

บูติก คอร์ปอเรชั่น

BC = Innovative Real Estate Solutions

รูปแบบการดำเนินงานธุรกิจ BOS สามารถสร้าง Net Margin จากการขายโครงการสูงเฉลี่ย 46% ปัจจุบันอยู่ในช่วงลงทุน 8 โครงการใหม่ ส่วนใหญ่เปิดปี 2564 ทำให้งบ 3 ปีข้างหน้า (ปี 2562-2564) คาดขาดทุน ก่อนเริ่มมีกำไรปี 2565 หลังทุกโครงการเปิดบริการเต็มรูปแบบ

BC พูสร้างโอกาสลงทุนอสังหาฯ ที่ให้ผลตอบแทนสูง

เชี่ยวชาญในการทำธุรกิจรูปแบบ BOS (Build-Operate-Sell) ในสินทรัพย์ประเภทโรงแรมและศูนย์การค้า โดยเปิดโอกาสให้ผู้ร่วมลงทุนเข้ามาลงทุนร่วมกันไม่เกิน 74% นับตั้งแต่ก่อสร้าง เปิดบริการ จนถึงปิดการขาย โดยใช้ระยะเวลาเฉลี่ย 3-7 ปี (ก่อสร้างถึงเปิดบริการ 2 ปี และดำเนินการถึงปิดการขาย 1-5 ปี โดยเร็วสุดสามารถหาผู้ซื้อโครงการได้ภายใน 1 ปีนับจากเปิดโครงการ) ถึง ณ สิ้น มิ.ย. 2562 BC มีการพัฒนาโครงการอสังหาฯ มาแล้วทั้งสิ้น 23 โครงการ มีการขายไปแล้ว 6 โครงการ ซึ่งสามารถสร้าง Net Margin ขายเฉลี่ย 46% ไม่แพ้ผู้ประกอบการรายใหญ่ที่มีการขายสินทรัพย์เข้า กอง Property Fund/REIT สำหรับอีก 17 โครงการนั้น เป็นโครงการที่เปิดดำเนินการแล้ว 9 โครงการ และอีก 8 โครงการ อยู่ระหว่างก่อสร้าง พร้อมเปิด 2H62-2564

อยู่ในช่วงลงทุน...คาดเริ่มมีกำไรตั้งแต่ปี 2565

จากการที่ BC อยู่ในช่วงลงทุน 8 โครงการใหม่ ซึ่งจะทยอยเปิด 2H62-2564 โดยน้ำหนักของโครงการสร้างเสร็จส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นในปี 2564 ขณะที่โครงการที่พร้อมขายในมือ ณ สิ้น 2Q62 รวม 5 โครงการ แต่มีความเป็นไปได้ที่จะนำ 4 โครงการออกมาขาย (ยกเว้น โครงการ ไอศูว์ดี เรสซิเดนซ์ สุขุมวิท 24 ที่เปิดบริการมาประมาณ 12 ปี นับจากเปิดปี 2550) ซึ่งถือว่าไม่มากนัก ทำให้คาดผลประกอบการในส่วนของ BC ปี 2562 ขาดทุน 27 ล้านบาท ต่อเนื่อง 38 ล้านบาทปี 2563 และ 101 ล้านบาทปี 2564 ก่อนมีกำไร 164 ล้านบาทปี 2565 และเพิ่มเป็น 204 ล้านบาทปี 2566 หลังทุกโครงการเปิดบริการเต็มรูปแบบ และมีการขายโครงการออกไปมากขึ้น

อิง PBV 2.5 เท่า FV ปี 2562 ที่ 3.95 บาท

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่า โดยอิง PBV 2.5 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยต่ำสุดของผลตอบแทนเมื่อเทียบกับเงินลงทุนในโครงการโรงแรมที่ BC เคยขาย และต่ำกว่า PBV ของบริษัทในตลาดฯ ที่ดำเนินธุรกิจโรงแรมช่วง 3-5 ปีที่ผ่านมา มีค่าเฉลี่ย 3.5 เท่า ภายใต้ PBV 2.5 เท่า จะให้มูลค่าพื้นฐานปี 2562 ที่ 3.95 บาท

การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)		ก่อน IPO		หลัง IPO	
ประชาชนทั่วไป และ	167.0	กลุ่มนายปรับชะวันชิงห์ ทักกราล		100.0%	67.1%
กรรมการ/ผู้บริหาร		ประชาชนทั่วไป		0.0%	32.9%
ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)		รวม		100.0%	100.0%
ก่อน IPO	340				
หลัง IPO	507				
ราคาพาร์ (บาท)	1.00				

นโยบายจ่ายเงินปันผล 25% ของกำไรสุทธิจากงบเฉพาะกิจการ

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY61A	FY62F	FY63F	FY64F	FY65F
รายได้รวม (ล้านบาท)	547	832	751	699	1,723
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	(67)	(27)	(38)	(101)	164
EPS (บาท)	(0.20)	(0.05)	(0.07)	(0.20)	0.32
DPS (บาท)	-	0.03	0.03	0.02	0.03
BVS (บาท)	1.52	1.58	1.48	1.25	1.43

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS /หมายเหตุ : EPS ปี 2561 จำนวนจากจำนวนหุ้น 340 ล้านหุ้น

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการพิจารณาของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ควรกระทำ

BC

แนะนำ : NA

BOUTIQUE

บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ BC ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อ

วัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุน

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) ตั้งแต่วันที่ 21 ตุลาคม 2562 จนถึงวันสิ้นสุดการจองซื้อ

ผู้ลงทุนควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุน

เกิดศักดิ์ ทวีธีระธรรม

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132
therdsak@asiaplus.co.th

นวลพรรณ น้อยธวัชกุล

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994
nuanpun@asiaplus.co.th

BC พู่อสร้างโอกาสลงทุนอสังหาฯ ที่ให้ผลตอบแทนสูง

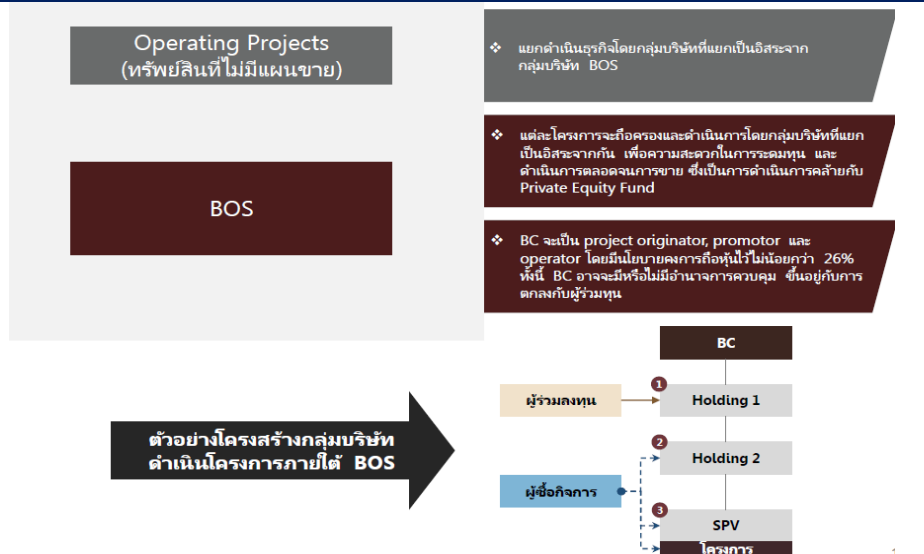
บริษัท บูทิด คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ BC ก่อตั้งเมื่อปี 2550 โดยคุณประวิทย์ ฐิตราล (ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร) ซึ่งมีความเชี่ยวชาญและประสบการณ์การลงทุนในธุรกิจอสังหาฯ โดยเฉพาะในโครงการ Hospitality มานานกว่า 10 ปี โดยรูปแบบธุรกิจ (Business Model) ของ BC แตกต่างจากการพัฒนาของผู้ประกอบการอสังหาฯ ทั่วไป โดยเป็นการสร้างโอกาสการลงทุนในโครงการอสังหาฯ รูปแบบใหม่ (Innovative Real Estate Solutions) ให้แก่ นักลงทุน ในลักษณะการ สร้าง-ดำเนินงาน-ขาย (Build-Operate-Sell หรือ BOS) ในกลุ่มสินทรัพย์ประเภท Hospitality เช่น โรงแรม และเซอร์วิสอพาร์ทเมนท์ รวมถึง อสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้า (Commercial Real Estate) เช่น ศูนย์การค้า และอาคารสำนักงานให้เช่า ในพื้นที่ที่มีศักยภาพทั่วประเทศ ได้แก่ กรุงเทพฯ ชนในบริเวณถนนสุขุมวิทตอนต้น และเมืองท่องเที่ยวที่สำคัญ เช่น พัทยา ภูเก็ต และเชียงใหม่ เป็นต้น

รูปแบบธุรกิจ BOS จะมุ่งเน้นสร้างทางเลือกลงทุนในอสังหาฯ เพื่อให้เกิดผลตอบแทนสูงสุดและสามารถสร้างกระแสเงินสดต่อเนื่อง โดยมีกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจ เริ่มจากเปิดโอกาสให้ผู้ร่วมลงทุน (กลุ่มสถาบัน - Institutional Investor, นักลงทุนรายใหญ่ - High Net Worth Investor หรือกลุ่มบริษัทของครอบครัวที่มีเงินลงทุนและต้องการร่วมลงทุน - Family Offices Investors) ซึ่งไม่มีความสัมพันธ์เกี่ยวข้องกับ BC ตัวอย่างเช่น กลุ่ม Anahola, CNK Holdings, Nova Invest Ltd, ฯลฯ เข้าร่วมลงทุนกับ BC ในอสังหาฯ ตั้งแต่ก่อสร้างเอง (Green Field) และ/หรือในโครงการที่อยู่เดิม (Brown Field) และพัฒนาต่อเองจนถึงขั้นตอนสุดท้ายเมื่อโครงการก่อสร้างเสร็จ จนพร้อมให้บริการและมีกระแสเงินสด หลังจากนั้น BC จะจำหน่ายโครงการอสังหาฯ ออกไปให้ผู้ซื้อโครงการที่ต้องการดำเนินธุรกิจอสังหาฯ แต่ไม่มีศักยภาพในการพัฒนาโครงการด้วยตนเอง หรือไม่ต้องการรับความเสี่ยงในการพัฒนาโครงการ โดยเมื่อ BC ได้รับเงินกำไรจากการขายโครงการ จะนำไปต่อยอดในการลงทุนและพัฒนาโครงการใหม่อย่างต่อเนื่อง เพื่อสร้างผลตอบแทนจากการขายไม่ต่ำกว่าที่ตั้งไว้ (IRR 15%) ให้แก่ BC และจ่ายเป็นเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นของ BC โดยหากพิจารณาระยะเวลา นับตั้งแต่ BC ลงทุนในโครงการ จนถึงปิดการขายของโครงการที่มีการขายไปแล้ว จะใช้เวลาเฉลี่ย 3-7 ปี แบ่งเป็นระยะเวลาก่อสร้างจนถึงเปิดบริการ 2 ปี และดำเนินการจนถึงปิดการขาย 1-5 ปี โดยเร็วที่สุดสามารถหาผู้ซื้อโครงการได้ภายใน 1 ปีนับจากเปิดโครงการ

ทั้งนี้แต่ละโครงการของ BC จะถือครองและดำเนินการโดยกลุ่มบริษัทที่แยกออกจากกัน เพื่อความสะดวกในการระดมทุน และดำเนินการตลอดจนการขาย ซึ่งคล้ายกับ Private Equity Fund โดย BC มีนโยบายถือหุ้นในแต่ละโครงการไม่น้อยกว่า 26% ซึ่งบริษัทอาจจะมีหรือไม่มีอำนาจควบคุม ขึ้นอยู่กับการตกลงกับผู้ร่วมลงทุน แต่อย่างไรก็ตามในสัญญาร่วมทุนและสัญญาระหว่างผู้ถือหุ้นได้มีการข้อกำหนดให้ BC มีอำนาจในการเสนอซื้อกรรมสิทธิ์ส่วนใหญ่ มีอำนาจเบ็ดเสร็จในการตัดสินใจ (Absolute Control) และกำหนดให้ผู้ร่วมลงทุนส่วนใหญ่ต้องออกเสียงในทางเดียวกับ BC ทำให้โดยส่วนใหญ่บริษัทจึงมีอำนาจควบคุมในเกือบทุกโครงการ

