

## กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ - ธุรกิจที่อยู่อาศัยเพื่อขาย

# Industry Update

### 2H47 ผลประกอบการที่ดีผลักดันราคาหุ้นได้หรือไม่?

- ~ ราคาหุ้นถูกกระแสกดดันจนต่ำกว่าพื้นฐาน กระแสในเชิงลบ ไม่ว่าจะเป็นโอกาสการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย, วัสดุก่อสร้างราคาสูงขึ้น, การแข่งขันที่รุนแรงขึ้น ตลอดจนผลประกอบการ 1Q47 ที่อ่อนตัวลง กดดันให้ราคาหุ้นในกลุ่มธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย อ่อนตัวลงมานับตั้งแต่ปลายปี 2546 จนถึงปัจจุบันราคาหุ้นอยู่ต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐานโดยมีค่า P/E ต่ำกว่า 8 เท่า
- ~ ดอกเบี้ยขึ้น 1% กระทบฐานกำไรลดลงไม่เกิน 3.24% ขณะที่กำลังซื้อมีกลไกหลายประการช่วย บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายมียอดหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยรวม 8.28 หมื่นล้านบาท ซึ่งหากดอกเบี้ยปรับขึ้น 1% จะทำให้ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้น 828 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนเพียง 3.24% ของฐานกำไรรวม ซึ่งเป็นผลกระทบสูงสุด ขณะที่กำลังซื้อเชื่อว่าจะไม่ลดลงเนื่องจากมีกลไกหลายตัวที่ช่วยลดผลกระทบ
- ~ ราคาวัสดุก่อสร้างเพิ่ม 30% กระทบราคาขาย 3.45 - 7.28% การเพิ่มขึ้นของราคาบ้านอันเนื่องมาจากการปรับตัวขึ้นของราคาวัสดุก่อสร้าง 30% อยู่ในกรอบที่ผู้บริโภคยอมรับได้ ขณะที่ผู้ประกอบการทยอยปรับราคาขายขึ้นตั้งแต่ปลายปี 2546
- ~ 1Q47 ผลประกอบการต่ำสุดของปี เชื่อว่าผลประกอบการ 1Q47 เป็นจุดต่ำสุดของปี 2547 คาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวของผลประกอบการอย่างรุนแรงในงวด 2Q47 เป็นต้นไป ซึ่งน่าจะมีน้ำหนักพอที่จะผลักดันราคาหุ้นขึ้นไปอีกครั้งหนึ่ง
- ~ 5 หุ้นเด่นที่เป็นทางเลือกที่ดีสำหรับการลงทุน ฝ่ายวิจัยคัดเลือกหุ้น 5 บริษัท ที่คิดว่าเป็นทางเลือกที่ดีสำหรับการลงทุนในหุ้นกลุ่มพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายได้แก่ LH, LPN, NOBLE, QH และ SIRI โดยหวังผลตอบแทนในระยะ 6 เดือน

คำแนะนำการลงทุน

มากกว่าตลาด

29/06/47

ดัชนีหมวด : 131.23

ดัชนีตลาดข : 651.86

จำนวนการซื้อขายเฉลี่ย/วัน  
2,380 ล้านบาท

การเคลื่อนไหวราคาเชิงเปรียบเทียบ

	%	1M	3M	12M
SECTOR	-2	-20	+27	
เทียบ SET	-4	-19	-11	

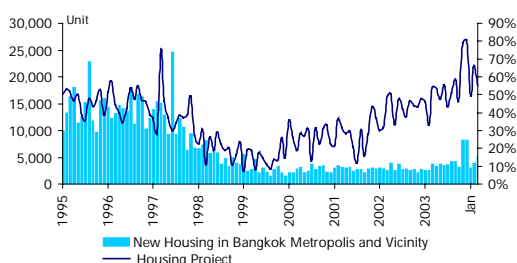
(หน่วย : ล้านบาท)	2540	2541	2542	2543	2544	2545	2546	1Q47
รายได้จากการดำเนินงาน	26,287	17,908	18,822	15,163	19,536	33,558	54,850	10,035
ต้นทุนขายและบริการ	19,846	16,327	11,611	13,777	13,391	21,717	32,190	6,192
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	8,752	5,360	5,076	4,329	3,235	3,987	5,185	1,975
ดอกเบี้ยจ่าย	4,204	9,432	8,754	8,253	2,854	1,267	954	189
EBITDA	157	-684	4,730	(736)	4,102	9,354	20,744	2,614
รายการพิเศษ	-31,589	-2,955	(1)	(6,252)	1,122	3,477	3,461	873
กำไรสุทธิ	-39,705	-12,393	(5,450)	(11,200)	1,499	9,697	16,304	2,414
หนี้สินสุทธิ (Net Debt)	141,232	153,378	156,041	143,918	66,359	59,482	36,803	39,467
ส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิ	51,506	36,118	30,921	16,952	32,254	49,137	69,753	75,611
<b>อัตราส่วนทางการเงิน</b>	<b>2540</b>	<b>2541</b>	<b>2542</b>	<b>2543</b>	<b>2544</b>	<b>2545</b>	<b>2546</b>	<b>1Q47</b>
Gross Margin	24.50%	8.82%	38.31%	9.14%	31.46%	35.28%	41.31%	38.30%
SG&A/Sales	33.29%	29.93%	26.97%	28.55%	16.56%	11.88%	9.45%	19.68%
Net Gearing	2.74	4.25	5.05	8.49	2.06	1.21	0.53	0.52

