

BANGKOK ASSET INTERGROUP

THAILAND / PROPERTY & CONSTRUCTION

BJA TB

ผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจบ้านมือสองตกแต่งใหม่

TARGET PRICE
IPO PRICE

THB4.60
THB1.80

- BKA เป็นผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจบ้านมือสองตกแต่งใหม่ ครอบคลุมการรับฝากขาย ปรับปรุงซ่อมแซมเพื่อขาย และเป็นนายหน้าขายบ้านมือสอง
- คาดกำไรปี 2025-26 +102% y-y และ +12% y-y จากการรุกรายพอร์ตบ้านแต่ง
- ประเมินมูลค่าหุ้น อิง PER 13 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 4.60 บาท

ศูนย์รวมบ้านมือสองตกแต่งใหม่และบริการรับฝากขายบ้าน

BKA ประกอบธุรกิจให้บริการปรับปรุงบ้านมือสองเพื่อขาย (บ้านแต่ง), นายหน้าขาย (บ้านฝาก) และการรับซื้อบ้านมือสองมาปรับปรุงซ่อมแซมเพื่อขาย (บ้านตัด) มุ่งเน้นบ้านมือสองทั้งประเภทบ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์เฮ้าส์ และทาวน์โฮม โดยเฉพาะทำเลใน ทปรี กรุงเทพฯ และปริมณฑล ด้วยประสบการณ์ของผู้บริหารที่อยู่ในธุรกิจยาวนาน กว่า 12 ปี และทีมงานที่มีความเชี่ยวชาญให้บริการครบวงจร แม้ภาวะการแข่งขันจะสูง แต่ BKA มีจุดแข็งจากพอร์ตที่กระจายโครงการในหลายทำเลที่ดี และขายบ้าน 300-400 หลังต่อปี ซึ่งมีขนาดธุรกิจที่ใหญ่กว่าผู้เล่นในตลาด

บ้านมือสองมีความได้เปรียบด้านราคาและทำเล

ภาวะเศรษฐกิจปัจจุบันที่ฟื้นตัวช้า กำลังซื้อผู้บริโภคเปราะบาง และหนี้ครัวเรือนอยู่ระดับสูง เป็นข้อจำกัดความสามารถในการซื้อที่อยู่อาศัยและก่อหนี้ใหม่ ขณะที่ดัชนีราคา ค่าก่อสร้างบ้าน, ราคาบ้านเดี่ยว และทาวน์เฮ้าส์มีทิศทางสูงขึ้นต่อเนื่อง ผลักดันให้ความต้องการที่อยู่อาศัยมือสองมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จากความได้เปรียบด้านราคาที่ดีกว่าบ้านใหม่ และทำเลที่มักดีกว่า สะท้อนข้อมูลจาก REIC พบว่าใน 9M24 จำนวนการโอนบ้านมือสอง -3% y-y ถือว่าชะลอตัวในอัตราน้อยกว่าบ้านใหม่ซึ่ง -10% y-y

คาดการณ์กำไรปี 2025-26 โตต่อเนื่องจากการรุกรายพอร์ตบ้านแต่ง

เราประเมินกำไรสุทธิปี 2025-2026 ที่ 74 ล้านบาท (+102% y-y) และ 83 ล้านบาท (+12% y-y) ตามลำดับ ตามทิศทางการเร่งขึ้นของรายได้จากแผนรุกรายพอร์ตบ้านแต่งมากขึ้นด้วยความพร้อมด้านกระแสเงินสดภายหลัง IPO รวมถึง SG&A ต่อรายได้ลดลงจาก Economy of scale ที่ดีขึ้น และต้นทุนการเงินที่ลดลง

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2025 ที่ 4.60 บาท อิง PE 13 เท่า

เราประเมินมูลค่าของ BKA อิง PE 13 เท่า เนื่องจากไม่มีบริษัทจดทะเบียนในตลาด. รายได้ทำธุรกิจเหมือนกับ BKA เราจึงอิง Forward PE2025 ของ 4 บริษัทที่มีบางส่วน ของธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับบ้านมือสอง คำนวณมูลค่าเหมาะสมได้ 4.60 บาท ทั้งนี้ ประเมินการกำไรปี 2025 ขึ้นกับจำนวนการขายบ้านแต่งที่เพิ่มขึ้นเป็นหลัก ซึ่งมีความเสี่ยงจากทั้งตลาดอสังหาริมทรัพย์ชะงักจากกำลังซื้อฟื้นช้าและความเข้มงวดปล่อยสินเชื่อ รวมถึงแผนของ BKA ที่ขยายพอร์ตไปกรุงเทพฯยังท้าทายจากการแข่งขันสูง โดยประเมิน Sensitivity ทุกๆการขายบ้านแต่งที่น้อยกว่าคาด 20 หลัง ทำให้มี Downside ต่อประมาณการกำไรปีนี้ 8% และราคาเหมาะสมลดลง 0.40 บาท/หุ้น

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024	2025E	2026E
Revenue	1,312	1,141	1,898	2,096
Net profit	22	37	74	83
EPS (THB)	0.15	0.25	0.35	0.40
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	35	54	98	110
Recurring net profit	22	37	74	83
Core EPS (THB)	0.15	0.25	0.35	0.40
EPS growth (%)	(99.7)	65.3	44.2	12.3
Net debt/Equity (%)	104.1	12.2	(6.7)	(14.8)
ROE (%)	20.5	33.0	39.5	29.2

BKA's IPO summary

รายละเอียด	
Pre-IPO shares	150 ล้านหุ้น
Share offering	60 ล้านหุ้น คิดเป็น 28.57% ของจำนวนหุ้น หลัง IPO
Use of proceeds	1) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน 2) พัฒนาธุรกิจ Prop Tech
Financial advisor	Advisory Plus Company Limited
Lead Underwriter	Beyond Securities PCL

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

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF BKA BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY ADVISORY PLUS



Thanyatorn Songwutti

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

สารบัญ

ลักษณะการประกอบธุรกิจ	3
โครงสร้างรายได้.....	7
ผลการดำเนินงานในอดีต	8
แนวโน้มอุตสาหกรรม.....	10
ยอดโอนบ้านมือสองติดลบน้อยกว่าบ้านใหม่	10
ภาวะแข่งขัน	12
ประเด็นการลงทุน.....	13
ผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจบ้านมือสองตกแต่งใหม่.....	13
บ้านมือสองได้เปรียบด้านราคาและทำเล.....	13
คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต.....	14
คาดการณ์ปี 2025-2026 เติบโตจากการรุกพอร์ตบ้านแต่ง.....	14
ฐานะการเงินอยู่ในเกณฑ์ดี.....	14
ประเมินมูลค่าเหมาะสม	16
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล	17
ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ.....	18
Appendix.....	19

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท บางกอก แอสเซท อินเตอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) หรือ BKA ก่อตั้งปี 2020 ดำเนินธุรกิจให้บริการปรับปรุงบ้านมือสองและเป็นตัวแทนขาย, บริการนายหน้าซื้อ-ขายอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงการรับซื้อบ้านมือสองมาทำการปรับปรุงเพื่อขาย มุ่งเน้นบ้านมือสองทั้งประเภทบ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์เฮ้าส์ และทาวน์โฮม โดยเฉพาะทำเลนนทบุรี กรุงเทพฯ และปริมณฑล ผ่านทีมงานที่มีความเชี่ยวชาญให้บริการครบวงจรตั้งแต่คำปรึกษาเกี่ยวกับการซื้อ-ขายบ้าน การปรับปรุงซ่อมแซมและตกแต่งบ้าน การดูแลด้านการตลาด การประชาสัมพันธ์ และการเสนอขายบ้านมือสองผ่านช่องทางการตลาดและการประชาสัมพันธ์ผ่านสื่อออนไลน์ ออฟไลน์ และการทำโปรโมชั่นส่งเสริมการขายภายใต้แคมเปญต่างๆ

Exhibit 1: Business Overview

การดำเนินธุรกิจ	ผลิตภัณฑ์	ประเภทรายได้
ธุรกิจบริการปรับปรุงบ้านมือสองและเป็นตัวแทนขาย (ธุรกิจบ้านแต่ง)	บ้านมือสองตกแต่งใหม่ (ทรัพย์สินของลูกค้า)	รายได้จากการขาย
ธุรกิจนายหน้าซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ (ธุรกิจบ้านฝาก)	บ้านมือสองตามสภาพเดิม (ทรัพย์สินของลูกค้า)	รายได้จากบริการ
ธุรกิจรับซื้อบ้านมือสองมาทำการปรับปรุงซ่อมแซมเพื่อขาย (ธุรกิจบ้านตัด)	บ้านมือสองตกแต่งใหม่ (ทรัพย์สินของบริษัท)	รายได้จากการขาย

Source: BKA

ผลิตภัณฑ์และบริการของ BKA แบ่งเป็น 3 ประเภทหลัก ดังนี้

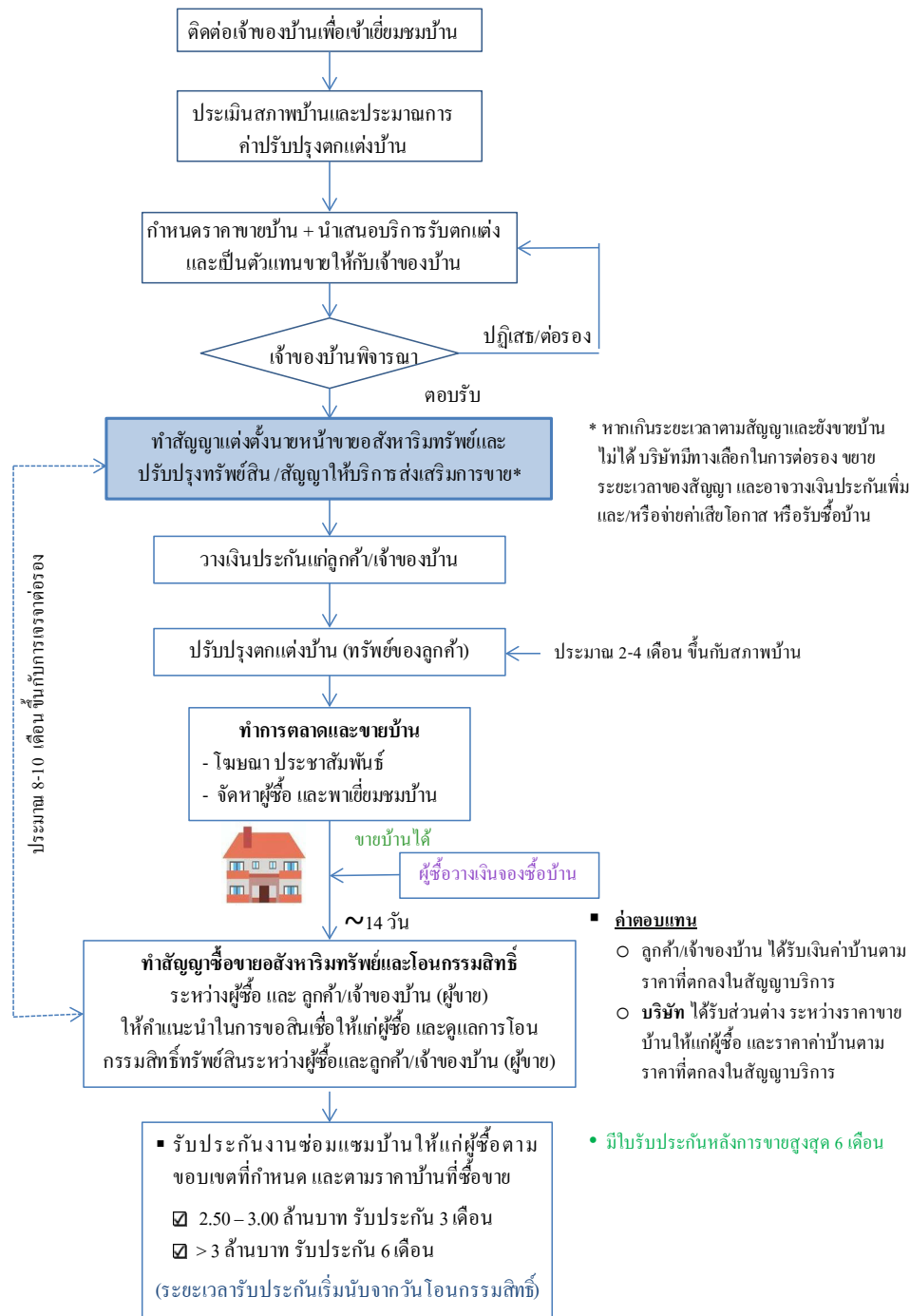
1. ธุรกิจบ้านแต่ง (Flipping)