ถึงสิ้น มิ.ย. 2562 บริษัทมีการพัฒนาโครงการอสังหาฯ แล้วทั้งสิ้น 23 โครงการ ในส่วนนี้เป็นโครงการที่ขายไปแล้ว 6 โครงการ มูลค่าการขายรวม 3,525 ล้านบาท (สร้างกำไร 1,626 ล้านบาท คิดเป็นอัตรากำไร 46% เทียบกับราคาขาย) สำหรับที่เหลืออีก 17 โครงการของ BC สามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภทหลัก คือ 1) กลุ่ม NON-BOS ซึ่งไม่ได้มีแผนจะขายได้แก่ กลุ่มโรงแรมซีหาดินส์ 4 แห่ง รวม 481 ห้องพัก เป็นโครงการลงทุนในลักษณะ Joint Venture (BC ถือสัดส่วน 26%) และ 2) กลุ่ม BOS จำนวน 13 โครงการ เป็นโครงการสร้างเสร็จ เปิดดำเนินการ และพร้อมขาย 5 โครงการในกลุ่มโรงแรมและเซอร์วิสอพาร์ทเมนท์ รวม 561 ห้องพัก ส่วนอีก 8 โครงการ (โรงแรม 7 แห่ง รวม 969 ห้อง และศูนย์การค้า/อาคารสำนักงาน 1 แห่ง) อยู่ระหว่างก่อสร้าง จะพร้อมเปิดบริการตั้งแต่ 2H62-2564

ลักษณะการประกอบธุรกิจ



ที่มา : BC

รายละเอียดของการประกอบธุรกิจ BOS แบ่งเป็นขั้นตอนสำคัญดังนี้

- การสร้าง (Build)** เริ่มต้นตั้งแต่เลือกทำเลที่อยู่ในจุดยุทธศาสตร์สำคัญและมีศักยภาพในการพัฒนาโครงการ โดยเน้นที่ดินแปลงไม่ใหญ่ รวมถึงศึกษาความเป็นไปได้ของโครงการ ตั้งแต่สภาพตลาด, การแข่งขันในพื้นที่ ตลอดจนแนวโน้มการเพิ่มขึ้นของมูลค่าที่ดินและสินทรัพย์ที่สร้างขึ้นในอนาคต พร้อมกันนี้ในระหว่างทาง กลุ่มบริษัทฯ จะคัดเลือกผู้ร่วมทุน (Investors) ทั้งในและต่างประเทศเพื่อเข้าลงทุนในโครงการร่วมกัน และเปิดโอกาสให้ผู้ร่วมทุนสามารถเข้าถือหุ้นได้มากถึง 74% โดยนอกจากบริษัทจะได้รับเงินร่วมทุน ตามสัดส่วนการถือในโครงการแล้ว กลุ่ม BC จะได้รับค่าธรรมเนียมจากการเรียกเก็บค่าบริการแรกเข้า (Origination Fee) จากผู้ร่วมลงทุน จากการให้บริการตั้งแต่การจัดหาที่ดิน, วิเคราะห์ และศึกษาความเป็นไปของโครงการ รวมถึงค่าธรรมเนียมพัฒนาโครงการ (Development Fee) จากบริษัทที่ดำเนินโครงการ สำหรับการบริหารงานก่อสร้าง, การออกแบบ, อนุญาตก่อสร้าง คัดเลือกผู้รับเหมา ตลอดจนควบคุมโครงการให้เป็นไปตามแผน โดย สิ้น 2Q62 มีโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้างและพัฒนา 8 โครงการ มูลค่าต้นทุนรวม 3.9 พันล้านบาท

โครงการอสังหาฯ ที่อยู่ระหว่างก่อสร้างและพัฒนา 8 แห่ง

โครงการอสังหาฯ	ที่ตั้ง	ต้นทุนโครงการ (ลบ.)	สัดส่วน ถือหุ้น (%)	ระดับ	จำนวน	ปีได้รับลงทุน	เปิดบริการ
วิลล่า 2 ปาดอง	ภูเก็ต	25	20.4%	-	1 หลัง	2556	3Q62
โรงแรม สุขุมวิท 16	กรุงเทพฯ	230	51.0%	3 ดาว	65 ห้อง	2561	2Q63
ศูนย์การค้าและสำนักงานให้เช่า Summer Point	กรุงเทพฯ	314	38.3%	-	5,490 ตร.ม.	2559	3Q63
โรงแรม เชียงใหม่ นิรมาน 2	เชียงใหม่	310	100.0%	3 ดาว	150 ห้อง	2560	1Q64
เซอร์วิส อพาร์ทเมนต์ สุขุมวิท 36	กรุงเทพฯ	850	73.0%	-	182 ห้อง	2561	1Q64
โรงแรม กมลา 2	ภูเก็ต	820	75.0%	4-5 ดาว	200 ห้อง	2561	2Q64
โรงแรม กมลา 1	ภูเก็ต	715	75.0%	4 ดาว	230 ห้อง	2561	3Q64
โรงแรม เชียงใหม่ นิรมาน 3	เชียงใหม่	670	100.0%	4-5 ดาว	141 ห้อง	2560	4Q64
รวม		3,934					

ที่มา : BC

- **การดำเนินงาน (Operate)** หลังโครงการก่อสร้างแล้วเสร็จพร้อมเปิดให้บริการ BC จะทำหน้าที่บริหารสินทรัพย์เพื่อสร้างรายได้และมูลค่าเพิ่ม สำหรับขั้นตอนนี้ BC มีการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมบริหารสินทรัพย์ (Asset Management Fee) จากบริษัทที่ดำเนินโครงการ ณ สิ้น มิ.ย. 2562 มีโครงการที่ก่อสร้างเสร็จแล้วและดำเนินการรวม 9 แห่ง โดย 4 แห่งในกลุ่มโรงแรมซีหาดินส์ สุขุมวิท ถือโดย BC สัดส่วน 26% รับรู้เป็นส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจากบริษัทร่วม ขณะที่โรงแรมที่เหลืออีก 5 แห่ง เนื่องจาก BC มีอำนาจควบคุมทุกโครงการ ทำให้สามารถรับรู้รายได้จากการดำเนินงานของโรงแรมดังกล่าวในงบการเงินรวม

โครงการอสังหาฯ ที่สร้างเสร็จและดำเนินการรวม 9 แห่ง

โครงการอสังหาฯ	ที่ตั้ง	สัดส่วน ถือหุ้น (%)	ระดับ	จำนวน	ปีที่ได้รับทุน	เปิดบริการ
โรงแรม ซีหาดินส์ สุขุมวิท 8	กรุงเทพฯ	26.0%	3 ดาว	130 ห้อง	2549	2551
โรงแรม ซีหาดินส์ สุขุมวิท 11	กรุงเทพฯ	26.0%	3 ดาว	134 ห้อง	2549	2551
โรงแรม ซีหาดินส์ สุขุมวิท 16	กรุงเทพฯ	26.0%	3 ดาว	79 ห้อง	2547	2550
โรงแรม ซีหาดินส์ สุขุมวิท 23	กรุงเทพฯ	26.0%	3 ดาว	138 ห้อง	2548	2551
โรงแรม โอ๊ควูด เรสซิเดนซ์ สุขุมวิท 24	กรุงเทพฯ	100.0%	3 ดาว	79 ห้อง	2547	2550
โรงแรม โอ๊ควูด โฮเทล เจอร์นียส์ ปาดอง	ภูเก็ต	32.1%	3 ดาว	200 ห้อง	2557	4Q60
วิลล่า 1 ปาดอง	ภูเก็ต	20.4%	-	1 หลัง	2556	1Q62
โรงแรม โอ๊ควูด โฮเทล เจอร์นียส์ พัทยา	ชลบุรี	49.8%	3 ดาว	79 ห้อง	2552	2Q62
โรงแรม โนวาเทล เชียงใหม่ ฌิมมาน เจอร์นียส์	เชียงใหม่	26.0%	4 ดาว	202 ห้อง	2559	2Q62

ที่มา : BC

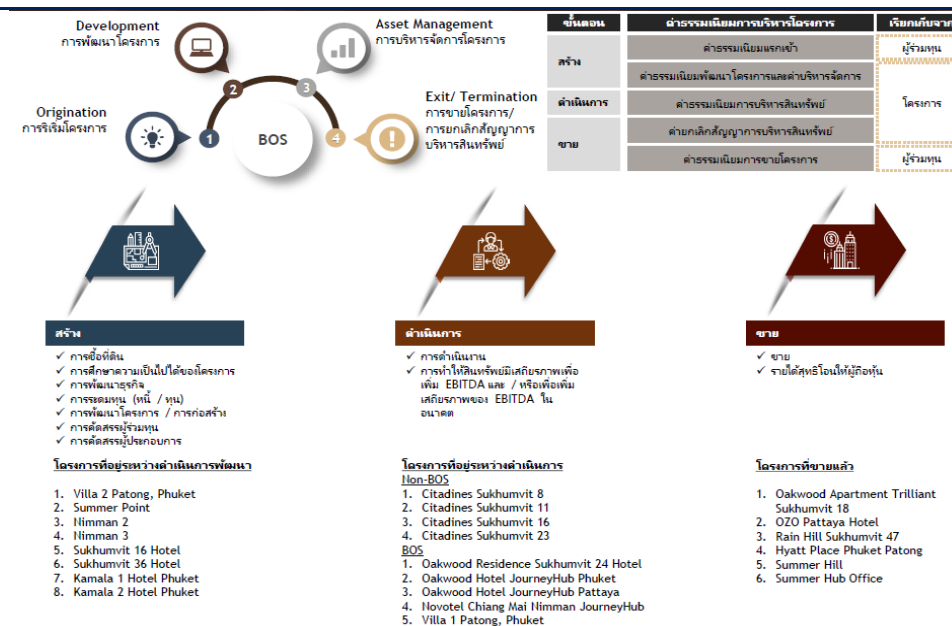
- **การขาย (Sell)** เกิดขึ้นเมื่อโครงการดำเนินงานได้ระยะหนึ่งและเป็นไปตามเป้าหมาย โดยพิจารณาจากผลตอบแทนที่จะได้รับเมื่อขายให้กับผู้ซื้อโครงการ (กำหนด IRR ไม่ต่ำกว่า 15% ต่อโครงการ) รวมถึงแผนการขายที่สอดคล้องกับการใช้เงินของบริษัท ในการพัฒนาโครงการใหม่ โดยการขายโครงการอสังหาฯ ให้กับผู้ซื้อโครงการ (Buyers) สามารถเกิดขึ้นทั้งในรูปแบบขายสินทรัพย์ หรือ ขายเงินลงทุนในบริษัทของโครงการนั้น ๆ ซึ่ง BC จะทำหน้าที่เป็นผู้ให้บริการด้านการขาย และเรียกเก็บค่าธรรมเนียม 2 ส่วน ประกอบด้วย ค่ายกเลิกสัญญาการบริหารสินทรัพย์ (Termination Fee) จากบริษัทที่ดำเนินโครงการ และค่าธรรมเนียมการขายโครงการ (Exit Fee) จากผู้ร่วมลงทุน โดยช่วงที่ผ่านมา BC มีโครงการที่ก่อสร้าง ดำเนินงาน และขายแล้วทั้งสิ้น 6 โครงการ มูลค่าการขายรวม 3,525 ล้านบาท และมีกำไรจากการขายรวม 1,626 ล้านบาท คิดเป็น Net Profit Margin เฉลี่ย 46% และหากพิจารณาระยะเวลาตั้งแต่ลงทุนโครงการถึงปิดการขายใช้เวลาเฉลี่ย 3-7 ปี