ที่มา: Asia Plus

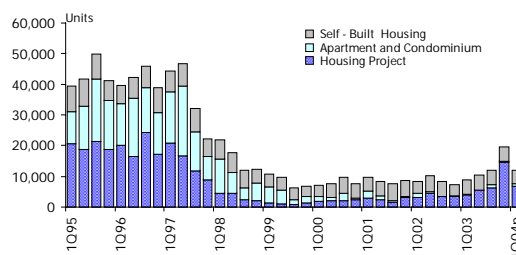
## ธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย ความโดดเด่นของผลประกอบการอยู่ในช่วง 2H47

กำลังซื้อที่อยู่อาศัยในงวด 1Q47 ลดลงน้อยกว่าที่คิด

### บ้านจดทะเบียนใหม่ในส่วนของโครงการจัดสรรลดลง QoQ แต่เพิ่มขึ้น 76.4% YoY



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย / รอส.



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย / รอส.

กำลังซื้อในอนาคต (บางส่วนควรเกิดขึ้นในงวด 1Q47) ที่ถูกดึงเข้ามาเกิดในงวด 4Q46 เพื่อรับสิทธิประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นภาครัฐ เฉพาะอย่างยิ่งค่าธรรมเนียมการโอน และค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน ส่งผลทำให้ตัวเลขการจดทะเบียนบ้านใหม่ในส่วนที่มาจากโครงการจัดสรร กระจุยตัวอยู่ในช่วงเวลาดังกล่าวเป็นจำนวนมาก โดยจากตัวเลขที่รายงานโดยธนาคารแห่งประเทศไทย และธนาคารอาคารสงเคราะห์ พบว่าในงวด 4Q46 การโอนบ้านจากโครงการบ้านจัดสรรมีมากถึง 14,985 หน่วย คิดเป็นสัดส่วนถึง 46.8% ของยอดจดทะเบียนทั้งปี 2546 ภายใต้สถานการณ์ดังกล่าวทำให้ยอดการจดทะเบียนบ้านใหม่จากโครงการจัดสรรในงวด 1Q47 หดตัวลงมาอยู่ที่ 7,444 หน่วย แต่อย่างไรก็ตามเมื่อเทียบกับงวด 1Q46 พบว่ามีการขยายตัวเพิ่มขึ้นถึง 76.4% โดยการขยายตัวดังกล่าวเกิดจากโครงการบ้านจัดสรรแนวราบที่เพิ่มขึ้นจาก 3,999 หน่วย เป็น 6,846 หน่วย ขณะที่โครงการจัดสรรแนวสูงหรือคอนโดมิเนียมปรับเพิ่มขึ้นจาก 220 หน่วย เป็น 598 หน่วย

ตัวเลขที่น่าสนใจอีกประการหนึ่งจากการเคลื่อนไหวในธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายในช่วงที่ผ่านมา ได้แก่ สัดส่วนของบ้านที่มาจากพัฒนาของผู้ประกอบการในธุรกิจจัดสรร มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในงวด 1Q47 อยู่ที่ระดับ 62.39% ของจำนวนบ้านจดทะเบียนรวม เทียบกับช่วงเดียวกันของปี 2546 ซึ่งมีสัดส่วนเพียง 48.14% ตัวเลขดังกล่าวสะท้อนภาพที่เป็นบวกสำหรับธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายหลายประการ ไม่ว่าจะเป็นระดับความน่าเชื่อถือของผู้ประกอบการในสายตาของผู้บริโภค, การพัฒนาปรับปรุงรูปแบบสินค้าที่ตรงใจผู้บริโภคมากขึ้น และความพร้อมของผู้ประกอบการ

### การจดทะเบียนบ้านใหม่จากโครงการจัดสรร (รวมคอนโดมิเนียม) รายไตรมาส

งวดปี	จำนวนหลัง					%				
	1Q	2Q	3Q	4Q	ยอดรวม	1Q	2Q	3Q	4Q	ยอดรวม
2538	30,988	32,867	41,637	34,809	140,301	22.1%	23.4%	29.7%	24.8%	100.0%
2539	33,672	35,436	38,833	30,785	138,726	24.3%	25.5%	28.0%	22.2%	100.0%
2540	37,507	39,434	24,597	16,399	117,937	31.8%	33.4%	20.9%	13.9%	100.0%
2541	15,572	11,329	6,312	7,935	41,148	37.8%	27.5%	15.3%	19.3%	100.0%
2542	6,500	5,440	2,460	3,485	17,885	36.3%	30.4%	13.8%	19.5%	100.0%
2543	3,404	3,180	4,455	2,925	13,964	24.4%	22.8%	31.9%	20.9%	100.0%
2544	5,107	3,590	2,199	3,488	14,384	35.5%	25.0%	15.3%	24.2%	100.0%
2545	4,307	5,017	3,454	3,564	16,342	26.4%	30.7%	21.1%	21.8%	100.0%
2546	4,219	5,586	7,206	14,985	31,996	13.2%	17.5%	22.5%	46.8%	100.0%
1Q04	7,444				7,444	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.
ค่าเฉลี่ย	15,697	15,764	14,573	13,153	59,187	28.0%	26.2%	22.1%	23.7%	100.0%

