

SPALI

Neutral

กำไร 4Q67 ดีกว่าคาด + ปีผล 2H67 ที่ 5.3%

Flash Points

- 4Q67 กำไรสุทธิ 1.98 พันล้านบาท ดีกว่าตลาดและฝ่ายวิจัยคาดไว้ เกิดจากรายได้อื่นเพิ่มอย่างมีนัยฯ จากดอกเบี้ยรับ เมื่อรวมกับส่วนแบ่งกำไรสูงขึ้น ช่วยทำให้กำไรสุทธิสูง ๑๐๑ และลดผลกระทบการอ่อนตัวของการกำไร yoy ให้ติดลบเพียง 1.5% จาก 4Q66 แม้ภาพรวมยอดโอนฯ และมาร์จิ้นอ่อนตัว รวมถึง SG&A/Sales สูงขึ้นก็ตาม
- ทั้งปี 2567 กำไร 6.19 พันล้านบาท เพิ่ม 3.3% yoy หนุนจากมาร์จิ้น รายได้อื่น และส่วนแบ่งกำไรเพิ่ม ชดเชยกับยอดโอนฯ ทรงตัว และค่าใช้จ่ายขายบริหารมากขึ้น

Impact Insight

- คงค่างำไรปี 2568 เท่ากับ 5.64 พันล้านบาท ลดลง 9% yoy เนื่องจากการโอนฯ คอนโดฯ คาดลดลง เพราะปีนี้มีการส่งมอบเพียง 1 โครงการ เทียบกับปีก่อน 5 โครงการ ขณะที่กลุ่มแนวราบเผชิญกับอุปทานเพิ่ม การแข่งขันสูงขึ้น และกำลังซื้อยังไม่แข็งแรง
- แม้การลงทุนเพิ่มในโครงการออสเตเรีย จะทำให้รับรู้ส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วมสูงขึ้นเกือบ 2 เท่าตัวจากปีก่อน แต่ก็ไม่เพียงพอที่จะช่วยให้งำไรปี 2568 เติบโตจากปี 2567

Execution

- แนะนำ Neutral เนื่องจากภาพปี 2568 มีความท้าทาย และมี Backlog รอรับรายได้ไม่มาก และทิศทางกำไร 1Q68 คาดอ่อนตัว ๑๐๑ (แต่ดีขึ้นจากฐานต่ำมากงวดปีก่อน)
- SPALI ประกาศจ่ายปันผล 2H67 หุ้นละ 0.85 บาท หรือ 5.3% XD 20 พ.ค. 2568



ที่มา :

Technical Chart



แนวโน้มราคา : Sideway
แนวรับ : 14.80 บาท
แนวต้าน : 17.40/19.50 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ราคาปัจจุบัน (บาท)

15.90

Upside (%)

44.7

ราคาเป้าหมาย (บาท)

23.00

Dividend yield (%)

8.2

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	2.89	2.95	-2%
2569F	3.00	3.05	-2%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Sector Peers

(เท่า)	Market Cap	PE		PBV	
บริษัท	(M USD)	2568F	2569F	2568F	2569F
AP THAILAND PCL	26,897.44	4.93	4.69	0.57	0.53
SANSIRI PUB CO	29,013.11	5.53	5.35	0.56	0.54
LAND & HOUSES PC	52,817.73	9.95	8.88	0.97	0.96
SUPALAI PUB CO	31,053.56	5.25	5.08	0.54	0.51
SC ASSET CORP PC	10,949.67	5.94	5.19	0.43	0.41
ORIGIN PROPERTY	7,366.41	5.08	4.52	0.35	0.33
QUALITY HOUSES	17,250.15	6.91	6.74	0.56	0.54
LPN DEVELOPMENT	3,180.35	10.53	10.89	0.26	0.26
PRUKSA HOLDING P	12,365.05	8.11	7.28	0.28	0.28
ASSETWISE PCL	6,208.24	5.80	3.88	0.73	0.66

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F	2570F
กำไรสุทธิ (ลบ)	5,989	6,190	5,636	5,862	6,068
Norm Profit (ลบ)	5,989	6,190	5,636	5,862	6,068
Norm EPS (บาท)	3.07	3.17	2.89	3.00	3.11
PER (เท่า)	5.2	5.0	5.5	5.3	5.1
DPS (บาท)	1.45	1.45	1.30	1.35	1.45
Dividend Yield (%)	9.1	9.1	8.2	8.5	9.1
BV (บาท)	25.84	27.23	28.74	30.41	32.12
PBV (เท่า)	0.62	0.58	0.55	0.52	0.50
EVEBITDA (เท่า)	6.5	6.8	7.4	7.3	7.1