โครงการอสังหาฯ ที่สร้างเสร็จ ดำเนินการ และขายแล้วรวม 6 แห่ง

โครงการอสังหาฯ	ที่ตั้ง	สัดส่วน ถือหุ้น (%)	จำนวน	ปีลงทุน	ปีดำเนินการ	ปีการขาย	ราคาขาย	กำไรขาย	Net margin	ประเภท
							(ล้านบาท)	(ล้านบาท)	(%)	การขาย
โรงแรม โอ๊ควูด สุขุมวิท 18	กรุงเทพฯ	51.0%	131 ห้อง	2551	2553	2557	702	348	50%	สินทรัพย์
โรงแรม โอโฮ พัทยา	ชลบุรี	51.0%	166 ห้อง	2555	2557	2558	492	234	48%	ขายหุ้น
ศูนย์การค้า Rainhill สุขุมวิท 47	กรุงเทพฯ	63.7%	5,500 ตร.ม.	2553	2555	2560	447	233	52%	ขายหุ้น
โรงแรม โฮะแอ พอส ภูเก็ต ปาดอง	ภูเก็ต	20.4%	161 ห้อง	2557	2559	2561	927	289	31%	ขายหุ้น
ศูนย์การค้า Summer Hill	กรุงเทพฯ	26.0%	5,130 ตร.ม.	2559	2560	2562	957	522	55%	ขายหุ้น
อาคารสำนักงาน Summer Hub	กรุงเทพฯ	26.0%	5,167 ตร.ม.	2559	2561	2562				
รวม							3,525	1,626	46%	

ที่มา : BC

รูปแบบธุรกิจ สร้าง – ดำเนินการ – ขาย (BOS)



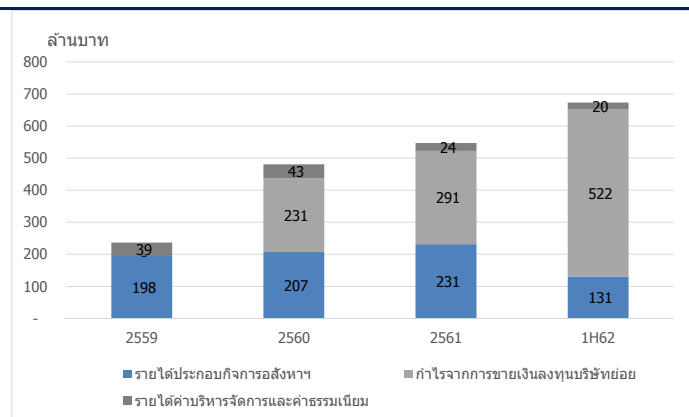
ที่มา : BC

โครงสร้างรายได้หลักมาจากกำไรขายกิจการ

เนื่องจากธุรกิจของ BC อยู่ในรูปแบบ BOS (สร้าง-ดำเนินการ-ขาย) ทำให้โครงสร้างรายได้ของบริษัทประกอบด้วย 3 ส่วนหลัก คือ รายได้ค่าบริการจัดการ (บริหารโรงแรมให้กลุ่มโรงแรมซีทาตินส์) และค่าธรรมเนียมเกี่ยวกับโครงการ, รายได้จากการประกอบกิจการอสังหาริมทรัพย์ (เกิดขึ้นเมื่อโครงการเปิดบริการ) และกำไรจากการขายเงินลงทุนหรือสินทรัพย์ ซึ่งจะเกิดขึ้นเมื่อมีการขายให้กับผู้ซื้อ ถือเป็นตัวแปรสำคัญที่มีผลกระทบต่อรายได้บริษัท เนื่องจากมีเม็ดเงินค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับรายได้ประเภทอื่น และผันผวนขึ้นอยู่กับการสำเร็จในการขาย พิจารณาจากปี 2559 ไม่มีการขายโครงการ จึงไม่มีการรับรู้กำไรดังกล่าว ขณะที่ปี 2560-2561 มีการขาย 1 โครงการในแต่ละปี ทำให้สัดส่วนกำไรขายโครงการคิดเป็น 48% และ 53% ของรายได้จากการดำเนินงานรวม ตามลำดับ ก่อนเพิ่มเป็น 78% ใน 1H62 หลังสามารถปิดการขาย 2 โครงการได้สำเร็จ

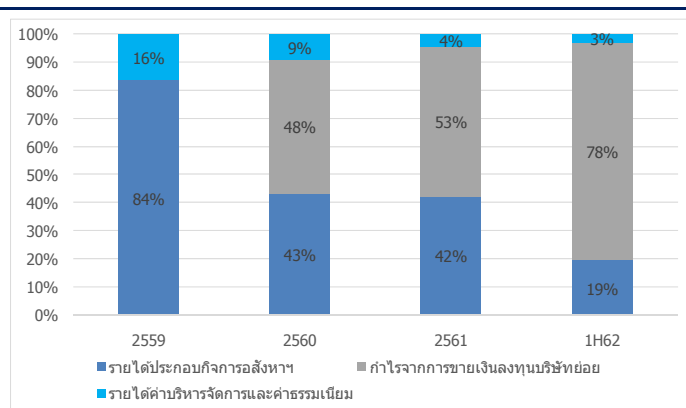
ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา รายได้จากการดำเนินงานเติบโตเฉลี่ย 52% ต่อปี (CAGR) จาก 237 ล้านบาทปี 2559 เป็น 481 ล้านบาทปี 2560 ก่อนสูงขึ้นอยู่ที่ 547 ล้านบาทในปี 2561 และเพิ่มเป็น 673 ล้านบาทใน 1H62 โดยหลักมาจากกำไรขายเงินลงทุนในบริษัทย่อยปี 2560 และ 2561 จำนวน 233 ล้านบาท (ขายศูนย์การค้า Rainhill) และ 289 ล้านบาท (โรงแรม ไฮแอท เฟลส ภูเก็ต ป่าตอง) ตามลำดับ ขณะที่ 1H62 ขายโครงการ Summer Hill และ Summer Hub Office มีกำไร 522 ล้านบาท ด้านรายได้ประกอบกิจการอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 8% ต่อปี จาก 198 ล้านบาทในปี 2559 เป็น 231 ล้านบาทปี 2561 จากการลงทุนในโครงการอสังหาริมทรัพย์ใหม่เพิ่มต่อเนื่อง ส่วนรายได้ค่าบริการจัดการและค่าธรรมเนียมโครงการคิดเป็นสัดส่วนไม่ถึง 10% ของรายได้ดำเนินงานรวม หรือประมาณ 20-40 ล้านบาทต่อปี

การเติบโตของรายได้จากการดำเนินงาน



ที่มา : งบการเงินรวมของ BC

สัดส่วนโครงสร้างรายได้จากการดำเนินงาน



ที่มา : งบการเงินรวมของ BC

Margin ขยายโครงการเฉลี่ย 46%...ไม่แพ้ผู้ประกอบการรายใหญ่

ด้วยกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจรูปแบบ BOS ตั้งแต่การพัฒนาโครงการอสังหาฯ ในทำเลที่ตั้งที่มีศักยภาพในใจกลางเมือง (บริเวณสุขุมวิทตอนต้น) และ ตามแหล่งท่องเที่ยวสำคัญของไทยใน กรุงเทพฯ พัทยา ภูเก็ต และเชียงใหม่ รวมถึงการบริหารจัดการโครงการอสังหาฯ โดยเฉพาะในส่วนของโรงแรม ผ่านการว่าจ้างบริษัทเครือโรงแรมที่มีชื่อเสียง (Hotel Chain) ในการบริหาร โดยเลือกแบรนด์โรงแรมที่เป็นที่รู้จักและเหมาะสมสำหรับประเภทโรงแรมนั้น ๆ เช่น แบรินด์ซีทาดินส์ บริหารโดย The Ascott Group ประเทศสิงคโปร์, แบรินด์โอโซ บริหารโดย ONYX Hospitality Group ประเทศไทย ซึ่งเป็นผู้บริหารกลุ่มเดียวกับแบรินด์อมารี (Amari), แบรินด์โอ๊ควูด (Oakwood) บริหารโดย Oakwood และ แบรินด์ไฮแอทเพลส (Hyatt Place) บริหารโดยกลุ่ม Hyatt อเมริกาฯ เป็นต้น ภายใต้ Hotel Chain ที่มีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญ นอกจากนี้จะช่วยบริหารโรงแรมให้มีอัตราการเข้าพักอยู่ในระดับสูงแล้ว การมีแบรนด์ที่เป็นที่รู้จัก ช่วยทำให้สินทรัพย์เป็นที่ต้องการของผู้ซื้อ สะท้อนจากระยะเวลาในการปิดการขายโครงการช่วงที่ผ่านมาจำนวน 6 โครงการ โดยส่วนใหญ่ (4 โครงการ) ใช้เวลา 1-2 ปีนับจากเปิดดำเนินงาน ขณะที่บางโครงการ เช่น โรงแรม โอ๊ควูด สุขุมวิท 18 และ ศูนย์การค้า Rainhill สุขุมวิท 47 ใช้เวลานาน 4-5 ปี แต่ก็สามารถสร้างผลตอบแทนระดับสูง วัดจาก Net Profit Margin เกิน 50% เทียบกับค่าเฉลี่ยโดยรวมของบริษัทที่ 46% (อิงจากกำไรขายโครงการ 6 แห่ง รวม 1,626 ล้านบาท เทียบกับมูลค่าขายรวม 3,524 ล้านบาท)

โดย Net Profit Margin จากการขายโครงการของบริษัท ถือว่าอยู่ในเกณฑ์ดี ไม่แพ้ผู้ประกอบการอสังหาฯ และโรงแรมรายใหญ่ใน SET ที่มีการขายสินทรัพย์เข้ากอง Property/REIT ซึ่งฝ่ายวิจัยรวบรวมข้อมูล อาทิเช่น LH ดำเนินการขายสิทธิการเช่าศูนย์การค้า Terminal 21 อโศก เข้ากอง LHPF และ โรงแรม Grand Centre Point 2 แห่ง (Terminal 21 อโศก และราชดำริ) ให้กับ LHHOTEL มี Net Profit Margin เฉลี่ย 50-55%, หรือเทียบกับ QH และ ERW มี Net Profit Margin จากการขายโรงแรมในระดับ 35% และ 47% ตามลำดับ ขณะที่ Net Profit Margin ของ CPN ในการขายสิทธิการเช่าอาคารสำนักงาน Central World และ ศูนย์การค้าเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า เฉลี่ยอยู่ที่ 40% และ 56% ตามลำดับ

Net Margin ขยายโครงการของ BC เทียบกับผู้ประกอบการรายใหญ่

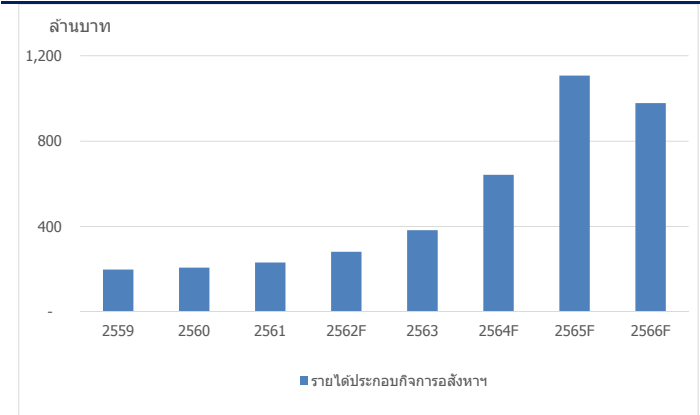
โครงการ	ผู้ขาย	ผู้ซื้อ	ถือครอง	เปิดบริการปี	ขายปี	ราคายูนิต (ลบ.)	Net Margin (%)
โรงแรม โอ๊ควิลล์ สุขุมวิท 18	BC	NA	Freehold	2553	2557	702	49.6%
โรงแรม โอโซ่ พัทยา	BC	NA	Freehold	2557	2558	492	47.6%
ศูนย์การค้า Rainhill สุขุมวิท 47	BC	NA	Freehold	2555	2560	446	52.2%
โรงแรม ไฮแอท เฟลส ภูเก็ต ป่าตอง	BC	NA	Freehold	2559	2561	927	31.2%
ศูนย์การค้า Summer Hill	BC	STPI	Freehold	2560	2562	957	54.5%
อาคารสำนักงาน Summer Hub	BC	STPI	Freehold	2561	2562		
ศูนย์การค้า Terminal 21 อโศกฯ	LH	LHPF	Leasehold	2555	2557	6,058	52.0%
โรงแรม Grand Centre Point Terminal 21	LH	LHHOTEL	Leasehold	2555	2558	3,800	53.6%
โรงแรม Grand Centre Point ราชดำริ	LH	LHHOTEL	Leasehold	2551	2560	3,749	55.5%
โรงแรม Centre Point กระจับปี่	QH	QHHR	Freehold	2533	2555	3,342	35.4%
โรงแรม Centre Point สุขุมวิท 10	QH	QHHR	Freehold	2536	2555		
โรงแรม Centre Point ชิดลม	QH	QHHR	Leasehold	2539	2555		
โรงแรม IBIS ป่าตอง	ERW	ERWPF	Freehold	2551	2556	1,830	47.2%
โรงแรม IBIS พัทยา	ERW	ERWPF	Freehold	2551	2556		
อาคารสำนักงาน เพลินจิต เซ็นเตอร์	ERW	POPF	Leasehold	2539	2554	1,423	46.7%
The Office @ Central World	CPN	CPNCG	Leasehold	2547	2555	4,400	40.4%
Central ชินเกล้า	CPN	CPNRF	Leasehold	2538	2552	5,680	56.5%

ที่มา : BC และรวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

ลงทุนโครงการใหม่ หนุนต่อรายได้ประกอบการก่อสร้าง

การลงทุนรูปแบบ BOS ในการพัฒนาโครงการก่อสร้าง ใหม่ต่อเนื่อง ทำให้ BC มีโอกาสรับรู้รายได้ ประกอบกิจการก่อสร้าง เพิ่มขึ้น ตามการเปิดดำเนินงานของโครงการใหม่ ซึ่งภายใต้แผนการก่อสร้าง ของโครงการที่อยู่ระหว่างพัฒนา ณ สิ้น 2Q62 จำนวน 8 โครงการ (โรงแรม 7 แห่ง และ ศูนย์การค้า/ อาคารสำนักงาน 1 แห่ง) จะแล้วเสร็จและเปิดบริการภายใน 2H62-2564 ประกอบด้วย 1 โครงการ (Villa 2 ป่าตอง) พร้อมเปิด 3Q62 ตามด้วย 2 โครงการ (โรงแรม 1 แห่ง และ ศูนย์การค้า/อาคาร สำนักงาน 1 โครงการ) ในปี 2563 ส่วนที่เหลืออีก 5 โครงการโรงแรม เตรียมเปิดในปี 2564 คาด ผลักดันให้รายได้ประกอบการก่อสร้าง ในช่วง 5 ปีข้างหน้า เติบโตเฉลี่ย 33% ต่อปี จาก 282 ล้านบาทปี 2562 เพิ่มขึ้นเป็น 978 พันล้านบาทในปี 2566

การเติบโตของรายได้ประกอบการก่อสร้าง



ที่มา : งบการเงินรวมของ BC และ ฝ่ายวิจัย ASPS

แผนเปิดโครงการใหม่ตั้งแต่ 2Q62-2564

โครงการก่อสร้าง	ที่ตั้ง	สัดส่วน ถือหุ้น (%)	ระดับ	จำนวน	ปีที่เริ่มลงทุน	เปิดบริการ
วิลล่า 2 ป่าตอง	ภูเก็ต	20.4%	-	1 หลัง	2556	3Q62
โรงแรม สุขุมวิท 16	กรุงเทพฯ	51.0%	3 ดาว	65 ห้อง	2561	2Q63
ศูนย์การค้าและสำนักงานให้เช่า Summer Point	กรุงเทพฯ	38.3%	-	5,490 ตร.ม.	2559	3Q63
โรงแรม เชียงใหม่ นิรมาน 2	เชียงใหม่	100.0%	3 ดาว	150 ห้อง	2560	1Q64
เซอร์วิส อพาร์ทเมนต์ สุขุมวิท 36	กรุงเทพฯ	73.0%	-	182 ห้อง	2561	1Q64
โรงแรม ภูมิลำ 2	ภูเก็ต	75.0%	4-5 ดาว	200 ห้อง	2561	2Q64
โรงแรม ภูมิลำ 1	ภูเก็ต	75.0%	4 ดาว	230 ห้อง	2561	3Q64
โรงแรม เชียงใหม่ นิรมาน 3	เชียงใหม่	100.0%	4-5 ดาว	141 ห้อง	2560	4Q64

ที่มา : BC

ค่าธรรมเนียมบางรายการไม่สะท้อนในรายได้งบการเงินรวม

รูปแบบธุรกิจ BOS ทำให้ BC ซึ่งเป็นผู้ดำเนินการตั้งแต่จัดหาที่ดิน พัฒนาและบริหารโครงการ ตลอดจนขายสินทรัพย์และโครงการจนแล้วเสร็จ มีการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมต่าง ๆ ด้วยกัน 5 ประเภทดังที่ได้กล่าวก่อนหน้านี้ ประกอบด้วย

- **ค่าธรรมเนียมดำเนินการ (Origination Fee)** คือค่าธรรมเนียมแรกเข้าสำหรับการศึกษาโครงการที่บริษัท เรียกเก็บจากผู้ว่าจ้าง และผู้ร่วมลงทุนในโครงการนั้น ๆ ในอัตราขั้นต่ำ 3% ของมูลค่าโครงการตามสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ร่วมลงทุน นับจากวันที่เริ่มโครงการ
- **ค่าธรรมเนียมพัฒนาโครงการ (Development Management Fee)** เรียกเก็บจากโครงการโดยตรงสำหรับการให้บริการบริหารโครงการในช่วงก่อสร้าง ซึ่งจะเก็บเป็นรายเดือนตามระยะเวลาที่ใช้ในการก่อสร้าง โดยมีอัตราขึ้นอยู่กับทำเล ขนาด ตำแหน่ง และปัจจัยอื่นของโครงการ
- **ค่าธรรมเนียมบริหารสินทรัพย์ (Asset Management Fee)** สำหรับการบริหารและดำเนินธุรกิจของโครงการเมื่อมีการดำเนินการแล้ว ซึ่งเรียกเก็บจากโครงการในอัตรา 50% ของค่าธรรมเนียมพัฒนาโครงการ และเพิ่มขึ้น 3% ต่อปี โดยค่าธรรมเนียมนี้จะถูกยกเลิกเมื่อมีการขายโครงการให้แก่ผู้ซื้อ ยกเว้นกรณีผู้ซื้อต้องการให้ BC เป็นผู้บริหารโครงการต่อภายหลังวันซื้อขายโครงการ
- **ค่ายกเลิกสัญญาการบริหารสินทรัพย์ (Termination Fee)** เมื่อมีการยกเลิกสัญญาบริหารสินทรัพย์ ซึ่งมีอัตราเท่ากับค่าธรรมเนียมการบริหารสินทรัพย์ 1 ปี
- **ค่าธรรมเนียมการขายโครงการ (Exit Fee)** เรียกเก็บจากผู้ร่วมลงทุนในอัตราประมาณ 3% ของราคาขาย สำหรับค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ในการเจรจาและดำเนินการซื้อขายโครงการ

ตามมาตรฐานบัญชีที่กำหนดให้ต้องพิจารณาอำนาจการควบคุมในโครงการ เพื่อพิจารณาวิธีการบันทึกบัญชีของค่าธรรมเนียมแต่ละประเภทด้วยเช่นกัน กล่าวคือ

- หาก BC มีอำนาจควบคุมในโครงการ ในส่วนค่าธรรมเนียมแรกเริ่ม (Origination Fee) และกำไรจากการขายหุ้นในโครงการให้ผู้ร่วมลงทุน จะรับรู้เป็นรายได้เพียงในงบเฉพาะกิจการเท่านั้น ไม่สามารถรับรู้เป็นรายได้ในงบการเงินรวมได้ โดยในงบการเงินรวมจะรับรู้ในส่วนของผู้ถือหุ้น ภายใต้รายการ "ส่วนเกินทุนจากการจำหน่ายส่วนได้เสียในบริษัทย่อย"
- ค่าธรรมเนียมพัฒนาโครงการ (Development Fee), ค่าธรรมเนียมบริหารสินทรัพย์ (Asset Management Fee) และ ค่ายกเลิกสัญญาการบริหารสินทรัพย์ (Termination Fee) ก็ไม่สามารถรับรู้เป็นรายได้ในงบการเงินรวม จะรับรู้ในงบเฉพาะกิจการเท่านั้น สำหรับโครงการที่ BC มีอำนาจควบคุม แต่ทางกลับกันหากไม่มีอำนาจควบคุม/อำนาจควบคุมร่วมในโครงการนั้น ทาง BC สามารถรับรู้ค่าธรรมเนียมทั้งหมดในงบการเงินรวมได้
- ค่าธรรมเนียมการขายโครงการ (Exit Fee) ไม่ว่ากรณีใด (ทั้งมีอำนาจควบคุมหรือไม่) สามารถบันทึกเป็นรายได้ทั้งในงบการเงินรวมและงบเฉพาะกิจการ

ค่าธรรมเนียมการบริหารโครงการรูปแบบ BOS

ขั้นตอน	ค่าธรรมเนียมการบริหารโครงการ	รายละเอียดโดยประมาณ	เรียกเก็บจาก
สร้าง	ค่าธรรมเนียมแรกเข้า (Origination Fee)	ขั้นต่ำ 3% ของมูลค่าโครงการตามสัดส่วนการถือหุ้น	ผู้ร่วมทุน
	ค่าธรรมเนียมพัฒนาโครงการและบริหารจัดการ (Development Management Fee)	อัตราเรียกเก็บขึ้นอยู่กับทำเล ขนาด และปัจจัยอื่นๆ	
ดำเนินการ	ค่าธรรมเนียมการบริหารสินทรัพย์ (Asset Management Fee)	50% ของ Development management fee	โครงการ
ขาย	ค่ายกเลิกสัญญาการบริหารสินทรัพย์ (Termination Fee)	Asset management fee สำหรับ 12 เดือน	ผู้ร่วมทุน
	ค่าธรรมเนียมการขายโครงการ (Exit Fee)	ประมาณ 3% ของราคาขาย	

หมายเหตุ: 1) Origination Fee ที่เรียกเก็บจาก Investors หาก BC ไม่มีอำนาจควบคุมโครงการนั้น BC จะไม่สามารถบันทึก Origination Fee ที่เรียกเก็บเป็นรายได้ในการเงินรวมได้ แต่สามารถบันทึกในงบเฉพาะกิจการของ BC ได้ 2) Exit Fee ที่เรียกเก็บขึ้นอยู่กับผลการเจรจา
ที่มา : BC

การบันทึกรายการทางบัญชีระหว่างงบรวม และ งบการเงินเฉพาะกิจการ

มาตรฐานบัญชีกำหนดให้ต้องพิจารณาว่ารายการควบคุมในโครงการเพื่อพิจารณาวิธีการบันทึกบัญชีของค่าธรรมเนียมแต่ละประเภท					
ผลกระทบต่องบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จรวม		BC มีอำนาจควบคุม		BC ไม่มีอำนาจควบคุม/อำนาจควบคุมร่วม	
		งบเฉพาะกิจการ	งบการเงินรวม	งบเฉพาะกิจการ	งบการเงินรวม
	Origination Fee	✓	✗	✓	✓
	Development Management Fee	✓	✗	✓	✓
	Asset Management Fee	✓	✗	✓	✓
	Exit Fee	✓	✓	✓	✓
	Termination Fee	✓	✗	✓	✓
ผลกระทบต่องบแสดงฐานะการเงินรวม					
	Project Assets	N/A	✓ บัญชีเต็มร้อย 100%	N/A	✗ บัญชีเฉพาะกิจลงทุนใน JV
	Project Liabilities	N/A	✓ บัญชีเต็มร้อย 100%	N/A	✗
		กรณีนี้ฐานสินทรัพย์ และ หนี้สินในการเงินจะสูงกว่ากรณี BC ไม่มีอำนาจควบคุม		สินทรัพย์และหนี้สินของโครงการจะไม่ถูกบันทึกในงบการเงินรวม	

ที่มา : BC 17

กรณีศึกษา Origination Fee

- หาก BC ยังมีอำนาจควบคุมในโครงการ Origination Fee และกำไรจากการขายหุ้นในโครงการให้ผู้ร่วมลงทุน จะรับรู้เป็นรายได้ เพียงในงบเฉพาะกิจการเท่านั้น ไม่สามารถรับรู้เป็นรายได้ในการเงินรวมได้ โดยในการเงินรวมจะรับรู้ในส่วนของผู้ถือหุ้น
- ทั้งนี้ ในการจ่ายคืนเป็นผลของ BC จะพิจารณาจากงบเฉพาะกิจการ ซึ่ง BC มีกำไรสะสมเป็นบวกและมีความสามารถในการจ่ายคืนเป็นผล

หน่วย: ล้านบาท	งบเฉพาะกิจการ				งบการเงินรวม			
P&L	2016	2017	2018	6M19	2016	2017	2018	6M19
รายได้จากการประกอบกิจการโรงแรมและศูนย์การค้า/สำนักงานให้เช่า	-	-	-	-	198	207	231	131
Development/ Management Fee (รับจาก Subsidiaries)	57	74	112	71	-	-	-	-
Development/ Management Fee (รับจาก Joint Venture)	37	28	17	9	37	28	17	9
Termination Fee (รับจาก Subsidiaries)	-	22	6	12	-	-	-	-
Exit Fee (รับจาก Investors)	-	14	7	11	-	14	7	11
กำไรจากการขายหุ้นในโครงการ	15	40	61	-	-	231	291	522
1. Origination Fee (BC ยังมีอำนาจควบคุม)	14	42	61	-	2	-	-	-
• กำไรจากการขายหุ้นโครงการโรงแรม (ขาดทุนจากการปรับโครงสร้าง Nimman 1) ให้ผู้ร่วมลงทุน	1	(2)	-	-	-	-	-	-
• กำไรจากการขายโครงการให้ผู้อื่น (Rainhill / Hyatt / Summer Hill + Summer Hub)	-	-	-	-	-	231	291	522
รายได้อื่น	21	87	61	10	14	6	10	3
รวมรายได้	129	265	264	114	251	487	556	676
กำไร (ขาดทุน) สำหรับปี	(49)	67	57	4	(205)	(15)	61	349
2. กำไรส่วนที่เป็นของ BC	(49)	67	57	4	(122)	16	(67)	68
B&S ส่วนของผู้ถือหุ้น								
ส่วนเกินทุนจากการจำหน่ายส่วนได้เสียในบริษัทย่อย	-	-	-	-	71	133	199	152
• กำไรจากการขายหุ้นที่มีอำนาจควบคุม	-	-	-	-	57	91	138	152
• Origination Fee (BC ยังมีอำนาจควบคุม)	-	-	-	-	-	14	42	61
2. กำไร (ขาดทุน) สะสมที่ยังไม่จัดสรร	(9)	55	58	62	(241)	(282)	(384)	(269)
จ่ายคืนเป็นผลได้								

ที่มา : BC

ตัวอย่างจากภาพข้างต้น เห็นได้ว่ารายการในงบกำไรขาดทุนระหว่างงบการเงินรวมและงบเฉพาะกิจการ มีความแตกต่างกันในการรับรู้รายได้ เพราะเนื่องจากโครงการลงทุนเกือบทั้งหมด ทาง BC มีอำนาจในการควบคุม ทำให้ไม่สามารถรับรู้ค่าธรรมเนียมหลายรายการ โดยเฉพาะค่า Origination Fee ไม่ถูกสะท้อนในงบกำไรขาดทุนของงบการเงินรวม แต่ไปสะท้อนในส่วนผู้ถือหุ้นในงบดุลของงบการเงินรวมแทน เช่นเดียวกับงบการเงินรวม ไม่สามารถรับรู้รายได้ค่าธรรมเนียมเกี่ยวกับ Development/ Management และ Termination Fee เช่นกัน

ทั้งนี้ในงบเฉพาะกิจการ ซึ่งโครงสร้างรายได้มาจากการรับรู้ค่าธรรมเนียมเป็นส่วนใหญ่ และมีผลกำไรเป็นบวกในงบกำไรขาดทุน ทำให้ในการจ่ายเงินปันผลของ BC จึงพิจารณาจากงบเฉพาะกิจการ ซึ่ง BC มีกำไรสะสมเป็นบวก สะท้อนถึงความสามารถในการจ่ายเงินปันผล โดยมีนโยบายขั้นต่ำ 25% ของกำไรในงบเฉพาะ

โดยสรุปกล่าวคือ รายได้ค่าบริหารจัดการและค่าธรรมเนียมในงบการเงินรวม มาจาก 2 ส่วนหลัก คือ ค่าธรรมเนียมบริหารจัดการโครงการร่วมทุน หรือ Joint Venture (โรงแรมซีทาดินส์ 4 แห่ง) และ ค่าธรรมเนียมการขายโครงการ (Exit Fee) ซึ่งจะเพิ่มขึ้นเมื่อมีการขายโครงการออกไป

พลประกอบการของ BC ช่วงที่ผ่านมา พันพจนจากรายการ NCI และ กำไรขายโครงการ

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา BC มีผลขาดทุน 122 ล้านบาทในปี 2559 ก่อนพลิกมีกำไร 16 ล้านบาทปี 2560 แต่ปี 2561 กลับมาขาดทุน 67 ล้านบาท โดยความผันผวนส่วนหนึ่งเกิดจากรายการการแบ่งปันกำไรส่วนที่เป็นของส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม (Non Controlling Interest-NCI) เนื่องจากทุกโครงการที่ BC ลงทุนนั้น มีผู้ร่วมลงทุนในทุกโครงการ ทำให้สัดส่วนการถือของ BC ในแต่ละโครงการไม่เท่ากัน โดยกำหนดสัดส่วนขั้นต่ำไม่น้อยกว่า 26% ดังนั้นเมื่อโครงการที่ลงทุน มีกำไร และ BC ถือสัดส่วนไม่มาก ทำให้การแบ่งปันกำไรไปยังกลุ่ม NCI อยู่ในระดับสูง ตัวอย่างเช่น โครงการ A มีกำไร 100 บาท และ BC ถือ 26% ทำให้ BC ได้รับกำไรส่วนของบริษัท 26 บาท ที่เหลือ 74 บาท เป็นกำไรที่ถูกแบ่งปันให้กับกลุ่ม NCI (สัดส่วน 74%) แต่ในทางกลับกัน หากกรณีโครงการนั้นขาดทุน 100 บาท สำหรับ BC รับรู้ขาดทุนของตนเอง 26 บาท และขาดทุนอีก 74 บาท ถูกแบ่งให้กับกลุ่ม NCI

หากพิจารณารายการแบ่งปันกำไรให้กับ NCI ในปี 2559-2561 พบว่าปี 2559 รายการดังกล่าวติดลบ 83 ล้านบาท เนื่องจากในปีนั้นไม่มีการรับรู้กำไรขายโครงการ ส่วนโครงการอื่นยังมีผลประกอบการขาดทุน ทำให้กลุ่ม NCI ต้องรับรู้ผลขาดทุนเช่นกัน ขณะที่ปี 2560 รายการ NCI ติดลบน้อยลงอยู่ที่ 31 ล้านบาท เพราะมีการขายโครงการศูนย์การค้า Rainhill สุขุมวิท 47 (BC ถือ 63.7%) แต่ปี 2561 รายการ NCI กลับมาเป็นบวก 128 ล้านบาท โดยหลักมาจากกำไรขายโรงแรม ไฮแอท เฟลส ภูเก็ต ปาตอง และโครงการนี้ BC ถือสัดส่วน 20.4% ที่เหลือ 79.6% เป็นกลุ่มผู้ร่วมลงทุน ทำให้มีการแบ่งปันกำไรให้กับกลุ่ม NCI ตามสัดส่วนลงทุนที่สูงขึ้น

อย่างไรก็ดีหากวิเคราะห์เชิงลึกถึงงานดำเนินงานของโครงการ โดยดูผลกำไร/ขาดทุน (ก่อนแบ่งส่วนที่เป็นของ BC และ NCI) พบว่ามีพัฒนาการดีขึ้น โดยปี 2559 ขาดทุน 205 ล้านบาท ก่อนลดลงมาอยู่ที่ 15 ล้านบาท และพลิกมีกำไร 61 ล้านบาทในปี 2560-2561 ตามลำดับ โดยหลักมาจากการลงทุนโครงการใหม่ ทำให้รายได้ประกอบกิจการอสังหาริมทรัพย์เพิ่มจาก 198 ล้านบาทปี 2559 เป็น 231 ล้านบาทปี 2561 กอปรกับมีกำไรขายโครงการอสังหาริมทรัพย์ระหว่างปี 2560-2561 รวม 231 ล้านบาท และ 291 ล้านบาท ตามลำดับ จึงหนุนให้รายได้จากการดำเนินงานรวมเติบโตจาก 237 ล้านบาทปี 2559 เป็น 481 ล้านบาทปี 2560 และ 547 ล้านบาทปี 2561

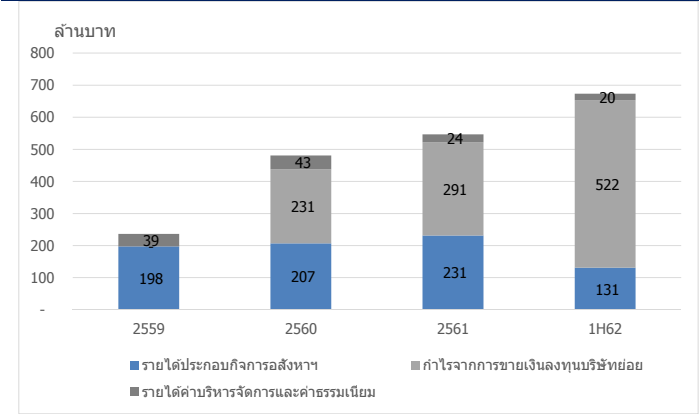
สำหรับ 1H62 BC มีกำไร 68 ล้านบาท เทียบกับ 1H61 ขาดทุน 12 ล้านบาท โดยมีปัจจัยหนุนจากการขายโครงการ Summer Hill และ Summer Hub (BC ถือ 26%) เมื่อเดือน มิ.ย. 2562 ทำให้รับรู้กำไรขายโครงการ 522 ล้านบาท สูงกว่างวดเดียวกันของปีก่อนที่มีกำไร 273 ล้านบาท ซึ่งเกิดจากการขายโครงการโรงแรมไฮแอท เฟลส ภูเก็ต ปาตอง

ผลการดำเนินงานรายไตรมาสของ BC

(ล้านบาท)	1Q61	2Q61	3Q61	4Q61	1Q62	2Q62	% YoY	% QoQ	1H62	1H61	%YoY
รายได้จากการดำเนินงาน	371	47	49	80	78	595	1175.4%	662.7%	673	418	61.1%
-กิจกรรมโรงแรมและศูนย์การค้า	86	42	45	58	74	57	35.0%	-22.3%	131	129	1.9%
-การบริหารจัดการและค่าธรรมเนียม	11	4	4	4	4	16	267.3%	261.6%	20	16	26.4%
-กำไรขายโครงการ	273	-	-	18	-	522	NA	NA	522	273	91.0%
ต้นทุน	46	35	35	38	41	47	35.9%	16.8%	88	81	8.4%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	67	63	49	48	58	70	11.6%	20.3%	128	129	-1.2%
กำไรก่อนหัก NCI	235	(78)	(62)	(33)	(48)	397	NA	NA	348	157	122.4%
กำไรของส่วนที่สูญเสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม - NCI	198	(29)	(26)	(14)	(18)	298	NA	NA	280	168	NA
กำไรจากการดำเนินงาน - ส่วนของ BC	37	(49)	(36)	(20)	(30)	98	NA	NA	68	(12)	NA
กำไรสุทธิ - ส่วนของ BC	37	(49)	(36)	(20)	(30)	98	NA	NA	68	(12)	NA
EPS (บาท)	0.11	(0.14)	(0.10)	(0.06)	(0.09)	0.29	NA	NA	0.20	(0.03)	NA
Norm EPS (บาท)	0.11	(0.14)	(0.10)	(0.06)	(0.09)	0.29	NA	NA	0.20	(0.03)	NA
Gross margin เฉลี่ย (%)	87.5%	25.2%	28.6%	52.6%	48.0%	92.0%			86.9%	80.6%	
SG&A/Sales (%)	18.0%	134.0%	100.3%	60.2%	74.3%	11.7%			19.0%	30.9%	
Norm net margin (%)	10.0%	-104.7%	-72.3%	-24.5%	-38.7%	16.5%			10.1%	-2.8%	
Net Profit margin (%)	10.0%	-104.7%	-72.3%	-24.5%	-38.7%	16.5%			10.1%	-2.8%	

ที่มา : งบการเงินรวมของ BC /หมายเหตุ : EPS คำนวณจากจำนวนหุ้นชำระแล้วก่อน IPO รวม 340 ล้านหุ้น

การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน



ที่มา : งบการเงินรวมของ BC

การแบ่งปันของกำไร/ขาดทุนระหว่าง BC และ NCI

(ล้านบาท)	2559	2560	2561	1H62
กำไร(ขาดทุน) ก่อนหัก NCI	(205)	(15)	61	348
หัก - กำไร(ขาดทุน) ส่วนที่เป็นของ NCI	(83)	(31)	128	280
กำไร(ขาดทุน) ส่วนที่เป็นของ BC	(122)	16	(67)	68

ที่มา : งบการเงินรวมของ BC

อยู่ในช่วงลงทุนโครงการใหม่ คาด BC เริ่มมีกำไรปี 2565

จากการที่ BC อยู่ในช่วงลงทุนพัฒนาโครงการใหม่รวม 8 แห่ง ซึ่งจะทยอยเปิดตั้งแต่ 2H62-2564 โดยน้ำหนักของโครงการสร้างเสร็จส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นในปี 2564 ขณะที่การดำเนินงานของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์โดยเฉพาะประเภทโรงแรม ต้องใช้เวลาในการทำกำไร โดยประเมินว่าอย่างน้อยในช่วง 1-2 ปีแรก อาจยังไม่สามารถสร้างกำไร ขณะที่โครงการที่พร้อมขายในมือ ณ สิ้น 2Q62 มีทั้งสิ้น 5 โครงการ แต่มีความเป็นไปได้ที่จะนำ 4 โครงการออกมาขาย (ยกเว้น โครงการ ไอศูรูด เรสซิเดนซ์ สุขุมวิท 24 ที่เปิดบริการมาประมาณ 12 ปี นับจากเปิดปี 2550) ซึ่งถือว่าไม่มากนัก ทำให้คาดผลประกอบการในส่วน ของ BC ปี 2562 ขาดทุน 27 ล้านบาท, ต่อเนื่อง 38 ล้านบาทปี 2563 และ 101 ล้านบาทปี 2564 ก่อนมีกำไร 164 ล้านบาทปี 2565 และเพิ่มเป็น 204 ล้านบาทปี 2566 ภายใต้สมมติฐานดังต่อไปนี้

- รายได้จากการดำเนินงาน ปี 2562-2566 คาด 832 ล้านบาท, 751 ล้านบาท, 699 ล้านบาท, 1.7 พันล้านบาท และ 1.5 พันล้านบาท ตามลำดับ ขับเคลื่อนจาก 3 ส่วนดังนี้

- รายได้ประกอบกิจการอสังหาริมทรัพย์ ปี 2562 ประเมินไว้ 282 ล้านบาท (+22% yoy) จากการเปิดบริการ 3 โครงการใหม่ ได้แก่ โรงแรมไอศุวิด โฮเทล เจอร์นีฮับ พัทยา เมื่อ เม.ย. 2562 ตามด้วยโรงแรม โนวเทล เชียงใหม่ นิมนาน เจอร์นีฮับ เชียงใหม่ ม.ย. 2562 และ วิลล่า 2 ปาตอง ใน 3Q62 ขณะที่ปี 2563 คาดรายได้เติบโต 36% yoy เท่ากับ 383 ล้านบาท จากการสร้างรายได้เต็มปีของโรงแรมใหม่ที่เปิดปี 2562 และบางส่วนจาก 2 โครงการใหม่ คือโรงแรมใหม่ สุขุมวิท 16 (เปิด 2Q63) และ Summer Point (3Q63) ส่วนปี 2564 ตามแผนที่จะเปิดโรงแรมใหม่เพิ่มอีก 5 แห่ง ประกอบด้วย โรงแรมนิมนาน 2 และ 3, โรงแรมกมล 1 และ 2 รวมถึงสุขุมวิท 36 โดยทยอยเปิดในทุกไตรมาสตั้งแต่ 1Q64-4Q64 คาดผลกดันรายได้ประกอบกิจการอสังหาริมทรัพย์ 642 ล้านบาท (+68% yoy) และสูงขึ้นเท่าตัวเป็น 1.1 พันล้านบาทปี 2565 หลังทุกโครงการเปิดบริการเต็มปีมากขึ้น ขณะที่ปี 2566 คาดรายได้ลดลง 12% เท่ากับ 978 ล้านบาท หลังเริ่มมีการขายบางโครงการออกไป (นำเสนอในส่วนกำไรขายโครงการ)

สมมติฐาน Occupancy Rate ของแต่ละโครงการ

Occupancy Rate (%)	ห้องพัก	2561	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F
Oakwood Residence Sukhumvit 24	79	85%	82%	84%	84%	84%	84%
Oakwood Hotel Journeyhub Pattaya	79		55%	70%	75%	78%	
Oakwood Hotel Journeyhub Phuket	200	53%	68%	72%	75%	75%	75%
Villa 1 Patong	1		100%	100%	100%		
Villa 2 Patong	1		100%	100%	100%		
Novotel Chiangmai Nimman Journeyhub	202		50%	70%	72%	75%	
Sukhumvit 16	65			60%	70%	75%	80%
Sukhumvit 36 - Serviced Apt	182				65%	75%	78%
Nimman 2 Chiangmai	150				65%	75%	78%
Nimman 3 Chiangmai	141				35%	70%	75%
Kamala 1	230				50%	70%	75%
Kamala 2	200				60%	70%	75%
Summer Point พื้นที่เช่า 5,490 ตร.ม.	-			65%	75%	80%	85%

ที่มา : BC และ ฝ่ายวิจัย ASPS

สมมติฐาน Average Rental Rate ของแต่ละโครงการ

Average Rental Rate (บาท/ห้อง/วัน)	ห้องพัก	2561	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F
Oakwood Residence Sukhumvit 24	79	3,391	3,410	3,478	3,548	3,619	3,691
Oakwood Hotel Journeyhub Pattaya	79		1,500	1,545	1,591	1,639	
Oakwood Hotel Journeyhub Phuket	200	901	1,100	1,133	1,167	1,202	1,238
Villa 1 Patong (บาท/เดือน)	1		150,000	154,500	159,135		
Villa 2 Patong (บาท/เดือน)	1		150,000	154,500	159,135		
Novotel Chiangmai Nimman Journeyhub	202		2,600	2,678	2,758	2,841	
Sukhumvit 16	65			1,300	1,339	1,379	1,421
Sukhumvit 36 - Serviced Apt	182				2,900	2,987	3,077
Nimman 2 Chiangmai	150				1,450	1,494	1,538
Nimman 3 Chiangmai	141				4,000	4,120	4,244
Kamala 1	230				2,250	2,318	2,387
Kamala 2	200				3,600	3,708	3,819
Summer Point พื้นที่เช่า 5,490 ตร.ม.	-			740	762	785	809

ที่มา : BC และ ฝ่ายวิจัย ASPS

- กำไรจากการขายโครงการ ปี 2562 คาดไว้ 522 ล้านบาท จากการขาย 2 โครงการ (Summer Hill และ Summer Hub Office) ที่เกิดขึ้น ม.ย. 2562 ขณะที่ปี 2563-2566 ฝ่ายวิจัยกำหนดกรอบเวลาในการขายแต่ละโครงการ โดยอิงข้อมูลจากอดีตของโครงการที่เคยขายไปแล้ว 6 โครงการ พบว่าใช้เวลาปิดการขายโครงการราว 1-5 ปีนับจากเปิดบริการ (โดย 4 โครงการใช้เวลา 1-2 ปี) และมี Net Profit Margin จากการขายเฉลี่ย 46% (กลุ่มโรงแรมเฉลี่ย 41% และ ศูนย์การค้า/อาคารสำนักงานเฉลี่ย 54%) ดังนั้นในสมมติฐาน จึงกำหนดให้โครงการที่มีอยู่ในมือ (ทั้งสร้างเสร็จและอยู่ระหว่างก่อสร้าง) ดำเนินการขายออกไปหลังเปิดบริการ 3 ปี รวมถึงประเมิน Net Profit Margin จากการขายเฉลี่ย 42% สำหรับโรงแรม และ 50% สำหรับศูนย์การค้า/อาคารสำนักงาน ภายใต้องค์ประกอบดังกล่าว ปี 2563 ประเมินกำไรขายโครงการ 334 ล้านบาท จากโรงแรมไอศุวิด โฮเทล เจอร์นีฮับ ภูเก็ต ส่วนปี 2564 คาดปิดการขาย 2 โครงการ Villa 1 และ 2 คิดเป็นกำไร 36 ล้านบาท ขณะที่ปี 2565 จะบันทึกกำไรขายโรงแรมไอศุวิด โฮเทล เจอร์นีฮับ พัทยา และโรงแรมโนวเทล เชียงใหม่ นิมนาน เจอร์นีฮับ รวม 568 ล้านบาท สำหรับกำไรขายโครงการปี 2566 คาด 481 ล้านบาท จากโรงแรมสุขุมวิท 36 และ Summer Point มีรายละเอียดดังนี้

สมมติฐานการขยายโครงการในแต่ละปี

โครงการ	BC	ต้นทุนโครงการ	Net Margin (%)	กำไรขาย	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F
	ถือ	(ลบ.)		(ลบ.)					
โรงแรมโอควูด โฮเทล เจอร์นีฮิลล์ พัทยา	49.8%	140	42%	101				101	
โรงแรมโอควูด โฮเทล เจอร์นีฮิลล์ ภูเก็ต	32.1%	461	42%	334		334			
วิลล่า 1 ปาดอง	20.4%	25	42%	18			18		
วิลล่า 2 ปาดอง	20.4%	25	42%	18			18		
โรงแรมโนโวเทล เชียงใหม่ นิรมมาน เจอร์นีฮิลล์	26.0%	645	42%	467				467	
สุขุมวิท 16	51.0%	230	42%	167					167
Summer Hill และ Summer Hub Office	26.0%	435	55%	522	522				
Summer Point	38.3%	314	50%	314					314
กำไรขายโครงการ (ลบ.)					522	334	36	568	481