ธุรกิจบ้านแต่ง หรือบริการปรับปรุงบ้านมือสองเพื่อขาย คือ BKA ให้บริการปรับปรุงบ้านมือสองและเป็นตัวแทนขายบ้านดังกล่าว หรือการรับฝากขายบ้านมือสองพร้อมกับการเข้าไปดำเนินการปรับปรุงซ่อมแซมก่อนขาย (ทรัพย์สินของลูกค้า) เพื่อให้บ้านมีสภาพใหม่ พร้อมอยู่อาศัยได้ ด้วยการออกแบบที่สวยงาม งานซ่อมแซมที่มีคุณภาพ พร้อมรับประกันผลงานและบริการหลังการขาย โดยบริษัทคัดเลือกทรัพย์สินหรือบ้านมือสองที่ตั้งอยู่ในทำเลที่ดี มีการคมนาคมสะดวกสบาย อยู่ใกล้สิ่งอำนวยความสะดวกต่าง ๆ ส่วนใหญ่เป็นบ้านมือสองในโครงการหมู่บ้านจัดสรรที่มีทำเลหลักในกรุงเทพและปริมณฑล

BKA ต้องวางเงินประกันให้แก่ลูกค้า/ผู้ขายบ้านหรือเจ้าของบ้าน ซึ่งทั่วไปอยู่ที่ 10% ของราคาตามสัญญา ก่อนเข้าปรับปรุงซ่อมแซมบ้าน อีกทั้ง เป็นผู้รับผิดชอบค่าใช้จ่ายในการปรับปรุงซ่อมแซมบ้านและเป็นผู้กำหนดราคาขายบ้านให้แก่ผู้ซื้อบ้าน ขณะที่ลูกค้าหรือเจ้าของบ้านจะได้รับเงินค้ำบ้านเมื่อมีการขายบ้านได้และมีการจดทะเบียนโอนกรรมสิทธิ์ทรัพย์สินแล้ว ซึ่งจะอยู่ภายในระยะเวลาตามที่กำหนดไว้ในสัญญาว่าจ้างบริการ

หากบริษัทไม่สามารถขายบ้านได้ภายในกำหนดระยะเวลาของสัญญาหรือภายในระยะเวลาที่ต่ออายุสัญญา (แล้วแต่กรณี) บริษัทมีทางเลือก ได้แก่ การเจรจาเพื่อขอต่อระยะเวลาของสัญญา และอาจวางเงินประกันเพิ่มและ/หรือจ่ายค่าเสียหายโอกาส หรือรับซื้อบ้านนั้นไว้เองในราคาตามสัญญา เพื่อนำมาขายต่อให้แก่ลูกค้าที่ต้องการซื้อบ้านต่อไป โดยทั่วไปอายุของสัญญาที่ทำครั้งแรก มีระยะเวลาเฉลี่ย 8-10 เดือน ขึ้นอยู่กับการเจรจาต่อรอง ซึ่งเมื่อใกล้หมดอายุสัญญาและยังไม่สามารถขายบ้านได้ บริษัทจะเจรจาล่วงหน้าเพื่อขอต่ออายุสัญญากับเจ้าของบ้าน ซึ่งโดยเฉลี่ยการต่ออายุสัญญาแต่ละครั้งมีระยะเวลาเฉลี่ยครั้งละ 2 เดือน ขึ้นอยู่กับการเจรจาต่อรอง

Exhibit 2: ขั้นตอนการดำเนินธุรกิจบ้านแต่ง



Source: BKA

2. ธุรกิจบ้านฝาก

BKA ดำเนินธุรกิจนายหน้าซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ (ทรัพย์สินของลูกค้า) โดยการรับฝากขายบ้านมือสองแก่ลูกค้าหรือเจ้าของบ้านที่ต้องการขายบ้านโดยการนำบ้านมาฝากให้บริษัทดูแลด้านการตลาดและการขาย ด้วยช่องทางการตลาดและสื่อโฆษณาของบริษัท รวมถึงมีทีมงานที่มีความชำนาญและประสบการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายบ้าน รวมถึงให้คำปรึกษาดูแลครบทุกขั้นตอน โดย BKA มีรายได้จากการรับฝากขายบ้าน เป็นค่าบำเหน็จหรือค่านายหน้า (Commission) คำนวณตามราคาที่ขายบ้านได้ และในอัตราที่ตกลงกับลูกค้าผู้ฝากขายบ้านตามที่ระบุไว้ในสัญญาแต่งตั้งนายหน้าขายอสังหาริมทรัพย์ ทั้งนี้ บริษัทกำหนดระยะเวลาการฝากขายอสังหาริมทรัพย์เบื้องต้นประมาณ 6 เดือน

```

graph TD
    A[ติดต่อเจ้าของบ้านเพื่อเข้าเยี่ยมชมบ้าน] --> B[แจ้งรายละเอียดเงื่อนไขและเอกสารที่ใช้ในการทำสัญญา]
    B --> C[ทำสัญญาแต่งตั้งนายหน้าขายอสังหาริมทรัพย์]
    D[สัญญาซื้อขายอสังหาริมทรัพย์และโอนกรรมสิทธิ์ระหว่างผู้ซื้อบ้านและผู้ขายบ้าน] --> E[ผู้ซื้อชำระเงินจองซื้อบ้าน]
    E --> F[~ 14 วัน]
    F --> G[ทำสัญญาซื้อขายอสังหาริมทรัพย์และโอนกรรมสิทธิ์ระหว่างผู้ซื้อบ้านและผู้ขายบ้าน]
    C -.-> H[คู่สัญญา :  
- บริษัท และ ลูกค้า / เจ้าของบ้าน (ผู้ฝากขายบ้าน)]
    
```

คู่สัญญา :
- บริษัท และ ลูกค้า / เจ้าของบ้าน (ผู้ฝากขายบ้าน)

ทำสัญญาแต่งตั้งนายหน้าขายอสังหาริมทรัพย์

สัญญาซื้อขายอสังหาริมทรัพย์และโอนกรรมสิทธิ์ระหว่างผู้ซื้อบ้านและผู้ขายบ้าน

ผู้ซื้อชำระเงินจองซื้อบ้าน

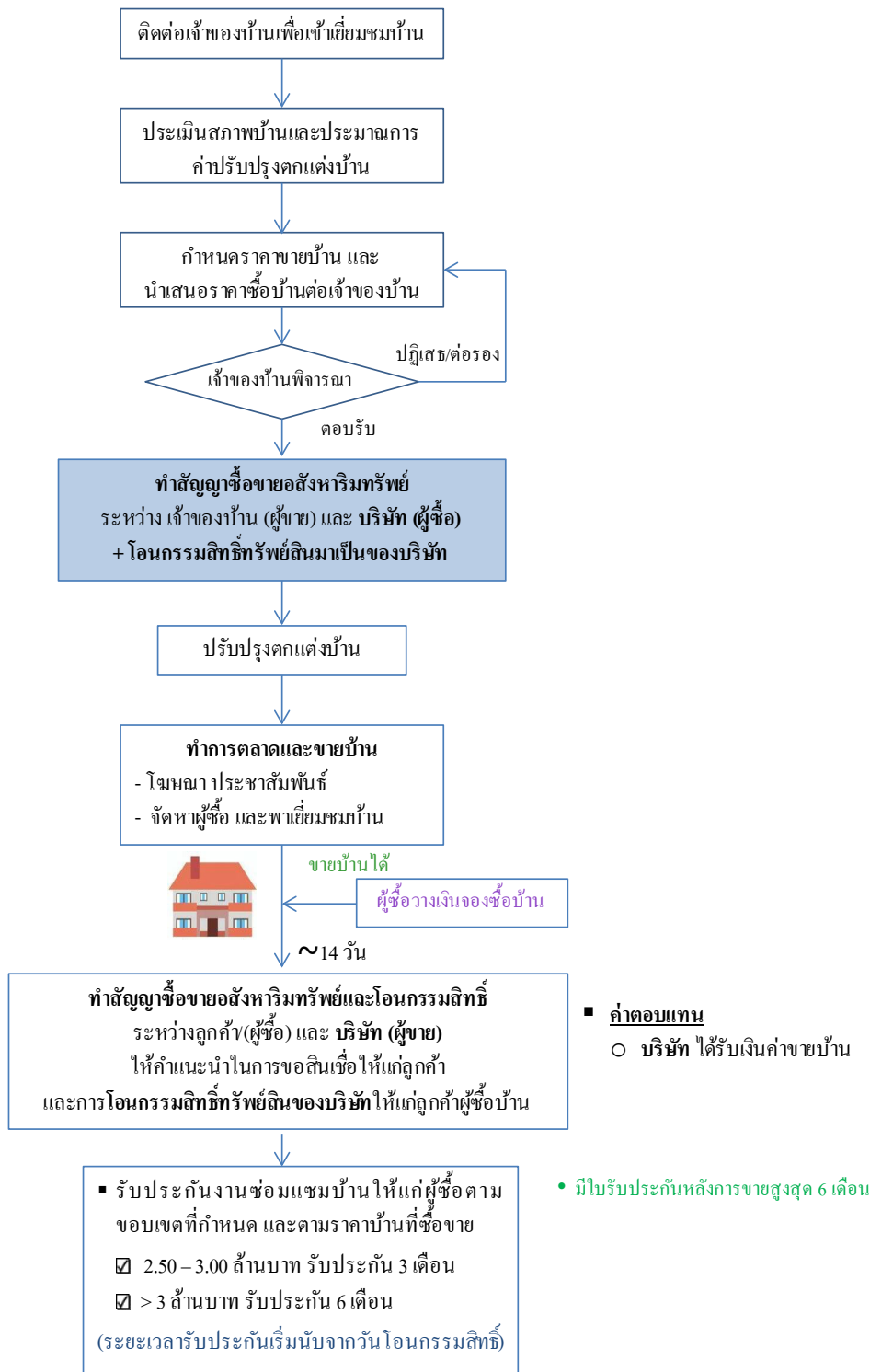
~ 14 วัน

ทำสัญญาซื้อขายอสังหาริมทรัพย์และโอนกรรมสิทธิ์ระหว่างผู้ซื้อบ้านและผู้ขายบ้าน

- ลำดับก่อนหลัง
 - ลูกค้า / เจ้าของบ้าน ได้รับเงินค่าบ้าน
 - บริษัท ได้รับค่านายหน้าขายบ้าน

3. ธุรกิจบ้านตัด

BKA รับซื้อบ้านมือสองเพื่อนำไปปรับปรุงซ่อมแซมหรือตกแต่งใหม่ และทำการตลาด เพื่อการ
ขายต่อให้แก่ผู้ต้องการซื้อบ้าน โดยบริษัทต้องลงทุนซื้อบ้านมือสองจากเจ้าของบ้านเดิมเข้ามา
เป็นทรัพย์สินของบริษัท ขณะที่บริษัทคำนึงถึงความเสี่ยงพองของเงินทุนและสภาพคล่อง
เนื่องจากการรับซื้อบ้านแต่ละหลังต้องใช้เงินลงทุนค่าบ้านที่สูง อีกทั้งมีค่าใช้จ่ายในการ
ปรับปรุงซ่อมแซมเพื่อให้บ้านอยู่ในสภาพที่ดีพร้อมขายได้ โดยพิจารณาทำเลที่ตั้ง
สภาพแวดล้อม ราคาตลาดของบ้านเมื่อเปรียบเทียบกับคู่แข่ง และโอกาสในการแข่งขัน

Exhibit 4: ขั้นตอนการดำเนินธุรกิจบ้านดัด

Source: BKA

ช่องทางการจัดจำหน่าย

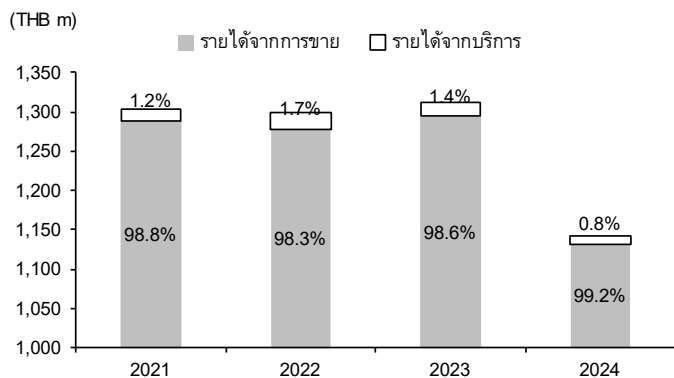
BKA มีช่องทางการจำหน่ายหลักผ่านสื่อออนไลน์ โดยประกาศขายบ้านผ่านเว็บไซต์ของบริษัท www.bangkokasset.com ซึ่งเป็นแหล่งรวมข้อมูลการขายบ้านมือสองพร้อมอยู่ บริการรับฝากขายบ้าน ประกาศรับซื้อบ้านมือสอง ข้อมูลผลงานตกแต่งบ้านมือสอง บทความสาระความรู้ต่าง ๆ เกี่ยวกับบ้าน รวมถึงประกาศขายบ้านผ่านเว็บไซต์ของพันธมิตรทางธุรกิจ อาทิ www.ddproperty.com และ www.kaidee.com/c2-realestate เป็นต้น นอกจากนี้ บริษัทยังทำการตลาดแนะนำบ้านมือสองตกแต่งใหม่และบ้านมือสองที่ขายตามสภาพเดิมลงบน Facebook Page ต่างๆ

โครงสร้างรายได้

ผลประกอบการย้อนหลัง 4 ปี (ปี 2021-2024) BKA มีรายได้รวม (ไม่รวมรายได้อื่นๆที่นอกเหนือจากการประกอบธุรกิจหลัก) อยู่ที่ 1.3 พันล้านบาท, 1.3 พันล้านบาท, 1.3 พันล้านบาท และ 1.1 พันล้านบาท ตามลำดับ ขณะที่หากจำแนกประเภทการรับรู้รายได้จะแบ่งเป็นรายได้จากการขาย 98-99% ของทั้งหมด ซึ่งมาจากธุรกิจบ้านแต่งและธุรกิจบ้านตัด ส่วนที่เหลือในสัดส่วน 1-2% เป็นรายได้จากบริการซึ่งมาจากธุรกิจบ้านฝาก

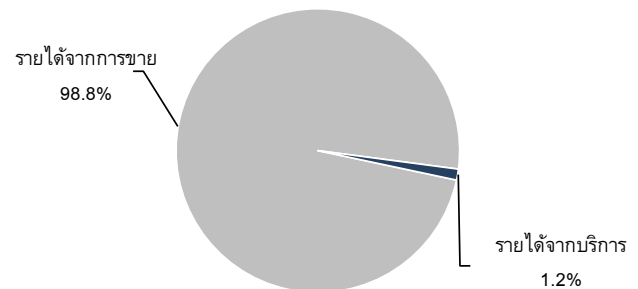
หากพิจารณาโครงสร้างรายได้ตามประเภทธุรกิจ บริษัทมีสัดส่วนรายได้หลัก 74-87% ของรายได้รวมในปี 2021-2024 มาจากรายได้จากธุรกิจบ้านแต่ง รองลงมาเป็นธุรกิจบ้านตัด 12-24% และธุรกิจบ้านฝาก 1-2% ของรายได้ทั้งหมด

Exhibit 5: Revenue breakdown by type of revenue



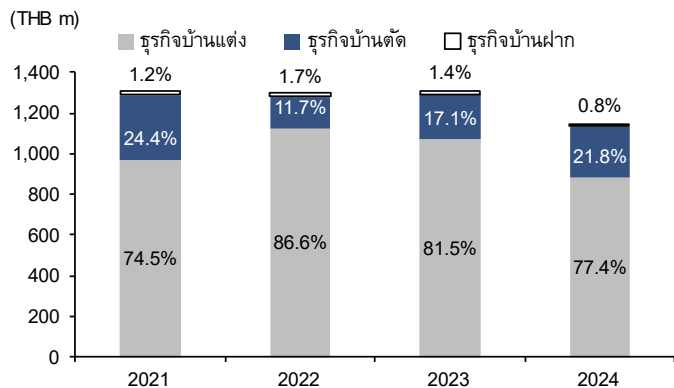
Sources: BKA; FSSIA's compilation

Exhibit 6: Sales by type of revenue in 2021-2024



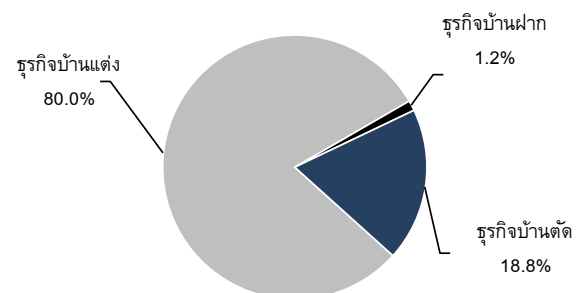
Sources: BKA; FSSIA's compilation

Exhibit 7: Revenue breakdown by product



Sources: BKA; FSSIA's compilation

Exhibit 8: Sales by product in 2021-2024



Sources: BKA; FSSIA's compilation

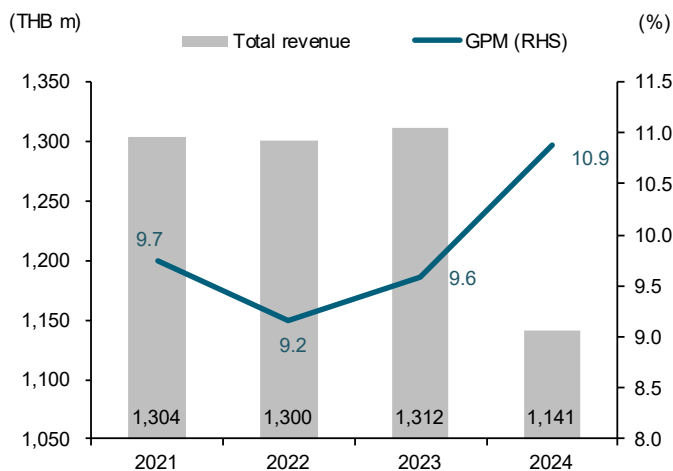
ผลการดำเนินงานในอดีต

พิจารณางบการเงินของ BKA ในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา (ปี 2021-2024) กำไรสุทธิอยู่ที่ 50 ล้านบาท 21 ล้านบาท 23 ล้านบาท และ 37 ล้านบาท ตามลำดับ โดยปี 2022 ผลประกอบการที่หดตัว 57% y-y มีสาเหตุจากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายบริหาร หลักๆ จากค่าใช้จ่ายพนักงานขายและค่าใช้จ่ายการเตรียมเข้าจดทะเบียนในตลาด. ขณะที่รายได้รวมทรงตัวจากปี 2021 ที่ 1.3 พันล้านบาท จากการลดลงของการขายบ้านตัดสอดคล้องกับการปรับกลยุทธ์การชะลอการจัดหาบ้านมือสองประเภทบ้านตัดและเริ่มหันไปจัดหาบ้านแต่งมากขึ้นซึ่งใช้เงินลงทุนต่ำกว่า ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับลงเป็น 9.2% (จาก 9.7% ในปี 2021) จากการลดลงของสัดส่วนรายได้บ้านตัดซึ่งมีมาร์จิ้นต่ำกว่าบ้านแต่ง

อย่างไรก็ดี ปี 2023 ผลการดำเนินงานฟื้นตัวเล็กน้อย 6% y-y ผลักด้วยอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับขึ้นเป็น 9.6% (จาก 9.2% ในปี 2022) สอดคล้องกับสัดส่วนรายได้จากบ้านตัดที่เพิ่มขึ้นทั้งจำนวนและราคาเฉลี่ย ส่วนบ้านแต่งมีจำนวนการขายลดลงเนื่องจากถูกกระทบของการชะลอตัวของกำลังซื้อของลูกค้าตามภาวะเศรษฐกิจและความเข้มงวดปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินโดยเฉพาะราคาต่ำกว่า 3 ล้านบาท แม้จำนวนการขายบ้านมือสองรวมลดลงเป็น 393 หลัง จาก 443 หลังในปี 2022 แต่รายได้รวม +1% y-y ที่ 1.31 พันล้านบาทจากราคาขายเฉลี่ยที่สูงขึ้นทั้งบ้านแต่งและบ้านตัด

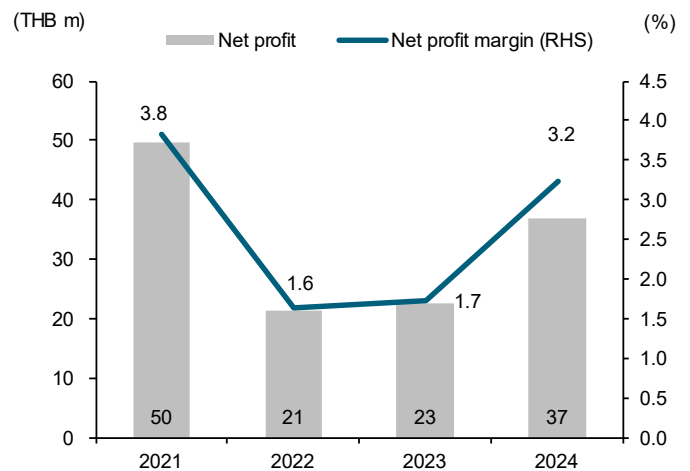
สำหรับปี 2024 รายงานกำไรสุทธิเร่งตัวขึ้น +62% y-y มาจากการลดลงของค่าใช้จ่ายบริหารเป็นหลัก ขณะที่รายได้รวมหดตัว 13% y-y อยู่ที่ 1.1 พันล้านบาท สาเหตุหลักจากการลดลงของรายได้ขายบ้านแต่งและบ้านฝากตามจำนวนขายบ้านที่น้อยลง อย่างไรก็ตาม รายได้บ้านตัดเพิ่มขึ้นจากราคาขายเฉลี่ยสูงขึ้นแต่จำนวนขายบ้านลดลงเล็กน้อย ซึ่งส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้นเล็กน้อยเป็น 10.9% จาก 9.6% ในปี 2023 ตามสัดส่วนรายได้บ้านตัดสูงขึ้น

Exhibit 9: Total revenue and GPM

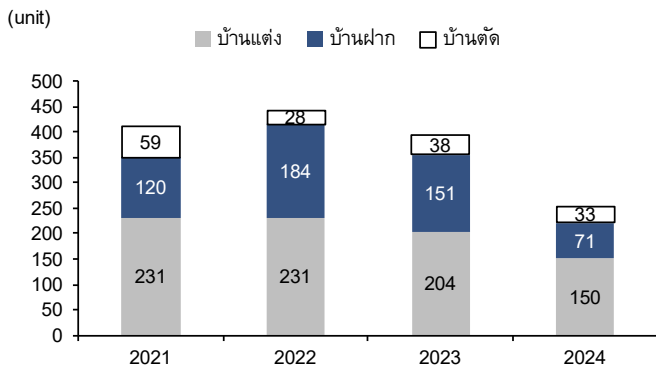


Sources: BKA; FSSIA's compilation

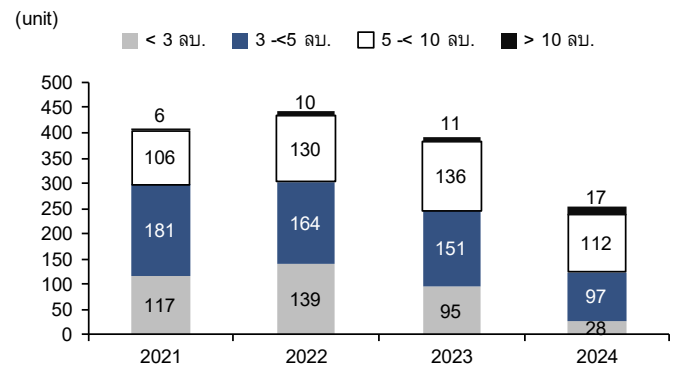
Exhibit 10: Net profit margin and NPM



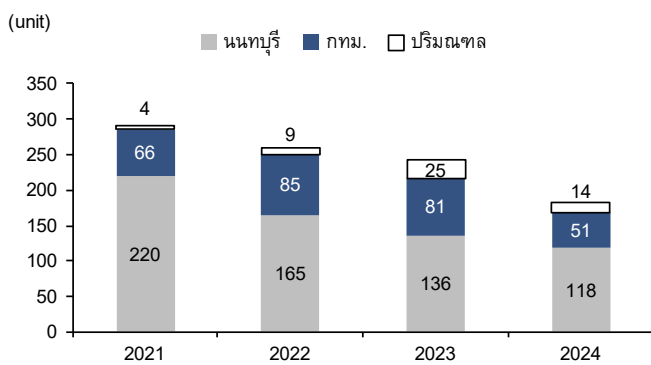
Sources: BKA; FSSIA's compilation

Exhibit 11: จำนวนบ้านขายได้ตามประเภทธุรกิจ

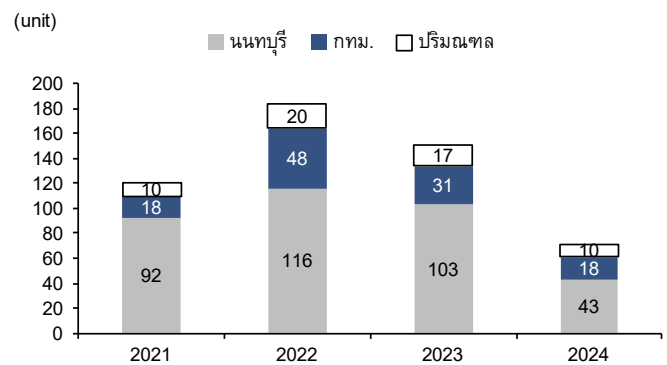
Sources: BKA; FSSIA's compilation

Exhibit 12: จำนวนบ้านขายได้ตามระดับราคา

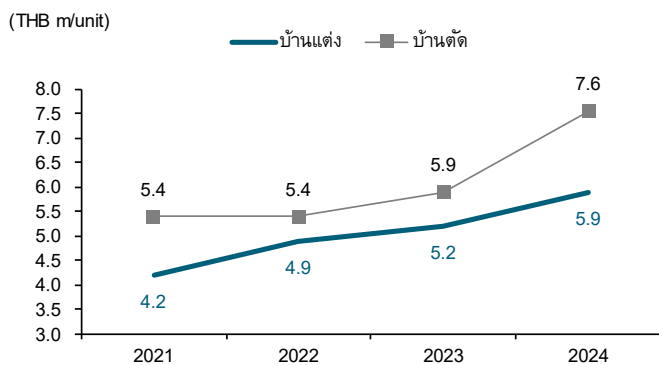
Sources: BKA; FSSIA's compilation

Exhibit 13: จำนวนบ้านแต่งและบ้านตัดขายได้ตามทำเล

Sources: BKA; FSSIA's compilation

Exhibit 14: จำนวนบ้านฝากขายได้ตามทำเล

Sources: BKA; FSSIA's compilation

Exhibit 15: ราคาเฉลี่ยบ้านที่ขายได้ต่อหลัง

Sources: BKA; FSSIA's compilation

แนวโน้มอุตสาหกรรม

ยอดโอนบ้านมือสองติดลบน้อยกว่าบ้านใหม่

อ้างอิงจากข้อมูลของศูนย์ข้อมูลสังหาริมทรัพย์ (REIC) ธนาคารอาคารสงเคราะห์ (ธอส.) พบว่าการโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยรวมในกรุงเทพฯและปริมณฑลในช่วง 9M24 มีการหดตัวทั้งจำนวนหน่วยที่ 1.23 แสนหน่วย (-6% y-y) และมูลค่าที่ 4.28 แสนล้านบาท (-8% y-y) หากจำแนกตามประเภทของที่อยู่อาศัย พบว่าเป็นสัดส่วนของบ้านใหม่และบ้านมือสองอยู่ที่ 64% และ 36% ตามลำดับ โดยการโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยสร้างใหม่ มีจำนวน 5.8 หมื่นหน่วย (-10% y-y) และมีมูลค่า 2.72 แสนล้านบาท (-10% y-y) ขณะที่การโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยมือสอง มีจำนวน 6.5 หมื่นหน่วย (-3% y-y) และมีมูลค่า 1.56 แสนล้านบาท (-4% y-y) ถือว่ามีอัตราการลดลงที่น้อยกว่าบ้านใหม่

Exhibit 16: จำนวนหน่วยการโอนกรรมสิทธิ์ในกรุงเทพฯและปริมณฑลใน 9M24

ระดับราคา	9M/2566			9M/2567			YOY			สัดส่วน หน่วย
	บ้านใหม่	บ้านมือสอง	รวม	บ้านใหม่	บ้านมือสอง	รวม	บ้านใหม่	บ้านมือสอง	รวม	
≤ 1.00 ลบ.	5,333	20,650	25,983	4,657	21,948	26,605	-12.7%	6.3%	2.4%	21.6%
1.01 - 1.50 ลบ.	3,464	11,259	14,723	3,969	10,574	14,543	14.6%	-6.1%	-1.2%	11.8%
1.51 - 2.00 ลบ.	5,929	10,556	16,485	6,393	9,460	15,853	7.8%	-10.4%	-3.8%	12.9%
2.01 - 3.00 ลบ.	17,091	12,124	29,215	15,681	10,302	25,983	-8.2%	-15.0%	-11.1%	21.1%
3.01 - 5.00 ลบ.	16,462	6,730	23,192	13,680	7,008	20,688	-16.9%	4.1%	-10.8%	16.8%
5.01 - 7.50 ลบ.	8,375	2,704	11,079	6,776	2,976	9,752	-19.1%	10.1%	-12.0%	7.9%
7.51 - 10.00 ลบ.	3,273	1,148	4,421	2,914	876	3,790	-11.0%	-23.7%	-14.3%	3.1%
> 10.00 ลบ.	4,831	1,511	6,342	4,339	1,546	5,885	-10.2%	2.3%	-7.2%	4.8%
รวม	64,758	66,682	131,440	58,409	64,690	123,099	-9.8%	-3.0%	-6.3%	100%
สัดส่วน	49.3%	50.7%	100.0%	47.4%	52.6%	100.0%				

Source: REIC

Exhibit 17: มูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์ในกรุงเทพฯและปริมณฑลใน 9M24

ระดับราคา	9M/2566			9M/2567			YOY			สัดส่วน มูลค่า
	บ้านใหม่	บ้านมือสอง	รวม	บ้านใหม่	บ้านมือสอง	รวม	บ้านใหม่	บ้านมือสอง	รวม	
≤ 1.00 ลบ.	2,964	11,948	14,912	2,334	12,221	14,555	-21.3%	2.3%	-2.4%	3.4%
1.01 - 1.50 ลบ.	4,374	14,591	18,964	5,018	13,709	18,728	14.7%	-6.0%	-1.2%	4.4%
1.51 - 2.00 ลบ.	10,577	18,780	29,357	11,371	16,868	28,239	7.5%	-10.2%	-3.8%	6.6%
2.01 - 3.00 ลบ.	43,369	30,933	74,302	39,470	26,012	65,482	-9.0%	-15.9%	-11.9%	15.3%
3.01 - 5.00 ลบ.	64,097	26,478	90,576	52,969	27,451	80,420	-17.4%	3.7%	-11.2%	18.8%
5.01 - 7.50 ลบ.	50,669	16,540	67,210	41,172	18,307	59,480	-18.7%	10.7%	-11.5%	13.9%
7.51 - 10.00 ลบ.	28,508	10,061	38,569	25,297	7,683	32,979	-11.3%	-23.6%	-14.5%	7.7%
> 10.00 ลบ.	97,718	32,899	130,617	94,207	34,167	128,373	-3.6%	3.9%	-1.7%	30.0%
รวม	302,276	162,231	464,507	271,838	156,418	428,257	-10.1%	-3.6%	-7.8%	100%
สัดส่วน	65.1%	34.9%	353.4%	63.5%	36.5%	100.0%				

Source: REIC

ขณะที่มีรายงานสถานการณ์ตลาดที่อยู่อาศัยมือสองทั่วประเทศใน 3Q24 พบว่ามีจำนวนหน่วยประกาศขาย 1.58 แสนหน่วย (+12.6% q-q) และมูลค่า 6.8 แสนล้านบาท (-6% q-q) แต่บ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์ มีการเพิ่มขึ้นทั้งหน่วยและมูลค่าเทียบกับ 2Q24 โดยหากพิจารณาตามทำเลที่ตั้งพบว่าอยู่ในกรุงเทพฯ เป็นหลักในสัดส่วน 46.3% ขณะที่เปรียบเทียบระดับราคาพบว่าอยู่ในระดับราคาขายต่ำกว่า 1 ล้านบาท ในสัดส่วนมากที่สุดที่ 27.2% รองลงมาเป็นราคา 2-3 ล้านบาทที่ 18.5% ของหน่วยประกาศขายทั้งหมด

Exhibit 18: จำนวนหน่วยและมูลค่าที่อยู่อาศัยมือสองที่ประกาศขายทั่วประเทศ

อันดับ	ประเภทที่อยู่อาศัย	จำนวนหน่วย				จำนวนมูลค่า (ล้านบาท)			
		Q2/2567	Q3/2567	QoQ	สัดส่วน	Q2/2567	Q3/2567	QoQ	สัดส่วน
1	บ้านเดี่ยว	55,754	67,762	21.5%	42.8%	373,917	374,850	0.2%	55.3%
2	ทาวน์เฮ้าส์	41,384	47,782	15.5%	30.2%	105,191	106,367	1.1%	15.7%
3	ห้องชุด	35,963	35,494	-1.3%	22.4%	201,887	162,841	-19.3%	24.0%
4	อาคารพาณิชย์	5,326	5,150	-3.3%	3.3%	30,635	27,346	-10.7%	4.0%
5	บ้านแฝด	2,298	2,200	-4.3%	1.4%	6,805	6,252	-8.1%	0.9%
รวม		140,725	158,388	12.6%	100.0%	718,436	677,656	-5.7%	100.0%

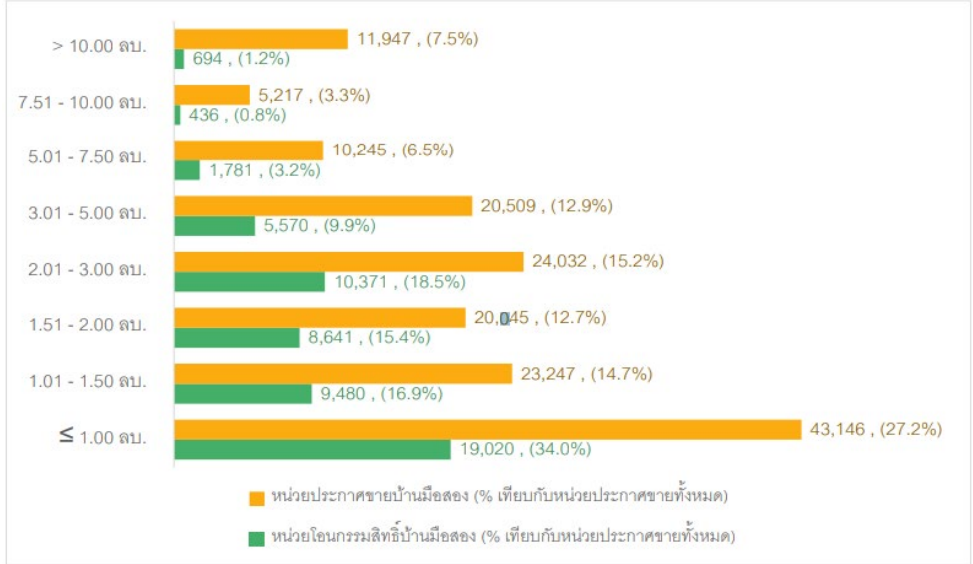
Source: REIC

Exhibit 19: จำนวนหน่วยและมูลค่าบ้านมือสองที่ประกาศขายแยกตามระดับราคา

ระดับราคา	จำนวนหน่วย				จำนวนมูลค่า (ล้านบาท)			
	Q2/2567	Q3/2567	QoQ	สัดส่วน	Q2/2567	Q3/2567	QoQ	สัดส่วน
ไม่เกิน 1.00 ลบ.	29,715	43,146	45.2%	27.2%	16,152	23,220	43.8%	3.4%
1.01 - 1.50 ลบ.	18,764	23,247	23.9%	14.7%	23,805	29,295	23.1%	4.3%
1.51 - 2.00 ลบ.	18,055	20,045	11.0%	12.7%	31,828	35,270	10.8%	5.2%
2.01 - 3.00 ลบ.	22,905	24,032	4.9%	15.2%	57,188	59,783	4.5%	8.8%
3.01 - 5.00 ลบ.	21,151	20,509	-3.0%	12.9%	82,960	80,026	-3.5%	11.8%
5.01 - 7.50 ลบ.	10,791	10,245	-5.1%	6.5%	66,720	63,041	-5.5%	9.3%
7.51 - 10.00 ลบ.	5,671	5,217	-8.0%	3.3%	49,578	45,567	-8.1%	6.7%
มากกว่า 10.00 ลบ.	13,673	11,947	-12.6%	7.5%	390,204	341,454	-12.5%	50.4%
รวม	140,725	158,388	12.6%	100.0%	718,436	677,656	-5.7%	100.0%