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย/ รอส./ รวบรวมโดย Asia Plus

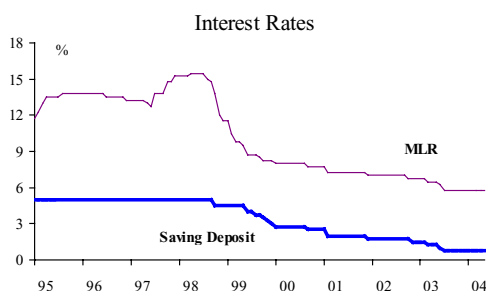
## การจดทะเบียนบ้านใหม่ / การบันทึกรายได้ในแต่ละไตรมาส ไม่มีรูปแบบที่ชัดเจน ขึ้นอยู่กับสถานการณ์

ถึงแม้ตัวเลขการจดทะเบียนบ้านใหม่ จะไม่ใช่ตัวแทนที่ดีที่จะบ่งชี้สถานการณ์การขายบ้านในแต่ละช่วงเวลา เนื่องจากการจดทะเบียนบ้านใหม่โดยทั่วไป มักจะเกิดขึ้นหลังการทำสัญญาซื้อขายระยะหนึ่ง ซึ่งจะสั้นหรือยาวขึ้นอยู่กับประเภทของโครงการ อย่างเช่นหากเป็นโครงการคอนโดมิเนียม อาจเกิดขึ้นหลังการขาย 10-18 เดือน, บ้านเดี่ยวหลังสร้างประมาณ 6-8 เดือน ขณะที่บ้านสร้างก่อนขายใช้เวลาเพียง 1 เดือน แต่อย่างไรก็ตามฝ่ายวิจัยเห็นว่า ด้วยเงื่อนไขการขายที่เป็นอยู่ และวิธีการบันทึกรายได้ทางบัญชี ที่ทำให้ผู้ประกอบการส่วนใหญ่มีการบันทึกรายได้เมื่อมีการโอนกรรมสิทธิ์ให้กับลูกค้า ตัวเลขการจดทะเบียนบ้านใหม่ดังกล่าวมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับการบันทึกรายได้ ฝ่ายวิจัยพยายามศึกษาว่าการจดทะเบียนบ้านใหม่ในแต่ละไตรมาสของปี มีรูปแบบที่ชัดเจนหรือไม่ ซึ่งจากการจัดเก็บตัวเลขการจดทะเบียนบ้านใหม่รายไตรมาส (เฉพาะบ้านจากโครงการจัดสรร) ตามที่แสดงในตารางข้างต้น ฝ่ายวิจัยพบว่า ในช่วงปี 2538-2539 การจดทะเบียนกันในแต่ละไตรมาสค่อนข้างจะอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกัน, ต่อมาในช่วงปี 2540-2544 ซึ่งเป็นช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ พบว่าสัดส่วนการจดทะเบียนฯ ในช่วงไตรมาสที่ 1 และไตรมาสที่ 2 มีสัดส่วนที่สูงกว่าในช่วงครึ่งหลังของปี แต่พอลกลับมาในช่วงปี 2545-2546 กลับพบว่าสัดส่วนการจดทะเบียนในช่วงครึ่งหลังของปีมีสัดส่วนที่สูงกว่า เฉพาะอย่างยิ่งในงวดปี 2546 ซึ่งเป็นปีที่สิ้นสุดอายุมาตรการกระตุ้นธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ พบว่าสัดส่วนของการจดทะเบียนครึ่งหลังของปีมีสัดส่วนที่สูงถึง 69.3% ซึ่งจากการประมวลข้อมูลดังกล่าว ฝ่ายวิจัยเห็นว่า การจดทะเบียนบ้านใหม่ และการบันทึกรายได้จากการขายทางบัญชี ในแต่ละไตรมาสของปี ไม่มีรูปแบบที่ชัดเจน ทั้งนี้การเปลี่ยนแปลงในแต่ละปีขึ้นอยู่กับเหตุการณ์ในแต่ละช่วงเวลา สำหรับในงวดปี 2547 ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าการจดทะเบียนบ้านใหม่ และการบันทึกรายได้ทางบัญชี น่าจะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีเป็นส่วนใหญ่ ทั้งนี้เนื่องจาก

- การเร่งโอนกรรมสิทธิ์ในช่วงปลายปี 2546 ทำให้สถานะในช่วงปลาย ผู้ประกอบการส่วนใหญ่มีสต็อกบ้านเหลืออยู่ค่อนข้างน้อย โดยจากการสอบถามผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนพบว่า มีบางส่วนที่ลูกค้าซื้อโอนกรรมสิทธิ์ก่อน ในขณะที่บ้านยังสร้างไม่เสร็จ และบางส่วนมีการแยกให้ออนที่ดินเปล่าให้กับลูกค้าก่อน แล้วทำการสร้างบ้านในภายหลัง ภายใต้สถานการณ์ดังกล่าวทำให้ในช่วงครึ่งแรกของปี ผู้ประกอบการส่วนใหญ่ที่มีกลยุทธ์สร้างบ้านก่อนขายต้องมีการสั่งสร้างบ้านใหม่เตรียมไว้เฝ้าสต็อก ซึ่งด้วยระยะเวลาการก่อสร้างบ้านเดียวที่ต้องใช้ระยะเวลาประมาณ 6-8 เดือน ทำให้บ้านส่วนใหญ่ไปแล้วเสร็จและพร้อมโอนในงวดครึ่งหลังของปี
- ในส่วนของผู้ประกอบการที่ขายบ้านแบบสั่งสร้าง ในช่วง 1Q47 พบว่ากำลังซื้อมีการอ่อนตัวลงไป ก่อนที่จะเริ่มกลับมาในช่วงเดือน มี.ค.47 และมีความชัดเจนขึ้นเป็นลำดับ สาเหตุดังกล่าวทำให้บ้านที่เริ่มขายดีชัดเจนในงวด 2Q47 จะต้องไปโอนกรรมสิทธิ์ในช่วงครึ่งปีหลัง
- ช่วงต้นปี 2547 ผู้ประกอบการส่วนใหญ่มีความเห็นตรงกันว่า กำลังซื้อที่อยู่อาศัย มีทิศทางที่ชะลอตัวลง ทำให้ไม่มีการออกแคมเปญทางการตลาดเพื่อกระตุ้นกำลังซื้อมากนัก ผู้ประกอบการส่วนใหญ่จะมีแผนที่จะออกแคมเปญเพื่อกระตุ้นกำลังซื้อตั้งแต่ 2Q47 เป็นต้นไป ซึ่งผลที่จะเกิดขึ้นส่วนใหญ่ก็น่าจะเป็นในช่วงครึ่งหลังของปีเช่นกัน

## ดอกเบี้ยขึ้นจากฐานที่เป็นอยู่ในปัจจุบันน่ากลัวจริงหรือ ?

### ทิศทางอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และเงินกู้



อัตราดอกเบี้ยในประเทศอยู่ในแนวโน้มลงมาตั้งแต่กลางปี 2541 โดยอัตราดอกเบี้ย MLR ลดลงจากระดับสูงสุดที่ 17% มาอยู่ที่ระดับต่ำสุดในปัจจุบันที่ 5.75% ขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ปรับลดลงมาอยู่ที่ระดับต่ำสุดเพียง 0.75% ฐานดอกเบี้ยที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน ถือเป็นฐานที่ต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ สำหรับแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยเชื่อว่ามีโอกาสที่จะปรับฐานสูงขึ้น อย่างค่อยเป็นค่อยไป ทั้งนี้มีสภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงิน ทำหน้าที่เป็นกลไกชะลออัตราการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ย

ที่มา: BBL

เหตุเพราะทั้งในฝั่งผู้ซื้อและผู้ขายในธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย มักมีความจำเป็นต้องพึ่งพาเงินกู้เป็นหลัก ทำให้ธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับทิศทางอัตราดอกเบี้ย ภายใต้สถานการณ์ที่มีความเป็นไปได้ที่อัตราดอกเบี้ยจะปรับตัวสูงขึ้น หนี้ในกลุ่มธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายจึงอยู่ภายใต้แรงกดดัน แต่อย่างไรก็ตามฝ่ายวิจัยเห็นว่าแรงกดดันที่เกิดขึ้นกับราคาหุ้นกลุ่มพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายอยู่ในระดับที่รุนแรงเกินความเป็นจริง และเพื่อให้เห็นภาพที่ชัดเจน ฝ่ายวิจัยได้แยกการวิเคราะห์ผลกระทบจากการปรับตัวขึ้นของอัตราดอกเบี้ยออกเป็น 2 ส่วนคือส่วนของผู้ประกอบการ และ ส่วนของผู้ซื้อ

- ในฝั่งของผู้ประกอบการ ดอกเบี้ยขึ้น 1% กระทบฐานกำไรสูงสุดไม่เกิน 3.24% ผลกระทบโดยตรงจากการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในส่วนของผู้ขายหรือผู้ประกอบการในธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย ได้แก่เรื่องของภาระดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งฝ่ายวิจัยได้รวบรวมตัวเลขภาระหนี้สินของบริษัทจดทะเบียน ณ สิ้น 1Q47 เข้ามาเพื่อทำการศึกษา ซึ่งพบว่า บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจนี้มียอด Net Debt รวม 60,991 ล้านบาท แยกเป็นภาระหนี้สินเฉพาะส่วนที่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย 82,834 ล้านบาท ขณะที่ยอดเงินสดและเงินลงทุนโดยรวมมีมูลค่าสูงถึง 21,842 ล้านบาท ซึ่งถือเป็นธุรกิจที่มีสภาพคล่องทางการเงินเหลือค่อนข้างมาก ในการศึกษาเพื่อหาผลกระทบสูงสุดในเรื่องของภาระดอกเบี้ยจ่ายหากอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น 1% ได้จัดทำโดยการนำอัตราดอกเบี้ยส่วนเพิ่ม 1% ไปคูณกับยอดหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ซึ่งผลสรุปที่ได้ออกมาพบว่า จะทำให้ผู้ประกอบการในธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายมีภาระดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้น 828.34 ล้านบาท แต่ทั้งนี้นับเป็นผลกระทบที่เกิดขึ้นสูงสุด โดยผลกระทบจากดอกเบี้ยส่วนเพิ่มดังกล่าว จะกระจายเข้าไปอยู่ในส่วนของต้นทุนขายเป็นบางส่วน (คาดว่าเฉลี่ยประมาณ 50% ของภาระดอกเบี้ยจ่ายรวม) และส่วนที่เหลือจะถูกบันทึกเป็นรายการดอกเบี้ยจ่ายที่ปรากฏในงบกำไรขาดทุน

#### ภาระหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย ณ สิ้น 1Q47

(หน่วย: ล้านบาท)	หนี้สินสุทธิ	หนี้ที่มีภาระดอกเบี้ย	เงินสดและเงินลงทุนฯ	ดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้นทุก 1%
AP	2,475.69	2,803.99	328.30	28.04
B-LAND	21,524.60	24,850.84	3,326.25	248.51
ESTAR	-1,478.82	5.38	1,484.20	0.05
KMC	429.37	3,020.64	2,591.27	30.21
KTP	270.96	296.96	26.00	2.97
GOLD	5,507.91	6,602.95	1,095.04	66.03
LALIN	433.57	614.21	180.64	6.14
LH	3,678.19	9,319.23	5,641.04	93.19
MK	2,803.96	2,807.10	3.14	28.07
NOBLE	565.65	1,416.19	850.54	14.16
QH	7,779.38	8,308.27	528.89	83.08
SAMCO	400.27	409.18	8.91	4.09
SC	1,978.55	2,612.33	633.78	26.12
SUPALI	568.66	1,531.47	962.81	15.31
SIRI	7,139.73	9,716.58	2,576.85	97.17
LPN	904.33	1,013.55	109.22	10.14
PF	5,044.32	5,297.77	253.45	52.98
NCH	705.54	1,137.14	431.60	11.37
AREEYA	259.57	1,070.10	810.53	10.70
<b>ยอดรวมทุกบริษัท</b>	<b>60,991.42</b>	<b>82,833.86</b>	<b>21,842.44</b>	<b>828.34</b>
<b>Asia Plus</b>	<b>37,573.62</b>	<b>50,363.40</b>	<b>12,789.78</b>	<b>503.63</b>
ฐานกำไรจากการดำเนินงานปี 2547ของบริษัทที่อยู่ใน Asia Plus Coverage (ล้านบาท)				15,567.96
ผลกระทบสูงสุดต่อฐานกำไรจากการดำเนินงาน กรณีอัตราดอกเบี้ยปรับขึ้น 1% (เฉพาะบริษัทใน Asia Plus Coverage จำนวน 13 บริษัท)				3.24%

ที่มา: Asia Plus

อย่างไรก็ตามในข้อเท็จจริงพบว่าต้นทุนการเงินบางส่วนของผู้ประกอบการ เป็นต้นทุนการเงินที่ถูกกำหนดเป็นอัตราคงที่ ซึ่งเกิดจากการระดมเงินทุนผ่านการออกหุ้นกู้, ตัวแลกเงิน หรือบางส่วนอาจมีการกำหนดเป็นอัตราคงที่ตามสัญญาการปรับโครงสร้างหนี้ตามข้อตกลงในอดีต ซึ่งหนี้สินประเภทดังกล่าวไม่มีความอ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ย จากการศึกษาข้อมูลโครงสร้างหนี้เฉพาะบริษัทที่อยู่ใน Coverage ของฝ่ายวิจัยจำนวน 12 บริษัท จากยอดรวม 19 บริษัท พบว่ามียอดหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายรวม 50,363 ล้านบาท และได้รับผลกระทบจากภาระดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้นตามวิธีการที่คำนวณข้างต้นประมาณ 503.63 ล้านบาท เทียบกับฐานกำไรจากการดำเนินงานงวดปี 2547 ซึ่งคาดว่าจะอยู่ที่ 15,568 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนเพียง 3.24% แต่อย่างไรก็ตามฝ่ายวิจัยพบว่า จากโครงสร้างหนี้ของบริษัทที่อยู่ใน Coverage มีหนี้สัดส่วนประมาณ 42% ซึ่งมีต้นทุนทางการเงินที่กำหนดไว้คงที่ ทำให้ผลกระทบสุทธิที่จะเกิดขึ้นกับฐานกำไรน่าจะอยู่ในระดับที่ต่ำเพียง 1.88% นับเป็นผลกระทบที่อยู่ในระดับต่ำ

- ดอกเบี้ยขึ้น 1% กำลังซื้อลดลง 10-11% แต่ยังไม่มีความสำคัญเพียงพอที่จะหยุดกำลังซื้อ จากการศึกษาอัตราการผ่อนชำระของผู้ซื้อบ้าน โดยกำหนดให้อัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น ได้ข้อสรุปตามตารางที่แสดงต่อไปนี้