ESG Assessment

SET ESG Ratings A
CG Score ดีเลิศ
Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง Yes
ที่มา : SET

กำไร 4Q67 ดีกว่าคาดจากรายได้อื่น... หนุนทั้งปี 2567 กำไรเพิ่ม 3.3% yoy

งวด 4Q67 กำไรสุทธิ 1.98 พันล้านบาท ทรงตัวจากงวดก่อน และลดลง 1.5% yoy โดยกำไรนับว่าดีกว่าตลาดและฝ่ายวิจัยคาดราว 24% ส่วนต่างหลักมาจากรายได้อื่นสูงเกินคาดที่ 356 ล้านบาท (เทียบกับฝ่ายวิจัยคาด 132 ล้านบาท, 3Q67 อยู่ที่ 149 ล้านบาท และ 167 ล้านบาทใน 4Q66) เกิดจากการรับรู้รายได้ดอกเบี้ยเพิ่ม (อิงหมายเหตุประกอบงบ) ทั้งนี้การเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ ของรายได้อื่น และส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วม 117 ล้านบาท (+198% qoq และ 137% yoy) ผลจากการโอนกรรมสิทธิ์มากขึ้นของโครงการร่วมทุนในออสเตรเลีย ถือเป็นองค์ประกอบสำคัญที่ช่วยให้กำไรประคองตัวเมื่อเทียบกับ 3Q67 และลดผลกระทบการอ่อนตัวของกำไรในเชิง yoy เนื่องจากหากพิจารณายอดโอนฯ พบว่า อ่อนตัวตามคาด 11% qoq และ 13% yoy อยู่ที่ 8.73 พันล้านบาท จากกลุ่มคอนโดฯ เป็นหลัก เพราะไม่มีส่งมอบคอนโดฯ ใหม่ หลังคอนโดฯ ใหม่สร้างเสร็จพร้อมโอนฯ เมื่อช่วง 2Q-3Q67 เช่นเดียวกับการโอนฯ กลุ่มแนวราบหดตัวจากปีก่อน ตามภาพตลาดอสังหาฯ ชะลอตัว (แต่ดีขึ้นจากงวดก่อน เนื่องจากมี Backlog รอส่งมอบ) ขณะที่ Gross Margin ขายฯ ตามคาด 38% ลดลงจากงวดก่อนที่ 39.7% เหตุจากคอนโดฯ ซึ่งมีมาร์จิ้นสูงกว่าแนวราบ มีการโอนกรรมสิทธิ์ลดลง (แต่ดีขึ้นจาก 35% งวดก่อน เพราะคอนโดฯ ที่โอนฯ ปีที่ผ่านมา มีมาร์จิ้นดีกว่าปีก่อนหน้า) และ SG&A/Sales เพิ่มขึ้นเป็น 13.5% จาก 13.4% งวดก่อน และปีก่อนที่ 10.9%

โดยทั้งปี 2567 มีกำไรสุทธิ 6.19 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 3.3% yoy แม้ยอดโอนฯ ทำได้ใกล้เคียงปีก่อนหน้าที่ 3.08 หมื่นล้านบาท แต่ด้วยส่วนผสมของการโอนกรรมสิทธิ์คอนโดฯ ใหม่ที่มีมาร์จิ้นสูง ช่วยหนุน Gross Margin ขายฯ ดีขึ้นเป็น 37.7% เทียบกับ 35.6% งวดปี 2566 รวมถึงรายได้อื่นและส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วมเพิ่มขึ้น ทั้งหมดหักล้างกับค่าใช้จ่ายขายบริหารสูงขึ้นได้ ด้านโครงสร้างการเงิน ยังแข็งแรง มี Net Gearing ต่ำที่ 0.55 เท่า

