่าใช้จ่ายขายและบริหารต่อรายได้สูง 28% รวมถึงมีค่าใช้จ่ายโดยใช้หุ้นเป็นเกณฑ์ตามมาตรฐานรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 2 ทำให้ผลประกอบการ (หักส่วนของได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม) เป็นขาดทุนสุทธิ 3 ล้านบาท

สำหรับปี 2020 รายได้รวมเพิ่มขึ้นเป็น 549 ล้านบาท (+131% Y-Y) มีสาเหตุมาจากยอดโอนกรรมสิทธิ์ที่สูงขึ้นอย่างมีนัย +150% Y-Y เป็น 540 ล้านบาท จากการเปิดขายและโอนโครงการเพิ่ม 1 แห่งในช่วงต้นปีอย่างโครงการสิวรามณ์ เนเจอร์พลาซ่า (บางปู 83) ในช่วงต้นปี รวมถึงค่าใช้จ่ายขายและบริหารต่อรายได้ลดลงเป็น 16.7% จากผลของ Economy of scales อย่างไรก็ตาม ท่ามกลางเผชิญสถานการณ์การแพร่ระบาด COVID-19 บริษัทจึงปรับลดราคาขายเพื่อแข่งขันกับคู่แข่งรายอื่น ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นขายอสังหาริมทรัพย์ปรับลงเป็น 26.2% (-227bps Y-Y) ทั้งนี้ ผลประกอบการพลิกกลับมาเป็นกำไรสุทธิ 18 ล้านบาท และอัตรากำไรสุทธิ 3.3%

สำหรับปี 2021 รายได้รวม +2% Y-Y อยู่ที่ 559 ล้านบาท แบ่งเป็นรายได้ขายอสังหาริมทรัพย์ 554 ล้านบาท (+2% Y-Y) ภายใต้โครงการที่อยู่ระหว่างขายและโอนรวม 5 โครงการ โดยโครงการสิวรามณ์ เนเจอร์พลาซ่า (สุขุมวิท-บางปู) สามารถปิดโครงการได้ ประกอบกับมีการเปิดโครงการใหม่เพิ่มอีก 2 แห่งอย่างโครงการสิวรามณ์ แกรนด์ (สุขุมวิท-บางปู) และสิวรามณ์ วิลเลจ (สุขุมวิท-เทพารักษ์) เริ่มโอนในช่วง 3Q21 ซึ่ง 2 โครงการดังกล่าวมีมาร์จิ้นที่สูงขึ้นจากการปรับรูปแบบสินค้าและตั้งบนทำเลที่มีศักยภาพทำให้สามารถกำหนดราคาที่แข่งขันได้ หนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นขายอสังหาริมทรัพย์ปรับขึ้นเป็น 30.8% (+463bps Y-Y) อีกทั้ง มีการบันทึกกำไรพิเศษจากการจำหน่ายเงินลงทุนในบริษัท ทุบี ไบรท์ พรีเมียม จำกัด รวม 11 ล้านบาท ส่งผลให้กำไรสุทธิ 52 ล้านบาท (+184% Y-Y) และอัตรากำไรสุทธิ 9.2% (+591bps Y-Y)

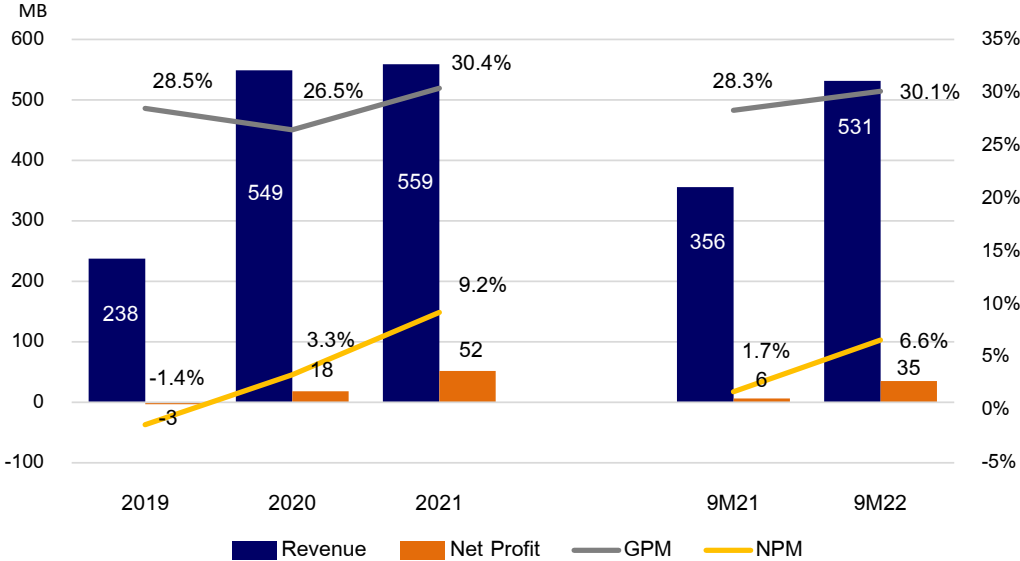
สำหรับงวด 9M22 รายได้รวมอยู่ที่ 532 ล้านบาท (+48% Y-Y) ซึ่งสัดส่วนหลักกว่า 87% มาจากรายได้ขายอสังหาริมทรัพย์ที่ 464 ล้านบาท (+31% Y-Y) จากจำนวนโครงการที่เพิ่มขึ้น หนุนการรับรู้โครงการต่อเนื่อง บวกกับมีการเปิดขาย 2 แห่งอย่างโครงการสิวรามณ์ เนเจอร์พลาซ่า (อัสสัมชัญ-ศรีราชา) ซึ่งเริ่มโอนใน 3Q22 ส่วนโครงการสิวรามณ์ เนเจอร์พลาซ่า 2 (สุขุมวิท-บางปู 83) ยังอยู่ระหว่างก่อสร้างและคาดว่าจะเริ่มโอนใน 4Q22 โดยสัดส่วนรายได้ที่มาจากโครงการใหม่ซึ่งมาร์จิ้นสูงขึ้น ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นขายอสังหาริมทรัพย์ปรับขึ้นเป็น 33.6% (+527bps Y-Y) นอกจากนี้ มีการบันทึกกำไรจากการขายที่ดิน 67 ล้านบาท คิดเป็น 13% ของรายได้รวม และอัตรากำไรขั้นต้น 6% เนื่องจากที่ดินในมือที่พื้พญาไม่สามารพัฒนาโครงการได้หลังทางราชการได้ประกาศเปลี่ยนสีตามผังเมือง ทำให้บริษัทมีกำไรสุทธิ 36 ล้านบาท (+73% Y-Y) และอัตรากำไรสุทธิ 6.7% (+90bps Y-Y)

อัตรารส่วนทางการเงิน

สำหรับด้านอัตรารส่วนทางการเงินปี 2019-2021 บริษัทมีอัตรารส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E ratio) เท่ากับ 0.7 เท่า, 1.0 เท่า 0.8 เท่า ตามลำดับ สอดคล้องกับอัตรารส่วนหนี้สินที่มีต่อผู้ถือหุ้น (IBD/E) อยู่ที่ 0.4 เท่า, 0.7 เท่า และ 0.5 เท่า ตามลำดับ โดยปี 2020 อัตรารส่วนที่สูงขึ้นมาจากเงินกู้ยืมจากบริษัทอื่นที่สูงขึ้นเพื่อใช้ซื้อที่ดินเพื่อพัฒนาโครงการ อย่างไรก็ตาม ปี 2021 อัตรารส่วนปรับลดจากการชำระหนี้กู้ยืมเงินและบุคคลอื่น รวมถึงผลกำไรสะสมที่เพิ่มขึ้น

ด้านผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ปี 2019-2021 เท่ากับ -0.6%, 2.2% และ 6.1% ตามลำดับ และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อยู่ที่ -1.0%, 4.4% และ 10.7% ตามลำดับ สอดคล้องกับผลประกอบการที่เพิ่มขึ้น

