

# ORNSIRIN HOLDING

## ORN TB

THAILAND / PROPERTY DEVELOPMENT

### ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ชั้นนำในเชียงใหม่

TARGET PRICE  
IPO PRICE

THB1.80  
THB1.49

- ORN พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยเพื่อขาย ครอบคลุมโครงการแนวราบและแนวสูงในจังหวัดเชียงใหม่ ภายใต้ประสบการณ์ในแวดวงกว่า 17 ปี
- คาดการณ์กำไรปี 2023 ลดลง 25% y-y ก่อนฟื้นตัวปี 2024-2025 เฉลี่ย 26.6% CAGR
- ประเมินมูลค่าหุ้น อิง PER 8.0 เท่า ได้ราคาเหมาะสมปี 2024 ที่ 1.80 บาท

### ธุรกิจพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยในจังหวัดเชียงใหม่

ORN ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยเพื่อขาย ปัจจุบันอยู่ในพื้นที่จังหวัดเชียงใหม่ทั้งหมด ประกอบด้วยโครงการแนวราบ อาทิ บ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์โฮม และอาคารพาณิชย์ รวมถึงโครงการแนวสูง อาทิ คอนโดมิเนียม Low rise และคอนโด High rise โดย ณ สิ้น 1Q23 ORN มีโครงการพัฒนาแล้วทั้งหมด 20 โครงการ มูลค่ารวม 1.65 หมื่นล้านบาท ซึ่งสามารถปิดการขายแล้ว 2 โครงการ ส่วนที่เหลืออยู่ระหว่างก่อสร้างและรอพัฒนารวม 18 โครงการ มูลค่ารวม 1.55 หมื่นล้านบาท

### สร้างจุดขายจากทำเลและความหลากหลายของสินค้า

การดำเนินธุรกิจของ ORN ถูกขับเคลื่อนด้วยกลุ่มผู้บริหารที่มีประสบการณ์ในแวดวงอสังหาริมทรัพย์ในเชียงใหม่มานานกว่า 17 ปี และลงทุนสะสมที่ดินเปล่าที่มีศักยภาพต่อเนื่อง ทำให้บริษัทมีที่ดินบนทำเลที่มีศักยภาพสูง เดินทางสะดวก กระจายในหลายพื้นที่ ซึ่งเป็นส่วนสร้างข้อได้เปรียบ อีกทั้ง การพัฒนาโครงการผ่าน 10 แบรินด์หลัก ครอบคลุมทุกประเภทและทุกระดับราคา สามารถรองรับความต้องการของลูกค้าได้ทุกกลุ่มทั้งกลุ่มไทยและต่างชาติ รวมถึงความต้องการซื้อเพื่ออยู่อาศัยและเพื่อการลงทุน

### คาดการณ์กำไรปี 2023 ชะลอลง ก่อนฟื้นตัวในปี 2024-2025

เราประเมินผลประกอบการปี 2023 ลดลงเป็น 210 ล้านบาท (-25% y-y) หลังเร่งรับรู้คอนโด High rise ขนาดใหญ่และมาร์จิ้นสูงอย่าง The Astra Sky River ใน 4Q22 ส่งผลให้รายได้และอัตรากำไรขั้นต้นปรับลง ประกอบกับ SG&A สูงขึ้นจากค่าใช้จ่าย IPO อย่างไรก็ตาม ในปี 2024-2025 เราคาดการณ์กำไรสุทธิจะฟื้นตัวต่อเนื่องที่ 324 ล้านบาท (+54% y-y) และ 337 ล้านบาท (+4% y-y) ตามลำดับ สอดคล้องกับรายได้ที่เร่งขึ้น โดยปี 2024 พึ่งพายอดโอนจากแนวราบเป็นหลัก ส่วนปี 2025 มีคอนโด High rise สร้างเสร็จใหม่ อีกทั้ง บริษัทมีแผนเปิดโครงการใหม่ใน 2023-2024 จำนวน 9 โครงการ มูลค่ารวม 5.2 พันล้านบาท เป็นแนวราบ 6 โครงการ และคอนโด 3 โครงการ

### ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2024 เท่ากับ 1.80 บาท

เราประเมินมูลค่าของ ORN อิง PE 8.0 เท่า ใกล้เคียง Forward PE 2024 ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ 12 รายหลัก คำนวณมูลค่าเหมาะสมปี 2024 ที่ 1.80 บาท ขณะที่ความเสี่ยงต่อประมาณการคือยอดขายและยอดโอนแนวราบต่ำกว่าคาด

### KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022E	2023E	2024E	2025E
Revenue	1,534	1,329	1,830	1,897
Net profit	281	210	324	337
EPS (THB)	25.69	0.14	0.22	0.22
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	372	274	412	430
Recurring net profit	281	210	324	337
Core EPS (THB)	25.69	0.14	0.22	0.22
EPS growth (%)	273.3	(99.5)	54.1	4.0
Core P/E (x)	0.1	10.6	6.9	6.6
Dividend yield (%)	-	-	5.8	6.0
EV/EBITDA (x)	1.2	8.9	5.2	4.6
Price/book (x)	0.0	0.8	0.8	0.7
Net debt/Equity (%)	19.8	7.6	(3.2)	(8.8)
ROE (%)	13.9	8.6	11.4	11.0

### ORN's IPO summary

รายละเอียด	
Pre-IPO shares	1,093.5 ล้านหุ้น
Share offering	406.5 ล้านหุ้น คิดเป็น 27.10% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) เงินทุนสำหรับการลงทุนซื้อที่ดินที่มีศักยภาพสำหรับนำไปพัฒนาโครงการ และ/หรือเงินลงทุนและค่าใช้จ่ายในการพัฒนาโครงการตามแผนธุรกิจและแผนการตลาด 2) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ
Financial advisor	Asset Pro Management
Lead Underwriter	Phillip Securities (Thailand), UOB KayHian Securities (Thailand)

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

ALL RECEIPTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF ORN BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY ASSET PRO MANAGEMENT



**Thanyatorn Songwutti**

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 101203  
thanyatorn.s@fssia.com, +66 2646 9963

## สารบัญ

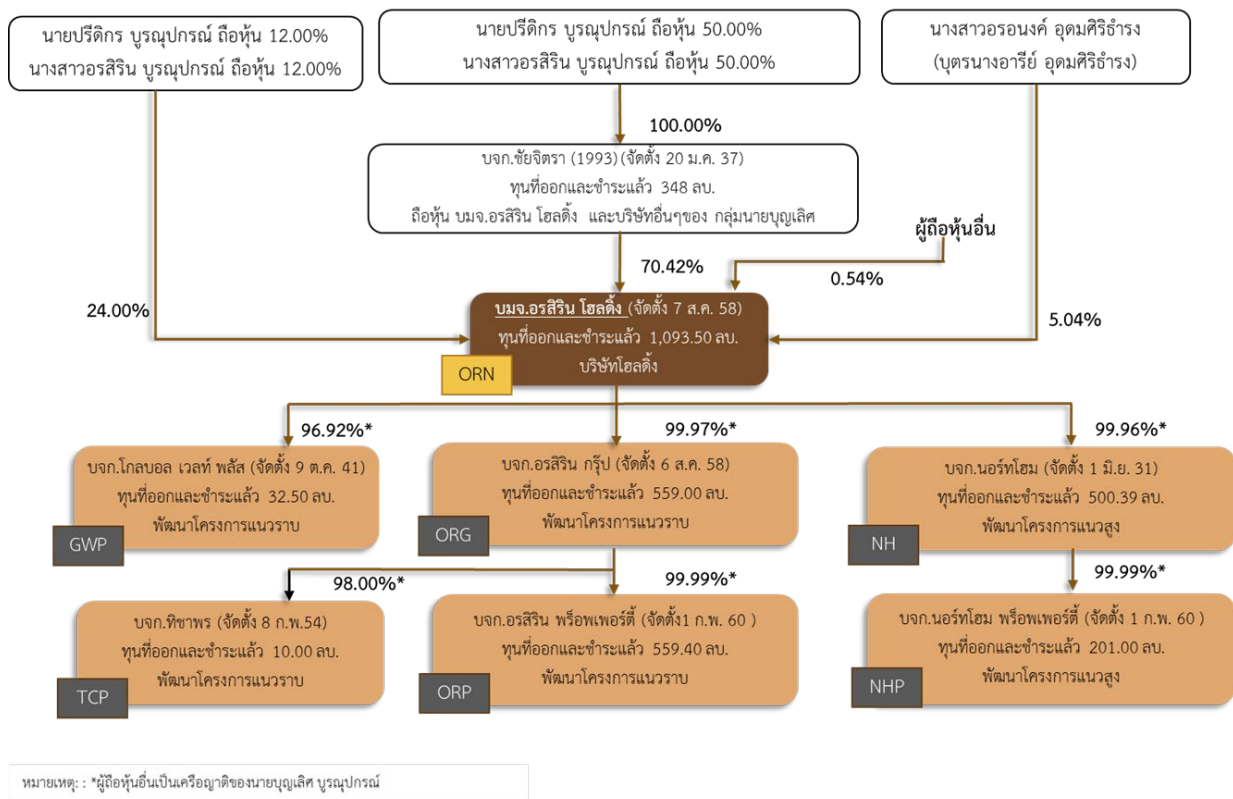
ลักษณะการประกอบธุรกิจ .....	3
ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ชั้นนำในเชียงใหม่ .....	4
ผลการดำเนินงานในอดีต .....	10
ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ .....	12
ประเมินมูลค่าเหมาะสม .....	18
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล .....	19
ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ.....	20
<b>Appendix</b> .....	21

## ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท ออร์สิริน โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) หรือ ORN ก่อตั้งขึ้นในปี 2015 โดยกลุ่มคุณบุญเลิศ บุรณุปกรณ์ และพี่น้อง ซึ่งมีความชำนาญและประสบการณ์ในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในพื้นที่จังหวัดเชียงใหม่มานานกว่า 17 ปี เดิมคุณบุญเลิศ บุรณุปกรณ์ และน้องชายคือคุณปกรณ์ บุรณุปกรณ์ ร่วมลงทุนทำธุรกิจค้าที่ดินเปล่าและสะสมที่ดินเปล่าในจังหวัดเชียงใหม่ ก่อนเล็งเห็นศักยภาพการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์และเริ่มพัฒนาโครงการหมู่บ้านจัดสรรในปี 2006 เป็นต้นไป ต่อมาได้ต่อยอดการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์แนวสูงอย่างคอนโดมิเนียมตั้งตั้งแต่ปี 2011 ปัจจุบันกลุ่ม ORN บริษัทย่อยภายใต้การบริหารจัดการโดยคุณปริติกร บุรณุปกรณ์ ในฐานะประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (บุตรชายของคุณบุญเลิศ บุรณุปกรณ์) ร่วมกับผู้บริหารท่านอื่นๆ และคุณบุญเลิศ บุรณุปกรณ์ ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริหาร

กลุ่ม ORN ดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยเพื่อขาย โดยโครงการทั้งหมดอยู่ในพื้นที่จังหวัดเชียงใหม่ ประกอบด้วย 1) โครงการอสังหาริมทรัพย์แนวราบ อาทิ บ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์โฮม และอาคารพาณิชย์ 2) โครงการอสังหาริมทรัพย์แนวสูง อาทิ คอนโดมิเนียมแนวราบ (Low rise) และคอนโดมิเนียมแนวสูง (High rise) โดยมีบริษัทย่อยทั้งหมด 6 บริษัท

### Exhibit 1: โครงสร้างกลุ่มบริษัท



Source: ORN

## ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ชั้นนำในเชียงใหม่

กลุ่ม ORN มุ่งพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยภายใต้แนวคิดหลัก คือ ความสมบูรณ์แบบแห่งการอยู่อาศัย ตอบโจทย์กลุ่มลูกค้าเป้าหมายต่างๆ อาทิ กลุ่มผู้อาศัยในจังหวัดเชียงใหม่ คนต่างจังหวัด หรือชาวต่างชาติ ซึ่งรวมถึงกลุ่มคนรุ่นใหม่ กลุ่มนักเรียน กลุ่มนักศึกษา วัยทำงาน และกลุ่มครอบครัว อีกทั้งวัตถุประสงค์เพื่อเป็นที่พักอาศัย ที่พักผ่อนเชิงท่องเที่ยว เพื่อการลงทุน หรือเพื่อการพาณิชย์

กลุ่มบริษัทพัฒนาโครงการภายใต้ 10 แบรินด์หลักตามความต้องการของกลุ่มเป้าหมายแต่ละกลุ่ม ดังนี้