Source: REIC

Exhibit 20: จำนวนหน่วยบ้านมือสองที่ประกาศขายและโอนทั่วประเทศตามระดับราคา



Source: REIC

ภาวะแข่งขัน

การดำเนินธุรกิจของ BKA อยู่ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ซึ่งมีสภาพการแข่งขันสูง อาทิ ผู้ประกอบการขายบ้านมือหนึ่งที่มีจำนวนมากในตลาด ผู้ประกอบการขายบ้านมือสองตามสภาพ ผู้ประกอบการที่เป็นตัวแทนรับฝากซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ นักธุรกิจที่มีเงินทุนและมีทีมผู้รับเหมาแล้ว ซื้อบ้านตามสภาพมาซ่อมแซมปรับปรุงบ้านมือสองเพื่อขาย เป็นต้น ขณะที่พิจารณาบริษัทที่ทำธุรกิจขายบ้านมือสองตกแต่งใหม่ซึ่งเป็นธุรกิจหลักของบริษัทพบว่า มีผู้เล่นจำนวนมาก แต่ขนาดธุรกิจที่เล็กกว่า BKA ที่ขายบ้าน 300-400 หลังต่อปี

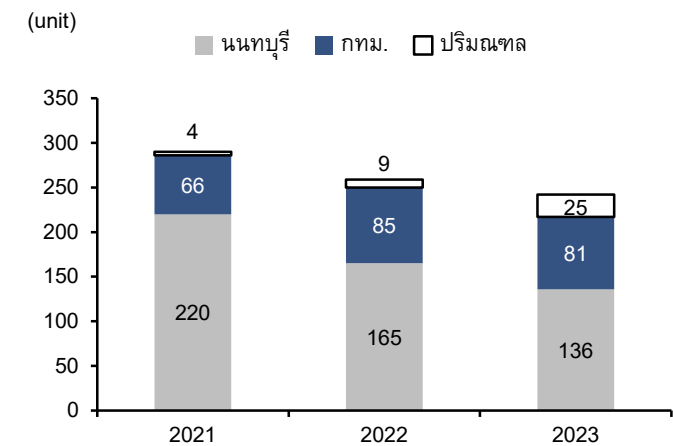
อ้างอิงข้อมูลจาก REIC พบว่าที่อยู่อาศัยมือสองที่ประกาศขายอยู่ในกรุงเทพฯ มากสุดในสัดส่วน 25% ของจำนวนหน่วยทั้งหมดใน 3Q24 อย่างไรก็ตาม BKA มีสัดส่วนหลักจะอยู่ในจังหวัดนนทบุรีเฉลี่ย 67% รองลงมาเป็นกรุงเทพฯ ที่ 26% และปริมณฑล 7% ของจำนวนบ้านที่ขายและให้บริการทั้งหมดในปี 2021-2023 ขณะที่การเริ่มขยายมาทำธุรกิจบ้านมือสองของผู้พัฒนาอสังหาฯขายบ้านมือหนึ่งอย่าง AP และ SENA รวมถึง BAM ที่นำทรัพย์ของบริษัทมาปรับปรุงซ่อมแซมเพื่อขาย ปัจจุบันยังเป็นส่วนเสริมธุรกิจหลักและทำตลาดกับลูกค้าที่เป็นผู้ซื้อบ้านของแต่ละบริษัท ซึ่งแตกต่างกับบริษัทที่ทำบ้านมือสองในหลากหลายโครงการในทำเล

Exhibit 21: จำนวนหน่วยและมูลค่าบ้านมือสองที่ประกาศขายแยกตามทำเล

จังหวัด	จำนวนหน่วย				จำนวนมูลค่า (ล้านบาท)				ราคาเฉลี่ยต่อหน่วย (ล้านบาท)
	Q2/2567	Q3/2567	QoQ	สัดส่วน	Q2/2567	Q3/2567	QoQ	สัดส่วน	
กรุงเทพมหานคร	42,377	38,923	-8.2%	24.6%	386,191	313,701	-18.8%	46.3%	8.06
ชลบุรี	9,229	10,443	13.2%	6.6%	43,925	47,749	8.7%	7.0%	4.57
นนทบุรี	10,895	11,068	1.6%	7.0%	48,382	44,335	-8.4%	6.5%	4.01
สมุทรปราการ	9,613	9,835	2.3%	6.2%	43,030	39,261	-8.8%	5.8%	3.99
ภูเก็ต	1,818	2,779	52.9%	1.8%	15,006	32,330	115.4%	4.8%	11.63
ปทุมธานี	10,250	10,950	6.8%	6.9%	28,169	26,884	-4.6%	4.0%	2.46
เชียงใหม่	4,508	4,570	1.4%	2.9%	23,303	20,350	-12.7%	3.0%	4.45
ประจวบคีรีขันธ์	1,591	2,053	29.0%	1.3%	7,356	10,058	36.7%	1.5%	4.90
สุราษฎร์ธานี	2,220	3,006	35.4%	1.9%	6,520	9,602	47.3%	1.4%	3.19
ระยอง	4,062	4,427	9.0%	2.8%	8,081	9,250	14.5%	1.4%	2.09
จังหวัดอื่นๆ	44,162	60,334	36.6%	38.1%	108,474	124,135	14.4%	18.3%	2.06
รวม	140,725	158,388	12.6%	100.0%	718,436	677,656	-5.7%	100.0%	4.28

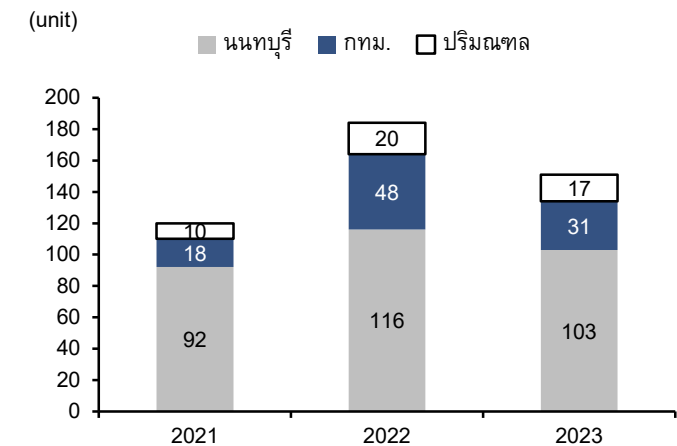
Source: REIC

Exhibit 22: จำนวนบ้านแต่งและบ้านดัดตามทำเลของ BKA



Sources: BKA; FSSIA's compilation

Exhibit 23: จำนวนบ้านฝากขายได้ตามทำเลของ BKA



Sources: BKA; FSSIA's compilation

ประเด็นการลงทุน

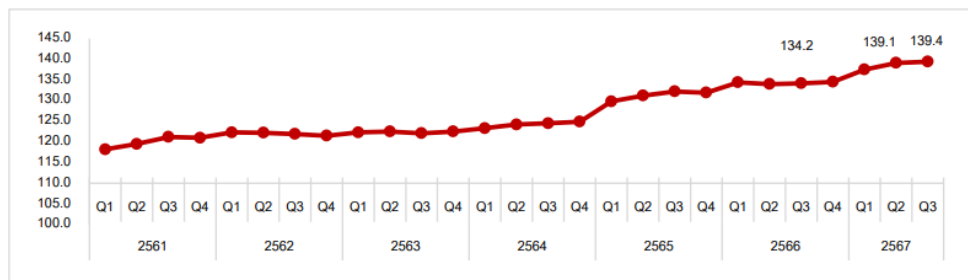
ผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจบ้านมือสองตกแต่งใหม่

BKA มุ่งดำเนินธุรกิจเป็นศูนย์รวมบ้านมือสองตกแต่งใหม่อย่างครบวงจร ครอบคลุมการปรับปรุงเพื่อขายและบริการรับฝากขายบ้าน ผ่านประสบการณ์ของผู้บริหารที่อยู่ในธุรกิจมายาวนานกว่า 12 ปี บวกกับมีทีมงานที่มีความเชี่ยวชาญในการสำรวจและคัดเลือกบ้าน ประสานงานและดูแลการขายครบทุกขั้นตอน ทำให้สามารถตอบโจทย์ลูกค้าที่มีข้อจำกัดในการจัดหาผู้รับเหมาปรับปรุงตกแต่งบ้าน รวมถึงช่วยให้ลูกค้าประหยัดเวลาและควบคุมค่าใช้จ่ายให้อยู่ภายใต้งบประมาณ นอกจากนี้ บริษัทยังมีการรับประกันงานซ่อมแซมบ้านมือสองตกแต่งใหม่สำหรับบ้านที่มีราคาซื้อขาย 2.5 ล้านบาทขึ้นไป ในระยะเวลาประกัน 3-6 เดือนนับจากวันโอนกรรมสิทธิ์ ทำให้ BKA เป็นที่ยอมรับและได้รับความไว้วางใจจากลูกค้าในอุตสาหกรรม

บ้านมือสองได้เปรียบด้านราคาและทำเล

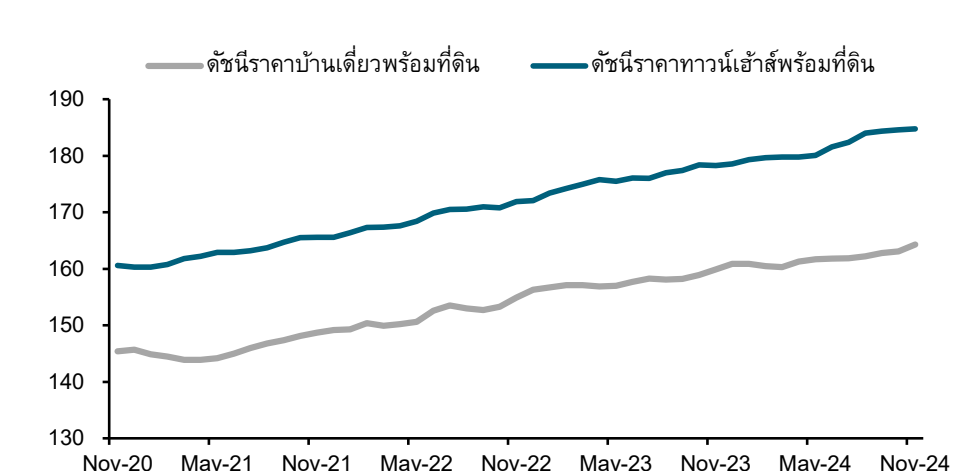
อ้างอิงจากข้อมูลของ REIC และธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) พบว่าใน 3Q24 ดัชนีราคาค่าก่อสร้างบ้าน รวมถึงดัชนีราคาบ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์มีทิศทางสูงขึ้นต่อเนื่องตามต้นทุนค่าก่อสร้างที่ปรับเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจปัจจุบันที่ฟื้นตัวช้า กำลังซื้อผู้บริโภคเปราะบาง และหนี้ครัวเรือนอยู่ระดับสูง เป็นข้อจำกัดความสามารถในการซื้อที่อยู่อาศัยและก่อหนี้ใหม่ จะเป็นปัจจัยเกื้อหนุนต่อแนวโน้มความต้องการเพิ่มมากขึ้นของที่อยู่อาศัยมือสอง ซึ่งมีราคาต่ำกว่าเมื่อเทียบกับบ้านใหม่ในทำเลเดียวกันหรือขนาดพื้นที่ใกล้เคียงกัน อีกทั้งมักอยู่ในทำเลที่ดีกว่า รวมถึงแวดล้อมด้วยสิ่งอำนวยความสะดวกและการคมนาคมที่พัฒนาแล้ว

Exhibit 24: ดัชนีราคาค่าก่อสร้างบ้านมาตรฐาน



Source: REIC

Exhibit 25: ดัชนีราคาบ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์พร้อมที่ดินทั่วประเทศ



Source: BOT

คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

คาดการณ์กำไรปี 2025-2026 เติบโตจากการรุกพอร์ตบ้านแต่ง

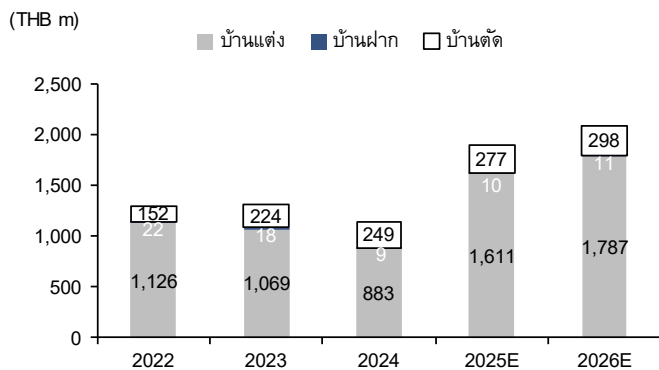
เราประเมินผลประกอบการในปี 2025-2026 จะอยู่ที่ 74 ล้านบาท (+102% y-y) และ 83 ล้านบาท (+12% y-y) ตามลำดับ มีสาเหตุมาจาก

- 1) ภายหลังการ IPO BKA จะมีความพร้อมด้านกระแสเงินสดเพื่อรองรับการรุกเพิ่มสัดส่วนการให้บริการธุรกิจบ้านแต่ง ซึ่งจะนำไปในการปรับปรุงซ่อมแซม ตกแต่ง และวางเป็นเงินประกันตามสัญญาบ้าน ซึ่งมีความเสี่ยงและเงินลงทุนต่ำกว่าบ้านตัด โดยบริษัทมีแผนขยายพอร์ตไปในกลุ่มราคาบ้านที่สูงขึ้นซึ่งกำลังซื้ออยู่ระดับดี และในทำเลกรุงเทพฯ มากขึ้น (จากปัจจุบันกระจุกตัวในจังหวัดนนทบุรี) ผลักดันรายได้รวมปี 2025-2026 คาดขยายตัว +66% y-y และ 10% y-y ตามลำดับ โดยมีสัดส่วนรายได้ธุรกิจบ้านแต่งสูงขึ้นเป็น 85% จาก 77% ในปี 2024
- 2) สัดส่วนค่าใช้จ่ายขายและบริหาร (SG&A) ต่อรายได้คาดว่าจะลดลงเป็น 5.2% จาก 6.4% ในปี 2024 จากการประหยัดต่อขนาด (Economy of scale) หลังยอดขายเพิ่มขึ้น
- 3) ต้นทุนทางการเงินสุทธิลดลงจากการปรับโครงสร้างเงินทุนหลังการ IPO ทำให้ภาระหนี้สินและต้นทุนการเงินลดลง

ฐานะการเงินอยู่ในเกณฑ์ดี

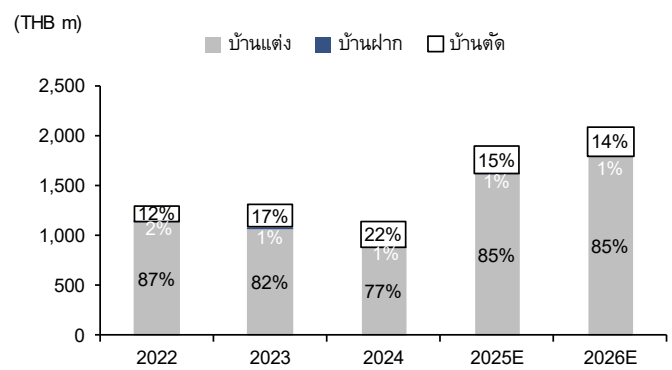
ฐานะการเงินของบริษัทฯ อยู่ในเกณฑ์ดี พิจารณาอัตราส่วนทางการเงิน ในสิ้นปี 2024 บริษัทฯ มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E ratio) ที่ 1.1x และหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อผู้ถือหุ้น (IBD/E) ที่ 1.0x ปรับลงจากปี 2023 ที่ 1.4x และ 1.2x ตามลำดับ โดยหนี้สินหลักๆ มาจากเงินกู้ยืมระยะสั้นจากบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน 69 ล้านบาท ขณะที่ภายหลังได้รับเงินจาก IPO คาดทำให้อัตราส่วน D/E ลดลงเป็น 0.4x ในปี 2025 และสามารถนำเงินไปซื้อบ้านมือสองก่อนนำมาปรับปรุงซ่อมแซมและขายต่อได้ในอนาคตเพื่อรองรับการขยายตัวของธุรกิจ

Exhibit 26: Revenue breakdown by product



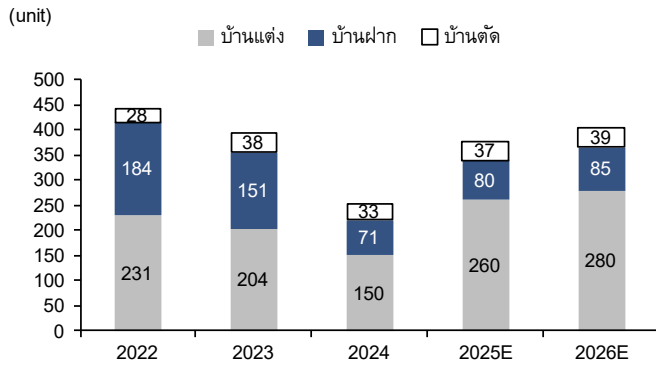
Sources: BKA; FSSIA estimates

Exhibit 27: Proportion of revenue by product



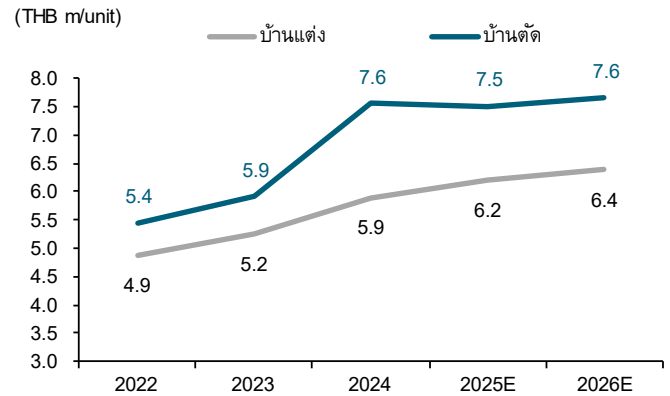
Sources: BKA; FSSIA estimates

Exhibit 28: Unit sales by product



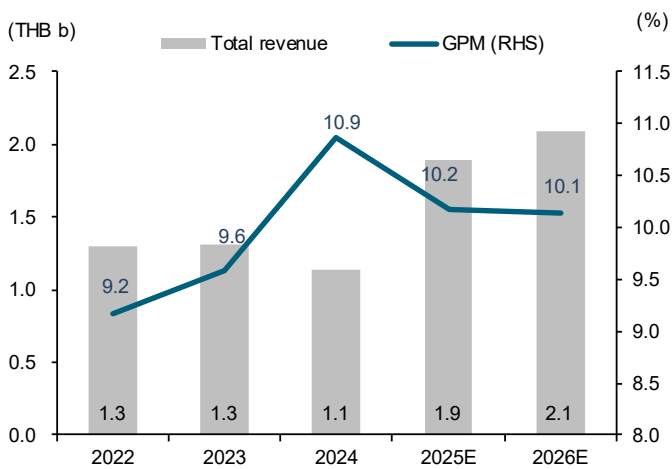
Sources: BKA; FSSIA estimates

Exhibit 29: Average unit price by product



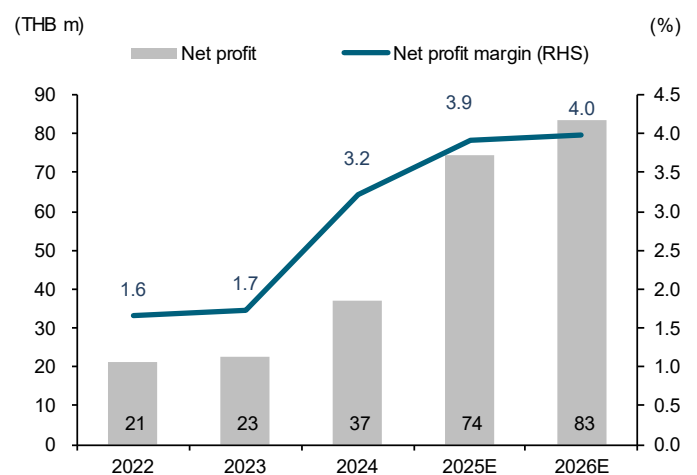
Sources: BKA; FSSIA estimates

Exhibit 30: Total revenue and GPM



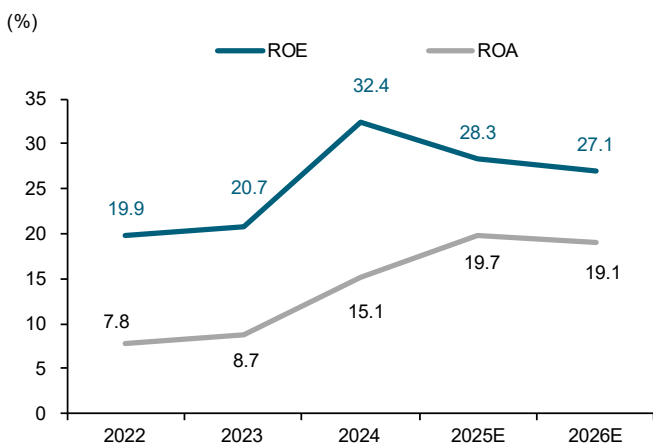
Sources: BKA; FSSIA estimates

Exhibit 31: Net profit and net profit margin



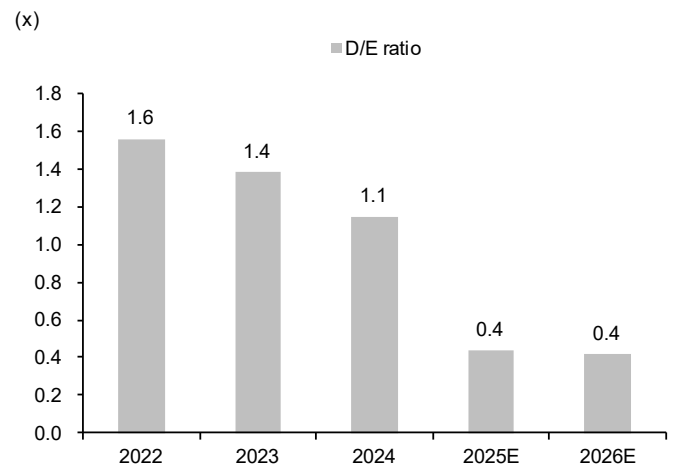
Sources: BKA; FSSIA estimates

Exhibit 32: ROE and ROA



Sources: BKA; FSSIA estimates

Exhibit 33: D/E ratio



Sources: BKA; FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ BKA ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ที่ 13 เท่า เนื่องจากไม่มีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทยที่ทำธุรกิจเหมือนกับ BKA เราจึงอ้างอิงจากค่าเฉลี่ย Forward PE2025 ของ 4 บริษัททั้งในไทยและต่างประเทศที่มีบางส่วนที่ดำเนินธุรกิจที่คล้ายคลึงหรือเกี่ยวข้องกับบ้านมือสอง ทำให้เมื่อเทียบกับคาดการณ์ EPS ปี 2025 ที่ 0.35 บาท/หุ้น จึงคำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2025 ของ BKA ที่ 4.60 บาทต่อหุ้น