Exhibit 13: Revenue (MB), Net Profit (MB), %GPM, %NPM



Source: FSSIA's compilation

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ

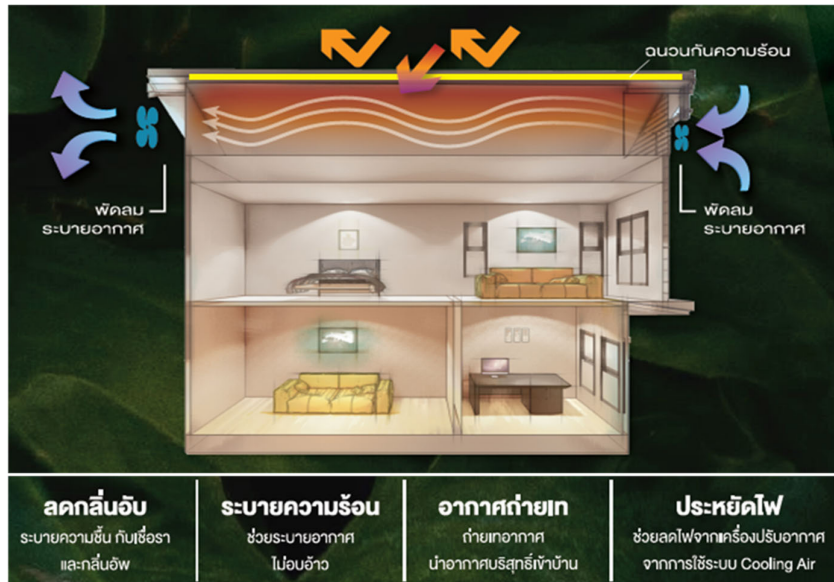
สร้างจุดขายด้วยแนวคิด Best Smart Living

SVR เน้นพัฒนาแนวราบทุกรูปแบบ ทั้งบ้านเดี่ยว บ้านแฝด และทาวน์โฮมในราคาขาย 1-7 ล้านบาท ในเขตกรุงเทพฯ และนิคมอุตสาหกรรม โดยให้ความสำคัญในเรื่องความคุ้มค่าทั้งแบบบ้าน ทำเล และราคาเป็นหัวใจหลัก ผ่าน 5 แปรนตีหลักที่ตอบโจทย์ความต้องการของลูกค้าที่แตกต่างกัน รวมถึงกระจายความเสี่ยงด้วยทำเลที่แตกต่างกันและค่านิ่งถึงอุปทานในพื้นที่ที่ไม่สูงนัก บนขนาดที่ดินแต่ละโครงการไม่เกิน 50 ไร่ ทำให้ใช้เวลาขายต่อโครงการเฉลี่ย 1-3 ปี โดยนับตั้งแต่การเปิดขาย 2 โครงการแรกตั้งแต่ 2019 ถึงปัจจุบัน บริษัทมีการพัฒนาโครงการแนวราบแล้วทั้งหมดจำนวน 9 โครงการ โดยปิดการขายแล้ว 2 โครงการ, อยู่ระหว่างขาย 6 โครงการ และอยู่ระหว่างพัฒนา 1 โครงการ

การพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของ SVR ขับเคลื่อนภายใต้แนวคิด Best Smart Living ด้วยจุดขายดังนี้

- 1) SMART Location เน้นพัฒนาโครงการในพื้นที่ใกล้แหล่งชุมชนหรือแหล่งทำงานที่มีความพร้อมด้านโครงสร้างพื้นฐานตอบสนองการเดินทางที่สะดวก ทั้งเส้นทางเข้าออกได้หลายทาง ใกล้ถนนสายหลัก ทางพิเศษ หรือรถไฟฟ้า โดยปัจจุบันพัฒนาโครงการตั้งอยู่ในจังหวัดสมุทรปราการ ชลบุรี และระยอง ซึ่งเป็นพื้นที่ที่มีผู้อยู่อาศัยหนาแน่น ยกตัวอย่าง ทำเลที่เป็นบริษัทเริ่มพัฒนาเป็นพื้นที่แรกเริ่มและเป็น Flagship ของบริษัทคือทำเลสุขุมวิท-บางปูที่อยู่ย่านนิคมอุตสาหกรรมบางปู และนิคมอุตสาหกรรมบางพลี ซึ่งเป็นที่ตั้งของโรงงานหลายแห่ง รวมถึงเป็นจุดเชื่อมต่อระหว่างกรุงเทพฯ กับนิคมอุตสาหกรรมต่างๆของจังหวัดอื่นเช่น จังหวัดชลบุรี จังหวัดระยอง และบริเวณท่าเรือแหลมฉบัง เป็นต้น ทำให้มีแนวโน้มการขายตัวของที่อยู่อาศัยที่หนาแน่นขึ้น
- 2) SMART Function เน้นออกแบบผลิตภัณฑ์ที่ตอบโจทย์ความต้องการและรูปแบบการใช้ชีวิตสมัยใหม่ของผู้บริโภค รวมถึงคำนึงถึงการใช้พื้นที่ใช้สอยให้เกิดประโยชน์สูงสุดสอดคล้องกับการใช้ชีวิตของผู้อาศัย
- 3) SMART Value ให้ความสำคัญทั้งขนาดบ้าน จำนวนห้อง และพื้นที่ใช้สอย โดยมีการออกแบบทุกส่วนของบ้านอย่างเป็นสัดส่วนให้เกิดการใช้ประโยชน์สูงสุดและครบการใช้งาน อาทิ ห้องนอนหรือห้องอเนกประสงค์ชั้นล่างที่สามารถดัดแปลงเป็นห้องนอนสำหรับผู้สูงอายุหรือห้องสำหรับประกอบกิจกรรมต่างๆ และติดตั้งฉนวนกันความร้อนที่จะเป็นระบบป้องกันและถ่ายเทความร้อนภายในบ้านเพื่อป้องกันความร้อนสะสมจากหลังคา รวมทั้งเลือกใช้วัสดุแผ่นผนังโครงสร้างคอนกรีตสำเร็จรูป (Precast Concrete) ในการก่อสร้าง ทำให้สามารถบริหารจัดการต้นทุนการก่อสร้างได้อย่างมีประสิทธิภาพ และสามารถกำหนดราคาให้ผู้บริโภคเข้าถึงได้มากขึ้น

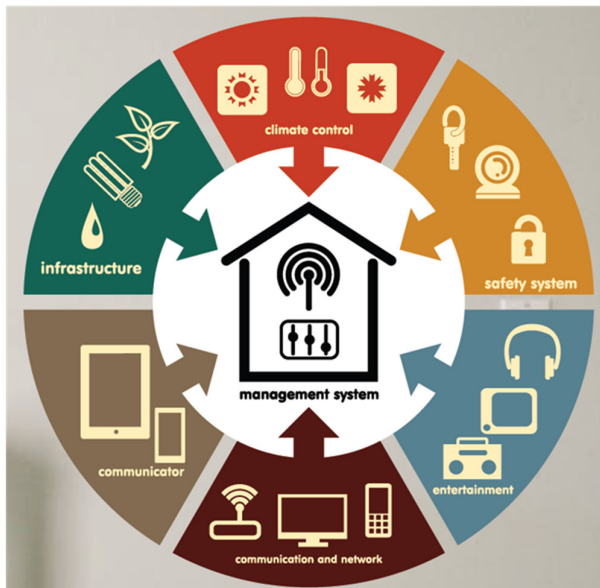
Exhibit 14: Cooling Air System



Source: FSSIA's compilation

- 4) SMART Home เน้นความทันสมัยและความสะดวกสบาย โดยมีการออกแบบบ้านในแต่ละโครงการให้มีระบบเทคโนโลยีต่างๆที่ทันสมัย อาทิ ไฟเปิด-ปิดอัตโนมัติเมื่อเดินผ่าน (Automation Light) ระบบสั่งงานเปิด-ปิดไฟในห้องต่างๆ (Light Control) ระบบสั่งงานเปิด-ปิดเครื่องใช้ไฟฟ้าต่างๆ (Appliances Control) ระบบกล้องวงจรปิดที่สามารถสื่อสารกับคนในกล้องได้ (Live Eyes) เป็นต้น

Exhibit 15: Smart Home



Source: FSSIA's compilation

Exhibit 16: Brand Identity

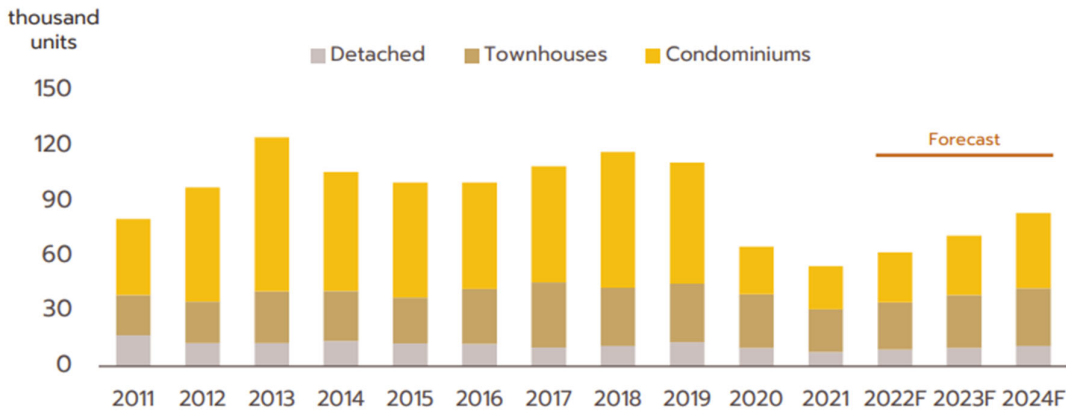
ชื่อแบรนด์โครงการ	โครงการ	จุดขาย
สิวารมณ ซิตี 	1 โครงการ สิวารมณ ซิตี (นิคมพัฒนา-ระยอง)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ บ้านเดี่ยว บ้านแฝดทาวน์โฮมและอาคารพาณิชย์ ▪ ทำเลต่างจังหวัด ▪ กลุ่มลูกค้ารายได้เฉลี่ยต่อเดือน 9,000 บาทขึ้นไป วัยทำงาน อายุ 25 ถึง 55 ปี ▪ ราคาขาย 1.7-3.0 ลบ./ยูนิต
สิวารมณ วิลเลจ  	3 โครงการ - สิวารมณ วิลเลจ (สุขุมวิท-เทพารักษ์) - สิวารมณ วิลเลจ(สุขุมวิท-บางปู 58) - สิวารมณ วิลเลจ (ชัยพฤกษ์-วงแหวน)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ บ้านแฝด ทาวน์โฮมและอาคารพาณิชย์ ▪ ทำเลใกล้รถไฟฟ้า ▪ กลุ่มลูกค้ารายได้เฉลี่ยต่อเดือน 25,000 บาทขึ้นไป วัยทำงาน อายุประมาณ 30 - 55 ปี เป็นนักธุรกิจหรือผู้บริหารระดับสูง ▪ ราคาขาย 2.5-5.0 ลบ./ยูนิต
สิวารมณ เนเจอร์พลาซ 	3 โครงการ - สิวารมณ เนเจอร์พลาซ (สุขุมวิท-บางปู) - สิวารมณ เนเจอร์พลาซ (อัสสัมชัญ-ศรีราชา) - สิวารมณ เนเจอร์พลาซ 2 (สุขุมวิท-บางปู)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ บ้านเดี่ยว บ้านแฝดและทาวน์โฮม ▪ ทำเลใกล้แหล่งอำนวยความสะดวก ห้าง/ทางด่วน ▪ กลุ่มลูกค้ารายได้เฉลี่ยต่อเดือน 30,000 บาทขึ้นไป วัยทำงาน อายุประมาณ 25 - 55 ปี ▪ ราคาขาย 2.5-5.9 ลบ./ยูนิต
สิวารมณ ปาร์ค 	1 โครงการ สิวารมณ ปาร์ค (สุขุมวิท-บางปู)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ บ้านเดี่ยว ▪ ทำเลโครงการชานเมือง ▪ กลุ่มลูกค้ารายได้เฉลี่ยต่อเดือน 40,000 บาทขึ้นไป วัยทำงาน อายุประมาณ 25 - 55 ปี ▪ ราคาขาย 3.5-4.3 ลบ./ยูนิต
สิวารมณ แกรนด์ 	1 โครงการ สิวารมณ แกรนด์ (สุขุมวิท - บางปู)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ บ้านเดี่ยว ▪ เน้นบรรยากาศโครงการ ▪ กลุ่มลูกค้ารายได้เฉลี่ยต่อเดือน 50,000 บาทขึ้นไป ▪ ราคาขาย 4.6-6.2 ลบ./ยูนิต

Sources: SVR; FSSIA's compilation

รับผลบวกอุปสงค์แนวราบขยายตัวตามเทรนด์อุตสาหกรรม

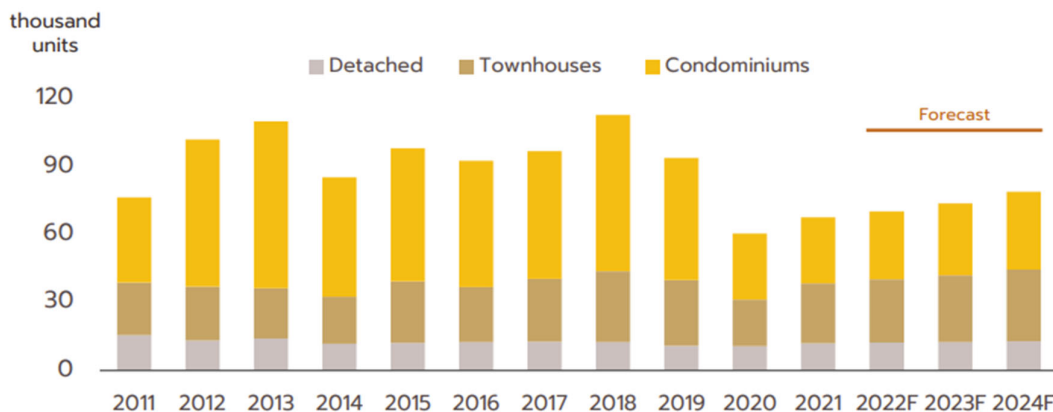
ภาพรวมตลาดอสังหาริมทรัพย์ปี 2023 มีแนวโน้มฟื้นตัวตามเศรษฐกิจ โดยสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติคาดการณ์ GDP ขยายตัว +3-4% ต่อเนื่องจากปี 2022 ที่คาด +3.2% ขณะที่อ้างอิงข้อมูลจากศูนย์วิจัยกรุงศรีคาดการณ์ปี 2023-2024 ยอดขายตลาดที่อยู่อาศัยเติบโต 5-7% ต่อปี (จากปี 2022 ที่คาด +4.5% Y-Y จาก 1) กำลังซื้อที่ฟื้นตัวตามเศรษฐกิจ รวมถึงการลงทุนและภาคท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว 2) การเร่งเดินหน้าโครงการเมกะโปรเจกต์ โดยเฉพาะด้านการคมนาคมขนส่ง 3) การเข้ามาลงทุนหรือทำงานในไทยของชาวต่างชาติ โดยศูนย์วิจัยคาดว่าจะเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 15-16% ต่อปี และคาดว่าผู้ประกอบการยังให้ความสำคัญกับการเปิดขายโครงการบ้านแนวราบ สอดคล้องกับความต้องการที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากตอบโจทย์การอยู่อาศัยระยะยาวจากพื้นที่ใช้สอยและฟังก์ชันที่เอื้อต่อการทำงานที่บ้านมากขึ้น โดยทำเลชานเมืองจะได้รับนิยมสูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับการพัฒนาโครงการของ SVR ซึ่งราคาที่ดินยังไม่สูงเท่าใจกลางเมือง และความเสี่ยงต่ำกว่าคอนโด เนื่องจากสามารถทยอยพัฒนาแบ่งเป็นเฟสได้ รวมถึงการขายเส้นทางโครงการรถไฟฟ้าเส้นทางที่ครอบคลุมพื้นที่รอบนอกมากขึ้น จะเอื้อต่อการขายโครงการของ SVR เช่นกัน ยกตัวอย่างโครงการสิวามรณ วิลเลจ (สุขุมวิท-เทพารักษ์) ซึ่งใกล้รถไฟฟ้า 2 สาย ทั้งรถไฟฟ้าสายสีเหลือง สถานีทีพวัล และรถไฟฟ้าสายสีเขียว สถานีสำโรง

Exhibit 17: New Units



Sources: AREA; Krungsri estimates

Exhibit 18: Units Sold



Sources: AREA; Krungsri estimates

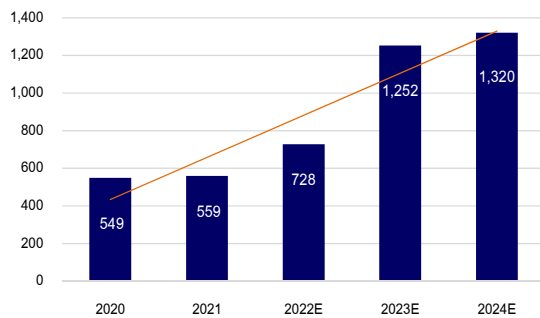
คาดการณ์กำไรปี 2023 โตก้าวกระโดดจากการเปิดขายโครงการใหม่

แนวโน้มกำไรสุทธิ 4Q22 คาดฟื้นตัว Q-Q จากการเริ่มรับรู้รายได้จาก 2 โครงการใหม่คือ สิวารมณ เนเจอร์พลาซ 2 (สุขุมวิท-บางปู 83) และโครงการสิวารมณ วิลเลจ (สุขุมวิท-บางปู 58) ที่เปิดตัวในช่วงเดือนก.ค. และต.ค. 2022 ทำให้คาดการณ์การดำเนินงานปี 2022 จะจบที่ 54 ล้านบาท (+6% Y-Y) ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นปี 2022 คาดใกล้เคียงกับปี 2021 ที่ 30.5% เนื่องจากมีส่วนรายได้ของการขายที่ดิน (One-time) ซึ่งมาร์จิ้นไม่สูง อย่างไรก็ตามอัตรากำไรขั้นต้นการขายอสังหาริมทรัพย์ขยับขึ้นจากปี 2021 ที่ 30.8% เป็นปี 2022 ที่ 33.0%

อย่างไรก็ดี ปี 2023-2024 คาดผลการดำเนินงานจะเติบโตก้าวกระโดดอยู่ที่ 186 ล้านบาท (+241% Y-Y) และ 189 ล้านบาท (+2% Y-Y) ตามลำดับ โดยมีปัจจัยหนุนมาจาก

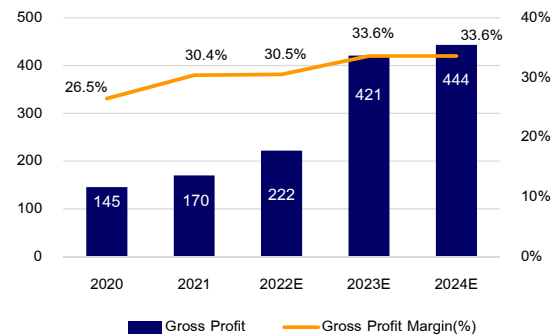
- 1) ยอดโอนปี 2023-2024 คาด +90% Y-Y และ +5% Y-Y อยู่ที่ 1.25 พันล้านบาท และ 1.3 พันล้านบาท ตามลำดับ จากปี 2022 ที่คาด 660 ล้านบาท (+19% Y-Y) โดยปี 2023 เราคาดว่าจะมีแผนจะเปิดโครงการใหม่ 3 แห่ง (จำนวนโครงการเปิดใหม่อิงจากปี 2022) คือ สิวารมณ วิลเลจ (ชัยพฤกษ์-วงแหวน) ที่เปิดตัวเดือนพ.ค. 2023 เริ่มโอน 3Q23 บนสมมติฐานรับรู้ยอดโอน 20% ของมูลค่าโครงการ ส่วนอีก 2 โครงการ คาดขยายไปในกลุ่มลูกค้า Segment บนมากขึ้น ราคาขาย 8-12 ล้านบาท/ยูนิต คาดเริ่มโอน 3Q23 บนสมมติฐานรับรู้ยอดโอน 15% ของมูลค่าแต่ละโครงการ ส่วนปี 2024 คาดเปิดจำนวนโครงการและสัดส่วนยอดโอนที่รับรู้เช่นเดียวกับปี 2023
- 2) อัตรากำไรขั้นต้นขายอสังหาริมทรัพย์ปี 2023-2024 คาดปรับขึ้นเป็น 33.5% จาก Project Mixed ของโครงการใหม่ที่เป็น Segment บนซึ่งมาร์จิ้นดีขึ้น เทียบกับช่วงที่ผ่านมาซึ่งรับรู้หลักเป็นโครงการเก่าที่ลดราคาขายเพื่อระบายสต็อก
- 3) ค่าใช้จ่ายการขายและบริหาร (SG&A) ต่อรายได้คาดปรับลงเป็น 18.5% ในปี 2022 และ 14-15% ในปี 2023-2024 เทียบกับปี 2021 ที่ 19.1% เนื่องจากได้รับประโยชน์ของ Economy of scale หลังรายได้เร่งตัวขึ้น

Exhibit 19: Total Revenue (MB)



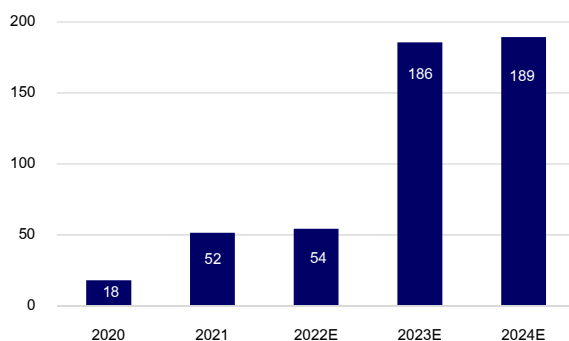
Sources: SVR; FSSIA estimates

Exhibit 20: Gross Profit (MB)



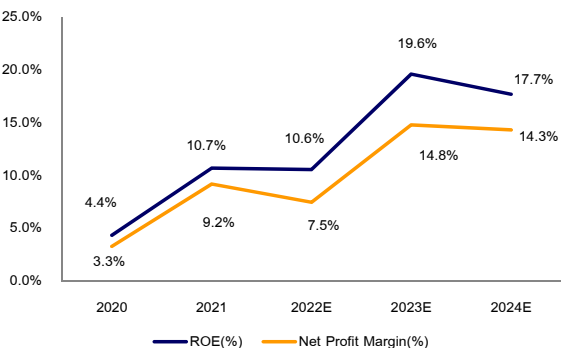
Sources: SVR; FSSIA estimates

Exhibit 21: Net Profit (MB)



Sources: SVR; FSSIA estimates

Exhibit 22: ROE, Net Profit Margin (%)



Sources: SVR; FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ SVR ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ที่ 8.0 เท่า
ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย Forward PE2023 ของบริษัทประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นผู้เล่นรายหลัก
ในประเทศจำนวน 12 ราย ประกอบด้วย AP, ASW, BRI, LH, LPN, NOBLE, ORI, PSH, QH, SC,
SIRI และ SPALI

ดังนั้น เราเลือกประเมินหุ้น SVR โดยอิง PE ที่ 8.0 เท่า และคาดการณ์ EPS ปี 2023 ที่ 0.36 บาท/หุ้น
จึงคำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2023 ที่ 3.00 บาทต่อหุ้น

อย่างไรก็ตาม ประเมินการของเราขึ้นกับความสำเร็จของการเปิดขายโครงการใหม่ เนื่องจากยอดโอน
รวมจากโครงการใหม่ 3 แห่งที่เปิดตัวในปี 2023 คิดเป็น 23% ของรายได้รวมปี 2023 โดยมีความเสี่ยง
ด้านยอดโอนที่อาจต่ำกว่าคาดหากยอดขายไม่เป็นไปตามเป้าเนื่องจากเป็นการเริ่มพัฒนาในทำเลใหม่
และกลุ่มลูกค้าใหม่อย่าง Segment บน ราคาขาย 8-12 ล้านบาท/ยูนิต (เทียบกับโครงการก่อนหน้านี้
บริษัทพัฒนาราคาเฉลี่ย 3 ล้านบาท/ยูนิต) รวมถึงอุปทานแนวราบในตลาดที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยอาจเกิด
การแข่งขันรุนแรงส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นอาจต่ำกว่าสมมติฐาน

Exhibit 23: Peers Comparison

Ticker	2021 GPM	2021 NPM	2021 ROE	Norm Profit Growth 2022E	Norm Profit Growth 2023E	Forward PE2022	Forward PE2023
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)
AP TB	32.4	13.2	14.7	6.8	3.0	6.6	6.4
ASW TB	44.7	19.3	19.3	2.9	31.5	6	4.9
BRI TB	31.5	15.8	27.9	70.7	21.2	7.6	6.0
LH TB	31.5	21.4	13.7	16.3	10.1	14.0	12.7
LPN TB	28.9	5.4	2.6	132.5	4.8	9.7	9.2
NOBLE TB	33	13.6	16.6	-21.1	85.5	10.0	6.9
ORI TB	38	22	22.9	35.4	14.0	7.5	6.6
PSH TB	28.9	7.9	6.1	46.6	5.2	7.7	7.4
QH TB	29.8	20.6	8.0	53.6	5.0	9.3	8.8
SC TB	30.8	10.6	10.1	17.5	5.8	7.2	6.8
SIRI TB	31.5	7.0	4.1	20.0	3.5	9.4	9.2
SPALI TB	39.9	24.2	15.3	-11.6	3.1	7.9	7.7
Avg	33.4	15.1	13.4	15.7	8.6	8.9	8.3
SVR TB	30.4	9.2	10.7	34.9	182.7		

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

SVR มีทุนจดทะเบียน 510 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 380 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 380 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1.00 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 130 ล้านหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งนี้นี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเติมมูลค่า 510 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 510 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1.00 บาท โดยจำนวนหุ้นที่ IPO ในครั้งนี้คิดเป็น 25.49% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

- 1) เพื่อเป็นเงินทุนสำหรับการพัฒนาโครงการตามแผนธุรกิจและแผนการตลาด
- 2) เพื่อชำระคืนเงินกู้ยืมระยะสั้นแก่บุคคลอื่น และบริษัท สิวารมณั ไซน่า จำกัด (SVC) ในส่วนที่เป็นส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม
- 3) เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ

Exhibit 24: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ SVR

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2565		ภายหลังเสนอขายหุ้นต่อประชาชน	
		จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)	จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)
1	ครอบครัววิจิตรวิริยะรักษ์	133,000,000	35.0	133,000,000	26.1
2	ครอบครัวมโนธรรมรักษา	118,200,000	31.1	118,200,000	23.2
3	ครอบครัวหวังไพฑูรย์	10,000,000	2.6	10,000,000	2.0
4	ครอบครัวจันทรัตน์	5,000,000	1.3	5,000,000	1.0
5	ผู้ถือหุ้นอื่น	113,800,000	29.9	113,800,000	22.3
	รวมก่อนการเสนอขายหุ้น	380,000,000	100.0	380,000,000	74.5%
	เสนอขายต่อประชาชน	130,000,000	-	130,000,000	25.5%
	รวมหลังการเสนอขายหุ้น	510,000,000	100.0	510,000,000	100.00%

Sources: SVR; FSSIA's compilation

นโยบายการจ่ายปันผล

ภายหลังจากที่ SVR เสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก (IPO) สำเร็จ SVR มีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิของงบการเงินเฉพาะกิจการ ภายหลังจากหักภาษีและเงินทุนสำรองตามกฎหมายและทุนสำรองอื่น (ถ้ามี) อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ โดยจะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน สถานะการเงิน สภาพคล่อง การขยายธุรกิจ ความจำเป็นในการใช้เงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน แผนการลงทุนและการขยายธุรกิจในอนาคต สภาพตลาด ความเหมาะสม และปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานและการบริหารงานของบริษัทฯ โดยอยู่ภายใต้เงื่อนไขที่ว่า บริษัทฯ จะต้องมีความเพียงพอสำหรับการดำเนินธุรกิจ และการดำเนินการดังกล่าวจะต้องก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้นตามที่คณะกรรมการบริษัท และ/หรือผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ เห็นสมควร

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการแข่งขันสูงในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

บริษัทประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย ประเภทที่อยู่อาศัยแนวราบเป็นหลัก ซึ่งมีผู้ประกอบการหลายรายทั้งที่เป็นบริษัทขนาดใหญ่และผู้ประกอบการขนาดเล็กมีการเปิดตัวโครงการใหม่ๆเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ส่งผลให้มีอุปทานเป็นจำนวนมาก และการแข่งขันสูงในตลาด

ความเสี่ยงจากความสำเร็จโครงการที่พัฒนาอยู่ต่อผลประกอบการ

ผลการดำเนินงานของบริษัทขึ้นอยู่กับความสำเร็จของโครงการที่อยู่ระหว่างการขายและพัฒนา โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ หลายด้าน ได้แก่ ภาวะเศรษฐกิจในประเทศ ความผันผวนทางการเมือง ภาวะเศรษฐกิจในระดับภูมิภาคและเศรษฐกิจโลก การเปลี่ยนแปลงของนโยบายที่ใช้อยู่ในปัจจุบันเกี่ยวกับภาษี การเงินและการคลังของประเทศไทย อุปสงค์และอุปทานของที่อยู่อาศัยประเภทบ้านแนวราบ ความคืบหน้าของการขยายระบบขนส่งมวลชน รวมถึงปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลกระทบต่อความเชื่อมั่นและกำลังซื้อของผู้ซื้อ เช่น อัตราดอกเบี้ย ราคาน้ำมัน โรคระบาด เป็นต้น หากโครงการดังกล่าวไม่สามารถขายได้ตามแผนที่กำหนดอาจมีผลกระทบจากอย่างมีนัยสำคัญ

ความเสี่ยงจากการจัดหาที่ดินเพื่อพัฒนาโครงการในอนาคต

การพัฒนาโครงการมีหนึ่งในปัจจัยสำคัญคือจัดหาที่ดินทำเลที่ตั้งโครงการที่มีศักยภาพ รวมถึงด้านราคา ซึ่งหากเป็นบริเวณที่มีผู้ประกอบการรายอื่นต้องการจะทำให้เกิดการแข่งขันทางราคาและอาจส่งผลกระทบต่อต้นทุนในการพัฒนาโครงการ รวมถึงการจัดหาที่ดินเพื่อพัฒนาของบริษัท

ความเสี่ยงจากความผันผวนของต้นทุนการพัฒนาโครงการ รวมถึงการขาดแคลนแรงงาน

ต้นทุนในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ที่สำคัญคือ ต้นทุนค่าวัสดุก่อสร้าง เช่น ปูน เหล็ก เป็นต้น ซึ่งเป็นสินค้าโภคภัณฑ์และมีความผันผวนตามราคาในตลาดโลก หากต้นทุนค่าวัสดุก่อสร้างปรับสูงขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ การจัดหาผู้รับเหมาก่อสร้างและแรงงานที่มีคุณภาพ เป็นปัจจัยที่มีความสำคัญอย่างหนึ่งของธุรกิจ กรณีที่ผู้รับเหมาหรือแรงงานไม่มีคุณภาพที่ดีพอ จะทำให้เกิดผลกระทบในทางลบกับโครงการ ทั้งด้านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากความเสียหายในการทำงาน, ความล่าช้าจากการก่อสร้างทำให้ไม่สามารถทำได้ตามเวลาที่กำหนด และชื่อเสียงของบริษัท

ความเสี่ยงจากนโยบายการปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของสถาบันการเงิน

ความเสี่ยงจากความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อทั้งสำหรับผู้ประกอบการ (Pre-Finance) อาจกระทบต่อบริษัทในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนสำหรับโครงการ รวมถึงสินเชื่อสำหรับผู้บริโภค (Post-Finance) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออนุมัติสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย อาจกระทบรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ของบริษัท

ความเสี่ยงจากโครงการที่การกระจุกตัวในพื้นที่จังหวัดสมุทรปราการ

บริษัทมีโครงการอยู่ระหว่างดำเนินการขายและพัฒนาทั้งหมด 4 โครงการ และแผนพัฒนาโครงการในอนาคตอีก 2 โครงการ รวม 6 โครงการ เป็นโครงการที่ตั้งอยู่ในจังหวัดสมุทรปราการ 5 โครงการ ซึ่งหากมีปัจจัยกระทบต่อจังหวัดสมุทรปราการ ไม่ว่าจะเป็นปัจจัยด้านเศรษฐกิจที่จะกระทบกำลังซื้อของคนในจังหวัดสมุทรปราการ ผู้ประกอบการรายใหม่ที่จะเข้ามาในพื้นที่ ทำให้ภาวะการแข่งขันสูงขึ้น รวมถึงภัยธรรมชาติ หรือการเปลี่ยนผังเมือง อาจทำให้บริษัทไม่สามารถขายหรือโอนกรรมสิทธิ์ได้ ทั้งนี้ก่อนการพัฒนาโครงการบริษัทเชื่อว่าได้ศึกษาความเป็นไปได้โดยคำนึงถึงปัจจัยเสี่ยงเหล่านี้ไว้แล้ว

Appendix

Company Overview

SVR ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยแนวราบในประเทศไทย มีความชำนาญและประสบการณ์ในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภท บ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์โฮม และอาคารพาณิชย์ มาอย่างต่อเนื่องมากกว่า 10 ปี

ปัจจุบันมีการพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยบ้านแนวราบในจังหวัดสมุทรปราการ บริเวณพื้นที่บางปู และเทพารักษ์ และทำเลที่มีการขยายตัวของนิคมอุตสาหกรรม เช่น นิคมบางปู และนิคมพัฒนาจังหวัดระยอง เป็นต้น โดยนับตั้งแต่การเปิดขาย 2 โครงการแรกตั้งแต่ 2019 ถึงปัจจุบัน บริษัทมีการพัฒนาโครงการแนวราบแล้วทั้งหมดจำนวน 9 โครงการ โดยปิดการขายแล้ว 2 โครงการ, อยู่ระหว่างขาย 6 โครงการ และอยู่ระหว่างพัฒนา 1 โครงการ มูลค่าโครงการรวม 4.6 พันล้านบาท

SVR มีแนวคิดหลัก Best Smart Living ซึ่งได้รับผลตอบรับที่ดีจากผู้บริโภค เนื่องจากบริษัทมีความโดดเด่นด้านการออกแบบบ้านรูปแบบโครงการ การจัดสรรพื้นที่ใช้สอยภายในบ้าน การประยุกต์ใช้เทคโนโลยีเข้าร่วมกับอุปกรณ์ต่างๆ ภายในบ้านเพื่ออำนวยความสะดวกให้แก่ผู้อยู่อาศัย และสิ่งอำนวยความสะดวกภายในโครงการให้สามารถตอบสนองความต้องการของผู้บริโภคยุคใหม่ในทุกแง่มุม

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2023 ของ SVR เท่ากับ 3.00 บาท บนคาดการณ์ EPS ที่ 0.36 บาท/หุ้น และอิง PER ที่ 8.0 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย Forward PE2023 ของบริษัทประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นผู้เสนอรายหลักในประเทศจำนวน 12 ราย

อย่างไรก็ตาม ประเมินการของเราขึ้นกับความสำเร็จของการเปิดขายโครงการใหม่ เนื่องจากยอดขายรวมจากโครงการใหม่ 3 แห่งที่เปิดตัวในปี 2023 คิดเป็น 23% ของรายได้รวมปี 2023 โดยมีความเสี่ยงด้านยอดขายที่อาจต่ำกว่าคาดหากยอดขายไม่เป็นไปตามเป้า เนื่องจากเป็นการเริ่มพัฒนาในทำเลใหม่และกลุ่มลูกค้าใหม่อย่าง Segment บน ราคาขาย 8-12 ล้านบาท/ยูนิต (เทียบกับโครงการก่อนหน้าของบริษัทพัฒนาราคาเฉลี่ย 3 ล้านบาท/ยูนิต) รวมถึงอุปทานแนวราบในตลาดที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยอาจเกิดการแข่งขันรุนแรงส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นอาจต่ำกว่าสมมติฐาน

ESG

Environment

- บริษัทให้ความสำคัญต่อการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมและความปลอดภัยในทุกกระบวนการของการดำเนินธุรกิจ
- กลุ่มบริษัทเลือกใช้เทคโนโลยีในการก่อสร้างด้วยระบบชิ้นส่วนคอนกรีตสำเร็จรูป (Precast) เพื่อลดเวลาในการก่อสร้าง ลดมลภาวะทางเสียง ฝุ่น กลิ่น และปัญหาการจราจรในโครงการ
- กลุ่มบริษัทมีแนวทางเพื่อลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมระหว่างการพัฒนาโครงการที่เกิดจากการก่อสร้าง การขนส่ง และการเผาไหม้ในพื้นที่โล่ง โดยการกำหนดให้ติดตั้งกำแพงสูง ห้ามไม่ให้มีการเผาขยะในพื้นที่ก่อสร้าง และติดตั้งเครื่องฟั่นละอองน้ำลดฝุ่นเป็นต้น
- กลุ่มบริษัทร่วมกับผู้รับเหมาบริหารจัดการขยะมูลฝอย และเศษวัสดุก่อสร้างที่อาจเป็นอันตรายแบ่งแยกอย่างชัดเจน เพื่อความเป็นระเบียบเรียบร้อยในโครงการ

Social

- กลุ่มบริษัทมีความมุ่งมั่นในการขับเคลื่อนการพัฒนาเพื่อยกระดับคุณภาพชีวิต และความเป็นอยู่ที่ดีให้กับชุมชน และสังคมโดยรอบ บริษัทได้ดำเนินงานด้านกิจกรรมเพื่อสังคมอย่างต่อเนื่อง และมุ่งหวังให้ชุมชนและสังคม เติบโตอย่างยั่งยืนควบคู่ไปกับการเจริญเติบโตของบริษัท
- กลุ่มบริษัทให้ความสำคัญกับประเด็นด้านสุขภาพและความปลอดภัยของผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของกลุ่มบริษัท ตลอดจนพนักงานของบริษัท โดยมีโครงการและกิจกรรมเพื่อสังคมด้านสุขภาพและความปลอดภัยต่างๆ อย่างต่อเนื่อง
- กลุ่มบริษัทมีการดำเนินการมอบประโยชน์สูงสุดแก่ชุมชนโดยรอบและการดำเนินการต่าง ๆ เพื่อให้มั่นใจได้ว่าชุมชนของบริษัทมีการพัฒนาและเติบโต ผ่านโครงการต่างๆ เช่น มอบคอมพิวเตอร์ให้แก่นักเรียน โครงการช่วยเหลือประชาชนที่ได้รับผลกระทบและความเดือดร้อนจากการแพร่ระบาดของโรคโควิด-19

Governance

- บริษัทมุ่งมั่นดำเนินธุรกิจอย่างถูกต้อง ด้วยความสุจริต เป็นธรรม โปร่งใส เปิดเผยข้อมูลที่สำคัญ และสามารถตรวจสอบได้ ซึ่งจะคำนึงถึงผลประโยชน์ และผลกระทบต่อผู้ถือหุ้น ลูกค้า คู่ค้า พนักงาน และผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย รวมถึงมีการแบ่งปันผลประโยชน์อย่างเหมาะสมและเป็นธรรม
- ดำเนินธุรกิจด้วยความโปร่งใสและตระหนักถึงความสำคัญในเรื่องการต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชันทุกรูปแบบ
- บริษัทจัดทำนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยคณะกรรมการบริษัทจะทบทวนและสอบทานนโยบายการกำกับดูแลกิจการของกลุ่มบริษัทฯ อย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง

Financial Statements

Sivarom Real Estate

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	549	559	728	1,252	1,320
Cost of goods sold	(398)	(380)	(499)	(824)	(868)
Gross profit	151	179	229	429	453
Other operating income	-	-	-	-	-
Operating costs	(92)	(107)	(135)	(178)	(194)
Operating EBITDA	59	72	94	251	259
Depreciation	(5)	(9)	(7)	(8)	(9)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	54	63	87	243	250
Net financing costs	(5)	(2)	(15)	(11)	(14)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	8	5	1	1	1
Non-recurring items	0	11	0	0	0
Profit before tax	57	77	73	233	237
Tax	(14)	(14)	(18)	(47)	(47)
Profit after tax	42	63	55	186	189
Minority interests	(24)	(12)	(1)	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	18	52	54	186	189
Non-recurring items & goodwill (net)	0	(11)	0	0	0
Recurring net profit	18	40	54	186	189
Per share (THB)					
Recurring EPS *	4.79	10.63	0.14	0.36	0.37
Reported EPS	4.79	13.58	0.14	0.36	0.37
DPS	0.00	0.00	0.00	0.15	0.15
Diluted shares (used to calculate per share data)	4	4	380	510	510
Growth					
Revenue (%)	131.0	1.8	30.1	72.1	5.4
Operating EBITDA (%)	12,120.6	21.5	31.3	165.9	3.2
Operating EBIT (%)	nm	17.2	38.7	178.0	2.9
Recurring EPS (%)	1,212.7	122.1	(98.7)	153.8	2.0
Reported EPS (%)	nm	183.6	(98.9)	153.8	2.0
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	26.5	30.4	30.5	33.6	33.6
Gross margin of key business (%)	26.5	30.4	30.5	33.6	33.6
Operating EBITDA margin (%)	10.8	12.9	13.0	20.0	19.6
Operating EBIT margin (%)	9.8	11.3	12.0	19.4	18.9
Net margin (%)	3.3	7.2	7.5	14.8	14.3
Effective tax rate (%)	24.9	17.7	24.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	-	-	-	40.0	40.0
Interest cover (X)	11.6	28.2	5.7	21.3	17.5
Inventory days	395.8	516.0	566.8	501.0	604.3
Debtor days	26.4	12.0	2.7	2.8	3.4
Creditor days	74.9	96.1	95.2	87.8	108.2
Operating ROIC (%)	9.5	10.0	9.7	19.2	15.9
ROIC (%)	8.9	8.1	8.2	16.8	14.2
ROE (%)	5.2	10.1	12.4	27.6	20.0
ROA (%)	6.7	6.5	6.5	13.6	11.4
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Project sales	540	554	660	1,252	1,320
Land sales	0	0	68	0	0
Precast sales	9	6	0	0	0

Sources: Sivarom Real Estate; FSSIA estimates

Financial Statements

Sivarom Real Estate

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Recurring net profit	18	40	54	186	189
Depreciation	5	9	7	8	9
Associates & minorities	-	-	-	-	-
Other non-cash items	-	-	-	-	-
Change in working capital	(172)	(89)	(325)	(271)	(239)
Cash flow from operations	(148)	(40)	(263)	(78)	(40)
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	-	-	(8)	(9)	(10)
Net acquisitions & disposals	3	23	-	-	-
Other investments (net)	-	-	-	-	-
Cash flow from investing	3	23	(8)	(9)	(10)
Dividends paid	0	(11)	(22)	(65)	(66)
Equity finance	57	34	1	310	0
Debt finance	152	(64)	319	(135)	105
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
Cash flow from financing	209	(41)	298	110	39
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	64	(57)	27	23	(12)
Free cash flow to firm (FCFF)	(139.76)	(14.43)	(255.72)	(75.19)	(36.07)
Free cash flow to equity (FCFE)	7.19	(80.58)	47.69	(221.67)	54.62

Per share (THB)

FCFF per share	(0.27)	(0.03)	(0.50)	(0.15)	(0.07)
FCFE per share	0.01	(0.16)	0.09	(0.43)	0.11
Recurring cash flow per share	6.22	12.97	0.16	0.38	0.39

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Tangible fixed assets (gross)	50	5	6	6	7
Less: Accumulated depreciation	(15)	(2)	(2)	(1)	(1)
Tangible fixed assets (net)	36	3	4	5	6
Intangible fixed assets (net)	4	5	5	5	5
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	-	-	-	-	-
Cash & equivalents	84	27	54	77	65
A/C receivable	33	4	7	12	13
Inventories	473	603	946	1,315	1,558
Other current assets	7	74	80	80	80
Current assets	597	708	1,087	1,484	1,715
Other assets	185	132	140	150	160
Total assets	823	848	1,236	1,644	1,886
Common equity	373	425	457	887	1,010
Minorities etc.	44	56	57	57	57
Total shareholders' equity	417	480	514	945	1,068
Long term debt	87	80	13	176	220
Other long-term liabilities	4	3	5	5	5
Long-term liabilities	90	83	18	181	225
A/C payable	86	115	146	250	264
Short term debt	218	161	547	249	310
Other current liabilities	12	9	11	19	20
Current liabilities	316	284	703	518	594
Total liabilities and shareholders' equity	823	848	1,236	1,644	1,886
Net working capital	416	558	877	1,138	1,367
Invested capital	641	698	1,026	1,298	1,538

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	98.12	111.74	1.20	1.74	1.98
Tangible book value per share	96.95	110.44	1.19	1.73	1.97

Financial strength

Net debt/equity (%)	53.0	44.6	98.5	36.9	43.5
Net debt/total assets (%)	26.8	25.3	41.0	21.2	24.6
Current ratio (x)	1.9	2.5	1.5	2.9	2.9
CF interest cover (x)	2.4	(32.3)	4.6	(17.5)	5.5

Valuation	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Recurring P/E (x) *	0.5	0.2	15.3	6.0	5.9
Recurring P/E @ target price (x) *	0.6	0.3	20.9	8.2	8.1
Reported P/E (x)	0.5	0.2	15.3	6.0	5.9
Dividend yield (%)	-	-	-	6.6	6.8
Price/book (x)	0.0	0.0	1.8	1.3	1.1
Price/tangible book (x)	0.0	0.0	1.8	1.3	1.1
EV/EBITDA (x) **	4.6	3.9	14.8	6.1	6.3
EV/EBITDA @ target price (x) **	4.7	3.9	18.0	7.7	7.9
EV/invested capital (x)	0.4	0.4	1.4	1.2	1.1

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: Sivarom Real Estate; FSSIA estimates

Corporate Governance report of Thai listed companies 2022

EXCELLENT LEVEL – Score range 90-100											
AAV	BAM	CIMBT	ECL	HENG	LALIN	NEP	PRG	SCC	SPRC	THRE	TTW
ADVANC	BANPU	CK	EE	HMPRO	LANNA	NER	PRM	SCCC	SPVI	THREL	TU
AF	BAY	CKP	EGCO	ICC	LHFG	NKI	PSH	SCG	SSC	TIPCO	TVDH
AH	BBIK	CM	EPG	ICHI	LIT	NOBLE	PSL	SCGP	SSSC	TISCO	TVI
AIRA	BBL	CNT	ETC	III	LOXLEY	NSI	PTG	SCM	SST	TK	TVO
AJ	BCP	COLOR	ETE	ILINK	LPN	NVD	PTA	SCN	STA	TKN	TPWC
AKP	BCPG	COM7	FN	ILM	LRH	NYT	PTTEP	SDC	STEC	TKS	UAC
AKR	BDMS	COMAN	FNS	IND	LST	OISHI	PTTGC	SEAFCO	STGT	TKT	UBIS
ALLA	BEM	COTTO	FPI	INTUCH	MACO	OR	PYLON	SEAOIL	STI	TMILL	UPOIC
ALT	BEYOND	CPALL	FPT	IP	MAJOR	ORI	Q-CON	SE-ED	SUN	TMT	UV
AMA	BGC	CPF	FSMART	IRC	MAKRO	OSP	QH	SELIC	SUSCO	TNDT	VCOM
AMARIN	BGRIM	CPI	FVC	IRPC	MALEE	OTO	QTC	SENA	SUTHA	TNITY	VGI
AMATA	BIZ	CPN	GC	ITEL	MBK	PAP	RABBIT	SENAJ	SVI	TOA	VIH
AMATAV	BKI	CRC	GEL	IVL	MC	PCSGH	RATCH	SGF	SYMC	TOP	WACOAL
ANAN	BOL	CSS	GFPT	JTS	MCOT	PDG	RBF	SHR	SYNTEC	TPBI	WAVE
AOT	BPP	DDD	GGC	JWD	METCO	PDJ	RS	SICT	TACC	TQM	WHA
AP	BRR	DELTA	GLAND	K	MFEC	PG	S	SIRI	TASCO	TRC	WHAUP
APURE	BTS	DEMCO	GLOBAL	KBANK	MINT	PHOL	S&J	SIS	TCAP	TRUE	WICE
ARIP	BTW	DOHOME	GPI	KCE	MONO	PLANB	SAAM	SITHAI	TEAMG	TSC	WINNER
ASP	BWG	DRT	GPSC	KEX	MOONG	PLANET	SABINA	SMPC	TFMAMA	TSR	XPG
ASW	CENTEL	DTAC	GRAMMY	KGI	MSC	PLAT	SAMART	SNC	THANA	TSTE	ZEN
AUCT	CFRESH	DUSIT	GULF	KKP	MST	PORT	SAMTEL	SONIC	THANI	TSTH	
AWC	CGH	EA	GUNKUL	KSL	MTC	PPS	SAT	SORKON	THCOM	TTA	
AYUD	CHEWA	EASTW	HANA	KTB	MVP	PR9	SC	SPALI	THG	TTB	
BAFS	CHO	ECF	HARN	KTC	NCL	PREB	SCB	SPI	THIP	TTCL	

VERY GOOD LEVEL – Score range 80-89											
2S	ASIMAR	CHOTI	ESSO	INSURE	LH	NRF	PROEN	SCI	SR	TMC	UMI
7UP	ASK	CHOW	ESTAR	IRCP	LHK	NTV	PROS	SCP	SRICHA	TMD	UOBKH
ABM	ASN	CI	FE	IT	M	NUSA	PROUD	SE	SSF	TMI	UP
ACE	ATP30	CIG	FLOYD	ITD	MATCH	NWR	PSG	SECURE	SSP	TNL	UPF
ACG	B	CITY	FORTH	J	MBAX	OCC	PSTC	SFLEX	STANLY	TNP	UTP
ADB	BA	CIVIL	FSS	JAS	MEGA	OGC	PT	SFP	STC	TNR	VIBHA
ADD	BC	CMC	FTE	JCK	META	ONEE	PTC	SFT	STPI	TOG	VL
AEONTS	BCH	CPL	GBX	JCKH	MFC	PACO	QLT	SGP	SUC	TPA	VPO
AGE	BE8	CPW	GCAP	JMT	MGT	PATO	RCL	SIAM	SVOA	TPAC	VRANDA
AHC	BEC	CRANE	GENCO	JR	MICRO	PB	RICHY	SINGER	SVT	TPCS	WGE
AIE	BH	CRD	GJS	KBS	MILL	PICO	RJH	SKE	SWC	TIPLI	WIHK
AIT	BIG	CSC	GTB	KCAR	MTSIB	PIMO	ROJNA	SKN	SYNEX	TIPIP	WIN
ALUCON	BJC	CSP	GYT	KGEN	MK	PIN	RPC	SKR	TAE	TPLAS	WINMED
AMANAH	BJCHI	CV	HEMP	KIAT	MODERN	PJW	RT	SKY	TAKUNI	TPS	WORK
AMR	BLA	CWT	HPT	KISS	MTI	PL	RWI	SLP	TCC	TQR	WP
APCO	BR	DCC	HTC	KK	NATION	PLE	S11	SMART	TCMC	TRITN	XO
APCS	BRI	DHOUSE	HUMAN	KOOL	NCAP	PM	SA	SMD	TFG	TRT	YUASA
AQUA	BROOK	DITTO	HYDRO	KTIS	NCH	PMTA	SABUY	SMIT	TFI	TRU	ZIGA
ARIN	BSM	DMT	ICN	KUMWEL	NDR	PPP	SAK	SMT	TFM	TRV	
ARROW	BYD	DOD	IFS	KUN	NETBAY	PPPM	SALEE	SNNP	TGH	TSE	
AS	CBG	DPAINT	IIG	KWC	NEX	PRAPAT	SAMCO	SNP	TIDLOR	TVT	
ASAP	CEN	DV8	IMH	KWM	NINE	PRECHA	SANKO	SO	TIGER	TWP	
ASEFA	CHARAN	EASON	INET	L&E	NNCL	PRIME	SAPPE	SPA	TIPH	UBE	
ASIA	CHAYO	EFORL	INGRS	LDC	NOVA	PRIN	SAWAD	SPC	TITLE	UEC	
ASIAN	CHG	ERW	INSET	LEO	NPK	PRINC	SCAP	SPCG	TM	UKEM	

GOOD LEVEL – Score range 70-79											
A	BEAUTY	CMAN	EMC	HL	KWI	MORE	PF	RSP	SUPER	TOPP	VARO
A5	BGT	CMO	EP	HTECH	KYE	MPIC	PK	SIMAT	TC	TPCH	W
AI	BLAND	CMR	EVER	IHL	LEE	MUD	PPM	SISB	TCCC	TPOLY	WFX
ALL	BM	CPANEL	F&D	INOX	LPH	NC	PRAKIT	SK	TCJ	TRUBB	WPH
ALPHAX	BROCK	CPT	FMT	JAK	MATI	NEWS	PTECH	SOLAR	TEAM	TTI	YGG
AMC	BSBM	CSR	GIFT	JMART	M-CHAI	NFC	PTL	SPACK	THE	TYCN	
APP	BTNC	CTW	GLOCON	JSP	MCS	NSL	RAM	SPG	THMUI	UMS	
AQ	CAZ	D	GLORY	JUBILE	MDX	NV	ROCK	SQ	TKC	UNIQ	
AU	CCP	DCON	GREEN	KASET	MENA	PAF	RP	STARK	TNH	UPA	
B52	CGD	EKH	GSC	KCM	MJD	PEACE	RPH	STECH	TNPC	UREKA	

Disclaimer:

The disclosure of the survey results of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey results may be changed after that date. FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such survey results.

* CGR scoring should be considered with news regarding wrong doing of the company or director or executive of the company such unfair practice on securities trading, fraud, and corruption SEC imposed a civil sanction against insider trading of director and executive

Sources: Thai Institute of Directors Association (IOD); FSSIA's compilation; data as of 26 October 2021

Anti-corruption Progress Indicator

CERTIFIED

2S	BCPG	CPI	GCAP	JR	MCOT	PHOL	RABBIT	SNC	THANI	TTCL
7UP	BE8	CPL	GEL	K	META	PK	RATCH	SNP	THCOM	TU
ADVANC	BEC	CPN	GFPT	KASET	MFC	PL	RML	SORKON	THIP	TVDH
AF	BEYOND	CRC	GGC	KBANK	MFEC	PLANB	RWI	SPACK	THRE	TVI
AI	BGC	CSC	GJS	KBS	MILL	PLANET	S&J	SPALI	THREL	TVO
AIE	BGRIM	DCC	GPI	KCAR	MINT	PLAT	SAAM	SPC	TIDLOR	TWPC
AIRA	BKI	DELTA	GPSC	KCE	MONO	PM	SABINA	SPI	TIPCO	UBE
AJ	BLA	DEMCO	GSTEEL	KGEN	MOONG	PPP	SAPPE	SPRC	TISCO	UBIS
AKP	BPP	DIMET	GULF	KGI	MSC	PPPM	SAT	SRICHA	TKS	UEC
AMA	BROOK	DRT	GUNKUL	KKP	MST	PPS	SC	SSF	TKT	UKEM
AMANAHA	BRR	DTAC	HANA	KSL	MTC	PR9	SCB	SSP	TMILL	UOBKH
AMATA	BSBM	DUSIT	HARN	KTB	MTI	PREB	SCC	SSSC	TMT	UPF
AMATAV	BTS	EA	HEMP	KTC	NEP	PRG	SCCC	SST	TNITY	UV
AP	BWG	EASTW	HENG	KWI	NINE	PRINC	SCG	STA	TNL	VGI
APCS	CEN	EGCO	HMPRO	L&E	NKI	PRM	SCGP	STGT	TNP	VIH
AS	CENDEL	EP	HTC	LANNA	NOBLE	PROS	SCM	STOWER	TNR	WACOAL
ASIAN	CFRESH	EPG	ICC	LH	NOK	PSH	SCN	SUSCO	TOG	WHA
ASK	CGH	ERW	ICHI	LHFG	NSI	PSL	SEAOIL	SVI	TOP	WHAUP
ASP	CHEWA	ESTAR	IFS	LHK	NWR	PSTC	SE-ED	SYMC	TOPP	WICE
AWC	CHOTI	ETE	III	LPN	OCC	PT	SELIC	SYNTEC	TPA	WIIK
AYUD	CHOW	FE	ILINK	LRH	OGC	PTG	SENA	TAE	TPCS	XO
B	CIG	FNS	INET	M	ORI	PTT	SGP	TAKUNI	TPP	YUASA
BAFS	CIMBT	FPI	INSURE	MAJOR	PAP	PTTEP	SINGER	TASCO	TRU	ZEN
BAM	CM	FPT	INTUCH	MAKRO	PATO	PTTGC	SIRI	TCAP	TRUE	ZIGA
BANPU	CMC	FSMART	IRC	MALEE	PB	PYLON	SITHAI	TCMC	TSC	
BAY	COM7	FSS	IRPC	MATCH	PCSGH	Q-CON	SKR	TFG	TSTE	
BBL	COTTO	FTE	ITEL	MBAX	PDG	QH	SMIT	TFI	TSTH	
BCH	CPALL	GBX	IVL	MBK	PDJ	QLT	SMK	TFMAMA	TTA	
BCP	CPF	GC	JKN	MC	PG	QTC	SMPC	TGH	TTB	

DECLARED

AH	CHG	DHOUSE	EVER	J	KUMWEL	NRF	RS	SUPER	TQM	VIBHA
ALT	CI	DOHOME	FLOYD	JMART	LDC	NUSA	SAK	SVT	TRT	W
APCO	CPR	ECF	GLOBAL	JMT	MEGA	OR	SIS	TKN	TSI	WIN
ASW	CPW	EKH	ILM	JTS	NCAP	PIMO	SSS	TMD	VARO	
B52	DDD	ETC	INOX	KEX	NOVA	PLE	STECH	TMI	VCOM	

Level

Certified	This level indicates practical participation with thoroughly examination in relation to the recommended procedures from the audit committee or the SEC's certified auditor, being a certified member of Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) or already passed examination to ensure independence from external parties.
Declared	This level indicates determination to participate in the Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC)

Disclaimer:

The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by Thaipat Institute, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies of the Office of the Securities and Exchange Commission. Thaipat Institute made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of Thaipat Institute that is a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment results.

Note: Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of 26 October 2021) are categorised into: 1) companies that have declared their intention to join CAC, and; 2) companies certified by CAC.

Sources: The Securities and Exchange Commission, Thailand; * FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Thanyatorn Songwutti FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSS makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSS has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSS does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited

FSSIA may incorporate the recommendations and target prices of companies currently covered by FSS Research into equity research reports, denoted by an 'FSS' before the recommendation. FSS Research is part of Finansia Syrus Securities Public Company Limited, which is the parent company of FSSIA.

All share prices are as at market close; unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.