#### ภาระการผ่อนชำระที่เพิ่มขึ้น จากอัตราที่เพิ่มขึ้น ทุก ๆ 1% (หน่วย: บาท)

วงเงินกู้ / การผ่อนชำระต่อเดือน	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%
1,000,000	4,742	5,278	5,846	6,443	7,068	7,718
% การเปลี่ยนแปลง		11.31%	10.75%	10.21%	9.70%	9.20%
2,000,000	9,484	10,557	11,692	12,886	14,136	15,436
% การเปลี่ยนแปลง		11.31%	10.75%	10.21%	9.70%	9.20%
3,000,000	14,226	15,835	17,538	19,329	21,203	23,154
% การเปลี่ยนแปลง		11.31%	10.75%	10.21%	9.70%	9.20%
4,000,000	18,968	21,113	23,384	25,772	28,271	30,873
% การเปลี่ยนแปลง		11.31%	10.75%	10.21%	9.70%	9.20%
5,000,000	23,711	26,392	29,230	32,215	35,339	38,591
% การเปลี่ยนแปลง		11.31%	10.75%	10.21%	9.70%	9.20%
6,000,000	28,453	31,670	35,075	38,658	42,407	46,308
% การเปลี่ยนแปลง		11.31%	10.75%	10.21%	9.70%	9.20%
7,000,000	33,195	36,949	40,921	45,101	49,475	54,027
% การเปลี่ยนแปลง		11.31%	10.75%	10.21%	9.70%	9.20%
8,000,000	37,937	42,227	46,767	51,544	56,542	61,745
% การเปลี่ยนแปลง		11.31%	10.75%	10.21%	9.70%	9.20%
9,000,000	42,679	47,505	52,613	57,987	63,610	69,463
% การเปลี่ยนแปลง		11.31%	10.75%	10.21%	9.70%	9.20%
10,000,000	47,421	52,784	58,459	64,430	70,678	77,182
% การเปลี่ยนแปลง		11.31%	10.75%	10.21%	9.70%	9.20%

ที่มา: Asia Plus

ทุก ๆ อัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น 1% จะทำให้ภาระการผ่อนชำระของผู้ซื้อบ้านเพิ่มขึ้นเป็นช่วงตั้งแต่ 9.20% จนถึง 11.31% โดยการเพิ่มของอัตราดอกเบี้ยจากฐานที่ต่ำจะส่งผลกระทบต่อแรงกว่าการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยจากฐานที่สูง ดังจะเห็นได้จากการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยจาก 3% เป็น 4% จะทำให้ภาระการผ่อนชำระเพิ่มขึ้น 11.31% ขณะที่การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยจาก 7% เป็น 8% จะทำให้ภาระการผ่อนชำระเพิ่มขึ้น 9.20% การเพิ่มขึ้นของภาระการผ่อนชำระที่มีสาเหตุมาจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น นับเป็นปัจจัยที่บั่นทอนกำลังซื้อให้ลดต่ำลง แต่อย่างไรก็ตามฝ่ายวิจัยเชื่อว่าการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ย

เบี้ยในอัตรา 1% ไม่น่าจะเพียงพอที่จะหยุดกำลังซื้อ เนื่องจากมีกลไกหลายประการที่จะช่วยลดความรุนแรงของผลกระทบ แต่อย่างไรก็ตามผู้ประกอบการอาจจะต้องทำการปรับกลยุทธ์ทางการตลาด เพื่อกำหนดตัวสินค้าให้สอดคล้องกับสถานการณ์กลไกที่ช่วยลดผลกระทบในส่วนของกำลังซื้อที่มีดังต่อไปนี้

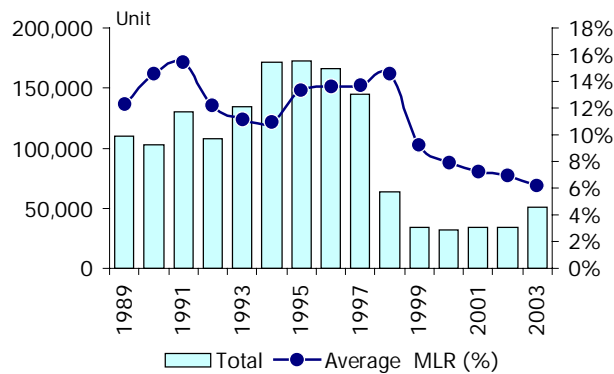
### อัตราดอกเบี้ยและเงื่อนไขการปล่อยสินเชื่อเพื่อซื้อที่อยู่อาศัยที่เสนอโดยธนาคารพาณิชย์ ณ เม.ย.47