### Exhibit 2: Brand Identity

กลุ่มแบรนด์	ประเภทสินค้า	ช่วงราคา	กลุ่มลูกค้าเป้าหมาย
<b>โครงการแนวราบ</b>			
	ทาวน์โฮม, บ้านแฝด	2.5-4.0 ล้านบาท	<ul style="list-style-type: none"> <li>ผู้ที่ต้องการอาศัยใกล้เมืองหรือทำงานในเมือง</li> <li>อายุ 25-45 ปี รายได้ครอบครัว 35,000 - 60,000 บาท</li> <li>กลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลักและจังหวัดใกล้เคียง</li> </ul>
	บ้านเดี่ยว, บ้านแฝด	3.0-8.0 ล้านบาท	<ul style="list-style-type: none"> <li>ผู้ที่ต้องการแยกครอบครัวหรือเริ่มต้นครอบครัว</li> <li>อายุ 30-45 ปี รายได้ครอบครัว 60,000 - 80,000 บาท</li> <li>กลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลัก คนกรุงเทพฯ ที่ต้องการย้ายถิ่นฐานหรือบ้านหลังที่ 2 และจังหวัดใกล้เคียง</li> </ul>
	บ้านเดี่ยว	2.0-5.0 ล้านบาท	<ul style="list-style-type: none"> <li>คนที่ต้องการแยกครอบครัวหรือเริ่มต้นครอบครัว</li> <li>อายุ 35-50 ปี รายได้ครอบครัว 60,000 - 80,000 บาท</li> </ul>
	บ้านเดี่ยว	5.0-15.0 ล้านบาท	<ul style="list-style-type: none"> <li>ครอบครัวใหญ่หรือมีตั้งแต่ 3 เจเนอเรชัน</li> <li>อายุ 35-50 ปี รายได้ครอบครัว 80,000 - 150,000 บาท</li> <li>กลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลัก คนกรุงเทพฯ ที่ต้องการย้ายถิ่นฐานหรือบ้านหลังที่ 2 และจังหวัดใกล้เคียง</li> </ul>
	บ้านเดี่ยว	20.0-35.0 ล้านบาท	<ul style="list-style-type: none"> <li>นักธุรกิจหรือเจ้าของกิจการที่ต้องการรางวัลแห่งความสำเร็จให้กับชีวิต อายุ 35-55 ปี</li> <li>รายได้ครอบครัวตั้งแต่ 200,000 บาทขึ้นไป</li> <li>กลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่และคนกรุงเทพฯ ที่ต้องการย้ายถิ่นฐานหรือบ้านหลังที่ 2 เป็นหลัก และจังหวัดใกล้เคียง</li> </ul>
	อาคารพาณิชย์	4.0-8.0 ล้านบาท	<ul style="list-style-type: none"> <li>เจ้าของกิจการ อายุ 35-50 ปี</li> <li>รายได้ครอบครัวตั้งแต่ 60,000 - 80,000 บาท</li> <li>กลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลักและจังหวัดใกล้เคียง</li> </ul>
	อาคารพาณิชย์	2.0-8.0 ล้านบาท	<ul style="list-style-type: none"> <li>เจ้าของกิจการ อายุ 30-45 ปี</li> <li>รายได้ครอบครัวตั้งแต่ 35,000 - 65,000 บาท</li> <li>กลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลักและจังหวัดใกล้เคียง</li> </ul>
<b>บิเนสเซ็นเตอร์</b>			
<b>โครงการแนวสูง</b>			
	Low rise Condominium	1.5-3.5 ล้านบาท	<ul style="list-style-type: none"> <li>กลุ่มผู้เริ่มทำงาน ต้องการอาศัยในเมือง อายุ 25-40 ปี</li> <li>รายได้ครอบครัว 25,000 - 40,000 บาท</li> <li>กลุ่มชาวต่างชาติ กลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลัก และจังหวัดใกล้เคียง</li> </ul>
	High rise Condominium	1.7-5.0 ล้านบาท	<ul style="list-style-type: none"> <li>กลุ่มผู้ที่ทำงานในเมือง อายุ 25-40 ปี</li> <li>รายได้ครอบครัวตั้งแต่ 30,000 - 60,000 บาท</li> <li>กลุ่มชาวต่างชาติ กลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลัก คนกรุงเทพฯ ที่ต้องการย้ายถิ่นฐานหรือบ้านหลังที่ 2 และจังหวัดใกล้เคียง</li> </ul>
	High rise Condominium	3.0-17.0 ล้านบาท	<ul style="list-style-type: none"> <li>นักธุรกิจและกลุ่มผู้ทำงานในเมือง อายุ 35-55 ปี</li> <li>รายได้ครอบครัวตั้งแต่ 50,000 - 200,000 บาท</li> <li>กลุ่มชาวต่างชาติ กลุ่มคนจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลัก คนกรุงเทพฯ ที่ต้องการย้ายถิ่นฐานหรือบ้านหลังที่ 2 และจังหวัดใกล้เคียง</li> </ul>

Sources: ORN; FSSIA's compilation

หมายเหตุ - โครงการใหม่ตั้งแต่ปี 2018 เป็นต้นไป กลุ่มบริษัทจะเปลี่ยนการใช้แบรนด์ ออร์สิริน เป็นแบรนด์อื่นๆ เพื่อให้สื่อถึงความชัดเจนในกลุ่มผลิตภัณฑ์มากขึ้น ขณะเดียวกันกลุ่มบริษัทจะเปลี่ยนแบรนด์ของโครงการพาณิชย์ จากเดิม บิสซิเนสเซ็นเตอร์ เป็น เออร์เบิร์ต มิกซ์

ณ วันที่ 31 มี.ค. 2023 กลุ่ม ORN มีโครงการที่พัฒนาทั้งหมด 20 โครงการ มูลค่าขายรวม 1.65 หมื่นล้านบาท ประกอบด้วยแนวราบ 13 โครงการ มูลค่ารวม 9.2 พันล้านบาท และแนวสูง 7 โครงการ มูลค่ารวม 7.2 พันล้านบาท โดยสามารถปิดการขายแล้ว 2 โครงการ ได้แก่ โครงการออร์สิริน 3 และโครงการ บิสซิเนสเซ็นเตอร์ 3 ทาวน์

ส่วนโครงการที่ยังคงอยู่ระหว่างการขายและการพัฒนา มีจำนวน 18 โครงการ มูลค่ารวม 1.55 หมื่นล้านบาท มีมูลค่าคงเหลือที่สร้างเสร็จแล้วหรือที่อยู่ระหว่างก่อสร้างที่เปิดขายแล้วรวม 2.3 พันล้านบาท แบ่งเป็นโครงการแนวราบประมาณ 712 ล้านบาท และโครงการแนวสูง 1.6 พันล้านบาท รวมถึงมีที่ดินรอการพัฒนาหรืออยู่ระหว่างก่อสร้างที่ยังไม่เปิดขายราว 3.85 พันล้านบาท ซึ่งเป็นโครงการแนวราบที่เป็นลักษณะการทยอยสร้างและขายในแต่ละเฟส

ตัวอย่างโครงการที่อยู่ระหว่างการขายและการพัฒนา ดังนี้

## 1. โครงการแนวราบ

### 1.1) โครงการ บิลีฟ วงแหวน-สันกำแพง

โครงการที่อยู่อาศัยแนวราบ มูลค่าโครงการ 1.5 พันล้านบาท แบ่งเป็นประเภทบ้านเดี่ยว 310 ยูนิต (ราคา 3.3-5.0 ล้านบาทต่อยูนิต) และทาวน์โฮม 134 ยูนิต (ราคา 2.2-2.7 ล้านบาทต่อยูนิต) ตั้งอยู่ ต.สันปุยเลย อ.ดอยสะเก็ด เปิดขายทาวน์โฮมเฟสแรกตั้งแต่ต.ค. 2012 และบ้านเดี่ยวเฟสแรกเม.ย. 2019 โดยความคืบหน้าการขาย ณ สิ้น 2Q23 บ้านเดี่ยว 50% และทาวน์โฮม 30% ของมูลค่าแต่ละประเภททั้งหมด

### Exhibit 3: โครงการ บิลีฟ วงแหวน-สันกำแพง



Sources: ORN; FSSIA's compilation

### 1.2) โครงการ บีลีฟ รวมโชค

โครงการที่อยู่อาศัยแนวราบ มูลค่าโครงการ 388 ล้านบาท จำนวน 76 ยูนิต เป็นประเภทบ้านเดี่ยว ราคา 8 ล้านบาทต่อยูนิต และบ้านแฝด ราคาขาย 4.3-6 ล้านบาทต่อยูนิต ตั้งอยู่ที่.สันผีเสื้อ อ.เมือง เชียงใหม่ เปิดขายเฟสแรกตั้งแต่ธ.ค. 2022 ความคืบหน้าการขาย ณ สิ้น 2Q23 ที่ 11% ของมูลค่าโครงการทั้งหมด

#### Exhibit 4: โครงการ บีลีฟ รวมโชค



Sources: ORN; FSSIA's compilation

### 1.3) โครงการ ฮาบิแทท วงแหวน-สันกำแพง

โครงการที่อยู่อาศัยแนวราบ มูลค่าโครงการ 1.7 พันล้านบาท จำนวน 306 ยูนิต โดยมีราคาขายต่อ ยูนิต บ้านเดี่ยว ราคา 5-15 ล้านบาท, ทาวน์โฮม 2-2.7 ล้านบาท และอาคารพาณิชย์ 3-4 ล้านบาท ตั้งอยู่ที่.สันป่าเลียด อ.ดอยสะเก็ด เปิดขายบ้านเดี่ยวเฟสแรกตั้งแต่ส.ค. 2021 และทาวน์โฮมเฟสแรก ก.ย. 2022 ความคืบหน้าการขาย ณ สิ้น 2Q23 บ้านเดี่ยว 4.1% และทาวน์โฮม 3.6% ของมูลค่าโครงการแต่ละประเภท

#### Exhibit 5: โครงการ ฮาบิแทท วงแหวน-สันกำแพง



Sources: ORN; FSSIA's compilation

#### 1.4) โครงการ ดี เอสเคป มหิดล

โครงการที่อยู่อาศัยแนวราบ ประเภทบ้านเดี่ยว มูลค่าโครงการ 521 ล้านบาท จำนวน 21 ยูนิต ราคาขาย 20-35 ล้านบาทต่อยูนิต ตั้งอยู่ที่.ป่าแดด อ.เมืองเชียงใหม่ เปิดขายก.ย. 2022 ความคืบหน้าการขาย ณ สิ้น 2Q23 ที่ 5.2% ของมูลค่าโครงการทั้งหมด

#### Exhibit 6: โครงการ ดี เอสเคป มหิดล



Sources: ORN; FSSIA's compilation

#### 1.5) โครงการ เออร์เบิร์น มิกซ์ หางดง

โครงการอาคารพาณิชย์ มูลค่าโครงการ 145 ล้านบาท จำนวน 31 ยูนิต ราคาขาย 4-8 ล้านบาทต่อยูนิต ตั้งอยู่ถ.เชียงใหม่-หางดง ต.หางดง เปิดขายเฟสแรกตั้งแต่ส.ค.2016 ความคืบหน้าการขาย ณ สิ้น 2Q23 ที่ 42.2% ของมูลค่าโครงการทั้งหมด

#### Exhibit 7: โครงการ เออร์เบิร์น มิกซ์ หางดง



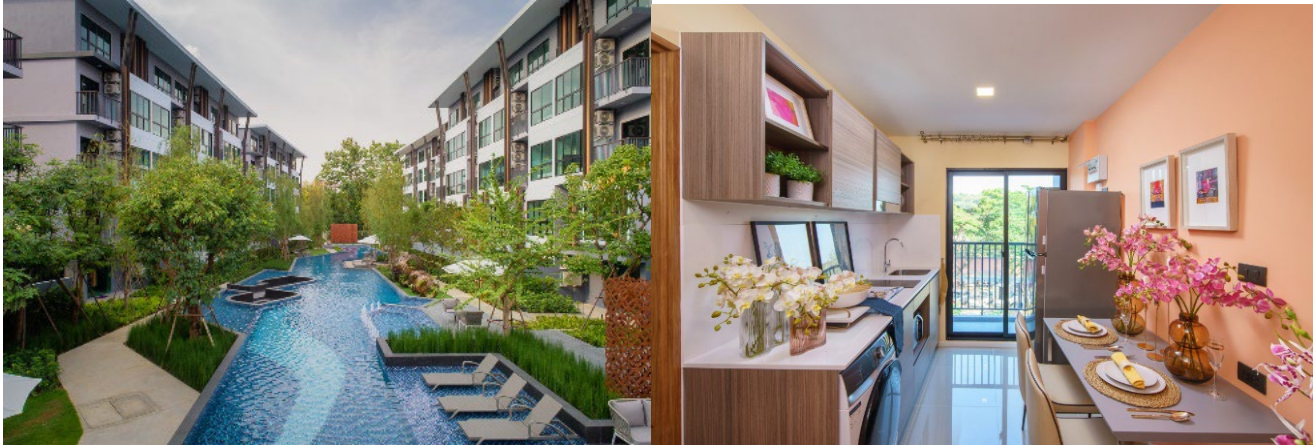
Sources: ORN; FSSIA's compilation

## 2. โครงการแนวสูง

### 2.1) โครงการ อะไรซ์ มหิตล

โครงการที่อยู่อาศัยแนวสูง ประเภท Low rise Condominium มูลค่าโครงการ 978 ล้านบาท รวมจำนวน 380 ยูนิต ราคาขายเฉลี่ย 1.7-5.0 ล้านบาทต่อยูนิต เป็นอาคาร 5 ชั้น ทั้งหมด 10 อาคาร ประกอบด้วยห้องประเภท Studio, 1 ห้องนอน และ 2 ห้องนอน ตั้งอยู่ต.ป่าแดด อ.เมือง เชียงใหม่ ใกล้โรงเรียนมงฟอร์ตวิทยาลัย เปิดขายตั้งแต่ส.ค.-ต.ค. 2018 ปัจจุบันก่อสร้างแล้วเสร็จ โดยยอดขายสะสม ณ สิ้น 2Q23 สำหรับเฟสแรก ที่ 74% และเฟส 2 ที่ 51% ของมูลค่า แต่ละเฟส