ปี 2568 ทำทายมากยิ่งขึ้น หลังมีคอนโดฯ ใหม่เสร็จเพียง 1 โครงการ

คงคาดการณ์กำไรปี 2568 ลดลง 9% yoy เท่ากับ 5.64 พันล้านบาท เนื่องจากการโอนกรรมสิทธิ์คอนโดฯ ใหม่คาดว่าจะลดลงจากปีก่อน เพราะปีนี้จะมีการส่งมอบคอนโดฯ ใหม่เพียง 1 โครงการ คือ Supalai Blue Whale หัวหิน มูลค่า 1.2 พันล้านบาท (ยอดขาย 72% และโอนฯ 3Q68) เทียบกับปีก่อนมี 5 โครงการใหม่ก่อสร้างเสร็จ ขณะที่กลุ่มแนวราบยังเผชิญกับอุปทานเพิ่ม, การแข่งขันมากขึ้น และกำลังซื้อยังไม่ดี คาดทำให้การรับรู้รายได้ขายอสังหาฯ ลดลง 6% อยู่ที่ 2.9 หมื่นล้านบาท (ใกล้เคียงเป้าบริษัท) และ Gross Margin ขายฯ ประเมินลงมาที่ 37.1% จากเฉลี่ย 37.7% ปีก่อน จากการเปลี่ยนแปลงของ Product Mix ที่มีการโอนกรรมสิทธิ์คอนโดฯ ลดลง และปกติมาร์จิ้นคอนโดฯ ดีกว่าแนวราบ ทั้งนี้แม้คาดการณ์รับรู้ส่วนแบ่งกำไรบริษัทจากการลงทุนในออสเตรเลียจะเพิ่มขึ้นเกือบ 2 เท่าตัวจากปีก่อน อยู่ที่ 753 ล้านบาท แต่ก็ไม่เพียงพอที่จะช่วยให้อำไรปี 2568 สูงขึ้นจากปี 2567

คงแนะนำ Neutral....เป็นผล 2H67 หุ่นละ 0.85 บาท หรือ 5.3%

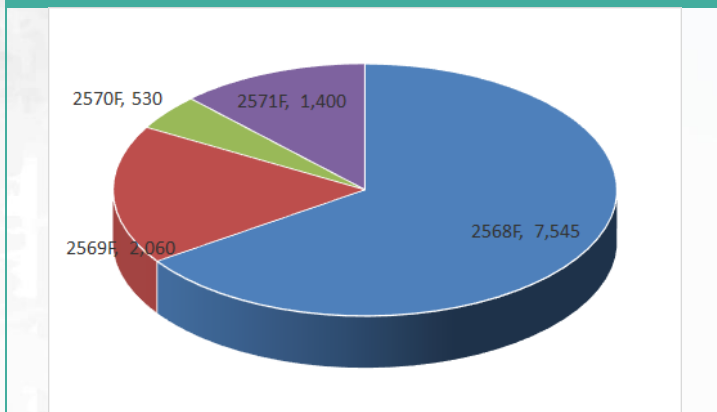
แม้กำไร 4Q67 ที่ออกมาดีกว่าคาด และประกาศเป็นผล 2H67 หุ่นละ 0.85 บาท (XD 20 พ.ค. 2568) หรือ 5.3% ทำให้ทั้งปี 2567 จ่ายปันผลรวม 1.45 บาท/หุ้น เท่ากับปี 2566 (เทียบเป็น Div Payout 46%) คาดสร้างผลกระทบเชิงบวกต่อราคาหุ้น แต่ด้วยการดำเนินงานปี 2568 ที่มีทำทายมากยิ่งขึ้น หลังมี Backlog รอรับรู้รายได้ปีนี้ไม่มาก 7.5 พันล้านบาท (หรือรองรับเป้าโอนฯ สัดส่วน 26%) ทำให้ต้องใช้กำลังมากขึ้นในการสร้างยอดขายและโอนฯ ภายใต้ภาวะตลาดฯ ที่ยังอ่อนแอ ขณะที่ทิศทางกำไร 1Q68 คาดอ่อนตัว qoq (แต่ดีขึ้นจากฐานต่ำมากปีก่อน) จึงคงแนะนำ Neutral ภายใต้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2568 ที่ 23.00 บาท (อิง PER 8 เท่า)

ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

Key Data (ล้านบาท)	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	% YoY	% QoQ	2567	2566	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	5,734	8,165	7,166	10,111	4,580	7,942	9,836	8,837	-12.6%	-10.2%	31,194	31,177	0.1%
รายได้ขายอสังหาริมทรัพย์	5,641	8,089	7,089	10,017	4,472	7,858	9,753	8,733	-12.8%	-10.5%	30,817	30,836	-0.1%
ต้นทุนรวม	3,638	5,306	4,546	6,580	2,919	5,071	5,943	5,498	-16.5%	-7.5%	19,431	20,071	-3.2%
ต้นทุนขาย	3,586	5,256	4,498	6,527	2,864	5,022	5,882	5,416	-17.0%	-7.9%	19,184	19,866	-3.4%
กำไรขั้นต้น	2,096	2,859	2,620	3,531	1,661	2,870	3,892	3,339	-5.4%	-14.2%	11,763	11,106	5.9%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	815	957	982	1,103	781	1,008	1,319	1,193	8.2%	-9.5%	4,302	3,857	11.5%
ส่วนแบ่งกำไรบริหารรวม	66	127	4	49	0	237	39	117	136.5%	197.5%	394	247	59.5%
กำไรสุทธิ	1,080	1,701	1,191	2,018	614	1,599	1,989	1,988	-1.5%	0.0%	6,190	5,989	3.3%
Norm Profit	1,080	1,701	1,191	2,018	614	1,599	1,989	1,988	-1.5%	0.0%	6,190	5,989	3.3%
Norm EPS	0.55	0.87	0.61	1.03	0.31	0.82	1.02	1.02	-1.5%	0.0%	3.17	3.07	
Gross Margin เฉลี่ย (%)	36.6%	35.0%	36.6%	34.9%	36.3%	36.1%	39.6%	37.8%			37.7%	35.6%	
Gross Margin ขายอสังหาริมทรัพย์ (%)	36.4%	35.0%	36.6%	34.8%	36.0%	36.1%	39.7%	38.0%			37.7%	35.6%	
SG&A/Sales	14.2%	11.7%	13.7%	10.9%	17.1%	12.7%	13.4%	13.5%			13.8%	12.4%	
Norm Profit Margin (%)	18.8%	20.8%	16.6%	20.0%	13.4%	20.1%	20.2%	22.5%			19.8%	19.2%	

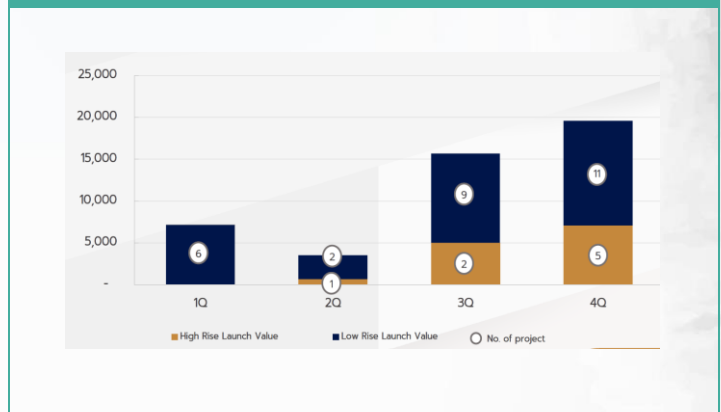
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

BACKLOG สิ้น 4Q67 รวม 1.15 หมื่นล้านบาท



ที่มา : SPALI และ รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

แผนเปิดโครงการใหม่ปี 2568



ที่มา : SPALI และ รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

คอนโดฯ ใหม่ที่มีกำหนดโอนฯ ปี 2568



ที่มา : SPALI และ รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยง

1. ตัวแปรสำคัญที่มีผลต่อการตัดสินใจซื้อที่อยู่อาศัยได้แก่ ความเชื่อมั่นต่อการสร้างรายได้ในอนาคตของผู้ซื้อ หากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไม่เป็นไปตามที่คาด ก็จะกระทบความเชื่อมั่นของผู้บริโภคในการตัดสินใจซื้อโครงการ ส่งผลให้ยอดขายและยอดโอนไม่เป็นไปตามเป้าหมายได้
2. ระดับการแข่งขันในอุตสาหกรรมรุนแรงขึ้นต่อเนื่อง อาจทำให้การควบคุมเรื่องประสิทธิภาพการดำเนินงานทำได้ยากขึ้น