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

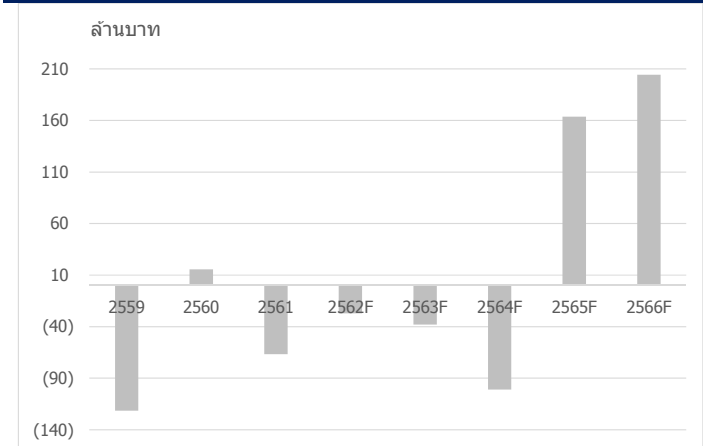
- **รายได้บริหารจัดการและค่าธรรมเนียม** ประกอบด้วยกัน 2 ส่วน คือ รายได้ค่าบริหารจัดการโครงการร่วมทุน (โรงแรมซีหาดินส์ 4 แห่ง) คาดเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 3% ต่อปี จาก 17 ล้านบาทปี 2562 เป็น 20 ล้านบาทปี 2566 อีกส่วนเป็นรายได้ค่าธรรมเนียมจากการขายโครงการ (Exit Fee) ที่จะเกิดขึ้นเมื่อมีการขายโครงการ คิดในอัตรา 3% ของราคาขาย (หลังหักส่วนที่ BC ถือลงทุน) ซึ่งมีความผันผวนขึ้นอยู่กับจำนวนโครงการใหม่ที่เกิดการขาย และราคาขาย ทั้งนี้ปี 2562 ฝ่ายวิจัยประเมินรายได้บริหารจัดการและค่าธรรมเนียมอยู่ที่ 29 ล้านบาท, 34 ล้านบาทปี 2563, 21 ล้านบาทปี 2564 ต่อเนื่อง 47 ล้านบาทปี 2555 และ 37 ล้านบาทสำหรับปี 2556
- **Gross Margin** เฉลี่ย ปี 2559 ที่ 29% เนื่องจากไม่มีการขายโครงการ ก่อนสูงขึ้นอยู่ที่ 66%, 72% และ 87% ในปี 2560, 2561 และ 1H62 ตามลำดับ เนื่องจากฐานรายได้สูงขึ้นจากการขายโครงการ สำหรับปี 2562-2566 ภายได้ประเมินกำไรขายโครงการข้างต้น, Gross Margin ธุรกิจโรงแรม 53-56%, ศูนย์การค้า/อาคารสำนักงาน 75% และธุรกิจบริการ 85% คาด Gross Margin ปี 2562-2566 เท่ากับ 76.3%, 70.2%, 46.5%, 61.5% และ 61.2% ตามลำดับ โดยความผันผวนขึ้นอยู่กับมูลค่ากำไรขายโครงการที่เกิดขึ้นในแต่ละปี
- **ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร (SG&A/Sales)** ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2559-2561) อยู่ที่ประมาณ 210-230 ล้านบาทต่อปี ซึ่งสัดส่วนราว 90% มาจากค่าใช้จ่ายบริหารเกี่ยวกับบุคลากร โดยฐานรายได้ที่สูงขึ้น คาด SG&A/Sales ปี 2562-2563 ลดลงมาอยู่ที่เฉลี่ย 30-32% (เทียบกับ 41% ปี 2561) ขณะที่ปี 2564 ประเมินเพิ่มเป็น 40% จากค่าใช้จ่ายบุคลากรสูงขึ้นตามการเปิดโครงการใหม่ที่มีมากขึ้นในปีดังกล่าว แต่คาดลดลงเหลือ 15% และ 16% ปี 2565-2566 ตามลำดับ หลังโครงการใหม่ทั้งหมดเปิดบริการเต็มรูปแบบ รวมถึงการรับรู้กำไรขายโครงการต่อเนื่อง
- **ภาษีเงินได้นิติบุคคล (Effective Tax Rate)** กำหนดอัตรา 20% ต่อปี

สมมติฐานในการทำประมาณการ

สมมติฐานในการทำประมาณการ	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F
รายได้จากการดำเนินงาน (ลบ.)	832	751	699	1,723	1,496
- กิจกรรมอสังหาฯ	282	383	642	1,107	978
- ค่าขายโครงการ	522	334	36	568	481
- รายได้บริหารจัดการและค่าธรรมเนียม	29	34	21	47	37
กำไรในส่วนของ BC (ลบ.)	(27)	(38)	(101)	164	204
EPS (บาทต่อหุ้น)	(0.05)	(0.07)	(0.20)	0.32	0.40
Gross Margin เฉลี่ย (%)	76.3%	70.2%	46.5%	61.5%	61.2%
Gross Margin กิจกรรมอสังหาฯ (%)	57.4%	55.1%	56.5%	56.4%	57.1%
- โรงแรม	53.0%	54.0%	55.0%	55.5%	56.0%
- ศูนย์การค้า/อาคารสำนักงาน	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
Gross Margin บริการ (%)	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
SG&A/Sales (%)	29.9%	32.0%	42.0%	14.6%	16.4%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ทิศทางกำไร (ขาดทุน) ในส่วนของ BC



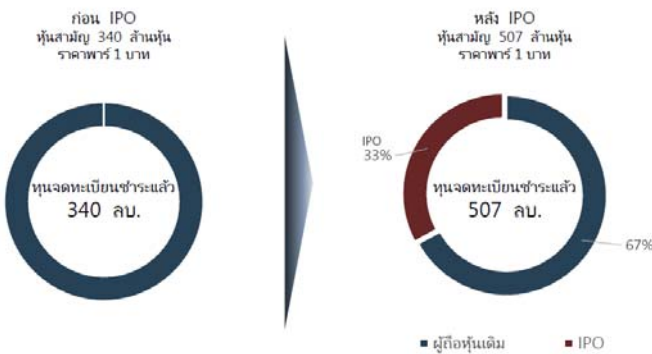
ที่มา : งบการเงินรวมของ BC และ ฝ่ายวิจัย ASPS

เสนอขายหุ้น IPO รวม 167 ล้านหุ้น ราคาพาร์ 1 บาท

BC จะนำเสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไปรวม 167 ล้านหุ้น (หุ้นใหม่ทั้งหมด) ราคาพาร์ 1.00 บาท คิดเป็นสัดส่วน 33% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดหลัง IPO หรือจำนวน 507 ล้านหุ้น โดยคิดเป็นทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 507 ล้านบาท เทียบกับสิ้น มิ.ย. 2562 ที่ 340 ล้านบาท ทั้งนี้วัตถุประสงค์ของการขายหุ้นเพิ่มทุนในครั้งนี้เพื่อใช้เป็นเงินทุนในการพัฒนาโครงการเชียงใหม่ Nimman 2 และ 3, โครงการ Summer Point, โรงแรมบนถนนสุขุมวิท 16, เซอร์วิสอพาร์ทเมนท์บนถนนสุขุมวิท 36 และ โครงการกมล 1-2 รวมถึงชำระหนี้ และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนภายใน

ภายใต้หลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดให้ Strategic Shareholders (กรรมการ ผู้จัดการ และผู้บริหาร รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้อง, ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้น >5% ของทุนชำระแล้ว รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้อง และผู้มีอำนาจควบคุม) ห้ามขายหุ้น (Silent Period) สัดส่วน 55% ของทุนเรียกชำระแล้ว หรือ 278.85 ล้านหุ้น หลังเสนอขายหุ้น IPO เป็นระยะเวลา 1 ปี นับจากวันแรกที่บริษัทเข้าซื้อขาย ในตลาดฯ (โดยหากครบกำหนด 6 เดือนแรกหลังเข้าซื้อขายในตลาดฯ จะสามารถขายได้จำนวน 25% ที่เหลือ 75% จะขายได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี) ภายหลังการเสนอขายหุ้น กลุ่มครอบครัวนายปรับชะวันชิงห์ ทักราล ซึ่งถือหุ้นรวมกัน 340 ล้านหุ้น จะมีหุ้นที่ไม่ติด Silent Period จำนวน 61.15 ล้านหุ้น คิดเป็น 10.7% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดหลัง IPO

โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลัง IPO



ที่มา : BC

โอกาสจ่ายเงินปันผล หลังบอเฉพาะมีกำไรสะสมเป็นบวก

แผนเปิดโครงการใหม่ ทำให้มีความต้องการใช้เงินลงทุนสูง ซึ่งแหล่งเงินทุนหลักก่อน IPO เน้นไปที่การก่อหนี้จากสถาบันการเงิน และเงินกู้ยืมที่ได้รับจากผู้ลงทุนตามสัดส่วนการถือหุ้นในแต่ละโครงการ (BC จะยังไม่มีภาระดอกเบี้ยให้แก่ผู้ร่วมลงทุนจนกว่าโครงการจะสามารถขายได้) เพื่อใช้ในการพัฒนาโครงการใหม่ ภายใต้แนวทางดังกล่าว ส่งผลให้ภาระหนี้สินที่มีดอกเบี้ยจ่ายสิ้นปี 2559-2561 เพิ่มขึ้นจาก 1.74 พันล้านบาท เป็น 2.38 พันล้านบาทปี 2561 และล่าสุดสิ้น มิ.ย. 2562 สูงขึ้นเป็น 2.45 พันล้านบาท (เป็นหนี้สินระยะสั้น 506 ล้านบาทและหนี้ระยะยาว 1.9 พันล้านบาท) โดยแยกเป็นเงินกู้ยืมสถาบันการเงิน 1.76 พันล้านบาท, เงินกู้ยืมจากผู้ร่วมลงทุน 577 ล้านบาท และหุ้นกู้ 110 ล้านบาท อย่างไรก็ตามหุ้นที่เพิ่มขึ้น มีส่วนของผู้ถือหุ้น 586 ล้านบาท (รวมขาดทุนสะสม 269 ล้านบาท ซึ่งลดลงจาก 384 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2561) ทำให้ Net Gearing (อัตราหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิ) สิ้น 2Q62 ลดลงอยู่ที่ 2.9 เท่า (เทียบกับ 4.2 เท่าในปี 2561)

คาดการณ์หุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการทำ IPO จะทำให้ Net Gearing สิ้นปี 2562 ลดต่ำกว่า 2.5 เท่า แต่อย่างไรก็ตามประเมิน Net Gearing ปี 2563-2564 มีโอกาสกลับมาแตะระดับกว่า 3-4 เท่า เนื่องจากส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงตามผลประกอบการ ขณะเดียวกันยังมีการลงทุนในโครงการใหม่หลายโครงการ อาทิเช่น สุขุมวิท 36, นิคมมา 2-3 และกมล 1-2 ที่เตรียมเปิดปี 2564 และโครงการเหล่านี้ BC ถือครองสัดส่วนสูง 73%, 100%, 100%, 75% และ 75% ตามลำดับ จึงจำเป็นต้องใช้เงินลงทุนต่อเนื่อง ทั้งนี้หาก BC สามารถหาผู้ร่วมลงทุนเพิ่มในโครงการดังกล่าว เพื่อลดสัดส่วนการลงทุนลง ก็น่าจะช่วยผ่อนคลายโครงสร้างการเงิน ซึ่งเป็นประเด็นที่ต้องติดตาม

แม้งบการเงินรวมของ BC ในช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2562-2564) มีแนวโน้มขาดทุน แต่หากพิจารณาการจ่ายเงินปันผล ตามนโยบายจะอิงจากงบเฉพาะกิจการ ภายใต้ Div Payout Ratio ขั้นต่ำ 25% ของกำไรในงบเฉพาะ ซึ่งเมื่อพิจารณาเฉพาะแล้ว พบว่าช่วงปี 2560-2561 มีกำไร 67 ล้านบาท และ 57 ล้านบาท ตามลำดับ ขณะที่ 1H62 มีกำไร 4 ล้านบาท สำหรับกำไรสะสมเป็นบวก 55 ล้านบาทในปี 2560, 58 ล้านบาทปี 2561 และ 62 ล้านบาทใน 1H62 โดยสมมติฐาน Div Payout Ratio 25% คาด BC จ่ายเงินปันผลในอัตรา 0.03 บาท/หุ้น (หรือ 15 ล้านบาทต่อปี) ในปี 2562 และ 2563

อิง PBV 2.5 เท่า FV ปี 2562 ที่ 3.95 บาท

เนื่องจากผลประกอบการมีความผันผวน โดยตัวแปรสำคัญมาจากการขายโครงการ ซึ่งต้องขึ้นอยู่กับทั้งจำนวนโครงการและมูลค่าการขายในแต่ละปี ประกอบกับมาตรการบัญชีที่กำหนดให้การบันทึกรายได้บางรายการ โดยเฉพาะค่าธรรมเนียมแรกเริ่ม (Origination Fee) สำหรับโครงการที่ BC มีอำนาจควบคุม ไม่ถูกสะท้อนในงบการเงินรวม เนื่องจากไม่สามารถรับรู้เป็นรายได้ในงบการเงินรวมได้ แต่ให้รับรู้ในส่วนของผู้ถือหุ้นในงบการเงินรวมแทน ดังนั้นในการประเมินมูลค่าหุ้นของ BC จึงควรใช้วิธี PBV จะเหมาะสมที่สุด โดยหากพิจารณาข้อมูลที่เปิดเผยมเกี่ยวกับการขาย 4 โครงการในช่วงที่ผ่านมา (ตามตารางด้านล่าง) พบว่าแต่ละโครงการให้ผลตอบแทนเมื่อเทียบกับเงินลงทุนเฉลี่ยอยู่ที่ 3.6 เท่า (กลุ่มโรงแรมอยู่ที่ 2.5 เท่า และ ศูนย์การค้า/อาคารสำนักงานในกรอบ 4-5 เท่า) ขณะเดียวกันเมื่อรวบรวมข้อมูลบริษัทในตลาดฯ ที่ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับธุรกิจโรงแรม อาทิเช่น MINT, CENTEL, ERW และ DTC พบว่าช่วง 3-5 ปีที่ผ่านมา ซื้อขายกันที่ค่าเฉลี่ย PBV 3.5 เท่า

ภายใต้โครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาของ BC เกือบทั้งหมดเป็นโรงแรม ทำให้ฝ่ายวิจัยกำหนด PBV ที่ระดับ 2.5 เท่า จะให้มูลค่าพื้นฐานปี 2562 ที่ 3.95 บาท

รายละเอียดการขายโครงการ BOS

ปีที่ขาย	2017	2018	2019	
โครงการ (หน่วย : ล้านบาท)	Rain Hill Sukhumvit 47	Hyatt Place Phuket Patong	Summer Hill & Summer Hub Office	Total
มูลค่าการซื้อขายกิจการ	448	927	957	2,332
- หักจ่ายคืนเงินกู้ธนาคาร	(124)	(426)	(279)	(829)
เงินส่วนที่เจ้าของโครงการได้รับ	324	501	678	1,503
- หักค่าใช้จ่ายในการขายโครงการ	17	21	21	59
เงินสดสุทธิรับจากการขายโครงการ	307	480	657	1,444
เงินลงทุนจากเจ้าของ (ส่วนทุนและเงินกู้ยืมจากเจ้าของ)	74	192	135	401
อัตราส่วนเงินสดสุทธิรับจากการขายโครงการต่อเงินลงทุนจากเจ้าของ (หน่วย: เท่า)	4.17x	2.50x	4.87x	3.60x

ที่มา : BC

PBV ของหุ้นที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจโรงแรม

PBV (เท่า)	2557	2558	2559	2590	2561	เฉลี่ย 5 ปี	เฉลี่ย 3 ปี
MINT	4.64	4.86	4.22	4.27	3.26	4.25	3.92
CENTEL	5.17	6.44	5.16	6.81	4.19	5.55	5.39
ERW	2.53	2.29	2.29	4.16	2.85	2.82	3.10
DTC	1.14	1.28	1.68	1.85	1.64	1.52	1.72
ค่าเฉลี่ย	3.37	3.72	3.33	4.27	2.98	3.54	3.53

ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS / SETSMART

หมายเหตุ : ใช้ราคาปิด ณ สิ้นปีของแต่ละรอบบัญชี

ความเสี่ยงที่ต้องพิจารณา

- ธุรกิจของ BC ในรูปแบบ BOS คือ สร้าง ดำเนินการ และสุดท้าย คือ การขาย เพื่อทำกำไร โดยมีเป้าหมายการขายโครงการให้ได้อย่างน้อย 1 โครงการ ดังนั้นการไม่สามารถปิดการขายให้กับผู้สนใจซื้อโครงการได้ภายในรอบปีใด จะส่งผลให้การดำเนินงานของบริษัทมีความผันผวนในรอบปี และรอบไตรมาสอย่างมาก นอกจากนี้ในประมาณการเกี่ยวกับตัวโครงการที่จะขายในแต่ละช่วงเวลา รวมถึงการกำหนดมาร์จิ้นขาย เป็นเพียงสมมติฐานที่ฝ่ายวิจัยกำหนดขึ้น ซึ่งหากไม่เป็นไปตามคาด ย่อมส่งผลให้ประมาณการของผลประโยชน์การมีโอกาสดคลาดเคลื่อนได้สูง
- หากการก่อสร้างโครงการใหม่ เกิดความล่าช้า อันเนื่องจากปัจจัยใด ๆ ก็ตาม และส่งผลให้การเปิดบริการไม่เป็นไปตามกำหนด ย่อมกระทบต่อการรับรู้รายได้และกำไรของบริษัทไม่เป็นอย่างที่วางแผน
- เนื่องจากการลงทุนในแต่ละโครงการ มีผู้ร่วมลงทุนเข้ามาถือหุ้นในสัดส่วนไม่เท่ากัน โดยกำหนดไม่เกิน 74% (BC ถือขั้นต่ำ 26%) ทำให้บริษัทต้องมีการแบ่งปันกำไร/ขาดทุนให้กับผู้ร่วมทุน (กลุ่ม NCI) ตามสัดส่วนการลงทุน ดังเห็นได้จากงบการเงิน ซึ่งย่อมเป็นผลดีกรณีโครงการมีผลขาดทุน แต่ในทางกลับกันกรณีมีกำไร ทำให้กำไรถูกแบ่งปันให้กับ BC ลดน้อยลงเช่นกัน โดยรายการ NCI ถือเป็นรายการสำคัญที่มีผลต่อการกำไรในส่วนของบริษัท และมีโอกาสเกิดความคลาดเคลื่อนในการประเมินสูง

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2562-64

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
รายได้จากการดำเนินงาน	547	832	751	699
ต้นทุนขาย	(154)	(197)	(224)	(374)
กำไรขั้นต้น	393	635	527	325
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(227)	(249)	(240)	(279)
ดอกเบี้ยจ่าย	(101)	(134)	(144)	(148)
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	10	5	5	5
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	80	266	159	(83)
ภาษีเงินได้	(18)	(53)	(32)	17
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน - ในส่วนของ BC	(67)	(27)	(38)	(101)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ - ในส่วนของ BC	(67)	(27)	(38)	(101)
Norm EPS	(0.20)	(0.05)	(0.07)	(0.20)
EPS	(0.20)	(0.05)	(0.07)	(0.20)
การเติบโตของรายได้จากการดำเนินงาน(%)	13.8%	52.3%	-9.8%	-6.9%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (%)	-528.7%	-59.4%	40.0%	166.6%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	71.8%	76.3%	70.2%	46.5%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	-12.2%	-3.3%	-5.1%	-14.5%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	2Q61	3Q61	4Q61	1Q62
รายได้จากการดำเนินงาน	47	49	80	78
ต้นทุนขาย	(35)	(35)	(38)	(41)
กำไรขั้นต้น	12	14	42	37
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(63)	(49)	(48)	(58)
ดอกเบี้ยจ่าย	(22)	(23)	(27)	(31)
รายได้อื่น	1	2	(6)	1
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	(73)	(54)	(36)	(47)
ภาษีเงินได้	(5)	(8)	2	(1)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	29	26	14	18
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน - ในส่วนของ BC	(49)	(36)	(20)	(30)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ - ในส่วนของ BC	(49)	(36)	(20)	(30)
Norm EPS	(0.14)	(0.10)	(0.06)	(0.09)
EPS	(0.14)	(0.10)	(0.06)	(0.09)
การเติบโตของรายได้จากการดำเนินงาน(%QoQ)	-87.4%	5.3%	62.4%	-2.2%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (%QoQ)	-231.1%	-27.3%	-44.9%	54.2%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	25.2%	28.6%	52.6%	48.0%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	-104.7%	-72.3%	-24.5%	-38.7%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.64	1.23	0.25	0.20
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.64	1.23	0.25	0.20
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	27.17	27.69	27.69	27.69
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	144.43	120.00	120.00	120.00
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	30.34	0.75	0.85	1.42
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	5.71	4.45	4.48	5.89
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น	4.16	2.35	3.43	4.62
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	-2.0%	-0.7%	-0.8%	-2.6%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	-12.6%	-4.4%	-4.9%	-6.1%

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2562-64 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	61	(27)	(38)	(101)
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	22	51	40	77
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
อื่นๆ	-	264	94	(58)
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(59)	371	4	6
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	(132)	883	766	(76)
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	919	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(226)	-	429	65
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(731)	(924)	(1,867)	(324)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(37)	(924)	(1,438)	(259)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	177	609	(213)	369
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	312	-	-
ลด จ่ายปันผล	(51)	-	(15)	(15)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	111	920	(229)	354
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(59)	879	(901)	18

งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
เงินสด & เงินฝาก	230	1,109	208	226
ลูกหนี้การค้า	20	30	27	25
สินค้าคงเหลือ	1	2	2	3
สินทรัพย์หมุนเวียน	344	1,234	330	348
สินทรัพย์รวม	3,487	4,647	4,475	4,674

เจ้าหนี้การค้า	262	262	262	262
หนี้สินหมุนเวียน	538	1,001	1,303	1,731
หนี้สินระยะสั้นที่มีภาระดอกเบี้ย	236	697	999	1,422
หนี้สินระยะยาวที่มีภาระดอกเบี้ย	2,146	2,293	1,778	1,725
หนี้สินรวม	2,954	3,564	3,352	3,726
ทุนที่ชำระแล้ว	340	507	507	507
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	199	344	344	344
กำไรสะสม	(378)	(406)	(459)	(575)
จัดสรรแล้ว - สรรองตามกฎหมาย	6	6	6	6
ยังไม่ได้จัดสรร	(384)	(411)	(464)	(581)
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	16	281	374	316
ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด	517	802	749	632
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	3,488	4,647	4,475	4,674

สมมติฐานในการประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
สัดส่วนรายได้รายธุรกิจ (%)				
- ธุรกิจประกอบกิจการอสังหาริมทรัพย์	42.3%	33.8%	51.0%	91.9%
- กำไรขายโครงการ	53.2%	62.7%	44.5%	5.2%
- บริหารจัดการและค่าธรรมเนียม	4.4%	3.4%	4.5%	2.9%
Gross Margin เฉลี่ย (%)	71.8%	76.3%	70.2%	46.5%
SG&A/Sales (%)	41.4%	29.9%	32.0%	40.0%