#### Exhibit 8: โครงการ อะไรซ์ มหิตล

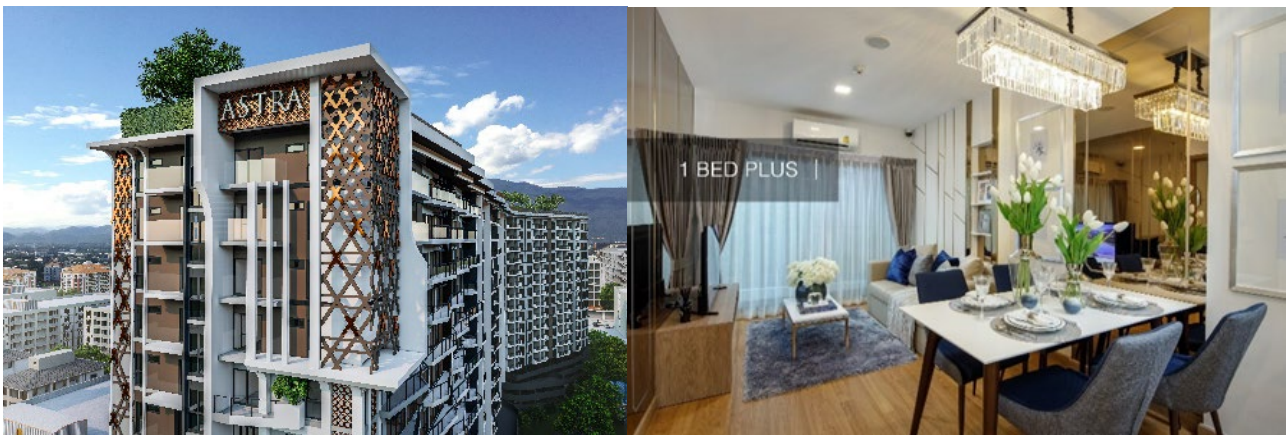


Sources: ORN; FSSIA's compilation

### 2.2) โครงการ ดิ แอสตรา สกายริเวอร์

โครงการที่อยู่อาศัยแนวสูง ประเภท High rise Condominium มูลค่าโครงการ 2.3 พันล้านบาท รวมจำนวน 523 ยูนิต ราคาขายเฉลี่ย 3-17 ล้านบาทต่อยูนิต เป็นอาคาร 17 ชั้น จำนวน 1 อาคาร ประกอบด้วยห้องประเภท Studio, 1 ห้องนอน, 2 ห้องนอน, 3 ห้องนอน และห้องพานิชย์ ตั้งอยู่ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ ใกล้เชียงใหม่ไนท์บาซาร์ เปิดขายตั้งแต่ต.ค. 2019 ปัจจุบันก่อสร้างแล้วเสร็จ และยอดขายสะสม ณ สิ้น 2Q23 ที่ 63% ของมูลค่าโครงการทั้งหมด

#### Exhibit 9: โครงการ ดิ แอสตรา สกายริเวอร์



Sources: ORN; FSSIA's compilation



### 2.3) โครงการ เดอะเน็กซ์ เจ็ดยอด

โครงการที่อยู่อาศัยแนวสูง ประเภท Low rise Condominium มูลค่าโครงการ 176 ล้านบาท รวมจำนวน 78 ยูนิต ราคาขายเฉลี่ย 1.7-3.5 ล้านบาทต่อยูนิต เป็นอาคาร 4 ชั้น จำนวน 1 อาคาร ประกอบด้วยห้องประเภท Studio, 1 ห้องนอน และ 2 ห้องนอน ตั้งอยู่ต.ช้างเผือก อ. เมืองเชียงใหม่ ใกล้ Maya Lifestyle Mall เปิดขายตั้งแต่ส.ค. 2019 ปัจจุบันก่อสร้างแล้วเสร็จ และยอดขายสะสม ณ สิ้น 2Q23 ที่ 71% ของมูลค่าโครงการทั้งหมด

#### Exhibit 10: โครงการ เดอะเน็กซ์ เจ็ดยอด



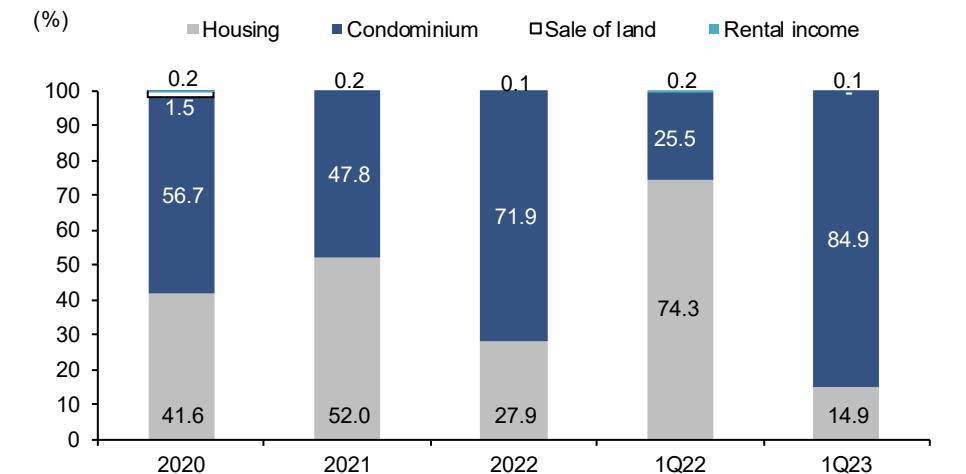
Sources: ORN; FSSIA's compilation

#### โครงสร้างรายได้

ในช่วงปี 2020-1Q23 ที่ผ่านมามีโครงสร้างรายได้จากการดำเนินงานของกลุ่ม ORN (ไม่รวมรายได้อื่น) สัดส่วนหลักมาจากรายได้การขายอสังหาริมทรัพย์ 99.8-99.9% และส่วนที่เหลือจากรายได้จากการให้เช่าคิดเป็นเพียง 0.1-0.2% ของรายได้รวม อาทิ ค่าเช่าพื้นที่เชิงพาณิชย์สำหรับทำธุรกิจร้านขายของหรือบริการบริเวณอาคารคอนโด, ค่าเช่าอาคาร (นอกพื้นที่จัดสรร) และค่าเช่าที่ดินทำตลาดทำการเกษตร เป็นต้น

หากพิจารณารายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์เพื่ออยู่อาศัย โดยปี 2020-2021 กลุ่ม ORN มีสัดส่วนรายได้หลักจากโครงการแนวราบที่ 41% และ 52% ตามลำดับ และส่วนที่เหลือจะมาจากโครงการแนวสูง อย่างไรก็ตาม ปี 2022-1Q23 รายได้จากการขายโครงการแนวราบลดลงเป็น 28% และ 15% ตามลำดับ ขณะที่ฝั่งรายได้หลักจากโครงการแนวสูงที่ 72% และ 85% ตามลำดับ ตามการเริ่มรับรู้โครงการแนวสูงประเภท High rise condominium ที่สร้างเสร็จใหม่ตั้งแต่ 4Q22 ทั้งนี้ สัดส่วนรายได้จำแนกตามประเภทสินค้าจะขึ้นอยู่กับช่วงเวลาของการเปิดขายและการเริ่มโอนกรรมสิทธิ์

#### Exhibit 11: Revenue breakdown (%)



Source: FSSIA's compilation

## ผลการดำเนินงานในอดีต

ผลประกอบการในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2020-2022) ของกลุ่ม ORN อยู่ที่ 129 ล้านบาทในปี 2020 ก่อนปี 2021 หดตัว 42% y-y เป็น 75 ล้านบาท หลักๆจากผลกระทบของ Covid-19 ก่อนจะฟื้นตัวเป็น 281 ล้านบาทในปี 2022 หลักๆจากการเริ่มโอนกรรมสิทธิ์ของโครงการคอนโดขนาดใหญ่ สอดคล้องกับทิศทางของรายได้และอัตรากำไรขั้นต้น

ผลประกอบการในปี 2021 ที่หดตัว สาเหตุมาจากสถานการณ์การแพร่ระบาด Covid-19 ส่งผลให้การขายซบเซา ประกอบกับบริษัทไม่มีการเปิดขายโครงการใหม่ โดยเน้นการขายและโอนโครงการเดิม พร้อมกับจัดโปรโมชั่นส่งเสริมการขายด้วยการลดราคาและให้ของแถมต่างๆ เพื่อกระตุ้นยอดขาย กัดดันให้รายได้ลดลง 22% y-y เป็น 678 ล้านบาท และอัตรากำไรขั้นต้นปรับลดเป็น 38% จาก 39.7% ในปี 2020

อย่างไรก็ตาม ปี 2022 กำไรฟื้นตัวขึ้น มีแรงขับเคลื่อนหลักจากโครงการคอนโดประเภท High rise ขนาดใหญ่อย่าง The Astra Sky River มูลค่าโครงการ 2.3 พันล้านบาท มียอดขาย ณ สิ้น 2Q23 ที่ 63% ซึ่งเริ่มโอนกรรมสิทธิ์ตั้งแต่ 4Q22 และรับรู้รายได้ 951 ล้านบาท หรือคิดเป็น 62% ของรายได้รวมในปี 2022 ผลักดันให้รายได้เร่งขึ้นเป็น 1.5 พันล้านบาท (+126% y-y) อีกทั้ง ยังเป็นหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้นเป็น 44.4% (+637bps y-y) จากการรับรู้คอนโดซึ่งมาร์จิ้นดีกว่าแนวราบ มีสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็น 72% จากปี 2022 ที่ 48%

ขณะที่ 1Q23 มีการส่งมอบ Backlog ต่อเนื่องของคอนโด The Astra Sky River คิดเป็นรายได้ 377 ล้านบาท หรือเป็นสัดส่วน 77% ของรายได้รวมใน 1Q23 ประกอบกับเริ่มมีการรับรู้รายได้จากโครงการแนวราบซึ่งขายในช่วงปลายปี 2022 อาทิ The Escape (Mahidol) และ Belive (Ruamchok) ส่งผลให้กำไรสุทธิ 1Q23 เติบโตสูงที่ 102 ล้านบาท เทียบกับ 1 ล้านบาทใน 1Q22 สอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นของรายได้ที่ 492 ล้านบาท (+294% y-y) และอัตรากำไรขั้นต้นที่ 46% จาก 36.5% ใน 1Q22

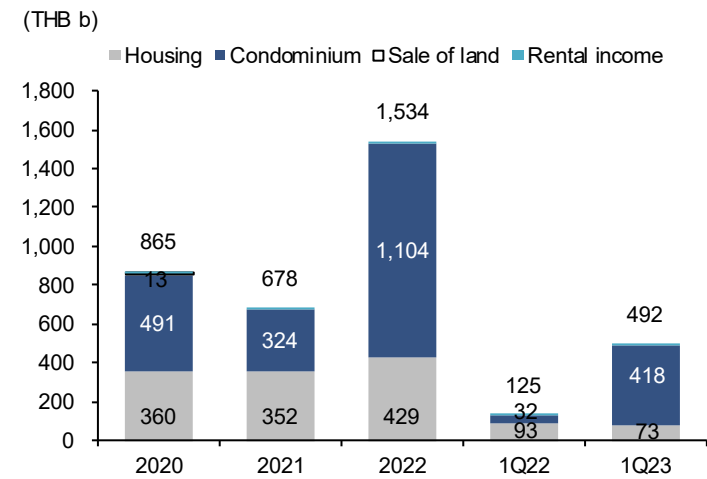
### อัตรารัฐทางการเงิน

สำหรับด้านอัตรารัฐทางการเงินปี 2020-2022 บริษัทมีอัตรารัฐหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E ratio) เท่ากับ 0.5 เท่า, 0.6 เท่า 0.5 เท่า ตามลำดับ สอดคล้องกับอัตรารัฐหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อผู้ถือหุ้น (IBD/E) อยู่ที่ 0.1 เท่า, 0.3 เท่า และ 0.3 เท่า ตามลำดับ

ด้านผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ปี 2020-2022 เท่ากับ 4.7%, 2.5% และ 8.4% ตามลำดับ และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อยู่ที่ 6.9%, 4.0% และ 12.9% ตามลำดับ สอดคล้องกับทิศทางผลประกอบการ

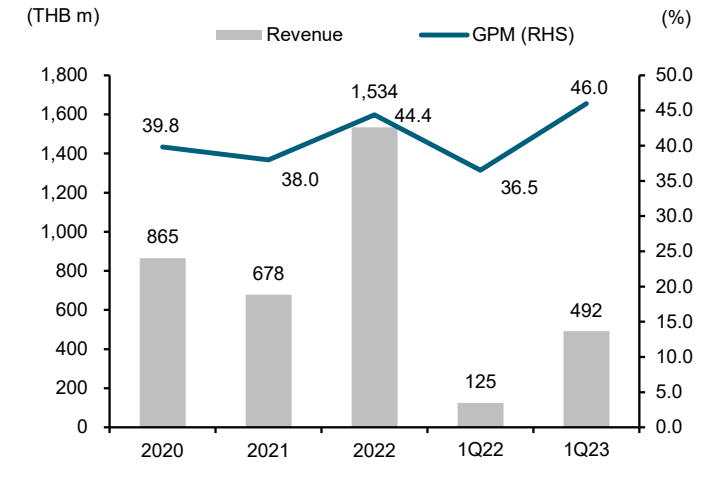
กลุ่ม ORN ระยะเวลาวงจรเงินสดโดยเฉลี่ยนานประมาณ 1.5–2.5 ปี เป็นไปตามภาวะปกติของธุรกิจการพัฒนอส่งหาริมทรัพย์ จากระยะเวลาในการเริ่มต้นพัฒนาก่อสร้างโครงการจนถึงการโอนกรรมสิทธิ์สำหรับโครงการแนวราบประมาณ 7-8 เดือน และโครงการแนวสูงที่ไม่เข้าข่ายต้องขอ EIA มีระยะเวลาพัฒนาโครงการประมาณ 8 เดือน ขณะที่โครงการแนวสูงที่เข้าข่ายต้องขอ EIA จะมีระยะเวลาพัฒนาโครงการประมาณ 12–20 เดือน

**Exhibit 12: Total revenue breakdown**



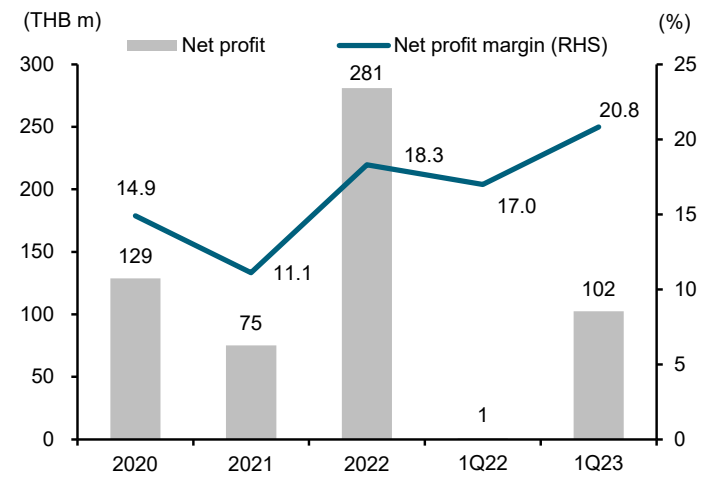
Sources: ORN; FSSIA's compilation

**Exhibit 13: Total revenue and GPM**



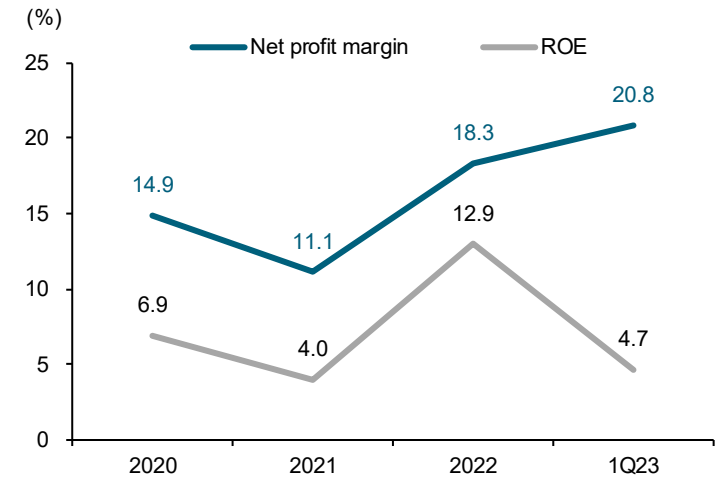
Sources: ORN; FSSIA's compilation

**Exhibit 14: Net profit and net profit margin**



Sources: ORN; FSSIA's compilation

**Exhibit 15: Net profit margin and ROE**



Sources: ORN; FSSIA's compilation

## ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ

### สร้างจุดขายจากทำเลและความหลากหลายของสินค้า

คุณบุญเลิศ บุรณุปกรณ์ ซึ่งเป็นหนึ่งในผู้ก่อตั้ง และปัจจุบันดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริหาร เป็นผู้ที่ประสบความสำเร็จในแวดวงอสังหาริมทรัพย์ในเชียงใหม่มานานกว่า 17 ปี และมีการลงทุนสะสมที่ดินเปล่าที่มีศักยภาพต่อเนื่องในช่วงก่อนหน้า ปัจจุบันกลุ่ม ORN มีการถือครองที่ดินบนทำเลที่มีศักยภาพสูง เดินทางสะดวก ครอบคลุมหลายพื้นที่ ทั้งทางทิศเหนือ-ทิศตะวันออก-ทิศใต้ของจังหวัดเชียงใหม่ และต้นทุนที่ดินที่ไม่สูง ซึ่งเป็นการสร้างข้อได้เปรียบในการพัฒนาโครงการ โดยโครงการแนวราบจะตั้งอยู่รอบนอกอำเภอเมืองจังหวัดเชียงใหม่เป็นหลัก เดินทางสะดวกใกล้เมืองเชียงใหม่บนขนาดพื้นที่ตั้งแต่ 10 ไร่ขึ้นไป ขณะที่โครงการคอนโดเน้นทำเลในตัวเมืองเชียงใหม่ ดอยจอยไฮไฟสไตล์ การทำงานหรือเพื่อการลงทุน บริเวณย่านใจกลางเมืองศูนย์กลางธุรกิจเป็นหลัก สะดวกต่อการเดินทางไปในตัวเมืองเชียงใหม่ เช่น ย่านถนนนิมมานเหมินท์ เซ็นทรัลเฟสติวัลเชียงใหม่ เซ็นทรัลเชียงใหม่แอร์พอร์ต โชนถนนเจ็ดยอด เป็นต้น

กลุ่ม ORN พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยผ่าน 10 แปรนต์หลัก ซึ่งครอบคลุมทุกประเภทและทุกระดับราคา อาทิ บ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์โฮม อาคารพาณิชย์ และคอนโด รวมถึงสามารถรองรับความต้องการของกลุ่มลูกค้าเป้าหมายที่หลากหลาย ทั้งกลุ่มไทยและต่างชาติ รวมถึงสอดคล้องกับความต้องการซื้อเพื่ออยู่อาศัยถาวรหรือชั่วคราว เพื่อทำการค้าขายเชิงพาณิชย์ และเพื่อการลงทุน

โครงการแนวราบ กลุ่มบริษัทเน้นการพัฒนาโครงการรูปแบบบ้านพร้อมอยู่ หรือการสร้างเสร็จก่อนขาย มีจุดเด่นคือพื้นที่ใช้สอยและส่วนกลางที่กว้างขวาง พร้อมกับสโมสรหรือพื้นที่ให้บริการส่วนกลางที่ครบครัน ส่วนโครงการคอนโดเน้นความหลากหลาย และราคาที่เหมาะสม รวมถึงการมีบริเวณที่ใช้เป็นส่วนกลางที่ตอบโจทย์ไลฟ์สไตล์ของผู้อยู่อาศัย ทั้งการมีฟิตเนส สระว่ายน้ำ หรือพื้นที่ประกอบกิจกรรมส่วนกลาง ขณะที่การพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยที่หลากหลาย ช่วยกระจายความเสี่ยงและช่วยทำให้การรับรู้รายได้มีความต่อเนื่อง อาทิ โครงการแนวราบ และโครงการคอนโด Low rise ซึ่งใช้เวลาในการเริ่มพัฒนา ก่อสร้างถึงเริ่มโอนกรรมสิทธิ์ราว 7-8 เดือน ช่วยชดเชยช่วงเวลาที่ยังก่อสร้างคอนโด High rise ไม่แล้วเสร็จ เนื่องจากมีระยะเวลาก่อสร้างนานถึง 12 – 20 เดือน

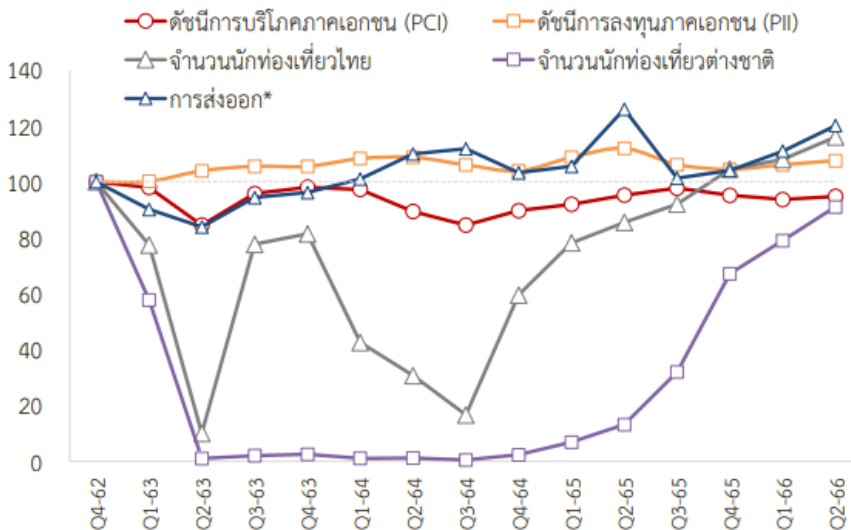
### รับอันสงส์แนวใหม่เศรษฐกิจภาคเหนือขยายตัว

จังหวัดเชียงใหม่ถือเป็นจังหวัดที่เป็นศูนย์กลางทางเศรษฐกิจทุกด้านของภาคเหนือ โดยอ้างอิงข้อมูลปี 2019 จากสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) พบว่าจังหวัดเชียงใหม่มีผลิตภัณฑ์มวลรวม (GPP) มูลค่า 259,026 ล้านบาท เป็นลำดับที่ 12 ของประเทศ และลำดับที่ 1 ของภาคเหนือ

หากพิจารณาข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) พบว่าเครื่องชี้เศรษฐกิจภาคเหนือใน 2Q23 ปรับดีขึ้นจากไตรมาสก่อน ขณะที่แนวโน้ม 3Q23 คาดอยู่ในทิศทางฟื้นตัวต่อเนื่อง จากกิจกรรมทางเศรษฐกิจทยอยปรับดีขึ้น นักท่องเที่ยวต่างชาติมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และผลผลิตอุตสาหกรรมขยายตัวตามความต้องการของประเทศคู่ค้า สำหรับปี 2023-2024 ประมาณการเศรษฐกิจภาคเหนือขยายตัวต่อเนื่องที่ 2-3% และ 0.7-1.7% ตามลำดับ โดยหลักๆเติบโตจากการท่องเที่ยวและการผลิต โดยนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ฟื้นตัว ส่งผลดีต่อเมืองท่องเที่ยวหลัก อาทิ เชียงใหม่ เชียงราย ซึ่งมีสัดส่วนที่ 53% และ 25% ตามลำดับ ของรายได้จากการท่องเที่ยวในภาคเหนือ สำหรับภาคก่อสร้างและอสังหาริมทรัพย์คาดว่าจะขยายตัวต่อเนื่องตามสิ่งปลูกสร้างใหม่และการย้ายเข้าถิ่นภาคเหนืออย่างต่อเนื่อง รวมถึงโครงการลงทุนภาครัฐที่เพิ่มขึ้น

### Exhibit 16: เครื่องชี้เศรษฐกิจด้านอุปสงค์ในภาคเหนือ

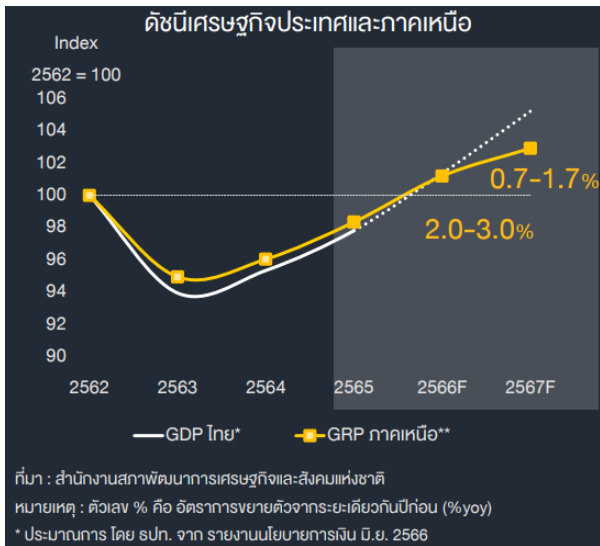
Index (ปรับฤดูกาล, Q4-62=100)



หมายเหตุ: \* มูลค่าส่งออกของผู้ประกอบการที่จดทะเบียนธุรกิจภาคเหนือ

Source: BOT

Exhibit 17: ประมาณการดัชนีเศรษฐกิจ



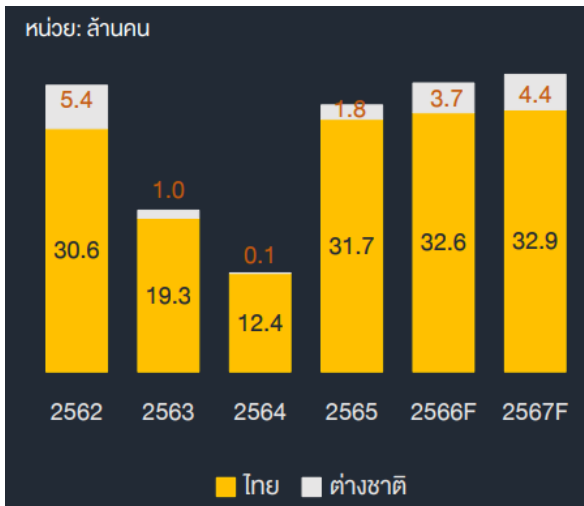
Source: BOT

Exhibit 18: ประมาณการเศรษฐกิจรายสาขาในภาคเหนือ



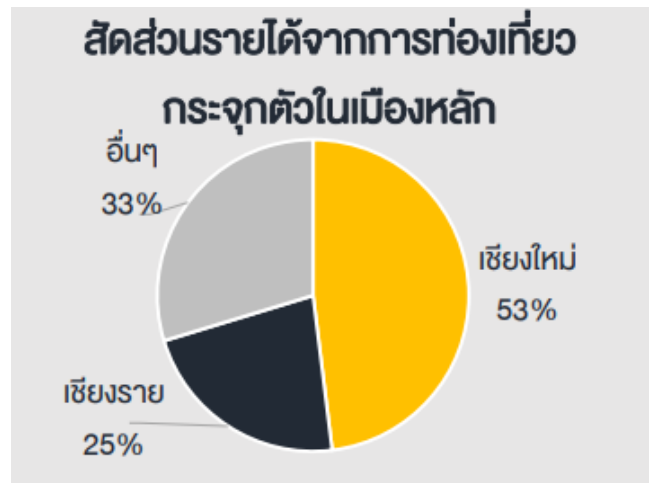
Source: BOT

Exhibit 19: ประมาณการจำนวนผู้เยี่ยมเยือนภาคเหนือ



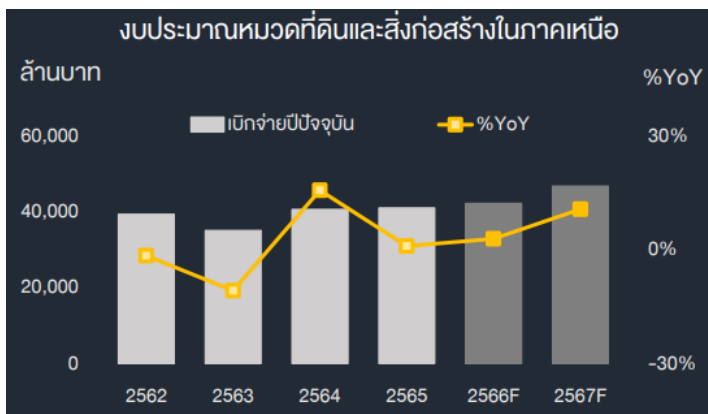
Source: BOT

Exhibit 20: สัดส่วนรายได้จากการท่องเที่ยวในภาคเหนือ



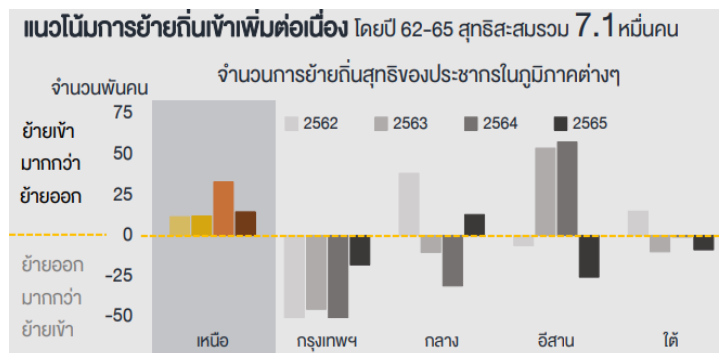
Source: BOT

Exhibit 21: การก่อสร้างภาคภูมิที่มีทิศทางขยายตัว



Source: BOT

Exhibit 22: จำนวนการย้ายถิ่นสุทธิของประชากร



Source: BOT

การขยายตัวของนักท่องเที่ยวจะเป็นอีกปัจจัยหนุนอุปสงค์ของตลาดที่อยู่อาศัยประเภทคอนโดมิเนียม เมื่อพิจารณาจากสถิติการโอนกรรมสิทธิ์ห้องชุดของคนต่างชาติจากศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ (REIC) ใน 1Q23 พบว่าโอนกรรมสิทธิ์ห้องชุดของคนต่างชาติอยู่จำนวน 3,775 ยูนิต โดยสัญชาติที่โอนกรรมสิทธิ์มากที่สุดทั่วประเทศคือ ชาวจีน คิดเป็นสัดส่วน 46.3% ของหน่วยทั้งหมด และจังหวัดที่มีการโอนกรรมสิทธิ์ห้องชุดของคนต่างชาติสูงสุด 5 อันดับแรก ได้แก่ กรุงเทพฯ ชลบุรี เชียงใหม่ ภูเก็ต และประจวบคีรีขันธ์ ซึ่งจังหวัดเชียงใหม่ถือเป็นอันดับ 1 ของภาคเหนือที่มีความต้องการที่อยู่อาศัยของกลุ่มคนต่างชาติให้ความสนใจมากที่สุด

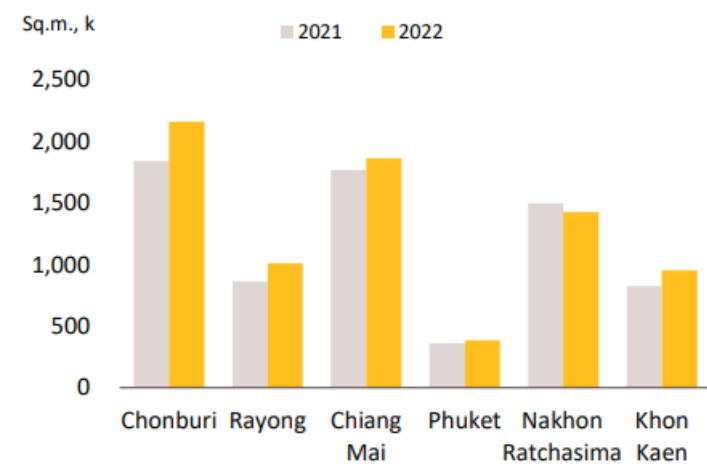
### Exhibit 23: จำนวนหน่วยโอนกรรมสิทธิ์ห้องชุดให้คนต่างชาติ 5 ลำดับ

ลำดับ	จังหวัด	2020		2021		2022		1Q23	
		จำนวนหน่วย	ร้อยละ	จำนวนหน่วย	ร้อยละ	จำนวนหน่วย	ร้อยละ	จำนวนหน่วย	ร้อยละ
1	กรุงเทพมหานคร	4,730	57.06%	4,213	51.38%	5,260	45.50%	1,423	37.70%
2	ชลบุรี	2,061	24.86%	2,398	29.25%	3,567	30.85%	1,601	42.41%
3	เชียงใหม่	328	3.96%	313	3.82%	595	5.15%	240	6.36%
4	สมุทรปราการ	380	4.58%	337	4.11%	793	6.86%	-	-
5	ภูเก็ต	387	4.67%	345	4.21%	637	5.51%	208	5.51%
6	ประจวบคีรีขันธ์	-	-	-	-	-	-	95	2.52%
7	อื่นๆ	404	4.87%	593	7.23%	709	6.13%	208	5.51%
	รวม	8,290	100.00%	8,199	100.00%	11,561	100.00%	3,775	100.00%

Source: REIC

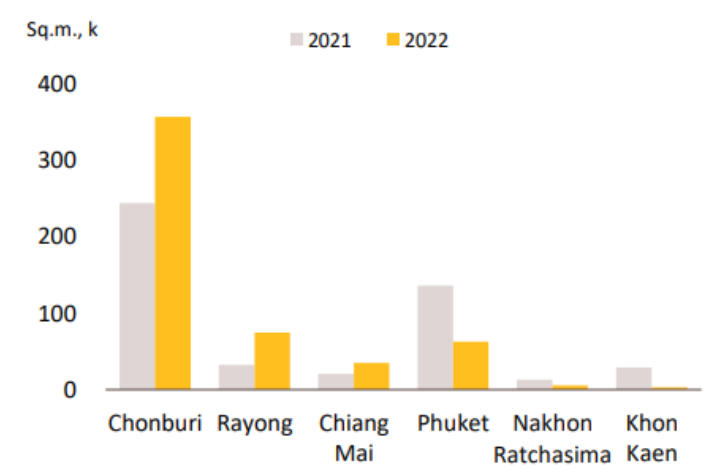
ขณะที่อ้างอิงข้อมูลจากศูนย์วิจัยกรุงศรี มีการคาดการณ์ว่าตลาดที่อยู่อาศัยในจังหวัดเชียงใหม่ในปี 2023-2025 มีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่องทั้งแนวราบและคอนโดมิเนียม เนื่องจากเป็นจังหวัดท่องเที่ยวของคนไทยและต่างชาติ โดยอุปสงค์ในประเทศบางส่วนต้องการซื้อเพื่อเป็นบ้านหลังที่ 2 และเพื่อการลงทุน ขณะที่อุปสงค์จากชาวต่างชาติต้องการซื้อคอนโดมิเนียมเพื่อเป็นบ้านหลังที่สอง ส่วนใหญ่เป็นผู้ซื้อจากยุโรป และเอเชีย อาทิ จีน เกาหลี และญี่ปุ่น โดยคาดว่าจะมีอุปทานที่อยู่อาศัยใหม่เข้าสู่ตลาดเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 6.1% ต่อปี ขณะที่ยอดขายใหม่จะเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 2.9% ต่อปี

### Exhibit 24: การขออนุญาตก่อสร้างแนวราบใน 6 จังหวัดหลัก



Sources: REIC, Krungsri Research

### Exhibit 25: การขออนุญาตก่อสร้างคอนโดใน 6 จังหวัดหลัก



Sources: REIC, Krungsri Research

### คาดการณ์กำไรปี 2023 ชะลอลง ก่อนฟื้นตัวในปี 2024-2025

เราประเมินผลประกอบการปี 2023 ลดลงเป็น 210 ล้านบาท (-25% y-y) หลักๆจากการรับรู้ยอดโอนที่ลดลงของโครงการคอนโด High rise ขนาดใหญ่ The Astra Sky River ซึ่งมาร์จิ้นสูงกว่าระดับปกติ หลังมีการเร่งรับรู้ไปมากในช่วง 4Q22 ส่งผลให้รายได้ปี 2023 คาดชะลอลงอยู่ที่ 1.3 พันล้านบาท (-13% y-y) สอดคล้องกับอัตรากำไรขั้นต้นที่คาดปรับลงเป็น 41.8% เทียบกับ 44.4% ในปี 2022 ขณะที่ค่าใช้จ่ายขายและบริหารต่อรายได้คาดสูงขึ้นเป็น 21.9% จาก 20.7% ในปี 2022 หลักๆจากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับ IPO ทั้งนี้ บริษัทมี Backlog ณ สิ้น 1Q23 อยู่ที่ 341 ล้านบาท รองรับ 63% ของประมาณการยอดโอนปี 2023

อย่างไรก็ตาม ในปี 2024-2025 เราคาดการณ์กำไรสุทธิจะฟื้นตัวต่อเรื่องที่ 324 ล้านบาท (+54% y-y) และ 337 ล้านบาท (+4% y-y) ตามลำดับ โดยมีแรงหนุนหลักจากรายได้ปี 2024-2025 คาด +38% y-y และ +4% y-y อยู่ที่ 1.8 พันล้านบาท และ 1.9 พันล้านบาท ตามลำดับ ทั้งนี้ บริษัทมีแผนเปิดโครงการใหม่ใน 2023-2024 จำนวน 9 โครงการ มูลค่าโครงการรวม 5.2 พันล้านบาท แบ่งเป็นโครงการแนวราบ 6 โครงการ มูลค่ารวม 3.6 พันล้านบาท ส่วนใหญ่เริ่มรับรู้ในปี 2024 ส่วนที่เหลือเป็นโครงการคอนโด 3 โครงการ มูลค่ารวม 1.5 พันล้านบาท เป็นคอนโดประเภท Low rise 2 โครงการ ซึ่งเริ่มโอนใน 3Q-4Q24 และประเภท High rise อีก 1 แห่ง ซึ่งเริ่มโอนใน 4Q25

ยอดโอนปี 2024 คาดถูกขับเคลื่อนหลักจากโครงการแนวราบจากทั้งการเน้นขายโครงการเดิม บวกกับแผนการเปิดขายโครงการใหม่ตั้งแต่ 3Q23-2Q24 รวม 6 โครงการ มูลค่าโครงการรวม 3.6 พันล้านบาท แม้มีการเปิดขายคอนโด Low rise 2 แห่งใน 3Q23 และเริ่มโอนได้ใน 2H24 ประกอบด้วย 1) เดอะเน็กซ์ เจ็ดยอด 2 และ 3 2) เดอะเน็กซ์ รวมโซคซิตี้ฮอลล์ 1 และ 2 แต่เป็นโครงการขนาดเล็ก มูลค่าโครงการรวมเพียง 446 ล้านบาท ทำให้ไม่สามารถชดเชยยอดโอนคอนโดขนาดใหญ่ใน 2022-2023 สำหรับปี 2025 แรงหนุนหลักมาจากการเติบโตของยอดโอนคอนโด หลักๆจากโครงการคอนโดใหม่ ประเภท High rise ชื่อ Arise เจริญเมือง มูลค่าโครงการ 1 พันล้านบาท ซึ่งเปิดขาย 3Q23 และเริ่มโอน 4Q25 ขณะที่คาดอัตรากำไรขั้นต้นขยับลงเป็น 40.4% ในปี 2024 (จากปี 2023 คาด 41.8%) แต่ดีขึ้นในปี 2025 ที่ 40.6%

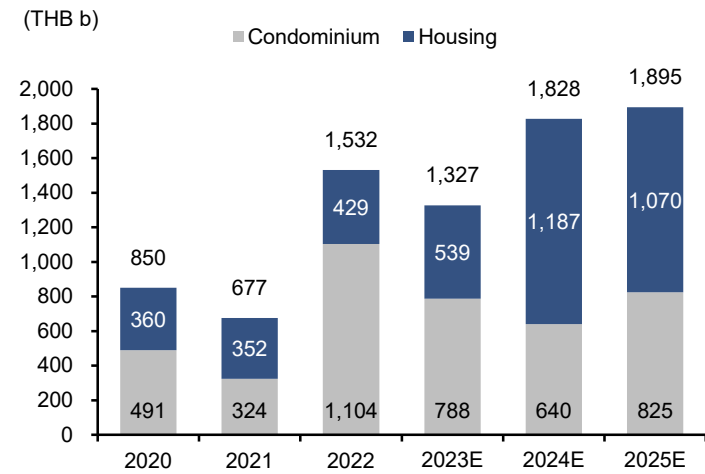
### Exhibit 26: โครงการในอนาคตในปี 2023-2024

#	ชื่อโครงการ	ประเภท	มูลค่าโครงการ (ลบ.)	วันที่เปิดขาย	วันที่เริ่มโอน กรรมสิทธิ์
1	ฮาบีแทท ซุปเปอร์ไฮเวย์	บ้านเดี่ยว	1,266	3Q23	4Q23
2	ออร์สิริน วิลล์ โซตนา	ทาวน์โฮม	375	4Q23	1Q24
3	ออร์สิริน วิลล์ ทาร์ว้	บ้านเดี่ยว และบ้านแฝด	300	4Q23	1Q24
4	ออร์สิริน วิลล์ สันทราย	บ้านแฝด	627	1Q24	2Q24
5	เออร์เบียร์น มิกซ์ บ้านเด่น-ราชเวท	อาคารพาณิชย์	111	2Q24	3Q24
6	ฮาบีแทท รวมโซค	บ้านเดี่ยว	968	2Q24	3Q24
<b>รวม</b>			<b>3,648</b>		
<b>โครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนา</b>					
7	อะไรซ์ เจริญเมือง	คอนโดมิเนียม High rise	1,050	3Q23	4Q25
8	เดอะเน็กซ์ เจ็ดยอด 2 และ 3	คอนโดมิเนียม Low rise	226	3Q23	4Q24
9	เดอะเน็กซ์ รวมโซคซิตี้ฮอลล์ 1 และ 2	คอนโดมิเนียม Low rise	240	3Q23	3Q24
<b>รวม</b>			<b>1,516</b>		

Sources: ORN; FSSIA's compilation

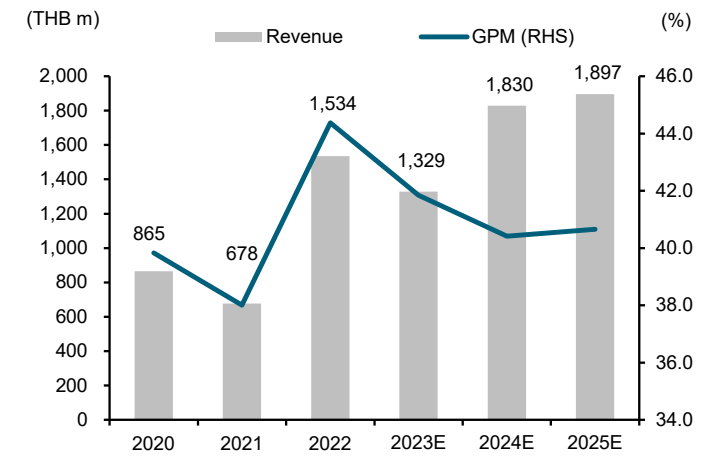


**Exhibit 27: Transfers breakdown**



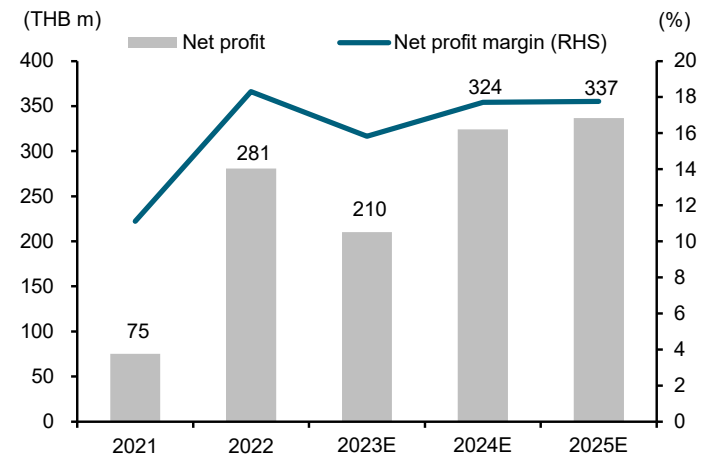
Sources: ORN; FSSIA estimates

**Exhibit 28: Total revenue and GPM**



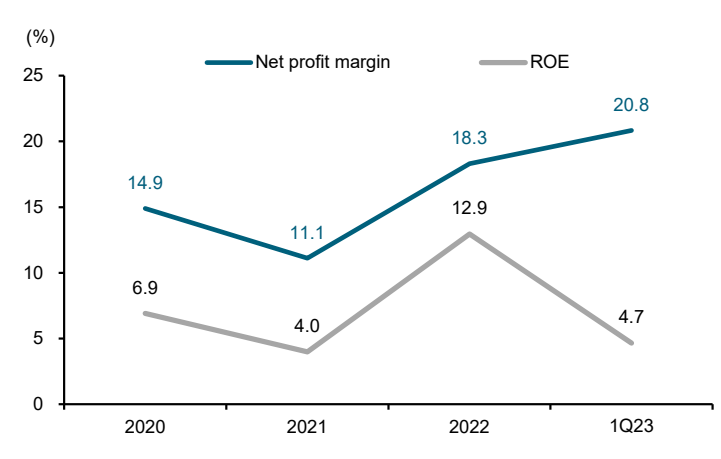
Sources: ORN; FSSIA estimates

**Exhibit 29: Net profit and net profit margin**



Sources: ORN; FSSIA estimates

**Exhibit 30: ROE and net profit margin**



Sources: ORN; FSSIA estimates

## ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ ORN ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ที่ 8.0 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย Forward PE2024 ของบริษัทประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ผู้เสนอรายหลักในประเทศจำนวน 12 ราย ประกอบด้วย AP, ASW, BRI, LH, LPN, NOBLE, ORI, PSH, QH, SC, SIRI และ SPALI

ดังนั้น เราเลือกประเมินหุ้น ORN โดยอิง PE 8.0 เท่า และคาดการณ์ EPS ปี 2024 ที่ 0.22 บาท/หุ้น จึงคำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2024 ที่ 1.80 บาทต่อหุ้น

อย่างไรก็ตาม ประเมินการปี 2024 ของเราขึ้นกับความคืบหน้าของการขายโครงการแนวราบเป็นหลัก โดยยอดโอนแนวราบคิดเป็น 65% ของรายได้รวมปี 2024 ซึ่งโครงการที่สร้างรายได้หลัก 3 อันดับแรกคือ โครงการ บีลีฟ วงแหวน-สันกำแพง, โครงการ บีลีฟ รวมโชค และโครงการ บีลีฟ สันทราย - แม่โจ้ ซึ่งมีสัดส่วนรวม 31% ของคาดการณ์รายได้ปี 2024 ดังนั้น หากยอดขายไม่เป็นไปตามเป้า อาจส่งผลให้มีความเสี่ยงที่ยอดโอนอาจต่ำกว่าคาด ท่ามกลางสภาพรวมตลาดแนวราบปัจจุบันที่มีแนวโน้มชะลอตัวจากฐานสูงในช่วงปี 2021-2022 ประกอบกับอุปทานในตลาดที่เพิ่มขึ้นและเกิดการแข่งขันรุนแรง อาจนำไปสู่การทำโปรโมชันราคาเพื่อกระตุ้นยอดขาย ซึ่งจะส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นอาจต่ำกว่าสมมติฐาน

### Exhibit 31: Peer comparisons as of 12 September 2023

Company	BBG	Rec profit growth		PE		DivYld		ROE		PBV	
		23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
		(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)
<b>Thailand</b>											
Assetwise	ASW TB	48.3	9.7	7.2	6.8	6.3	6.6	17.6	17.5	1.2	1.1
Noble Development	NOBLE TB	46.2	81.2	13.1	7.3	7.3	7.6	7.1	12.1	0.9	0.9
SC Asset Corp	SC TB	1.5	2.6	6.9	6.7	5.7	5.9	11.7	11.3	0.8	0.7
Supalai	SPALI TB	(22.5)	4.4	6.5	6.2	6.2	6.2	13.1	12.6	0.8	0.8
Sansiri	SIRI TB	23.0	(5.4)	6.6	6.9	9.2	7.7	11.1	9.8	0.7	0.7
AP Thailand	AP TB	6.8	2.8	6.3	6.1	5.5	5.6	16.2	15.0	1.0	0.9
Britania	BRI TB	41.0	9.3	5.0	4.6	8.4	9.1	28.1	26.2	1.3	1.1
Origin Property	ORI TB	26.6	11.9	7.7	6.9	7.1	7.3	17.5	18.0	1.3	1.2
Land & Houses	LH TB	(0)	5	12.1	11.3	7.1	7.6	15.5	16.2	1.8	1.8
LPN Development	LPN TB	(10)	15	11.2	9.7	5.1	5.7	4.7	5.2	0.5	0.5
Pruksa Holding	PSH TB	(11)	6	11.3	11.0	6.9	6.0	5.8	5.7	0.6	0.6
Quality Houses	QH TB	4	7	10.2	9.8	6.4	6.6	8.6	8.9	0.8	0.8
<b>Average</b>		<b>2</b>	<b>5</b>	<b>8.7</b>	<b>7.8</b>	<b>6.8</b>	<b>6.8</b>	<b>13.1</b>	<b>13.2</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>
Ornsirin Holding*	ORN TB	(25.1)	54.1	12.8	8.3	0.0	4.8	7.7	11.0	1.0	0.9

\*PE and PBV @ Target price

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

## โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ORN มีทุนจดทะเบียน 1,500 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 1,093.50 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 1,093.50 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1.00 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 406.5 ล้านหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่า 1,500 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 1,500 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1.00 บาท โดยจำนวนหุ้นที่ IPO ในครั้งนี้คิดเป็น 27.10% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

- 1) เพื่อเป็นเงินทุนในการลงทุนซื้อที่ดินที่มีศักยภาพสำหรับนำไปพัฒนาโครงการ และ/หรือเงินลงทุนและค่าใช้จ่ายในการพัฒนาโครงการตามแผนธุรกิจและแผนการตลาด

โดย ORN เน้นการจัดหาที่ดินในจังหวัดเชียงใหม่ ประกอบกับมีแผนจะใช้เงินทุนจาก IPO เพื่อพัฒนาโครงการในอนาคต ได้แก่ โครงการฮาบีแทท-ซูเปอร์ไฮเวย์ โครงการอะไรซ์-เจริญเมือง โครงการเดอะเน็กซ์-เจ็ดยอด 2 และ 3 โครงการเดอะเน็กซ์-รวมโชคซีทีฮอลล์ 1 และ 2

- 2) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ

### Exhibit 32: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ ORN

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2565		ภายหลังเสนอขายหุ้นต่อประชาชน	
		จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)	จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)
1	กลุ่มของนายปริติกร บุรณุปกรณ์	1,032,419,900	94.41	1,032,419,900	68.83
2	นางสาวอรอนงค์ อุดมศิริธำรง	55,088,200	5.04	55,088,200	3.67
3	นางสาวสมจิตร บุรณุปกรณ์	1,796,100	0.16	1,796,100	0.12
4	กลุ่มของครอบครัวพาณิชย์พิศาล	3,120,800	0.29	3,120,800	0.21
5	นางเยาวเรศ บุรณุปกรณ์	904,500	0.08	904,500	0.06
6	นางสาวทัศนีย์ บุรณุปกรณ์	100,300	0.01	100,300	0.01
7	นางสาววิไล บุรณุปกรณ์	70,200	0.01	70,200	<0.01
	<b>รวมก่อนการเสนอขายหุ้น</b>	<b>1,093,500,000</b>	<b>100.0</b>	<b>1,093,500,000</b>	<b>72.9</b>
	เสนอขายต่อประชาชน			406,500,000	27.10
	<b>รวมหลังการเสนอขายหุ้น</b>	<b>1,093,500,000</b>	<b>100.0</b>	<b>1,500,000,000</b>	<b>100.0</b>

Sources: ORN; FSSIA's compilation

### นโยบายการจ่ายเงินปันผล

ภายหลังจากที่ ORN เสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก (IPO) สำเร็จ ORN มีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอดีตไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิหลังจากหักสำรองต่างๆ ทุกประเภทตามที่กฎหมายกำหนด อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวจะขึ้นกับกระแสเงินสด แผนการลงทุน เงื่อนไขทางกฎหมาย โดยบริษัทต้องคำนึงถึงความจำเป็นและความเหมาะสมของปัจจัยอื่นๆ ในอนาคต และการจ่ายเงินปันผลนั้นจะต้องไม่มีผลกระทบต่อการทำงานปกติของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ มติคณะกรรมการบริษัทที่อนุมัติให้จ่ายเงินปันผลประจำปีจะต้องนำเสนอต่อที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นเพื่อขออนุมัติ อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการบริษัทมีอำนาจในการพิจารณาจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลได้หากเห็นว่ามีความเหมาะสมและไม่กระทบต่อการดำเนินงานของบริษัท โดยจะต้องรายงานให้ผู้ถือหุ้นทราบในการประชุมผู้ถือหุ้นคราวถัดไป

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากการแข่งขันสูงในอุตสาหกรรมและความสำเร็จของการพัฒนาโครงการ

อุตสาหกรรมการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีการแข่งขันสูงจากผู้ประกอบการในพื้นที่ ทั้งรายใหญ่ และรายเล็ก รวมถึงผู้ประกอบการรายใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ

นอกจากนี้ มีหลายปัจจัยที่อาจกระทบต่อความสำเร็จของโครงการ อาทิ ความต้องการของผู้บริโภคที่ลดลงหรือเปลี่ยนแปลงไป การเปลี่ยนแปลงกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ผังเมือง ภาวะเศรษฐกิจ นโยบายด้านดอกเบี้ยของธนาคารแห่งประเทศไทย นโยบายของต่างประเทศในการสนับสนุนการลงทุนในประเทศไทย ตลอดจนรสนิยมและค่านิยมที่เปลี่ยนไปของผู้บริโภค เป็นต้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการซื้อ กำลังซื้อของลูกค้า และต้นทุนโครงการ ปัจจัยข้างต้นนี้อาจส่งผลกระทบต่อฐานะการเงินของกลุ่มบริษัท

### ความเสี่ยงจากสินค้าค้างนาน

โครงการที่บริษัทพัฒนาอาจไม่สามารถขายได้หมดภายในเวลาตามที่ตั้งเป้าหมายไว้ อาจส่งผลให้บริษัทมีสินค้าที่ค้างนานเพิ่มขึ้น ทำให้กลุ่มบริษัทจะมีภาระค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการสินค้ากลุ่มนี้ และมีภาระดอกเบี้ยจ่ายกรณีโครงการนั้นยังมีภาระหนี้กับสถาบันการเงิน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานทำให้กำไรลดลง และกระทบต่อฐานะการเงินของกลุ่มบริษัททำให้กระแสเงินสดหมุนเวียนกลับมาได้ช้าลง

### ความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของโครงการในพื้นที่จังหวัดเชียงใหม่

กลุ่มบริษัทประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยและเพื่อการพาณิชย์ในจังหวัดเชียงใหม่ จึงมีความเสี่ยงหากมีปัจจัยต่างๆ มากระทบในจังหวัดเชียงใหม่ อาทิ การแข่งขันสูง ความต้องการซื้อที่ลดลง การเปลี่ยนแปลงของผังเมือง นโยบายของทางภาครัฐ เป็นต้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อประกอบการธุรกิจของกลุ่มบริษัท

### ความเสี่ยงจากต้นทุนในการพัฒนาโครงการเพิ่มขึ้น

ต้นทุนการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของกลุ่มบริษัทประกอบด้วย ต้นทุนค่าที่ดิน ต้นทุนค่าวัสดุก่อสร้าง และต้นทุนค่าแรงงานก่อสร้าง โดยมีต้นทุนวัสดุก่อสร้างเป็นต้นทุนหลัก ซึ่งมีความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้างโดยเฉพาะวัสดุเหล็ก วัสดุนานโครงสร้างอื่นๆ เป็นต้น อาจส่งผลต้นทุนที่สูงขึ้นและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้ ทั้งนี้ อ้างอิงจากข้อมูลทางการเงินของกลุ่มบริษัท ต้นทุนค่าก่อสร้างคิดเป็น 79% - 85% ของต้นทุนรวมในปี 2020 - 1Q23

### ความเสี่ยงจากขาดแคลนผู้รับเหมาก่อสร้าง และไม่สามารถเสร็จได้ในระยะเวลาที่กำหนด

บริษัทอาจมีความเสี่ยงกรณีที่ผู้รับเหมาก่อสร้างส่งมอบงานล่าช้า ไม่ทันตามระยะเวลาที่กำหนด เนื่องจากผู้รับเหมาขาดแคลนแรงงาน หรือผู้รับเหมาส่งงานตามกำหนดแต่คุณภาพงานไม่เป็นไปตามมาตรฐานที่กำหนดไว้ ตลอดจนผู้รับเหมาไม่ปฏิบัติตามข้อตกลงที่ระบุไว้ในสัญญา ซึ่งอาจจะทำให้กลุ่มบริษัทดำเนินธุรกิจไม่เป็นไปตามแผนที่กลุ่มบริษัทกำหนดไว้ และเกิดผลเสียหายในแง่ลบแก่กิจการ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน และอัตรากำไรของกลุ่มบริษัท

### ความเสี่ยงจากนโยบายการปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของสถาบันการเงิน

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

นอกจากนี้ มีความเสี่ยงเกี่ยวกับการปรับตัวเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยอาจส่งผลกระทบต่อต้นทุนการพัฒนาโครงการ และผลกำไรจากการดำเนินงานของกลุ่มบริษัทลดลงได้

## Appendix

### Company Overview

ORN ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยเพื่อขาย ปัจจุบันอยู่ในพื้นที่จังหวัดเชียงใหม่ทั้งหมด ประกอบด้วยโครงการแนวราบ อาทิ บ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์โฮม และอาคารพาณิชย์ รวมถึงโครงการแนวสูง อาทิ คอนโดมิเนียม Low rise และคอนโด High rise

การดำเนินธุรกิจของ ORN ถูกขับเคลื่อนด้วยกลุ่มผู้บริหารที่มีประสบการณ์ในแวดวงอสังหาริมทรัพย์ในเชียงใหม่มานานกว่า 17 ปี และลงทุนสะสมที่ดินเปล่าที่มีศักยภาพต่อเนื่อง ทำให้กลุ่ม ORN มีที่ดินบนทำเลที่มีศักยภาพสูง เดินทางสะดวก กระจายในหลายพื้นที่ ซึ่งสร้างข้อได้เปรียบในการพัฒนาโครงการ อีกทั้ง มีการนำเสนอสินค้าผ่าน 10 แปรนธ์หลัก ครอบคลุมทุกประเภทและทุกระดับราคา รองรับความต้องการของกลุ่มลูกค้าทั้งกลุ่มไทยและต่างชาติ รวมถึงความต้องการซื้อเพื่ออยู่อาศัยและเพื่อการลงทุน

ณ สิ้น 1Q23 ORN มีโครงการพัฒนาแล้วทั้งหมด 20 โครงการ มูลค่ารวม 1.65 หมื่นล้านบาท ซึ่งสามารถปิดการขายแล้ว 2 โครงการ ส่วนที่เหลืออยู่ระหว่างก่อสร้างและรอพัฒนา รวม 18 โครงการ มูลค่ารวม 1.55 หมื่นล้านบาท

ขณะที่มีโครงการในอนาคตที่มีแผนเปิดขายใน 2023-2024 จำนวน 9 โครงการ มูลค่าโครงการรวม 5.2 พันล้านบาท แบ่งเป็นโครงการแนวราบ 6 โครงการ มูลค่ารวม 3.6 พันล้านบาท ส่วนที่เหลือเป็นโครงการคอนโด 3 โครงการ มูลค่ารวม 1.5 พันล้านบาท เป็นคอนโดประเภท Low rise 2 โครงการ และประเภท High rise อีก 1 แห่ง

### Valuation Methodology

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2024 ของ ORN เท่ากับ 1.80 บาท บนคาดการณ์ EPS ที่ 0.22 บาท/หุ้น และอิง PER ที่ 8.0 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย Forward PE 2024 ของบริษัทประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นผู้เล่นรายหลักในประเทศจำนวน 12 ราย

อย่างไรก็ตาม ประเมินการของเราขึ้นกับความคืบหน้าของการขายโครงการแนวราบเป็นหลัก โดยยอดโอนแนวราบคิดเป็น 65% ของรายได้รวมปี 2024 ซึ่งโครงการที่สร้างรายได้หลัก 3 อันดับแรก คือ โครงการ บีลีฟ วงแหวน-สันกำแพง, โครงการ บีลีฟ รวมโชค และโครงการ บีลีฟ สันทราย - แม่โจ้ ซึ่งมีสัดส่วนรวม 31% ของคาดการณ์รายได้ปี 2024 ดังนั้น หากยอดขายไม่เป็นไปตามเป้า อาจส่งผลให้มีความเสี่ยงที่ยอดโอนอาจต่ำกว่าคาด ท่ามกลางภาพรวมตลาดแนวราบปัจจุบันที่มีแนวโน้มชะลอลงจากฐานสูงในช่วงปี 2021-2022 ประกอบกับอุปทานในตลาดที่เพิ่มขึ้นและเกิดการแข่งขันรุนแรง อาจนำไปสู่การทำโปรโมชั่นราคาเพื่อกระตุ้นยอดขาย ซึ่งจะส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นอาจต่ำกว่าสมมติฐาน

### ESG

#### Environment

- กลุ่มบริษัทมุ่งเน้นการดำเนินธุรกิจที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม ตลอดจนให้ความสำคัญกับการจัดการพลังงานอย่างยั่งยืน โดยออกแบบอาคารและโครงการให้สอดคล้องกับสภาพแวดล้อม โดยพึ่งพาแสงและลมจากธรรมชาติ ในพื้นที่ส่วนกลางของโครงการอาคารสำนักงาน ถนน และเลือกใช้วัสดุทดแทนพลังงาน เช่น หลอดไฟประหยัดพลังงาน ติดตั้งแผงโซลาร์บนหลังคา เสาโคมไฟโซลาร์บนถนน เป็นต้น
- กลุ่มบริษัทมีการจัดการน้ำภายในอาคารสำนักงานใหญ่ และสำนักงานในโครงการ โดยควบคุมการใช้น้ำ เลือกใช้วัสดุอุปกรณ์ที่ช่วยประหยัดน้ำ รวมถึงมีมาตรการ และขอความร่วมมือให้พนักงานปฏิบัติตามอย่างเคร่งครัด
- กลุ่มบริษัทจัดให้มีโครงการต้นแบบในด้านการจัดการขยะ โดยมีการจัดให้คัดแยกขยะและการกำจัดขยะที่ถูกต้อง โดยกลุ่มบริษัทกำหนดเป้าหมายการลดปริมาณของเสียและขยะมูลฝอยลง 5% ภายในปี 2027

#### Social

- กลุ่มบริษัทปฏิบัติตามหลักด้านแรงงานและการเคารพสิทธิมนุษยชนอย่างเป็นธรรม เท่าเทียม ในด้านการจ่ายค่าผลตอบแทนที่เป็นธรรม การอบรมพนักงาน และการดูแลพนักงานอย่างเท่าเทียมกัน
- กลุ่มบริษัทส่งเสริมให้เกิดการพัฒนาความรู้ความสามารถของพนักงานซึ่งเป็นไปตามเป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืน ที่กำหนดให้พนักงานมีชั่วโมงการฝึกอบรมไม่น้อยกว่าเกณฑ์มาตรฐาน 6 ชั่วโมง/คน/ไตรมาส
- กลุ่มบริษัทได้คำนึงถึงและดำเนินงานด้านกิจกรรมเพื่อสังคมมาอย่างต่อเนื่อง โดยการจัดกิจกรรมประจำปี และเข้าร่วมสนับสนุนกิจกรรมต่างๆที่ช่วยเหลือทั้งลูกบ้าน ชุมชน เพื่อสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกบ้าน ชุมชน มาตลอด

#### Governance

- กลุ่มบริษัทมีนโยบายที่จะส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีขององค์กร เพื่อให้สอดคล้องกับวิสัยทัศน์ในการดำเนินธุรกิจของกลุ่มบริษัท โดยมุ่งเน้นที่จะพัฒนาธุรกิจให้เจริญก้าวหน้า ได้กำหนดแนวทางในการดำเนินธุรกิจอย่างมีจรรยาบรรณ
- กลุ่มบริษัทมุ่งประกอบธุรกิจกับคู่ค้าและคู่แข่งชั้นทางการค้าบนพื้นฐานของความซื่อสัตย์สุจริตและอยู่บนหลักการที่เป็นธรรม
- กลุ่มบริษัทได้กำหนดให้มีช่องทางการรับร้องเรียนด้านจรรยาบรรณ เพื่อสรุปและนำเสนอต่อคณะกรรมการบริหาร เพื่อดำเนินการตามขั้นตอนต่อไป รวมทั้งยังได้มีการกำหนดช่องทางการรับเรื่องร้องเรียนหรือการแจ้งเบาะแสจากผู้มีส่วนได้เสีย หรือบุคคลภายนอก

## Financial Statements

### Ornsirin Holding

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Revenue	678	1,534	1,329	1,830	1,897
Cost of goods sold	(420)	(853)	(773)	(1,090)	(1,126)
<b>Gross profit</b>	<b>258</b>	<b>681</b>	<b>556</b>	<b>740</b>	<b>771</b>
Other operating income	-	-	-	-	-
Operating costs	(163)	(318)	(291)	(337)	(350)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>103</b>	<b>372</b>	<b>274</b>	<b>412</b>	<b>430</b>
Depreciation	(9)	(8)	(9)	(9)	(10)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>94</b>	<b>363</b>	<b>265</b>	<b>402</b>	<b>421</b>
Net financing costs	(6)	(11)	(9)	(9)	(9)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	9	7	12	12	12
Non-recurring items	0	0	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>97</b>	<b>359</b>	<b>268</b>	<b>406</b>	<b>424</b>
Tax	(21)	(77)	(57)	(81)	(87)
<b>Profit after tax</b>	<b>76</b>	<b>282</b>	<b>211</b>	<b>325</b>	<b>338</b>
Minority interests	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
<b>Reported net profit</b>	<b>75</b>	<b>281</b>	<b>210</b>	<b>324</b>	<b>337</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>75</b>	<b>281</b>	<b>210</b>	<b>324</b>	<b>337</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	6.88	25.69	0.14	0.22	0.22
Reported EPS	6.88	25.69	0.14	0.22	0.22
DPS	0.00	0.00	0.00	0.09	0.09
Diluted shares (used to calculate per share data)	11	11	1,500	1,500	1,500
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	(21.7)	126.4	(13.4)	37.7	3.7
Operating EBITDA (%)	(39.9)	261.6	(26.2)	50.2	4.5
Operating EBIT (%)	(42.5)	286.2	(26.9)	51.7	4.5
Recurring EPS (%)	(41.6)	273.3	(99.5)	54.1	4.0
Reported EPS (%)	(41.6)	273.3	(99.5)	54.1	4.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	38.0	44.4	41.8	40.4	40.7
Gross margin exc. depreciation (%)	39.3	44.9	42.5	40.9	41.2
Operating EBITDA margin (%)	15.2	24.2	20.6	22.5	22.7
Operating EBIT margin (%)	13.9	23.7	20.0	22.0	22.2
Net margin (%)	11.1	18.3	15.8	17.7	17.8
Effective tax rate (%)	21.3	21.6	21.3	20.0	20.4
Dividend payout on recurring profit (%)	-	-	-	40.0	40.0
Interest cover (X)	16.2	33.5	30.3	48.7	50.8
Inventory days	1,941.1	988.5	1,155.8	857.0	843.8
Debtor days	39.0	1.7	2.9	3.2	3.6
Creditor days	185.5	93.1	100.1	80.0	91.4
Operating ROIC (%)	3.8	12.3	7.8	11.3	(3.0)
ROIC (%)	4.0	12.2	8.0	11.4	(3.0)
ROE (%)	4.0	13.9	8.6	11.4	11.0
ROA (%)	2.8	9.2	6.0	8.1	7.7
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
<b>Revenue by Division (THB m)</b>					
Low rise transfers	352	429	539	1,187	1,070
Condo transfers	324	1,104	788	640	825
Rental income	1	2	2	2	2

Sources: Ornsirin Holding; FSSIA estimates

## Financial Statements

### Ornsirin Holding

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	75	281	210	324	337
Depreciation	9	8	9	9	10
Associates & minorities	-	-	-	-	-
Other non-cash items	-	-	-	-	-
Change in working capital	(286)	(16)	(239)	93	(29)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(202)</b>	<b>273</b>	<b>(20)</b>	<b>426</b>	<b>318</b>
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(130)	(348)	-	(12)	(14)
Net acquisitions & disposals	-	-	(115)	-	-
Other investments (net)	-	-	-	-	-
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(130)</b>	<b>(348)</b>	<b>(115)</b>	<b>(12)</b>	<b>(14)</b>
Dividends paid	(54)	0	(302)	(113)	(118)
Equity finance	1	1	659	1	1
Debt finance	372	140	21	0	0
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
<b>Cash flow from financing</b>	<b>318</b>	<b>141</b>	<b>378</b>	<b>(112)</b>	<b>(117)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
<b>Net other adjustments</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>(13)</b>	<b>66</b>	<b>243</b>	<b>302</b>	<b>187</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	(325.37)	(64.15)	(126.06)	422.46	312.38
Free cash flow to equity (FCFE)	39.85	64.68	(114.58)	414.40	304.36

#### Per share (THB)

FCFF per share	(0.22)	(0.04)	(0.08)	0.28	0.21
FCFE per share	0.03	0.04	(0.08)	0.28	0.20
Recurring cash flow per share	7.68	26.46	0.15	0.22	0.23

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	385	740	847	852	857
Less: Accumulated depreciation	(35)	(37)	(39)	(41)	(43)
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>350</b>	<b>702</b>	<b>808</b>	<b>811</b>	<b>814</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
Long-term financial assets	34	39	39	39	40
Invest. in associates & subsidiaries	18	0	0	0	0
Cash & equivalents	137	203	446	748	935
A/C receivable	7	8	13	18	19
Inventories	2,271	2,306	2,533	2,543	2,617
Other current assets	169	64	80	80	80
<b>Current assets</b>	<b>2,583</b>	<b>2,581</b>	<b>3,072</b>	<b>3,389</b>	<b>3,651</b>
Other assets	10	11	12	13	14
<b>Total assets</b>	<b>3,001</b>	<b>3,339</b>	<b>3,938</b>	<b>4,258</b>	<b>4,526</b>
Common equity	1,884	2,166	2,733	2,944	3,163
Minorities etc.	2	3	4	5	6
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>1,887</b>	<b>2,169</b>	<b>2,737</b>	<b>2,949</b>	<b>3,169</b>
Long term debt	105	325	336	336	336
Other long-term liabilities	10	11	11	11	11
<b>Long-term liabilities</b>	<b>115</b>	<b>336</b>	<b>347</b>	<b>347</b>	<b>347</b>
A/C payable	211	220	199	274	285
Short term debt	389	308	318	319	319
Other current liabilities	399	305	336	369	406
<b>Current liabilities</b>	<b>999</b>	<b>833</b>	<b>854</b>	<b>963</b>	<b>1,010</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>3,001</b>	<b>3,339</b>	<b>3,938</b>	<b>4,258</b>	<b>4,526</b>
Net working capital	1,836	1,853	2,091	1,997	2,025
Invested capital	2,254	2,611	2,956	2,866	2,899

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

#### Per share (THB)

Book value per share	172.33	198.11	1.82	1.96	2.11
Tangible book value per share	171.79	197.60	1.82	1.96	2.10

#### Financial strength

Net debt/equity (%)	18.9	19.8	7.6	(3.2)	(8.8)
Net debt/total assets (%)	11.9	12.9	5.3	(2.2)	(6.2)
Current ratio (x)	2.6	3.1	3.6	3.5	3.6
CF interest cover (x)	27.8	38.4	(11.5)	51.1	38.3

Valuation	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>10.6</b>	<b>6.9</b>	<b>6.6</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>12.8</b>	<b>8.3</b>	<b>8.0</b>
Reported P/E (x)	0.2	0.1	10.6	6.9	6.6
Dividend yield (%)	-	-	-	5.8	6.0
Price/book (x)	0.0	0.0	0.8	0.8	0.7
Price/tangible book (x)	0.0	0.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (x) **	3.7	1.2	8.9	5.2	4.6
EV/EBITDA @ target price (x) **	3.7	1.2	10.6	6.3	5.6
EV/invested capital (x)	0.2	0.2	0.8	0.7	0.7

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

Sources: Ornsirin Holding; FSSIA estimates

## Public disclosures related to sustainable development evaluation of Thai listed companies

**Rating** regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "**CG Score**" by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD); 2) "**AGM Checklist**" by the Thai Investors Association (TIA), a "**CAC certified member**" of the Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC); and 3) "**Sustainability Investment List (THSI)**" by the Stock Exchange of Thailand. The ratings are updated on an annual basis. FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

### CG Score by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)<sup>1</sup>

The **CG Score** indicates corporate governance (CG) strength in the sustainable development of Thai listed companies. Annually, the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET), surveys and assesses the CG practices of companies and publishes the results on the [Thai IOD website](#) in a bid to promote and enhance the CG of Thai listed companies in order to promote compliance with international standards for better investment decisions. The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations, as of the date appearing in the report, and may be changed after that date.

The **five underlying categories and weighting** used for the CG scoring in 2022 include the rights of shareholders and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined), the role of stakeholders (25%), disclosure and transparency (15%), and board responsibilities (35%).

The CGR report rates CG in six categories: 5 for Excellent (score range 90-100), 4 for Very Good (score range 80-89), 3 for Good (Score range 70-79), 2 for Fair (score range 60-69), 1 for Pass (score range 60-69), and not rated (score below 50).

### Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result 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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at [Thai IOD website](#). 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

### AGM Checklist by the Thai Investors Association (TIA)<sup>2</sup>

The "**AGM Checklist**" quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and the extent to which information is sufficiently disclosed and the level of its transparency. All the considered factors form important elements of two out of five the CG components. Annually, the TIA, with support from the SEC, leads the project to evaluate the quality of Annual General Meetings of Shareholders (AGMs) and to rate quality of the meetings.

The **Checklist** contains the minimum requirements under law that companies must comply with, or best practices according to international CG guidance. Representatives of the TIA will attend the meetings and perform the evaluation. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating of how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.

The results are classified into four categories: 5 for Excellent (score 100), 4 for Very Good (score 90-99), 3 for Fair (score 80-89), and not rated (score below 79).

### CAC certified member by the Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)<sup>3</sup>

A **CAC certified member** is a listed company whose Checklist satisfies the CAC Certification's criteria and is approved by the CAC Council. The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. Note that the CAC does not certify the behaviour of the employees nor whether the companies have engaged in bribery, and Certification is good for three years.

Companies deciding to become a CAC certified member **start with** by submitting a Declaration of Intent signed by the Chairman of the Board to kick off the 18-month deadline for companies to submit the CAC Checklist for Certification. The 18-month provision is for risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.

The checklist document will be reviewed by the CAC Certification Committee for adequate information and evidence. It is worth noting that the committee consists of nine professionals in business law, corporate governance, internal audit, financial audit and experienced representatives from certified members.

A passed Checklist will move on to the **CAC Council** for granting certification approvals. The CAC Council consists of twelve prominent individuals who are highly respected in professionalism and ethical achievements. Among them are former ministers, a former central bank governor, the former head of the Thai Listed Companies Association, Chairman of Anti-Corruption Organizations (Thailand), Chairman of Thai Institute of Directors, and reputable academic scholars.

### Sustainability Investment (THSI)<sup>4</sup> by the Stock Exchange of Thailand (SET)

Thailand Sustainability Investment (**THSI**) quantifies responsibility in **Environmental**, and **Social** issues, by managing business with transparency in **Governance**. The THSI serves as another choice for investors who desire to adopt a responsible investment approach, according to the SET.

Annually, the SET will announce the voluntary participation of the company candidates which pass the preemptive criteria, and whose two key crucial conditions are met, i.e. no irregular trading of the board members and executives and a free float of >150 by the number of shareholders, and combined holding must >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include a CG score of below 70%; independent directors and free float violation; executives' wrongdoing related to CG, social and environmental impacts, equity in negative territory, and earnings in the red for more than three years in the last five years. To become eligible for THSI, the candidate must pass three indicators in data declaration: **Economic** (CG, risk management, customer relation management, supply chain management, and innovation); **Environmental** (environmental management, eco-efficiency, and climate risk); **Social** (human rights, talent attraction, operational health & safety, community development, and stakeholder engagement); and the incorporation of ESG in business operations.

To be approved for THSI inclusion, verified data must be scored at a 50% minimum for each indicator, unless the company is a part of the Dow Jones Sustainability Indices<sup>5</sup> (DJSI) during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality.

Note that, from the **THSI list**, the SET further developed a sustainability **SETTHSI Index** in June 2018 from selected THSI companies whose 1) market capitalisation > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.

Sources: [SEC](#); [Thai IOD](#); [Thai CAC](#); [SET](#); FSSIA's compilation

#### Disclaimer:

<sup>1</sup> Thai Institute of Directors Association ([Thai IOD](#)) was established in December 1999 and is a membership organisation that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

<sup>2</sup> Thai Investors Association ([TIA](#)) was established in 1983 with a mission to promote investment knowledge and to protect the investment rights of Thai investors. In 2002, the association was appointed by the Securities and Exchange Commission (SEC) to represent individual shareholders. To obtain information for evaluation, the association recruits volunteer investors to join AGMs and score the meetings. Weightings for each meeting are at a 45:45:10 ratio. They have been applied since 2017 and subject to change.

<sup>3</sup> Thai Private Sector Collective Action against Corruption ([CAC](#)) was founded in 2010 and is 100% privately funded. It is an initiative by the Thai private sector to take part in tackling corruption problems via collective action. The CAC promotes the implementation of effective anti-corruption policies in order to create a transparent business ecosystem by developing a unique certification program for large/medium/small companies to apply for and to control corruption risk systematically and efficiently. The CAC's operations are sponsored by the US-based Center for Private Enterprise (CIPE) and the UK Prosperity Fund.

<sup>4</sup> Sustainability Investment List ([THSI](#)), created by the Stock Exchange of Thailand in 2015, comprises the listed companies that conduct sustainable business operations.

<sup>5</sup> Dow Jones Sustainability Indices – [Wikipedia](#) – Launched in 1999, DJSI evaluates the sustainability performance of companies based on corporate economic, environmental, and social performance.



## 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 Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA 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

All share prices are as at market close on, 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.