ทั้งนี้ ประเมินการของเราปี 2025 อยู่บนความคาดหวังการเติบโตของรายได้ธุรกิจบ้านแต่งเป็นหลัก ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนถึง 85% ของคาดการณ์รายได้รวมในปี 2025 อย่างไรก็ตาม ภาพรวมอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์มีประเด็นกดดันจากทั้งอุปทานที่เหลือน้อยในตลาดจำนวนมากและการแข่งขันสูงโดยเฉพาะตลาดแนวราบ อีกทั้ง กำลังซื้อที่ฟื้นตัวช้าและสถาบันการเงินที่ยังมีความเข้มงวดการปล่อยสินเชื่อ ขณะที่กลยุทธ์ของบริษัทที่จะขยายพอร์ตบ้านแต่งไปในกรุงเทพฯมากขึ้น (จากปัจจุบันที่บริษัทเน้นในจังหวัดนนทบุรี) ถือว่าท้าทายจากแบรนด์ที่ยังไม่เป็นที่รู้จักเป็นวงกว้างและการแข่งขันสูงจากข้อมูล REIC ระบุว่ากรุงเทพฯเป็นทำเลที่ตั้งที่อยู่อาศัยมือสองที่ประกาศขายสูงสุดเป็นสัดส่วน 24.6% ของทำเลทั้งหมด

เราประเมินความเสี่ยงกรณีที่ BKA ขยายบ้านแต่งไม่เป็นที่ไปตามเป้า ซึ่งจะส่งผลให้รายได้และกำไรต่ำกว่าที่ประเมิน โดยสมมติฐานปัจจุบันของเราให้จำนวนการขายบ้านแต่งในปี 2025 ที่ 260 หลัง เทียบกับปี 2024 ที่ 150 หลัง หรือเพิ่มขึ้น 110 หลัง เทียบกับปี 2023-2024 ที่การขายลดลงต่อเนื่อง 27 หลัง และ 54 หลัง ตามลำดับ โดยเราประเมิน Sensitivity การลดลงของจำนวนขายบ้านแต่งทุกๆ 20 หลัง จะส่งผลให้มี Downside ต่อประมาณการกำไรปี 2025 ของเรา 8% และราคาเหมาะสมลดลง 0.40 บาท/หุ้น

Exhibit 34: Target Price Scenarios

Target price (THB/share)	NP (-20%) = THB54m	NP (-10%) = THB67m	NP (Base Case) = THB74m	NP (+10%) = THB82m	NP (+20%) = THB89m
PER = 9x	2.50	2.90	3.20	3.50	3.80
PER = 11x	3.10	3.50	3.90	4.30	4.70
PER (Base Case) = 13x	3.70	4.10	4.60	5.00	5.50
PER = 15x	4.20	4.80	5.30	5.80	6.40
PER = 17x	4.80	5.40	6.00	6.60	7.20

Source: FSSIA estimates

Exhibit 35: Peers comparison

Company	BBG	Market cap (USD m)	Norm profit growth		NPM	GPM	ROE		PE		PBV	
			24E	25E			24E	25E	24E	25E	24E	25E
			(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)
Bangkok Commercial Asset Management*	BAM TB	537	(12)	19	12	76	3.1	3.6	13.8	11.6	0.4	0.4
Lennar Corporation	LEN US	35,030	0	(17)	9	20	14.5	12.2	9.1	10.2	1.3	1.2
Mah Sing Group	MSGB MK	937	13	20	10	23	6.1	7.5	17.0	14.0	1.1	1.0
Eco World Development Group	ECW MK	1,377	54	28	14	24	6.0	7.4	21.2	16.7	1.3	1.2
Average		-	(1)	(5)	11	36	7.4	7.7	15.3	13.1	1.0	1.0
BKA*		-	62	102	4	10	32.4	28.3	7.3	5.1	2.4	1.4

*PE and PBV @ IPO price
Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

BJA มีทุนจดทะเบียน 105 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 75 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 150 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 60 ล้านหุ้น แก่ประชาชนเป็นครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่า 105 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 210 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท โดยจำนวนหุ้นที่ IPO ในครั้งนี้คิดเป็น 28.57% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

1. ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงานประมาณ 76 ล้านบาทในปี 2025-2026
2. พัฒนารูธุรกิจ Property Technology (Prop Tech) สร้าง Platform ตัวกลางในการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 20 ล้านบาทในปี 2025-2026

Exhibit 36: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ BKA

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	----- ก่อนเสนอขายหุ้นต่อประชาชน -----		----- ภายหลังเสนอขายหุ้นต่อประชาชน -----	
		จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)	จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)
1	ครอบครัววงษ์เกษม	91,500,000	61.0	91,500,000	43.57
2	นายภักพล เพ็ชรแย้ม	39,000,000	26.00	39,000,000	18.57
3	นางสาวจรินทร์ อุณหะกะ	10,875,000	7.25	10,875,000	5.18
4	นางเสาวนันท ถึงเลียบฉวน	6,000,000	4.00	6,000,000	2.86
5	นางสาวสุวิสา หวังบำรุงศักดิ์	2,625,000	1.75	2,625,000	1.25
รวมก่อนการเสนอขายหุ้น		150,000,000	100.0	150,000,000	71.43
เสนอขายต่อประชาชน				60,000,000	28.57
รวมหลังการเสนอขายหุ้น		150,000,000	100.0	210,000,000	100.0

Sources: BKA; FSSIA's compilation

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

ภายหลังจากที่ BKA เสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก (IPO) สำเร็จ BKA มีนโยบายจ่ายเงินปันผลในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิของงบการเงินเฉพาะกิจการ ภายหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล และหักสำรองต่าง ๆ ทุกประเภทตามที่กำหนดไว้ในกฎหมาย และในข้อบังคับของบริษัท อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการบริษัทจะพิจารณาจ่ายเงินปันผล หรืออาจมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลได้ โดยพิจารณาจากผลประกอบการ ฐานะทางการเงินของบริษัท กระแสเงินสด ความจำเป็นในการใช้เงินทุนหมุนเวียนเพื่อบริหารกิจการ แผนการลงทุนเพื่อขยายธุรกิจในอนาคต ภาระผูกพันตามเงื่อนไขของสัญญาเงินกู้ และปัจจัยอื่น ๆ ตามที่คณะกรรมการบริษัทเห็นสมควร

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการประกอบธุรกิจในอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันสูง

บริษัทประกอบธุรกิจให้บริการปรับปรุงซ่อมแซมบ้านมือสองและเป็นตัวแทนขาย ซึ่งอยู่ในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ที่มีการแข่งขันสูง มีผู้ประกอบการรายย่อยในอุตสาหกรรมเป็นจำนวนมากทั้งนี้ ธุรกิจตัวแทนนายหน้าซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ มีอุปสรรคในการเข้าสู่ตลาดของผู้ประกอบการรายใหม่ค่อนข้างต่ำ ซึ่งการแข่งขันที่สูงดังกล่าวส่งผลให้บริษัทมีความเสี่ยงที่ค่าบริการหรืออัตราการทำการกำไรอาจลดลงหากไม่สามารถต่อรองราคากับลูกค้า หรืออาจมีส่วนแบ่งการตลาดลดลงหากไม่สามารถหาลูกค้ารายใหม่ได้เพิ่มขึ้น

ความเสี่ยงจากความล่าช้าของงานปรับปรุงซ่อมแซมบ้านและคุณภาพงานของผู้รับเหมา

บริษัทได้จ้างผู้รับเหมาจากภายนอกให้ดำเนินการปรับปรุงตกแต่งบ้านมือสองเพื่อนำมา ดังนั้น ในช่วงที่สภาพตลาดขาดแคลนผู้รับเหมาหรือแรงงาน หรือบางกรณีผู้รับเหมาไม่มีความชำนาญ จะทำให้งานปรับปรุงซ่อมแซมมีความล่าช้าและไม่มีบ้านมือสองตกแต่งใหม่ออกขายได้ตามแผนงานที่วางไว้ หรือคุณภาพของงานไม่เป็นไปตามมาตรฐานที่กำหนดไว้ ซึ่งส่งผลกระทบต่อให้บริษัทอาจเสียโอกาสในการขายบ้านให้กับลูกค้า หรืออาจมีความล่าช้าในการขายบ้านได้ทันตามแผนงานของบริษัท และในกรณีที่บริษัทไม่สามารถขายบ้านที่รับปรับปรุงซ่อมแซมพร้อมเป็นตัวแทนขายหรือบ้านแต่งได้ทันภายในกำหนดระยะเวลาตามสัญญาให้บริการ เป็นเหตุให้บริษัทต้องขยายระยะเวลาของสัญญาและวางเงินประกันเพิ่ม และ/หรือ จ่ายค่าเสียหายโอกาสให้แก่เจ้าของบ้าน หรืออาจต้องรับซื้อบ้านไว้เอง หรือยอมขายโดยให้ส่วนลดเพิ่มขึ้นแก่ผู้ซื้อ เพื่อให้สามารถขายบ้านได้ทันตามกำหนดเวลา ซึ่งมีผลให้บริษัทต้องสำรองเงินทุนที่เพิ่มขึ้นไว้รองรับเหตุการณ์ดังกล่าว หรืออาจส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการปรับขึ้นของราคาวัสดุก่อสร้างและค่าจ้างผู้รับเหมา

บริษัทอาจมีความเสี่ยงจากการปรับเพิ่มขึ้นของราคาวัสดุก่อสร้างและราคาว่าจ้างผู้รับเหมา ตลอดจนการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญของค่าใช้จ่ายที่มีได้ประมาณการไว้ ทำให้ต้นทุนจริงในการปรับปรุงซ่อมแซมบ้านโดยรวมสูงกว่าประมาณการค่าใช้จ่ายในการปรับปรุงซ่อมแซมบ้านที่กำหนดไว้ ซึ่งจะมีผลทำให้อัตรากำไรจากการขายบ้านลดลงหรืออาจมีผลขาดทุนได้ และหากบริษัทไม่สามารถปรับราคายาขายบ้านขึ้นได้เพื่อชดเชยกับต้นทุนที่เพิ่มขึ้นดังกล่าว จะมีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทให้ลดลง

ความเสี่ยงจากความเข้มงวดด้านสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของสถาบันการเงิน

สถาบันการเงินเข้มงวดในการพิจารณาปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยมากขึ้น นอกจากนี้ สถาบันการเงินประเมินความสามารถในการก่อหนี้ของผู้บริโภคลดลง ทำให้โอกาสที่ผู้ขอสินเชื่อถูกปฏิเสธสินเชื่อมีมากขึ้น ส่งผลให้ไม่สามารถซื้อที่อยู่อาศัยที่ต้องการได้ หรืออาจต้องปรับลดงบประมาณในการซื้อที่อยู่อาศัยลง ซึ่งส่งผลกระทบต่อการขายและรายได้ของบริษัทด้วย

ความเสี่ยงของการจัดหาบ้านมือสองที่มีศักยภาพเพื่อนำมาขายและให้บริการ

บริษัทต้องสรรหาและคัดเลือกบ้านมือสองเพื่อนำมาขายและให้บริการอย่างต่อเนื่อง โดยคำนึงถึงทำเลที่ตั้งของบ้านมือสองที่มีศักยภาพและปัจจัยด้านราคาเป็นองค์ประกอบที่สำคัญ ซึ่งบางกรณีบ้านมือสองที่บริษัทคัดเลือกไว้ เป็นที่ต้องการของผู้ประกอบการรายอื่นด้วย ทำให้เกิดการแข่งขันด้านราคา ซึ่งส่งผลกระทบต่อรายได้ หรือต้นทุนขายและบริการของบริษัท นอกจากนี้ บริษัทยังต้องคัดเลือกบ้านมือสองให้สอดคล้องกับเงินทุนของบริษัทที่มีอยู่อย่างจำกัด โดยบริหารเงินทุนให้เกิดประโยชน์สูงสุด หากบริษัทไม่สามารถจัดหาบ้านมือสองที่มีศักยภาพและความเหมาะสมด้านราคา เพื่อนำมาดำเนินการได้อย่างต่อเนื่องและเพียงพอตามแผนงาน ส่งผลให้รายได้ของบริษัทมีความผันผวนและมีผลประกอบการที่ไม่ต่อเนื่องสม่ำเสมอ หรือไม่เป็นไปตามเป้าหมายการเติบโตของบริษัท

Appendix

Company Overview

BKA ประกอบธุรกิจให้บริการปรับปรุงบ้านมือสองเพื่อขาย (บ้านแต่ง), นายหน้าขาย (บ้านฝาก) และการรับซื้อบ้านมือสองมาปรับปรุงซ่อมแซมเพื่อขาย (บ้านตัด) มุ่งเน้นบ้านมือสองทั้งประเภทบ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์เฮ้าส์ และทาวน์โฮม โดยเฉพาะทำเลถนนสุขุมวิท กรุงเทพฯ และปริมณฑล ผ่านทีมงานที่มีความเชี่ยวชาญให้บริการครบวงจรตั้งแต่คำปรึกษาเกี่ยวกับการซื้อ-ขายบ้าน การปรับปรุงซ่อมแซมและตกแต่งบ้าน การดูแลด้านการตลาด การประชาสัมพันธ์ และการเสนอขายบ้านมือสองผ่านช่องทางการตลาดและการประชาสัมพันธ์ผ่านสื่อออนไลน์ ออฟไลน์ และการทำโปรโมชั่นส่งเสริมการขายภายใต้แคมเปญต่างๆ

พิจารณาโครงสร้างรายได้ในปี 2021-2024 พบว่า บริษัทมีสัดส่วนรายได้หลักมาจากธุรกิจบ้านแต่งที่ 74-87% รองลงมาเป็นธุรกิจบ้านตัด 12-24% และธุรกิจบ้านฝาก 1-2% ของรายได้ทั้งหมด

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ BKA ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ที่ 13 เท่า อ้างอิงจากค่าเฉลี่ย Forward PE2025 ของ 4 บริษัททั้งในไทยและต่างประเทศที่มีบางส่วนที่ดำเนินธุรกิจคล้ายคลึงกับธุรกิจหลักของ BKA ทำให้เมื่อเทียบกับคาดการณ์ EPS ปี 2025 ที่ 0.35 บาท/หุ้น จึงคำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2025 ของ BKA ที่ 4.60 บาทต่อหุ้น

อย่างไรก็ตาม ประเมินการของเรามีความเสี่ยงหากจำนวนการขายบ้านแต่งต่ำกว่าเป้า เราให้สมมติฐานปริมาณการขายบ้านแต่งในปี 2025 ที่ 260 หลัง (เพิ่มขึ้น 110 หลังจากปี 2024 ที่ 150 หลัง) โดยประเมิน Sensitivity จำนวนขายบ้านแต่งน้อยกว่าคาด 20 หลัง จะส่งผลให้ประมาณการกำไรปี 2025 ของเรามี Downside 8% และเป็นลบต่อราคาเหมาะสม 0.40 บาท/หุ้น

ESG

Environment

- มีเป้าหมายลดก๊าซเรือนกระจก 5% ภายในปี 2028 อาทิ การใช้ฉลากสีเขียว, ใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพและคุ้มค่า โดยรณรงค์การปิดไฟฟ้าในช่วงเวลาพักกลางวัน ปิดไฟฟ้าในห้องน้ำหลังจากใช้งาน รวมถึงการควบคุมให้เปิดไฟฟ้าเฉพาะดวงที่จำเป็น และระบบปรับอากาศให้เป็นเวลาเท่าที่จำเป็นในบางพื้นที่
- ใช้กลยุทธ์ 3Rs (Reduce, Reuse, Recycle) และหลักการเศรษฐกิจหมุนเวียนในการส่งเสริมการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ และลดของเสีย

Social

- บริษัทได้กำหนดแนวทางปฏิบัติในการเตรียมความพร้อมรับมือและป้องกันความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นด้านสิทธิมนุษยชนตลอดห่วงโซ่อุปทานทางธุรกิจ
- สร้างสภาพแวดล้อม และจัดทำมาตรฐานความปลอดภัยในการทำงานให้สอดคล้องตามระเบียบ ข้อกำหนด และกฎหมายที่เกี่ยวข้อง รวมถึงส่งเสริมการฝึกอบรมพนักงานอย่างเท่าเทียม
- การพัฒนาโครงการ/กิจกรรมเพื่อชุมชนและสังคมในการช่วยเหลือชุมชน โรงพยาบาลและโรงเรียนที่มีความอ่อนไหวทางสังคมและเศรษฐกิจในช่วงโควิด-19

Governance

- มุ่งเน้นจรรยาบรรณ และคุณธรรมในการประกอบธุรกิจ การปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต และจริยธรรมในการแข่งขันทางการค้า เป็นไปตามกฎหมาย และการแข่งขันทางการค้าอย่างเสมอภาค
- กำหนดโครงสร้างองค์กรให้มีการแบ่งหน้าที่ความรับผิดชอบ กระบวนการทำงาน และสายการบังคับบัญชาในแต่ละหน่วยงาน ให้มีความชัดเจน รวมถึงการบริหารกิจการบนพื้นฐานความโปร่งใส ยึดมั่นในหลักการกำกับดูแลกิจการ การเคารพและปฏิบัติตามกฎหมาย และนโยบายที่เกี่ยวข้องกับการป้องกันและต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน รวมถึงการให้หรือรับสินบนกับเจ้าหน้าที่ของรัฐหรือภาคเอกชน

Financial Statements

Bangkok Asset Intergruop

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024	2025E	2026E
Revenue	1,300	1,312	1,141	1,898	2,096
Cost of goods sold	(1,181)	(1,186)	(1,017)	(1,705)	(1,883)
Gross profit	119	126	124	193	212
Other operating income	-	-	-	-	-
Operating costs	(88)	(94)	(73)	(98)	(106)
Operating EBITDA	33	35	54	98	110
Depreciation	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	31	32	51	95	106
Net financing costs	(7)	(6)	(6)	(4)	(4)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	3	2	1	2	2
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	27	28	46	93	104
Tax	(6)	(6)	(9)	(19)	(21)
Profit after tax	21	22	37	74	83
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	21	22	37	74	83
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	21	22	37	74	83
Per share (THB)					
Recurring EPS *	53.60	0.15	0.25	0.35	0.40
Reported EPS	53.60	0.15	0.25	0.35	0.40
DPS	0.00	0.00	0.00	0.18	0.20
Diluted shares (used to calculate per share data)	0	150	150	210	210
Growth					
Revenue (%)	(0.3)	0.9	(13.0)	66.3	10.4
Operating EBITDA (%)	(49.1)	3.9	55.6	81.4	11.7
Operating EBIT (%)	(51.7)	2.5	60.9	86.4	12.1
Recurring EPS (%)	(56.9)	(99.7)	65.3	44.2	12.3
Reported EPS (%)	(56.9)	(99.7)	65.3	44.2	12.3
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	9.2	9.6	10.9	10.2	10.1
Gross margin exc. depreciation (%)	9.4	9.8	11.2	10.3	10.3
Operating EBITDA margin (%)	2.6	2.6	4.7	5.2	5.2
Operating EBIT margin (%)	2.4	2.4	4.5	5.0	5.1
Net margin (%)	1.6	1.7	3.2	3.9	4.0
Effective tax rate (%)	21.2	20.2	20.3	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	-	-	-	50.0	50.0
Interest cover (X)	5.1	5.8	9.1	24.2	26.6
Inventory days	31.9	39.3	33.6	26.0	37.2
Debtor days	0.9	0.9	0.9	0.6	0.9
Creditor days	3.5	4.3	4.4	3.3	4.3
Operating ROIC (%)	12.1	11.1	25.0	(11.4)	(54.4)
ROIC (%)	12.6	11.3	23.2	(10.2)	(50.4)
ROE (%)	20.0	20.5	33.0	39.5	29.2
ROA (%)	10.5	10.0	16.4	23.7	19.3
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
บ้านแต่ง	1,126	1,069	883	1,611	1,787
บ้านฝาก	22	18	9	10	11
บ้านตัด	152	224	249	277	298

Sources: Bangkok Asset Intergruop; FSSIA estimates

Financial Statements

Bangkok Asset Intergrout

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024	2025E	2026E
Recurring net profit	21	22	37	74	83
Depreciation	3	3	3	3	3
Associates & minorities	-	-	-	-	-
Other non-cash items	-	-	-	-	-
Change in working capital	(72)	27	112	(117)	(18)
Cash flow from operations	(48)	52	152	(40)	69
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	-	-	-	-	-
Net acquisitions & disposals	-	(4)	(19)	(3)	(3)
Other investments (net)	(2)	-	-	-	-
Cash flow from investing	(2)	(4)	(19)	(3)	(3)
Dividends paid	(20)	(56)	(33)	(33)	(38)
Equity finance	0	35	0	108	0
Debt finance	42	(20)	(20)	(24)	11
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
Cash flow from financing	22	(41)	(53)	50	(27)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	(28)	7	80	7	39
Free cash flow to firm (FCFF)	(43.18)	54.25	138.54	(38.93)	69.52
Free cash flow to equity (FCFE)	(7.79)	28.20	112.79	(67.26)	76.33
Per share (THB)					
FCFF per share	(0.04)	0.04	0.11	(0.03)	0.06
FCFE per share	(0.01)	0.02	0.09	(0.06)	0.06
Recurring cash flow per share	60.16	0.17	0.27	0.37	0.41
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec					
Tangible fixed assets (gross)	59	62	63	65	66
Less: Accumulated depreciation	(56)	(58)	(59)	(60)	(61)
Tangible fixed assets (net)	3	4	4	4	4
Intangible fixed assets (net)	3	3	19	19	19
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	11	18	98	106	144
A/C receivable	3	3	2	5	5
Inventories	128	126	61	182	201
Other current assets	118	100	55	57	58
Current assets	260	248	216	349	408
Other assets	9	6	4	5	5
Total assets	276	261	244	377	437
Common equity	108	109	114	263	308
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	108	109	114	263	308
Long term debt	37	27	34	72	81
Other long-term liabilities	2	3	4	4	4
Long-term liabilities	39	30	38	75	85
A/C payable	13	15	10	21	23
Short term debt	116	105	78	16	18
Other current liabilities	1	2	4	2	2
Current liabilities	130	121	93	39	43
Total liabilities and shareholders' equity	276	261	244	377	437
Net working capital	235	213	104	221	239
Invested capital	251	226	131	249	267
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	269.51	0.73	0.76	1.25	1.47
Tangible book value per share	261.49	0.71	0.63	1.16	1.38
Financial strength					
Net debt/equity (%)	131.4	104.1	12.2	(6.7)	(14.8)
Net debt/total assets (%)	51.3	43.7	5.7	(4.7)	(10.4)
Current ratio (x)	2.0	2.0	2.3	9.0	9.4
CF interest cover (x)	(0.2)	5.9	20.7	(15.8)	19.7
Valuation					
Recurring P/E (x) *	0.0	12.1	7.3	5.1	4.5
Recurring P/E @ target price (x) *	0.1	31.0	18.7	13.0	11.6
Reported P/E (x)	0.0	12.1	7.3	5.1	4.5
Dividend yield (%)	-	-	-	9.8	11.0
Price/book (x)	0.0	2.5	2.4	1.4	1.2
Price/tangible book (x)	0.0	2.5	2.9	1.6	1.3
EV/EBITDA (x) **	4.3	11.0	5.3	3.7	3.0
EV/EBITDA @ target price (x) **	4.3	23.1	13.0	9.7	8.4
EV/invested capital (x)	0.6	1.7	2.2	1.4	1.2
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income					

Sources: Bangkok Asset Intergrout; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > 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.																				
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																				
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating 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.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																				
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																				
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
NEGL	Low	Medium	High	Severe																		
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																		
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																				
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="3">Average:</td><td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td><td>Laggard:</td><td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr></table>		AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142																					
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856																					
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																					
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																					
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																					
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																				
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																				

[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"**; 2) **"AGM Level"**; 3) **"Thai CAC"**; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: 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 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 (target price* - current price) / 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.