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-70 ของ SPAL

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
รายได้ธุรกิจหลัก	31,194	29,375	30,314	31,263					
ต้นทุนขาย	19,431	18,486	19,077	19,674	กำไรสุทธิ	6,190	5,636	5,862	6,068
กำไรขั้นต้น	11,763	10,888	11,237	11,589	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	2,795	2,434	2,519	2,591
ค่าใช้จ่ายในการขาย	4,302	4,112	4,244	4,377	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	203	223	246	270
ดอกเบี้ยจ่าย	709	735	757	770	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	394	753	828	870	ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.ร่วม	(394)	-	-	-
รายได้อื่น	790	541	560	576	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(9,481)	(6,725)	(6,548)	(6,842)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	7,937	7,335	7,624	7,888	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	(687)	1,568	2,079	2,087
ภาษีเงินได้	1,665	1,614	1,677	1,735					
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(82)	(85)	(85)	(85)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	(1,939)	-	-	-
กำไรสุทธิ	6,190	5,636	5,862	6,068	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(212)	(435)	(479)	(527)
EPS	3.17	2.89	3.00	3.11	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(2,151)	(435)	(479)	(527)
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	6,190	5,636	5,862	6,068					
Norm EPS	3.17	2.89	3.00	3.11	เพิ่ม/ลด เงินกู้	6,631	1,659	1,123	1,222
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
การเติบโตของยอดขาย	0.1%	-5.8%	3.2%	3.1%	เพิ่ม/ลด ส่วนทุนอื่นๆ	(21)	-	-	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	3.3%	-8.9%	4.0%	3.5%	ลด จ่ายปันผล	(2,636)	(2,685)	(2,588)	(2,734)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	37.7%	37.1%	37.1%	37.1%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	3,973	(1,027)	(1,465)	(1,513)
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	19.8%	19.2%	19.3%	19.4%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	412	107	135	48
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
รายได้ธุรกิจหลัก	4,580	7,942	9,836	8,837	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	5,123	5,230	5,365	5,412
ต้นทุนขาย	2,919	5,071	5,943	5,498	ลูกหนี้การค้า	111	80	83	86
กำไรขั้นต้น	1,661	2,870	3,892	3,339	สินค้าคงคลัง	75,641	79,423	83,395	87,564
ค่าใช้จ่ายในการขาย	781	1,008	1,319	1,193	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	376	376	376	376
ดอกเบี้ยจ่าย	145	158	201	205	เงินลงทุนระยะยาว	3,339	3,339	3,339	3,339
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	0	237	39	117	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	4,352	4,787	5,265	5,792
รายได้อื่น	94	191	149	356	สินทรัพย์รวม	96,231	100,525	105,112	109,858
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	830	2,132	2,561	2,414	เจ้าหนี้การค้า	3,693	3,292	3,397	3,504
ภาษีเงินได้	199	510	558	399	เงินกู้ยืมระยะสั้น/ครบกำหนดใน 1 ปี	26,256	14,514	17,183	20,523
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(17)	(23)	(14)	(27)	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	3,419	3,419	3,419	3,419
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	เงินกู้ยืมระยะยาว/หุ้นกู้	7,931	21,332	19,786	17,667
กำไรสุทธิ	614	1,599	1,989	1,988	หนี้สินรวม	42,011	43,268	44,497	45,825
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	614	1,599	1,989	1,988	ทุนที่ชำระแล้ว	1,953	1,953	1,953	1,953
					ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,499	1,499	1,499	1,499
					กำไรสะสม	52,207	55,157	58,432	61,765
ยอดขาย (QoQ)	-54.7%	73.4%	23.8%	-10.2%	ส่วนของผู้ถือหุ้น	53,176	56,126	59,401	62,734
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	36.3%	36.1%	39.6%	37.8%	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	1,045	1,130	1,215	1,300
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	-69.6%	160.6%	24.4%	0.0%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	96,231	100,525	105,112	109,858
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการประมาณการ (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	2.44	4.01	3.72	3.40	Presale ระหว่างงวด	26,743	28,690	30,075	31,504
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.17	0.27	0.24	0.21	การบันทึกรายได้จากการขาย	30,817	28,977	29,897	30,825
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.26	0.24	0.23	0.23	รายได้ค่าเช่าและบริการ	378	397	417	438
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.64	5.29	5.70	5.70	Gross Margin เฉลี่ย (%)	37.7%	37.1%	37.1%	37.1%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.79	0.77	0.75	0.73	Norm Profit Margin (%)	19.8%	19.2%	19.3%	19.4%
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.55	0.55	0.53	0.52	SG&A/Sale (%)	13.8%	14.0%	14.0%	14.0%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	6.8%	5.7%	5.7%	5.6%	Effective Tax Rate (%)	21.0%	22.0%	22.0%	22.0%

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส