

วันพุธที่ 27 มีนาคม พ.ศ. 2562

ออล อินส์ไปร์ ดีเวลลอปเม้นท์

ทุกแรงบันดาลใจนำไปสู่การเติบโต

Backlog ที่สะสมรวม 6.35 พันล้านบาท จะเข้ามาสร้างรายได้แก่บริษัทตั้งแต่ปี 2562-2565 คาดว่าปี 2562 เติบโตสู่ระดับ 500 ล้านบาท ก่อนเพิ่มเป็น 846 ล้านบาทปี 2564 หรือขยายตัวเฉลี่ย 35% ต่อปี ทำให้ ALL เป็น Growth Stock ขนาดเล็กของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์

Backlog 6.35 พันล้านบาท ก่อสร้างรายได้ 4 ปีข้างหน้า

ความสำเร็จภายใต้กลยุทธ์ Blue Ocean ที่เน้นพัฒนาคอนโด ในทำเลใหม่ที่มีศักยภาพเติบโตสูง และประชากรในพื้นที่โดยรอบหนาแน่น ไม่ไกลแนวรถไฟฟ้า BTS สายสีเขียว และ MRT สายสีน้ำเงิน รวมถึงขยายสู่พื้นที่ใจกลางเมืองที่มีแนวโน้มความต้องการที่อยู่อาศัยสูง ทำให้ ALL ที่ก่อตั้งเมื่อปี 2556 เติบโตก้าวกระโดด โดยสิ้นปี 2561 มีโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนารวม 12 โครงการ มูลค่าทั้งสิ้น 1.7 หมื่นล้านบาท คิดเป็นมูลค่าคงเหลือขาย 8.7 พันล้านบาท และมียอดขายรับรู้รายได้ (Backlog) รวม 6.35 พันล้านบาท ทายอดรับรู้รายได้ 4 ปีข้างหน้า (ปี 2562-2565)

คาดการณ์ 3 ปีข้างหน้าเติบโตเฉลี่ย 35% ต่อปี

ช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2562-2564) ประเมินกำไรเติบโตเฉลี่ย 35% ต่อปี โดยคาดการณ์ปี 2562 เท่ากับ 500 ล้านบาท ขยายตัว 46% yoy หนุนด้วยรายได้ขายอสังหาริมทรัพย์ 3.9 พันล้านบาท มาจากการโอนฯ ต่อเนื่องของ 4 โครงการเดิมที่มี Backlog รวม 1.2 พันล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่มาจาก RISE Rama 9 มูลค่า 1.13 พันล้านบาท ขณะเดียวกันมีโครงการคอนโด ใหม่ของ ALL ที่มีกำหนดส่งมอบ 4Q62 อีก 2 โครงการ ได้แก่ The Excel สุขุมวิท 71 และ Impression ภูเก็ต มี Backlog รวมกัน 1.7 พันล้านบาท รวมถึงบางส่วนจากการขายโอนฯ แนวราบ The Vision ลาดพร้าว-นวมินทร์ มูลค่า 1.39 พันล้านบาท

Growth Stock ขนาดเล็กของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่า โดยกำหนด PER 7 เท่า ถือเป็นระดับสมเหตุสมผล เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย PER ซื้อขายกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ ใน SET ปัจจุบันที่ 8 เท่า โดยผู้ประกอบการที่มีพอร์ตรายได้หลักจากคอนโด เช่น LPN, ORI, ANAN และ SENA มี PER ซื้อขายเฉลี่ย 5-7 เท่า ภายใต้ PER 7 เท่า จะให้มูลค่าพื้นฐานสิ้นปี 2562 เท่ากับ 6.25 บาท สำหรับ ALL ซึ่งเป็นอีกหนึ่งหุ้น Growth Stock ขนาดเล็กที่น่าจับตามอง

การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)			ก่อน IPO	หลัง IPO
ประชาชนทั่วไป	145.00	นายธนากร ธนวิทย์	71.00%	51.97%
กรรมการ/ผู้บริหาร	5.00	นางสาวชวนา ธนวิทย์	19.20%	14.06%
ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)		เด็กหญิงสิริกร ธนวิทย์	4.90%	3.59%
ก่อน IPO	410	เด็กหญิงกชพรธนา ธนวิทย์	4.90%	3.59%
หลัง IPO	560	ประชาชนทั่วไป	0.00%	26.79%
ราคาพาร์ (บาท)	1.00	รวม	100.00%	100.00%

นโยบายจ่ายเงินปันผล 40% ของกำไรสุทธิ

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY60A	FY61A	FY62F	FY63F	FY64F
รายได้รวม (ล้านบาท)	696	2,300	3,984	5,214	6,562
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	81	343	500	674	846
EPS (บาท)	0.20	0.84	0.89	1.20	1.51
DPS (บาท)	0.00	0.15	0.36	0.48	0.60
BVS (บาท)	1.19	1.88	3.36	4.14	5.11
ROE (%)	18.0	54.5	37.7	32.1	32.6

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS /หมายเหตุ : EPS ปี 2560-2561 และ DPS ปี 2561 คำนวณจากจำนวนหุ้น 410 ล้านหุ้น

ALL

แนะนำ : NA



Class of Living

บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ ALL ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อ

วัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับผู้ลงทุนโดยพิจารณาจากข้อมูล

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) ตั้งแต่วันที่ 11 เม.ย. 2562 จนถึงวันสิ้นสุดการจองซื้อ

ผู้ลงทุนควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุน

เกิดศักดิ์ ทวีธรรณ

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132

therdsak@asiaplus.co.th

นวลพรรณ น้อยธรรณ

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994

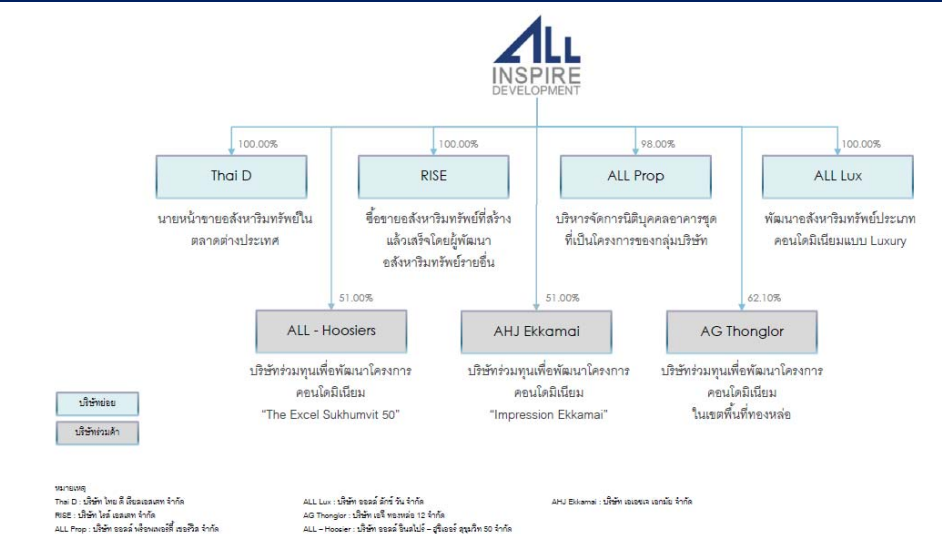
nuanpun@asiaplus.co.th

พัฒนาอสังหาฯ ตอบโจทย์ทุกความต้องการ ในราคาจับต้องได้

บริษัท ออลส์ อินสไพร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) หรือ ALL ก่อตั้งเมื่อปี 2556 โดยคุณธนกร ธนวรสิทธิ์ (ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร) ซึ่งมีประสบการณ์ลงทุนในธุรกิจอสังหาฯ มาไม่น้อยกว่า 10 ปี และมีแรงบันดาลใจ (Inspire) ในการพัฒนาโครงการที่พักอาศัยประเภทคอนโดมิเนียม ทั้งในรูปแบบอาคาร Low Rise และ High Rise เพื่อตอบโจทย์รูปแบบการดำรงชีวิตให้ตรงกับทุกความต้องการของลูกค้า โดยเฉพาะกลุ่มคนรุ่นใหม่และวัยทำงานในการเป็นเจ้าของที่พักอาศัยในราคาที่สามารถเข้าถึงได้ (Affordable Price) ภายใต้แนวคิด “Class of Living” ชีวิตที่มีระดับ คือชีวิตที่คุณเลือกเอง

ALL เริ่มพัฒนาโครงการคอนโดมิเนียมแห่งแรกในปี 2557 คือ โครงการ “The Excel Bearing” บนถนนสุขุมวิท 105 มูลค่า 106 ล้านบาท ซึ่งได้รับการตอบรับอย่างดีและปัจจุบันปิดการขายโครงการไปแล้ว จากความสำเร็จดังกล่าว ทำให้บริษัทฯ มีการพัฒนาโครงการคอนโดฯ อย่างต่อเนื่อง จนกลายเป็นหนึ่งในผู้บุกเบิกโครงการคอนโดฯ บนทำเลที่มีความหนาแน่นของชุมชน และไม่ไกลจากแนวสถานีรถไฟฟ้า BTS สายสีเขียว และ MRT สายสีน้ำเงิน, รวมถึงพื้นที่ที่อยู่ในความต้องการของกลุ่มลูกค้าเช่น ใกล้ถนนใหญ่และทางด่วน เป็นต้น โดยมุ่งเน้นการออกแบบโครงการที่มีเอกลักษณ์ และฟังก์ชันการใช้งานที่คุ้มค่า พร้อมให้บริการหลังการขายผ่านการบริการบริหารจัดการนิติบุคคลอาคารชุด นอกจากนี้ยังให้บริการเป็นตัวแทนและนายหน้าในการขายอสังหาฯ สำหรับตลาดต่างประเทศทั้งของกลุ่มบริษัท และผู้ประกอบการอสังหาฯ รายอื่น รวมถึงดำเนินธุรกิจซื้อขายอสังหาฯ ที่สร้างเสร็จจากผู้ประกอบการรายย่อย

โครงสร้างธุรกิจของ ALL



ที่มา : ALL

รายละเอียดของธุรกิจหลักประกอบด้วย

1. **ธุรกิจพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย** ประเภทคอนโดฯ และแนวราบ โดยนับตั้งแต่ปี 2557-2561 บริษัทมีการพัฒนาโครงการอสังหาฯ ทั้งสิ้น 17 โครงการ (เป็นคอนโดฯ 16 โครงการ และแนวราบ 1 โครงการ) มูลค่า 1.81 หมื่นล้านบาท และ ณ สิ้นปี 2561 ปิดโครงการแล้ว 5 โครงการ รวม 1.15 พันล้านบาท ที่เหลืออีก 12 โครงการอยู่ระหว่างพัฒนา มูลค่ารวม 1.7 หมื่นล้านบาท คิดเป็นมูลค่าคงเหลือขาย 8.7 พันล้านบาท และมี Backlog รวม 6.35 พันล้านบาท ประกอบด้วยแบรนด์ดังนี้

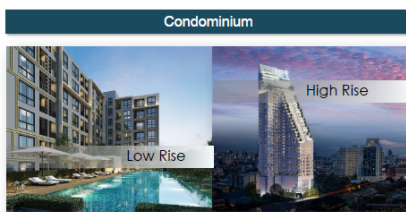
- **The Excel** เป็นคอนโดฯ แบบ Low Rise ราคาขายเฉลี่ย 60,000-90,000 บาท/ตารางเมตร เจาะกลุ่มลูกค้าระดับกลางที่มีรายได้ 25,000-50,000 บาท/เดือน โดยเป็นคนรุ่นใหม่ และอยู่ในวัยทำงานที่สามารถเป็นเจ้าของได้แทนการเช่าห้องชุด โดยช่วงที่ผ่านมา บริษัทมีการพัฒนาโครงการภายใต้แบรนด์ The Excel ทั้งหมด 13 โครงการ มูลค่า 1.13 หมื่นล้านบาท ปิดการขายไปแล้ว 5 โครงการ รวม 1.15 พันล้านบาท ที่เหลือ 8 โครงการ รวม 1.02 หมื่นล้านบาท อยู่ระหว่างการพัฒนา และในส่วนนี้จำนวน 1 โครงการ “The Excel สุขุมวิท 50” มูลค่า 2 พันล้านบาท เป็นการร่วมทุนระหว่าง ALL กับกลุ่ม Hoosiers (บริษัทอสังหาริมทรัพย์ของญี่ปุ่น) ภายใต้บริษัทร่วมทุน ALL-Hoosiers (ALL ถือ 51%)
 - **RISE** คอนโดฯ แบบทั้ง Low Rise และ High Rise เน้นกลุ่มลูกค้ากลาง-บน ที่มีรายได้ประมาณ 40,000-80,000 บาท/เดือน โดยมีราคาขายเฉลี่ย 80,000-140,000 บาท/ตารางเมตร ณ สิ้นปี 2561 อยู่ระหว่างพัฒนา 2 โครงการ มูลค่า 3.3 พันล้านบาท ประกอบด้วย RISE พระราม 9 มูลค่า 1.6 พันล้านบาท (ขายแล้ว 90.5% และโอนฯ แล้ว 19.6%) และ RISE พหลฯ-อินทราคมะ มูลค่า 1.7 พันล้านบาท (ขายแล้ว 32%)
 - **Impression** คอนโดฯ ระดับ Luxury ราคาขายเริ่มต้น 200,000 บาท/ตารางเมตร เน้นทำเลที่มีศักยภาพ เจาะกลุ่มลูกค้า Hi-End ที่มีรายได้มากกว่า 150,000 บาท/เดือน สิ้นปี 2561 อยู่ระหว่างก่อสร้างและขาย 1 โครงการ คือ Impression ภูเก็ต มูลค่า 2 พันล้านบาท (ขายแล้ว 31%) กำหนดโอนฯ 4Q62
 - **The Vision** โครงการแนวราบประเภททาวน์โฮม โดยปี 2561 อยู่ระหว่างพัฒนา 1 โครงการ มูลค่า 1.39 พันล้านบาท และกำหนดเปิดขาย ก.พ. 2562
2. **ธุรกิจให้บริการเป็นตัวแทนและนายหน้าในการขายอสังหาริมทรัพย์** สำหรับตลาดต่างประเทศทั้งของกลุ่มบริษัทและผู้ประกอบการรายอื่น โดยได้รับค่าตอบแทนในรูปแบบของค่าคอมมิชชั่น (Commission) ดำเนินการภายใต้บริษัทย่อย “Thai D”
 3. **ธุรกิจลงทุนและซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ที่สร้างเสร็จแล้ว** จากผู้ประกอบการรายย่อยรายอื่น ภายใต้บริษัทย่อย “Rise Estate” โดยใช้แบรนด์ “Rise Venture” สำหรับวิธีการดำเนินธุรกิจ เริ่มจากรวบรวมข้อมูลความต้องการที่อยู่อาศัยของผู้ซื้อ ก่อนคัดเลือกโครงการ, ทำเล เพื่อตอบโต้กับความต้องการ หลังจากนั้นจะเจรจาทำสัญญาซื้อขายห้องชุดของโครงการและนำห้องชุดมาสร้างมูลค่าเพิ่ม โดยผลตอบแทนเป็นส่วนต่างระหว่างราคาขายและต้นทุนการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Capital Gain) สำหรับโครงการแรกที่ Rise Venture ลงทุน คือ โครงการฮิว สุขุมวิท (Hue Sukhumvit) จำนวน 20 ยูนิต ณ สิ้นปี 2561 โอนฯ และขายทำกำไรไปแล้ว 10 ยูนิต โดยรับรู้เป็นกำไรซื้อขายในงบการเงินปี 2561 สำหรับส่วนที่เหลือ 10 ยูนิต เนื่องจากได้มีการซื้อและโอนฯ เป็นสินทรัพย์ของบริษัท ทำให้หากมีการขายโอนฯ เพิ่มในอนาคต จะรับรู้เป็นรายได้ขายอสังหาริมทรัพย์ให้กับบริษัทแทน
 4. **ธุรกิจให้บริการบริหารจัดการนิติบุคคลอาคารชุด** ภายใต้บริษัทย่อย ALL Property Services โดยจะเริ่มให้บริการแก่ลูกค้าตั้งแต่วันที่เริ่มมีการโอนห้องชุดของโครงการ และให้บริการต่อเนื่องเป็นระยะเวลาอย่างน้อยอีก 1 ปี ขอบเขตของการให้บริการครอบคลุมตั้งแต่การบริหารนิติบุคคลอาคารชุด, งานซ่อมบำรุง และงานรักษาความปลอดภัย เป็นต้น

โครงสร้างรายได้จากการดำเนินงานปี 2559-2561

(ล้านบาท)	2559	2560	2561
รายได้ขายอสังหาฯ	412	633	1,978
รายได้ค่านายหน้าอสังหาฯ	-	23	123
กำไรซื้อขายห้องชุดที่สร้างเสร็จแล้ว	-	39	81
รายได้ค่านายหน้าจากการขายที่ดิน	-	-	118
รายได้จากการดำเนินงาน	412	695	2,300

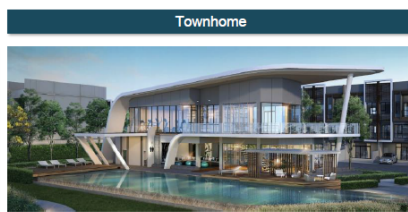
ที่มา : ALL

ภาพรวมธุรกิจพัฒนาอสังหาฯ



ดำเนินการพัฒนาโครงการภายใต้แบรนด์

THE EXCEL RISE IMPRESSION

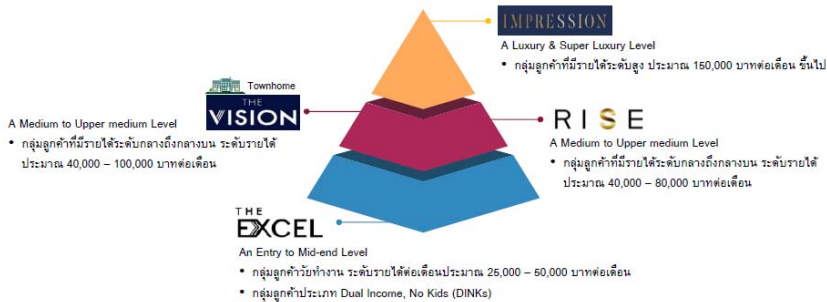


ดำเนินการพัฒนาโครงการภายใต้แบรนด์

THE VISION

ที่มา : ALL

แบรนด์สินค้าของ ALL ตามกลุ่มลูกค้า



ที่มา : ALL

โครงการที่ปิดการขายแล้ว 5 โครงการ มูลค่า 1.15 พันล้านบาท

The Excel Bearing	The Excel Hideaway	The Excel Hybrid	The Excel Parc	The Excel Udomsuk
60 Units THB 105.72 mm (ปิดขายปี 2559)	159 Units THB 273.28 mm (ปิดขายปี 2560)	78 Units THB 159.41 mm (ปิดขายปี 2560)	104 Units THB 188.21 mm (ปิดขายปี 2560)	228 Units THB 429.40 mm (ปิดขายปี 2561)

ที่มา : ALL

สถานะขายและโอนฯ โครงการที่อยู่ระหว่างพัฒนา 12 โครงการ (ณ สิ้นปี 2561)

โครงการ	มูลค่าโครงการ (ลบ.)	จำนวนยูนิตขาย	จำนวนยูนิตที่ขายแล้ว (%)	มูลค่ายูนิตที่ขายได้ (ลบ.)	มูลค่ายูนิตที่โอนกรรมสิทธิ์แล้ว (ลบ.)	มูลค่ายูนิตคงเหลือขาย (ลบ.)
ก่อสร้างแล้วเสร็จและเริ่มโอนกรรมสิทธิ์						
The Excel Groove	1,233	652	99.0%	1,220.20	1,213.78	12.83
The Excel Khukhot	694	581	69.4%	465.45	387.33	229.03
Rise Rama 9	1,597	652	90.5%	1,445.90	312.24	150.99
อยู่ระหว่างการขายและก่อสร้าง						
The Impression Phuket	2,058	42	35.7%	630.90	-	1,426.61
The Vision Ladprao-Newamin	1,391	308	-	-	-	1,391.12
อยู่ระหว่างการขายและรอการพัฒนา						
ได้รับ EIA แล้ว						
The Excel Sukhumvit 50*	2,001	772	55.3%	1,013.01	-	988.08
The Excel Sukhumvit 71	1,588	672	71.1%	1,067.96	-	520.24
The Excel Ratchada-HK	1,539	592	82.4%	1,272.69	-	266.58
The Excel Ratchada 18	820	270	31.9%	222.53	-	597.02
Rise Pahon-Inthamara	1,724	384	37.0%	549.97	-	1,174.34
อยู่ระหว่างการขอ EIA						
The Excel Ratchada 17	614	235	48.9%	309.99	-	303.56
The Excel Lasalle 17	1,719	581	6.7%	68.64	-	1,649.98

หมายเหตุ: * ฟิล์มโดยบริษัท อดิส อิมเมจ-อิมเมจ อิมเมจ 50 จำกัด (บริษัทมหาชน) โดยบริษัทฯ ถือหุ้นสัดส่วนร้อยละ 51

16

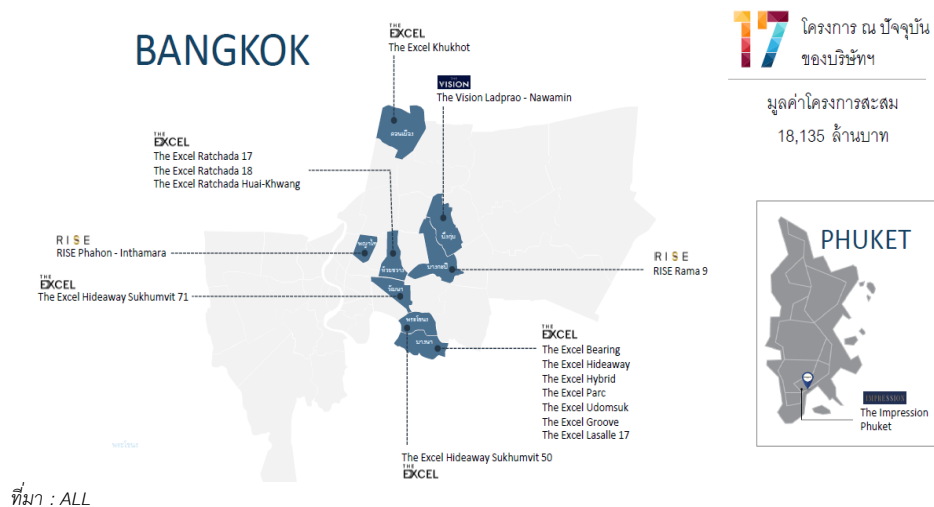
ที่มา : ALL

เน้นทำเลใกล้ชุมชน แต่ไม่ไกลรถไฟฟ้า/ทางด่วน

จากภาวะการแข่งขันที่มีอยู่สูงในตลาดอสังหาริมทรัพย์ จากผู้ประกอบการรายใหญ่ ทำให้ ALL ต้องสร้างจุดเด่นเพื่อให้มีความแตกต่างและเพิ่มความได้เปรียบทางการแข่งขัน โดยบริษัทฯ ให้ความสำคัญในทำเลที่ตั้งของโครงการเป็นอันดับแรกในการพัฒนาโครงการ ผ่านกลยุทธ์ Blue Ocean ซึ่งหมายถึงการเลือกทำเลใหม่ที่มีศักยภาพเติบโตสูง มีประชากรในพื้นที่โดยรอบหนาแน่น ไม่ไกลพื้นที่แนวรถไฟฟ้า BTS สายสีเขียว และ MRT สายสีน้ำเงิน รวมถึงมีการขยายไปยังพื้นที่ใหม่ที่มีแนวโน้มความต้องการที่อยู่อาศัยสูง เพื่อตอบโจทย์การใช้ชีวิตของคนรุ่นใหม่ โดยเน้นฟังก์ชันการใช้งาน การออกแบบที่ทันสมัย พร้อมเฟอร์นิเจอร์ครบครัน (Fully Furnished) การออกแบบพื้นที่ใช้สอยให้เกิดประโยชน์สูงสุดทั้งในส่วนของพื้นที่ส่วนกลางและสิ่งแวดล้อมที่ดี ในราคาที่ทุกคนสามารถเป็นเจ้าของได้ โดยเห็นได้ว่าโครงการส่วนใหญ่ของ ALL เริ่มมีการกระจายไปยังหลากหลายพื้นที่ดังนี้

1. **บริเวณพื้นที่ BTS สายสีเขียว ส่วนต่อขยายอ่อนนุช-แบริ่ง** ได้แก่ ย่านอุดมสุข แบริ่ง และชอยลาซาล เป็นทำเลที่มีศักยภาพสูง เนื่องจากเป็นเขตชุมชนใกล้แหล่งทำงาน โรงเรียน โรงพยาบาล และศูนย์การค้า โดย ALL เริ่มพัฒนาโครงการแรกในทำเลนี้มาตั้งแต่ปี 2557 ปัจจุบันมีทั้งสิ้น 7 โครงการ มูลค่า 4.1 พันล้านบาท ปิดการขายไปแล้ว 5 โครงการ มูลค่า 1.15 พันล้านบาท
2. **บริเวณพื้นที่รถไฟฟ้า MRT สายสีน้ำเงิน** ได้แก่ รัชดา-ห้วยขวาง มีการพัฒนาโครงการคอนโดฯ แล้ว 3 โครงการ มูลค่า 3 พันล้านบาท โดยทั้งหมดอยู่ระหว่างการขายและก่อสร้าง พร้อมเข้าสู่กระบวนการโอนฯ และรับรู้รายได้ปี 2563
3. **รอบกรุงเทพฯ ใกล้ถนนใหญ่ และทางขึ้นลงทางด่วน เช่น พระราม 9, ลาดพร้าว และสุทธิสาร** ถือเป็นอีกทำเลใหม่ที่มีเม็ดเงินเข้าใกล้ใจกลางกรุงเทพมากขึ้น โดยมีการพัฒนาเพิ่มปี 2560-2561 และยกระดับกลุ่มลูกค้าสู่ระดับกลางบนที่มีรายได้ 4-8 หมื่นบาทต่อเดือน ภายใต้แบรนด์ RISE ที่ได้รับการตอบรับที่ดี ตัวอย่างเช่น โครงการ RISE พระราม 9 มูลค่า 1.6 พันล้านบาท ขายได้ 90.5% และเริ่มส่งมอบบางส่วนตั้งแต่ 4Q61
4. **แหล่งท่องเที่ยวสำคัญ เช่น ภูเก็ต** เป็นโครงการแรกที่ขยายทำเลสู่ต่างจังหวัด และประเดิมด้วยแบรนด์ Impression สำหรับกลุ่มลูกค้าระดับบน โดยเปิดตัวโครงการ The Impression ภูเก็ต รูปแบบคอนโดฯ Luxury Villa มูลค่า 2 พันล้านบาท จำนวน 42 ยูนิต ราคาขายเฉลี่ย 2.6 แสนบาท/ตร.ม. เมื่อปี 2561 มียอดขาย 31% กำหนดเริ่มโอนฯ 4Q62

ทำเลที่ตั้งของโครงการภายใต้การพัฒนารายของ ALL (นับตั้งแต่จัดตั้งบริษัท)



กระจายพอร์ตสู่แนวราบ เริ่มรับรู้อย่างได้ปี 2562

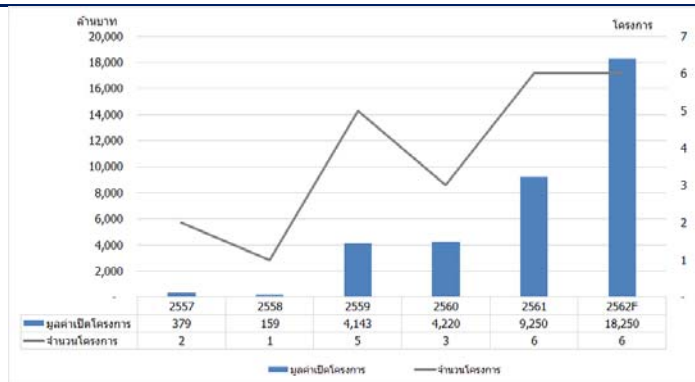
นอกเหนือจากคอนโดแล้ว ทาง ALL มีนโยบายในการที่จะพัฒนาโครงการแนวราบ (ทาวน์โฮม) เน้นจุดเด่นทำเลที่ตั้งในเมือง ออกแบบให้ใช้พื้นที่ใช้สอยเหมือนบ้านเดี่ยว และมีหน้ากว้าง 5-5.5 เมตร เจาะกลุ่มลูกค้ากลางถึงบน โดยโครงการแห่งแรก ภายใต้แบรนด์ “The Vision” ลาดพร้าว-นวมินทร์ มูลค่า 1,391 ล้านบาท (รวม 308 ยูนิต) เปิดขายอย่างเป็นทางการเมื่อปลาย ก.พ. ที่ผ่านมา คาดเริ่มส่งมอบและรับรู้รายได้ในปี 2562 ทั้งนี้แผนขยายสู่แนวราบจะช่วยเติมเต็มพอร์ตสินค้าให้มีความหลากหลายมากขึ้น อีกทั้งโดยธรรมชาติรอบธุรกิจแนวราบจะสั้นกว่าคอนโด ซึ่งช่วยให้บริษัทสามารถบริหารจัดการรายได้และกระแสเงินสดในระยะสั้นให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น

ปี 2562 เปิดขาย 6 คอนโดฯ ใหม่ มูลค่า 1.82 หมื่นล้านบาท

ช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (ปี 2557-2561) ALL เปิดขายไปแล้ว 17 โครงการ มูลค่าสะสม 1.81 หมื่นล้านบาท คิดเป็นมูลค่าคงเหลือขาย 8.7 พันล้านบาท โดยที่แต่ละปีมีจำนวนโครงการใหม่เพิ่มขึ้นทุกปี ขณะที่มูลค่าต่อโครงการมีขนาดใหญ่ขึ้น จากเดิมขนาดไม่ถึง 1 พันล้านบาท ปัจจุบันมีขนาดใหญ่กว่า 1-5 พันล้านบาทต่อโครงการ สะท้อนถึงแบรนด์ ALL เป็นที่รู้จักและยอมรับในตลาดกว้างขวางมากขึ้น พิจารณาจากสิ้นปี 2561 โครงการคอนโดฯ ที่อยู่ระหว่างการพัฒนาทั้งหมด 11 โครงการ มูลค่า 1.56 หมื่นล้านบาท มีอัตราการขายเฉลี่ย 53%

สำหรับปี 2562 บริษัทกำหนดเปิดโครงการใหม่ 6 โครงการ มูลค่า 1.82 หมื่นล้านบาท ภายใต้แบรนด์ The Excel จำนวน 3 โครงการ รวม 4.15 พันล้านบาท, Impression เอกมัย มูลค่า 4.8 พันล้านบาท และอีก 2 โครงการที่ทองหล่อ 12 และ 16 รวมมูลค่า 9.3 พันล้านบาท โดยความน่าสนใจของโครงการปีนี้ คือ การเปิดโครงการใหม่ในทำเลพื้นที่ใจกลางเมืองกรุงเทพและรุกสู่กลุ่มลูกค้าระดับบนมากขึ้น โดยเป็นโครงการร่วมทุนในลักษณะ JV เพิ่มอย่างน้อย 2 โครงการ ได้แก่ Impression เอกมัย ดำเนินการภายใต้บริษัทร่วม AHJ Ekkamai ซึ่งร่วมทุนระหว่าง ALL (ถือหุ้น 51%), Hoosiers (29%) และ Kyushu Railway Company – JR Kyushu ของญี่ปุ่น (20%) และ โครงการที่ทองหล่อ 16 ภายใต้บริษัท AG Thonglor ซึ่งเป็นการร่วมทุนระหว่าง ALL (ถือหุ้น 62.1%) และ กราวด์ พร็อพเพอร์ตี้ (ถือหุ้น 37.90%)

จำนวนและมูลค่าเปิดโครงการใหม่



ที่มา : ALL

รายละเอียดการเปิดโครงการใหม่ปี 2562

โครงการคอนโดเนียม	ประเภท	ยูนิต	มูลค่า (ลบ.)	เปิดขาย	โอนฯ
The Excel ลาดพร้าว 62	Low Rise	420	900	2Q62	3Q63
The Excel 20 มีนนา แยก 5	Low Rise	616	1,300	2Q62	3Q63
The Excel ลาดพร้าว 83	Low Rise	1,044	1,950	3Q62	2Q64
Impression เอกมัย (JV)	High Rise	380	4,800	1Q62	1Q65
โครงการทองหล่อ 12	High Rise	198	4,400	3Q62	1Q66
โครงการทองหล่อ 16 (JV)	High Rise	55	4,900	3Q62	1Q66
รวม		2,713	18,250		

ที่มา : ALL

Backlog 6.35 พันล้านบาท กดยอมรับรู้รายได้ 4 ปีข้างหน้า

จากนโยบายทางบัญชีที่กำหนดให้กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะรับรู้รายได้เมื่อโอนกรรมสิทธิ์ให้ลูกค้า ส่งผลให้โครงการคอนโดมิเนียมที่มีระบบการขายแบบสั่งสร้าง (Presale) จะไม่สามารถรับรู้รายได้จนกว่าจะสร้างเสร็จและโอนฯ ทำให้ยอด Presale ที่เกิดขึ้นถูกสะสมไว้เป็น Backlog สำหรับ ALL พบว่า Backlog เพิ่มขึ้นตามจำนวนโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาข้างต้น โดยยอด Backlogสิ้นปี 2561 มีมูลค่ารวม 6.35 พันล้านบาท และมีโอกาสปรับเพิ่มขึ้นตามยอดขายใหม่จากโครงการปัจจุบันที่มีสินค้ารอขายรวม 8.7 พันล้านบาท (เป็นโครงการที่สร้างเสร็จพร้อมโอนฯ 393 ล้านบาท) และการขายโครงการใหม่ที่จะเปิดปีนี้ 6 โครงการ มูลค่ารวม 1.82 หมื่นล้านบาท

ทั้งนี้หากพิจารณา Backlog รวม 6.35 พันล้านบาท จะทยอยรับรู้รายได้ช่วง 4 ปีข้างหน้า (ปี 2562-2565) ประกอบด้วย 1) Backlog ของ ALL รวม 5.34 พันล้านบาท แบ่งเป็นโครงการเดิมที่อยู่ระหว่างโอนฯ 1.2 พันล้านบาท, โครงการใหม่ที่มีกำหนดสร้างเสร็จพร้อมโอนฯ ปี 2562 รวม 1.7 พันล้านบาท, ปี 2563 รวม 1.87 พันล้านบาท และปี 2565 มูลค่า 550 ล้านบาท 2) Backlog ของโครงการร่วมทุน (The Excel สุขุมวิท 50) รวม 1.01 พันล้านบาท (พร้อมส่งมอบ 4Q62) ซึ่งในส่วนนี้รับรู้เป็นส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจากบริษัทร่วมตามสัดส่วนลงทุน 51%

ยอด Backlog 6.35 พันล้านบาท แยกตามรายโครงการ

โครงการ	ช่วงเวลาที่ย่อสร้างแล้วเสร็จ / คาดว่าจะแล้วเสร็จ	ห้องขายรอโอนกรรมสิทธิ์		ช่วงเวลาที่ย่อสร้างแล้วเสร็จ / คาดว่าจะโอนกรรมสิทธิ์
		ยูนิต	ล้านบาท	
The Excel Groove P-1 (Tower A)	11/2560	1	1.69	Q1/2562
The Excel Groove P-3 (Tower D, E)	7/2561	2	4.73	Q1/2562
The Excel Khu-Khot	9/2561	63	78.12	Q1/2562
RISE Rama 9	Q1/2562	451	1,133.66	Q1/2562
The Excel Ratchada 17	Q4/2563	130	309.99	Q4/2563
The Excel Sukhumvit 50	Q4/2562	427	1,013.01	Q4/2562
The Excel Sukhumvit 71	Q4/2562	478	1,067.96	Q4/2562
The Impression Phuket	12/2562	15	630.90	Q4/2562
The Excel Ratchada-Huai Kwang	Q1/2563	488	1,272.69	Q1/2563
RISE Phahon - Inthamara	Q1/2565	142	549.97	Q1/2565
The Excel Lasalle 17	Q2/2563	39	68.64	Q2/2563
The Excel Ratchada 18	Q1/2563	86	222.53	Q1/2563

ที่มา : ALL

กำไร 3 ปีที่ผ่านมา เติบโตก้าวกระโดดสู่ 343 ล้านบาทปี 2561

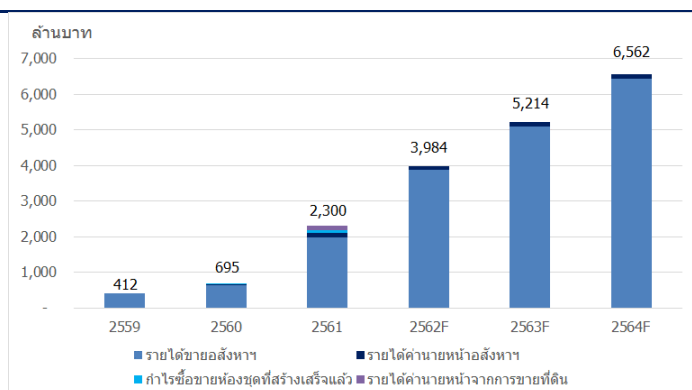
ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2559-2561) ALL มีกำไรเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดจาก 11 ล้านบาท เป็น 343 ล้านบาทปี 2561 ขับเคลื่อนด้วยการบันทึกรายได้ขายอสังหาริมทรัพย์เพิ่มสูงจาก 412 ล้านบาทปี 2559 สู่ระดับ 1.98 พันล้านบาทปี 2561 ภายหลังเริ่มทยอยโอนกรรมสิทธิ์โครงการคอนโดฯ ที่พัฒนาแล้วเสร็จเพิ่มมากขึ้น ขณะเดียวกันรับรู้รายได้บริการจากค่านายหน้าขายอสังหาริมทรัพย์ของ Thai D จาก 23 ล้านบาทปี 2560 เพิ่มขึ้นเป็น 122 ล้านบาทปี 2561 รวมถึงกำไรจากการซื้อขายห้องชุดในธุรกิจของ Rise Venture รวม 39 ล้านบาท และ 81.5 ล้านบาทในปี 2560 -2561 ตามลำดับ นอกจากนี้ปี 2561 มีรายได้ค่านายหน้าขายที่ดิน 118 ล้านบาท ซึ่งเกิดจากการขายที่ดินให้กิจการร่วมค้า AHJ เอ็มบี (AHJ) เพื่อใช้ในการพัฒนาโครงการ Impression เอ็มบี ภาพรวมหนุน Net profit Margin เพิ่มขึ้นจาก 3% ปี 2559 เป็น 11.6% ปี 2560 และ 14.9% ปี 2561

ผลการดำเนินงานรายไตรมาสของ ALL

Key Data (ล้านบาท)	1Q60	2Q60	3Q60	4Q60	1Q61	2Q61	3Q61	4Q61	% QoQ	% YoY	2561	2560	% YoY
รายได้ขายอสังหาริมทรัพย์	12	69	109	443	427	550	445	556	24.8%	25.4%	1,978	633	212.3%
รายได้ดำเนินงาน	12	73	117	494	574	565	462	699	51.5%	41.6%	2,300	696	230.6%
ต้นทุนขายอสังหาริมทรัพย์	12	49	68	220	310	326	271	362	33.5%	64.9%	1,269	348	265.2%
ต้นทุนรวม	13	51	74	228	357	330	285	376	31.9%	64.7%	1,348	366	268.7%
กำไรขั้นต้น	(1)	22	43	266	217	235	177	324	83.2%	21.7%	709	286	148.0%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	45	36	56	92	107	134	118	151	27.9%	64.2%	511	229	123.3%
กำไรสุทธิ	(38)	(12)	(12)	143	84	81	48	131	174.7%	-8.6%	343	81	325.0%
Norm Profit	(38)	(12)	(12)	143	84	81	48	131	174.7%	-8.6%	343	81	325.0%
Norm EPS	(0.09)	(0.03)	(0.03)	0.35	0.21	0.20	0.12	0.32	174.7%	-8.6%	0.84	0.20	325.0%
Gross Margin ขายฯ (%)	-2.4%	30.0%	38.2%	50.4%	27.4%	40.7%	39.1%	34.8%			35.8%	45.1%	
Gross Margin เฉลี่ย (%)	-10.3%	30.5%	37.1%	53.8%	37.8%	41.6%	38.3%	46.3%			30.8%	41.1%	
Norm Profit Margin (%)	-315.6%	-16.3%	-10.1%	28.9%	14.7%	14.3%	10.3%	18.7%			14.9%	11.6%	

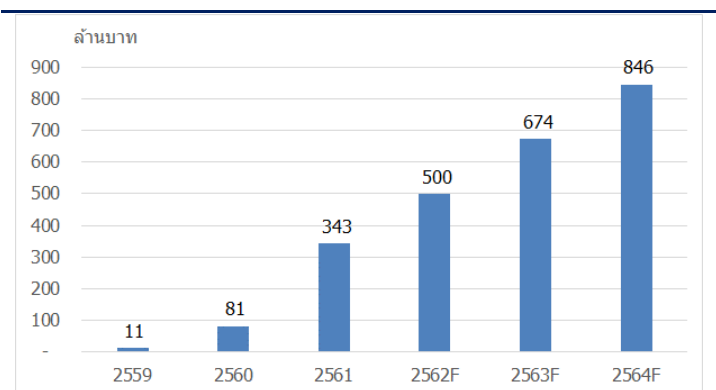
ที่มา : งบการเงิน / หมายเหตุ : EPS คำนวณจากจำนวนหุ้นชำระแล้วก่อน IPO รวม 410 ล้านหุ้น

การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน



ที่มา : ALL และ ฝ่ายวิจัย ASPS

การเติบโตของกำไร



ที่มา : ALL และ ฝ่ายวิจัย ASPS

ภาคกำไรปี 2562-2564 เติบโตเฉลี่ย 35% ต่อปี

ผลประกอบการของ ALL คาดมีกำไรเติบโตเฉลี่ย 35% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2562-2564) โดยประเมินกำไรปี 2562 เท่ากับ 500 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเป็น 674 ล้านบาท และ ต่อเนื่อง 846 ล้านบาทปี 2563-2564 ตามลำดับ ภายใต้สมมติฐานดังต่อไปนี้

- **รายได้ขายอสังหาฯ** ปี 2562 คาด 3.9 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 95% yoy โดยหลักมาจากการโอนฯ ต่อเนื่องของ 4 โครงการเดิมที่มี Backlog รวม 1.2 พันล้านบาท ส่วนใหญ่มาจาก RISE Rama 9 มูลค่า 1.13 พันล้านบาท ขณะเดียวกันมีโครงการคอนโดฯ ใหม่ของ ALL ที่มีการกำหนดส่งมอบปีนี้อีก 2 โครงการ ได้แก่ The Excel สุขุมวิท 71 และ Impression ภูเก็ต ซึ่งมี Backlog รวม 1.7 พันล้านบาท ในช่วง 4Q62 รวมถึงบางส่วนจากการขายโอนฯ โครงการแนวราบ The Vision ลาดพร้าว-นวมินทร์ มูลค่า 1.39 พันล้านบาท ขณะที่ปี 2563 และ ปี 2564 คาดรายได้ขายฯ 5.09 พันล้านบาท และ 6.42 พันล้านบาท เติบโต 32% และ 26% yoy ตามลำดับ
- **รายได้บริการ** ปี 2562 ประเมินไว้ 120 ล้านบาท ลดลง 41% จากปีก่อนที่รับรู้รวม 204 ล้านบาท ซึ่งประกอบด้วยด้วยรายได้ค่านายหน้าจาก Thai D รวม 122.5 ล้านบาท และ กำไรจากการซื้อขายห้องชุดที่เสร็จแล้วของ Rise Venture รวม 81.5 ล้านบาท แต่ปีนี้ไม่มีการรับรู้กำไรจาก Rise Venture จึงประเมินเฉพาะรายได้ค่านายหน้าดังกล่าวข้างต้น ส่วนปี 2563 และ 2564 คาดรายได้ 126 และ 133 ล้านบาท ตามลำดับ สมมติฐานเพิ่มขึ้นสอดคล้องกับการเติบโตของยอดโอนฯ กลุ่มอสังหาฯ ใน SET ที่อยู่ภายใต้ Coverage
- **Gross Margin ขายฯ** กำหนดไว้ 36% ใกล้เคียงช่วงที่ผ่านมาที่สามารถทำได้ในระดับดังกล่าว (ปี 2559 ที่ 36.2% และ 35.8% ปี 2561 ยกเว้นปี 2560 ทำได้สูง 45% เนื่องจากมีการโอนฯ The Excel อุดมสุข ซึ่งมารจิ้นสูง 45-50% แต่ปัจจุบันโครงการดังกล่าวปิดการขายเรียบร้อยแล้ว)
- **ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร (SG&A/Sales)** แม้มีเม็ดเงินสูงขึ้นตามแผนขยายธุรกิจในการพัฒนาโครงการใหม่ แต่ฐานรายได้ที่เติบโตมากกว่า คาดทำให้สัดส่วน SG&A/Sales ลดลงอยู่ที่ 21% ในปี 2562 เทียบกับ 22.2% ปี 2561 ขณะที่ปี 2563-2564 ประเมินไว้ 20.5%
- **ภาษีเงินได้นิติบุคคล (Effective Tax Rate)** กำหนดอัตรา 20% ต่อปี
- **ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมปี 2562** ประเมินไว้ 2.5 ล้านบาท เทียบกับปี 2561 รับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนบริษัทร่วม 11.2 ล้านบาท โดยแม้ปีนี้มีการเปิดขายโครงการ JV ใหม่ อย่างน้อย 2 โครงการอย่าง Impression เอกมัย และทองหล่อ 16 รวมมูลค่า 9.7 พันล้านบาท ซึ่งช่วงแรกมีค่าใช้จ่ายเปิดขายและทำตลาด ขณะที่ยังไม่สามารถรับรู้รายได้จากการโอนฯ ทำให้บริษัทต้องรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจากโครงการ JV เข้ามาจนกว่าเริ่มโอนฯ กรรมสิทธิ์ แต่คาดผลขาดทุนดังกล่าว พอสตเซย์ได้กับส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ JV “The Excel สุขุมวิท 50” มูลค่า 2 พันล้านบาท มี Backlog รอรับรู้รายได้ 1 พันล้านบาท คาดเริ่มส่งมอบ 4Q62 ขณะที่ปี 2563 และ ปี 2564 ประเมินส่วนแบ่งกำไร 6.2 ล้านบาท และ 8.2 ล้านบาท ตามลำดับ ทั้งนี้รายการดังกล่าวมีโอกาสคลาดเคลื่อนได้ หากการขายและโอนฯ ไม่เป็นไปตามแผนที่กำหนดไว้
- **กำไรต่อหุ้น (EPS)** หลังการเพิ่มทุนใหม่จำนวน 150 ล้านหุ้น ส่งผลให้จำนวนหุ้นจดทะเบียนชำระเพิ่มเป็น 560 ล้านหุ้น ทำให้ Fully Diluted EPS ปี 2562 เท่ากับ 0.89 บาท/หุ้น (+6.7% yoy) คาดเพิ่มเป็น 1.20 บาท/หุ้นในปี 2563 และ 1.51 บาท/หุ้นในปี 2564

โครงการคอนโดฯ ใหม่ที่มีกำหนดโอนฯ ปี 2562-2565

โครงการคอนโดมิเนียม	มูลค่า (ลบ.)	Backlog (ลบ.)	โอนฯ
The Excel Sukhumvit 50 (JV)	2,001	1,013	4Q62
The Excel Sukhumvit 71	1,588	1,068	4Q62
Impression Phuket	2,058	631	4Q62
The Excel Ratchada Huai Kwang	1,539	1,273	1Q63
The Excel Ratchada 18	820	223	1Q63
The Excel Lasalle 17	1,719	69	2Q63
The Excel Ratchada 17	614	310	4Q63
Rise Phahon-Inthamara	1,724	550	1Q65

ที่มา : ALL

ตัวเลขสำคัญทางการเงิน

ข้อมูลทางการเงิน (ลบ.)	2561	2562F	2563F	2564F
รายได้ดำเนินงาน	2,300	3,984	5,214	6,562
- ขายอสังหาริมทรัพย์	1,978	3,864	5,088	6,429
- บริการ (นายหน้าอสังหาริมทรัพย์ + ค่าใช้จ่ายขายห้องชุด)	204	120	126	134
- นายหน้าขายที่ดิน	118	-	-	-
ต้นทุนรวม	1,348	2,520	3,306	4,167
- ขายอสังหาริมทรัพย์	1,269	2,473	3,256	4,114
- บริการ	79	47	49	52
ค่าใช้จ่ายขายบริหาร	511	837	1,069	1,345
กำไรสุทธิ	343	500	674	846
EPS (บาท/หุ้น)	0.84	0.89	1.20	1.51
Gross Margin ขาย (%)	35.8%	36.0%	36.0%	36.0%
Gross Margin เฉลี่ย (%)	41.4%	36.8%	36.6%	36.5%
SG&A/Sales (%)	22.2%	21.0%	20.5%	20.5%
Effective Tax Rate (%)	21.5%	20.0%	20.0%	20.0%

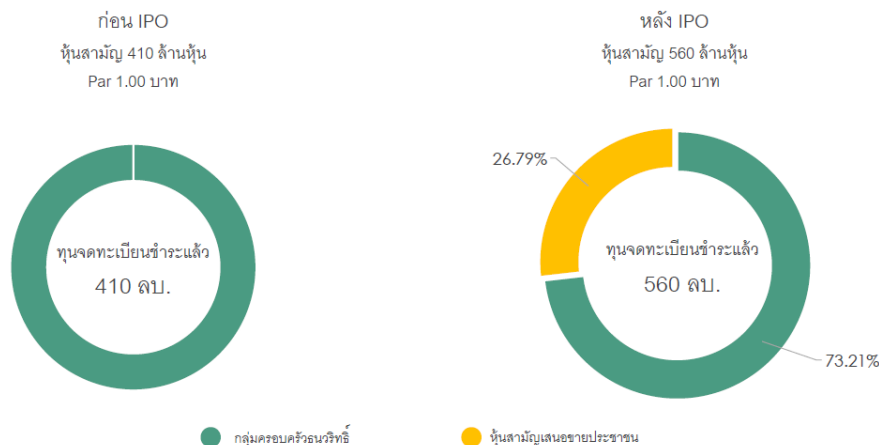
ที่มา : ALL และ ฝ่ายวิจัย ASPs

เสนอขายหุ้น IPO รวม 150 ล้านหุ้น ราคาพาร์ 1 บาท

บริษัทฯ จะนำเสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไปและกรรมการ/ผู้บริหารของบริษัทฯ รวม 150 ล้านหุ้น (หุ้นใหม่ทั้งหมด) ราคาพาร์ 1.00 บาท คิดเป็นสัดส่วน 26.79% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดหลัง IPO หรือจำนวน 560 ล้านหุ้น โดยคิดเป็นทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 560 ล้านบาท เทียบกับสิ้น ธ.ค. 2561 ที่ 410 ล้านบาท ทั้งนี้วัตถุประสงค์ของการขายหุ้นเพิ่มทุนในครั้งนี้เพื่อใช้เป็นเงินทุนในการพัฒนาโครงการคอนโดมิเนียม รวมถึงชำระหนี้ และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนภายใน

ภายใต้หลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดให้ Strategic Shareholders (กรรมการ ผู้จัดการ และผู้บริหาร รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้อง, ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้น >5% ของทุนชำระแล้ว รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้อง และผู้มีอำนาจควบคุม) ห้ามขายหุ้น (Silent Period) สัดส่วน 55% ของทุนเรียกชำระแล้ว หรือ 308 ล้านหุ้น หลังเสนอขายหุ้น IPO เป็นระยะเวลา 1 ปี นับจากวันแรก ที่บริษัทเข้าซื้อขาย ในตลาดฯ (โดยหากครบกำหนด 6 เดือนแรกหลังเข้าซื้อขายในตลาดฯ จะสามารถขายได้จำนวน 25% ที่เหลือ 75% จะขายได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี) ภายหลังการเสนอขายหุ้น กลุ่มครอบครัวธนวิสิทธิ์ ซึ่งถือหุ้นรวมกัน 410 ล้านหุ้น จะมีหุ้นที่ไม่ติด Silent Period จำนวน 102 ล้านหุ้น คิดเป็น 18.21% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดหลัง IPO

โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลัง IPO



ที่มา : ALL

หลัง IPO โครงสร้างการเงินผ่อนคลายขึ้น หนี้ต่อเงินปันผลขึ้นต่ำ 40%

การกำหนดแผนเปิดโครงการเชิงรุก ทำให้มีความต้องการใช้เงินทุนสูง ซึ่งแหล่งเงินทุนหลักก่อน IPO เน้นไปที่การก่อหนี้ เพื่อใช้ในการซื้อที่ดินพัฒนาโครงการใหม่ ภายใต้แนวทางดังกล่าวส่งผลให้ภาระหนี้สินที่มีดอกเบี้ยจ่ายสูงต่อเนื่อง โดยสิ้นปี 2561 มีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยรวม 3.6 พันล้านบาท (เป็นหนี้ระยะสั้น 2.4 พันล้านบาท และระยะยาว 1.2 พันล้านบาท) ขณะที่ฐานทุนมีส่วนของผู้ถือหุ้น 772 ล้านบาท ทำให้ Net Gearing (อัตราหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิ) สูงอยู่ที่ 4.28 เท่า

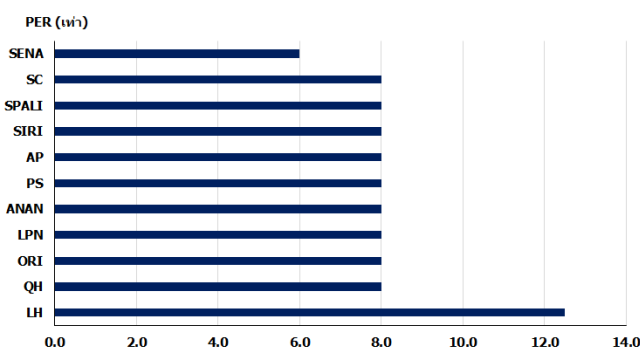
แม้การเปิดโครงการใหม่ต่อเนื่องปี 2562 จะนำไปสู่ภาระการลงทุนและก่อหนี้ แต่บางส่วนจะเกิดขึ้นในรูปแบบของโครงการร่วมทุน (JV) ซึ่งทั้งภาระหนี้สินและสินทรัพย์ไม่ได้สะท้อนในงบดุลของบริษัท ประกอบกับฐานทุนที่สูงขึ้นตามการเติบโตของกำไรอย่างมีนัยยะ หลังเริ่มโอนกรรมสิทธิ์โครงการใหม่ และจากการทำ IPO คาดจะทำให้ Net Gearing สิ้นปี 2562 ลดลงเหลือ 1.78 เท่า (ค่าเฉลี่ยกลุ่มพัฒนาที่อยู่อาศัยใน SET อยู่ที่ 1 เท่า) เป็นไปตามเงื่อนไขในสัญญากู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน (Debt Covenant) ที่กำหนดให้ไม่เกิน 2.5-3 เท่า ทำให้สถานะการเงินผ่อนคลายขึ้น และสร้างโอกาสในการจ่ายเงินปันผล ภายใต้นโยบายจ่ายเงินปันผลขั้นต่ำ 40% ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ปันผลปี 2562 หุ้นละ 0.36 บาท เพิ่มขึ้นเป็น 0.48 บาท และ 0.6 บาทในปี 2563-2564 ตามลำดับ

อิง PER 7 เท่า FV ปี 2562 ที่ 6.25 บาท

เมื่อเทียบกับผู้ประกอบการที่อยู่ใน SET แล้ว ALL ถือเป็นหุ้นอสังหาฯ ขนาดเล็ก ที่มีสินค้าหลักเป็นคอนโดมิเนียม ซึ่งฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าโดยกำหนด PER ที่เหมาะสมไว้ที่ 7 เท่า ถือเป็นระดับสมเหตุสมผล เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มอสังหาฯ ใน SET ที่กำหนด PER ในการประเมินมูลค่าที่ 8 เท่า ขณะที่ปัจจุบัน (ข้อมูล ณ 25 มี.ค. 2562) กลุ่มอสังหาฯ มี PER ซื้อขายเฉลี่ย 8 เท่า โดยผู้ประกอบการที่มีพอร์ตรายได้หลักจากคอนโดฯ เช่น LPN, SENA, ORI และ ANAN มี PER ซื้อขายเฉลี่ย 6.5, 6.0, 5.9 และ 5.3 เท่าตามลำดับ

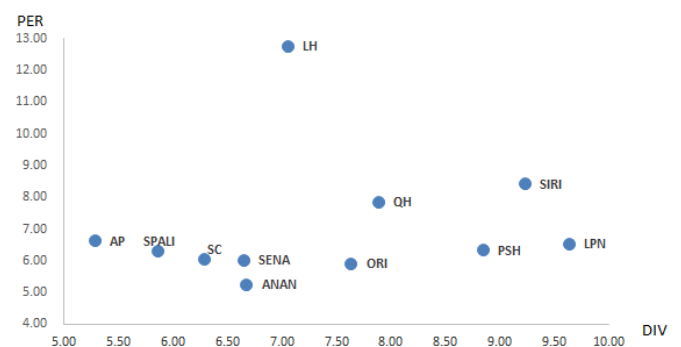
ภายใต้ระดับ PER 7 เท่า จะได้มูลค่าพื้นฐานสิ้นปี 2562 ที่ 6.25 บาท สำหรับ ALL ซึ่งถือเป็นอีกหนึ่งหุ้น Growth Stock ขนาดเล็กที่น่าจับตามอง

PER ในการประเมิน FV ของแต่ละบริษัทในกลุ่มฯ



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

P/E ซื้อขาย และ Div Yield ของหุ้นอสังหาฯ (ณ 25 มี.ค. 2562)



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ความเสี่ยงที่ต้องพิจารณา

- เนื่องจากสินค้าหลักของ ALL มาจากการขายคอนโดฯ เป็นหลัก ซึ่งมีความผันผวนตามภาวะตลาดสูงกว่าสินค้าแนวราบ อีกทั้งสินค้าส่วนใหญ่จะกลุ่มตลาดกลาง-บน ซึ่งมีความเสี่ยงด้านกำลังซื้อมากกว่าลูกค้าตลาดบน ทำให้การโอนฯ กรรมสิทธิ์เมื่อโครงการเสร็จอาจไม่เป็นไปตามที่คาดไว้ได้
- แนวโน้มฐานธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ขึ้นตามแผนการพัฒนาโครงการใหม่ที่เพิ่มขึ้นในอนาคต ทำให้การควบคุมต้นทุนทำได้ยากขึ้น ขณะเดียวกับการแข่งขันที่สูงในตลาดที่ใหญ่ขึ้น ส่งผลให้ต้องใช้เม็ดเงินในการจัดทำกิจกรรมทางการตลาดเพิ่ม มีโอกาสสร้างแรงกดดันให้กับ Gross Margin และ Net Margin ในอนาคตได้
- การพัฒนาโครงการคอนโดฯ ภายใต้บริษัทร่วม ทำให้รับรู้เป็นส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุน ซึ่งหากไม่สามารถขายและโอนฯ ตามแผน ส่งผลให้สมมติฐานดังกล่าวผิดจากคาดการณ์ได้
- จากการที่บริษัทเน้นการพัฒนาโครงการบริเวณใกล้เส้นทางรถไฟฟ้า BTS สีเขียว และ MRT สีน้ำเงิน ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของโครงการ หากพื้นที่แถบนั้นมีภาวะอุปทานล้นตลาด

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2562-64

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
รายได้ธุรกิจหลัก	2,300	3,984	5,214	6,562
ต้นทุนขาย	1,348	2,520	3,306	4,167
กำไรขั้นต้น	952	1,464	1,909	2,396
ค่าใช้จ่ายในการขาย	511	837	1,069	1,345
ดอกเบี้ยจ่าย	36	56	63	69
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	(11)	3	6	8
รายได้อื่น	43	51	59	68
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	437	625	842	1,058
ภาษีเงินได้	94	125	168	212
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	343	500	674	846
EPS	0.84	0.89	1.20	1.51
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	343	500	674	846
Norm EPS	0.84	0.89	1.20	1.51

การเติบโตของยอดขาย	230.6%	73.2%	30.9%	25.9%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	325.0%	45.7%	34.7%	25.6%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	41.4%	36.8%	36.6%	36.5%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	14.9%	12.6%	12.9%	12.9%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	1Q61	2Q61	3Q61	4Q61
รายได้ธุรกิจหลัก	574	565	462	699
ต้นทุนขาย	357	330	285	376
กำไรขั้นต้น	217	235	177	324
ค่าใช้จ่ายในการขาย	107	134	118	151
ดอกเบี้ยจ่าย	7	6	7	16
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	(3)	(0)	(2)	(5)
รายได้อื่น	7	8	11	17
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	107	103	60	167
ภาษีเงินได้	22	22	13	37
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	-	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	84	81	48	131
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	84	81	48	131

ยอดขาย (QoQ)	16.2%	-1.5%	-18.4%	51.5%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	37.8%	41.6%	38.3%	46.3%
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	-41.0%	-4.1%	-41.1%	174.7%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.19	2.29	2.27	2.22
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.18	0.49	0.34	0.21
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.49	0.55	0.57	0.62
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.44	6.50	6.37	6.26
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	4.28	1.78	1.68	1.48
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	8.0%	7.1%	8.0%	9.3%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	54.5%	37.7%	32.1%	32.6%

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2562-64 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
กำไรสุทธิ	343	500	674	846
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	284	183	237	288
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	51	56	62	68
กำไร/ขาดทุนจาก FX ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.ร่วม	11	(3)	(6)	(8)
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	297	(1,321)	(1,198)	(1,136)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	987	(584)	(232)	59
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	35	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	(437)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(58)	(70)	(78)	(85)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(461)	(70)	(78)	(85)
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(496)	765	205	3
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	750	-	-
เพิ่ม/ลด ส่วนทุนอื่นๆ	(1)	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(60)	(141)	(235)	(304)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(557)	1,374	(30)	(301)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(30)	719	(339)	(328)

งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	296	1,015	676	348
ลูกหนี้การค้า	93	93	93	93
สินค้าคงคลัง	4,020	5,226	6,271	7,212
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	322	322	322	322
สินทรัพย์รวม	6,010	8,006	8,790	9,488
เจ้าหนี้การค้า	327	449	589	742
เงินกู้ยืมระยะสั้น/ครบกำหนดใน 1 ปี	2,395	1,190	1,393	1,590
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	1,263	1,263	1,263	1,263
เงินกู้ยืมระยะยาว/หุ้นกู้	1,208	3,178	3,180	2,986
หนี้สินรวม	5,238	6,125	6,470	6,625
ทุนที่ชำระแล้ว	410	560	560	560
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	600	600	600
กำไรสะสม	365	724	1,163	1,705
จัดสรรแล้ว - สำรองตามกฎหมาย	26	26	26	26
ยังไม่ได้จัดสรร	339	698	1,137	1,679
ส่วนของผู้ถือหุ้น	772	1,882	2,321	2,863
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0	0	0	0
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	6,010	8,006	8,790	9,488

สมมติฐานในการประมาณการ (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
การบันทึกรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์	1,978	3,864	5,088	6,429
Gross Margin ขาย (%)	35.8%	36.0%	36.0%	36.0%
Gross Margin เจลลี่ (%)	41.4%	36.8%	36.6%	36.5%
Norm Profit Margin (%)	14.9%	12.6%	12.9%	12.9%
SG&A/Sale (%)	22.2%	21.0%	20.5%	20.5%
Effective Tax Rate (%)	21.5%	20.0%	20.0%	20.0%