Bank	Mortgage Rate	Conditions	Maximum Loan Term
Bangkok Bank	3.25%, 4.25%, 5%	Fixed 1, 2, 3 years, after that MLR+0.5%	25 years
Bank of Ayudhya	3%, 4%, 5%	Fixed 1, 2, 3 years, after that MLR-0.5%	20 years
Siam Commercial Bank	3.75%, 4.75%, 5.75%, 6.75%, 8.75%	Fixed 1, 2, 3, 5, 15 years, after that MLR	30 years
Kasikorn Bank	3%, 4%, 5%	Fixed 1, 2, 3 years, after that MLR-0.75%	30 years
	MLR-3.50%, MLR-2.5% MLR-1.50%	Fixed 1, 2, 3 years, after that MLR-0.75%	30 years
DBS Thai Danu Bank	MLR-0.5%	Fixed 1 year	30 years
Krung Thai Bank	3.5%, 4.25%, 4.75%	Fixed 1, 2, 3, years, after that MLR-0.75%	30 years
	5%, 6%	Fixed 1-2, 3, years, after that MLR	30 years
UOB Radanasin Bank	2.99%, 3.50%	Fixed 1, 2 years, after that MLR-1.50%	25 years
Bank of Asia	3.00%, 4.00%, 5.00%	Fixed 1,2,3-4 years, after that MLR-1.0%	25 years
Thai Military Bank	4.5%, MLR-2%	Fixed 1,2 year, after that MLR-0.5%	25 years
	4%, MLR-2%	Fixed 1,2 year, after that MLR	25 years
	3.75%, MLR-1%	Fixed 1,2 year, after that MLR-0.25%	25 years
	MLR-3.5%, MLR-2.50%	Fixed 1,2 year, after that MLR	25 years
Government Housing Bank	3.00%	Fixed 1 year	30 years
	3.75%, 4%	Fixed 2 years	30 years
	3.25%, 4.25%, 5.25%	Fixed 3 years	30 years
	7.00%	Fixed 5 years after that floating rate <200,000 baht loan MRR, <3,000,000 baht MRR-0.25%, > 3,000,000 baht MRR	30 years
The Government Savings Bank	3.5%, 4.50%, 5.50%	Fixed 3 years	30 years
	3%, 4%, 5%	Fixed 1st-2nd, 3rd, 4 <sup>th</sup> year	30 years
	4.5%, 5%, MLR-1%	Fixed 1st-2nd, 3th-5th year after that floating rate <1,000,000 baht loan MLR-0.25%, <3,000,000 MIR, > 3,000,000 baht MLR+0.25%	30 years
Tisco Finance	4.25%, MLR-2.5%	Fixed 1 years, after that MLR	25 years
	MLR-2.75%, MLR-2.25%, MLR-1.50%	Fixed 1, 2, 3 years, after that MLR	25 years
	4.25%	Fixed 1 years, after that MLR	25 years
Thanachart Bank	1.00%	Smart Home No.1 Fixed 1 years, after that MLR	25 years
	2%, 5%, 4%, 6%	Smart Home 2546 Fixed 1, 2, 3, 4 years, after that MLR	25 years
HSBC Bank	3.10%	Fixed 1 year, after that HML or HML-4.75% then HML (current HML rate is 7.25%)	20 years
	4.00%	Fixed 2 years, after that HML or HML-4.5% then HML (current HML rate is 7.25%)	20 years
	4.50%	Fixed 3 years, after that HML or HML-3% then HML (current HML rate is 7.25%)	20 years

Source : CB Richard Ellis Research

1. ลักษณะของการปล่อยสินเชื่อเพื่อซื้อที่อยู่อาศัยของธนาคารพาณิชย์ในปัจจุบัน สถาบันการเงินมักจะเสน้อัตราดอกเบี้ยคงที่ในระดับต่ำในช่วง 1-3 ปีแรกด้วยอัตราประมาณ 3%-5% หลังจากนั้นจะกำหนดอัตราดอกเบี้ยลอยตัวโดยอิงกับอัตราดอกเบี้ย MLR แต่อย่างไรก็ตามในการกำหนดอัตราค่าธรรมเนียมชำระแต่ละงวด สถาบันการเงินผู้ปล่อยกู้จะคำนวณอัตราค่าธรรมเนียมชำระที่ระดับอัตราดอกเบี้ย 5-7% ตั้งแต่เริ่มต้นผ่อนชำระงวดแรก ซึ่งการกำหนดดังกล่าวนอกจากจะทำให้ผู้ซื้อไม่รู้สึกถึงภาระการผ่อนต่องวดที่เพิ่มขึ้นกรณีอัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้นแล้ว ยังทำให้การลดลงของภาระเงินกู้เกิดขึ้นเร็วกว่าปกติอีกด้วยในช่วงเวลาที่ใช้อัตราดอกเบี้ยคงที่ระดับต่ำ ซึ่งจะทำให้ภาระหนี้สินของผู้ซื้อลดลงมาถึงระดับหนึ่งแล้ว เมื่อต้องเข้าสู่ระดับอัตราดอกเบี้ยลอยตัวในอีก 2-3 ปีหลังการซื้อ
2. แคมเปญส่งเสริมการขายทั้งในส่วนของสถาบันการเงิน และผู้ประกอบการนำเสนอต่อผู้ซื้อที่อยู่อาศัย มีส่วนอย่างมากในการช่วยลดแรงกดดันจากการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ย โดยแคมเปญที่นำเสนอส่วนหนึ่งเป็นการให้สิทธิแก่ลูกค้าที่จะใช้เงินกู้อัตราดอกเบี้ยต่ำตั้งแต่ 0%-2% ในช่วงระยะเวลา 1-2 ปี ขณะที่ผู้ประกอบการบางรายอย่าง SIRI มีการทำสัญญากับธนาคารอิสลามในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยคงที่ตลอดอายุสัญญาเงินกู้ นอกจากนี้เริ่มมีสถาบันการเงินบางแห่งอย่างเช่น SCB มีการเสน้อัตราดอกเบี้ยคงที่ในระยะเวลาที่ยาวถึง 15 ปี (ดูรายละเอียดจากตารางอัตราดอกเบี้ยข้างบน)

### ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับการจดทะเบียนบ้านใหม่



ที่มา : ธนาคารอาคารสงเคราะห์ / BBL.

3. ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นอยู่ในปัจจุบันถือเป็นอัตราที่ต่ำที่สุดเป็นประวัติการณ์ การปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในอนาคตน่าจะเป็นสิ่งที่อยู่ในความคาดหมาย นอกจากนี้หากพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับตัวเลขการจดทะเบียนบ้านใหม่ย้อนหลัง ฝ่ายวิจัยเห็นว่าไม่มีความสัมพันธ์กันมากเท่าที่ควร ดังจะเห็นได้ใน 3 ช่วงเวลาใหญ่ ช่วงแรกในช่วงปี 2532-2534 อัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวขึ้น แต่การจดทะเบียนบ้านใหม่ไม่ได้ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ, ช่วงที่ 2 ในช่วงปี 2537-2540 อัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวขึ้น แต่ตัวเลขการจดทะเบียนบ้านใหม่ก็ไม่ได้ลดลงเช่นกัน และในช่วงที่ 3 ช่วงปี 2541 จนถึง 2545 อัตราดอกเบี้ยลดลงอย่างต่อเนื่องและรุนแรง แต่ตัวเลขการจดทะเบียนบ้านใหม่ก็ไม่ได้เพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดด จากผลดังกล่าวทำให้ฝ่ายวิจัยเห็นว่า น่าจะมีปัจจัยอย่างอื่นที่เป็นตัวกำหนดการตัดสินใจซื้อของผู้บริโภค อย่างเช่นความมั่นใจในความมั่นคงของฐานรายได้ และระดับเงินออม ซึ่งน่าจะเกี่ยวพันโดยตรงกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจโดยรวม
4. ความต้องการบ้านในฐานะเป็นปัจจัยที่จำเป็นในการดำรงชีพ ยังคงมีอยู่อย่างต่อเนื่อง โดยผลการศึกษาของหลายหน่วยงานพบว่าระดับความต้องการที่อยู่อาศัยเพิ่มในแต่ละปีจะอยู่ในช่วงประมาณ 60,000-80,000 หน่วย และถึงแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยจะเพิ่มสูงขึ้นก็ไม่น่าที่จะทำให้ความต้องการดังกล่าวหายไปจากตลาด แต่ฝ่ายวิจัยเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มสูงขึ้น จะทำให้ผู้ซื้อบ้านตัดสินใจซื้อบ้านในระดับราคาที่ลดต่ำลง ซึ่งในประเด็นนี้ผู้ประกอบการก็มีการปรับตัวเพื่อเตรียมรับมือกับกำลังซื้อที่อาจจะลดลงไว้เป็นอย่างดี ดังจะเห็นได้ว่า ผู้ประกอบการส่วนใหญ่จะมีนโยบายลงมาจับตลาดบ้านราคาระดับกลาง-ระดับล่างมากขึ้น ซึ่งกำลังซื้อในตลาดดังกล่าวจนถึงปัจจุบันยังอยู่ในเกณฑ์ที่ดี

5. อีกปัจจัยหนึ่งที่ฝ่ายวิจัยเห็นว่ามอิทธิพลต่อกำลังซื้อค่อนข้างมากคือ การปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงิน ในปัจจุบันที่เปิดโอกาสให้ประชาชนมีบ้านได้ง่ายขึ้น โดยผู้ซื้อบ้านไม่จำเป็นต้องมีเงินเก็บเป็นจำนวนมาก เนื่องจากสถาบันการเงินสามารถปล่อยกู้ได้เกือบ 100% ของมูลค่าหลักประกัน ด้วยรูปแบบดังกล่าวทำให้ผู้ซื้อตัดสินใจซื้อได้ง่ายขึ้น แต่อย่างไรก็ตามผู้ที่ได้ประโยชน์สูงสุดก็คือ ผู้ประกอบการที่ขายบ้านพร้อมอยู่

**ต้นทุนวัสดุก่อสร้างที่เพิ่มขึ้น 30% คิดเป็นสัดส่วน 3.45% - 7.28% ของราคาขาย**

วัสดุก่อสร้างปรับตัวขึ้น 30% กระทบต้นทุนการก่อสร้างเพิ่ม 5-11%

Raw material costs				Construction costs (incl. Labor)				Total costs (incl. Land)			
	Before Increase (%)		After		Before Increase (%)		After		Before Increase		After
<b>Low cost housing :</b>											
Structure	25	30	32.50	Material cost	75	7.5	80.625	Construction	80	10.625	88.50
Architecture&System	75	-	75.00	Labor cost	25	20.0	30.000	Land	20	-	20.00
			<b>107.50</b>				<b>110.625</b>				<b>108.50</b>
<b>Medium-high cost housing :</b>											
Structure	25	30	32.50	Material cost	75	7.5	80.625	Construction	50	10.625	55.31
Architecture&System	75	-	75.00	Labor cost	25	20.0	30.000	Land	50	-	50.00
			<b>107.50</b>				<b>110.625</b>				<b>105.31</b>
<b>Condominium :</b>											
Structure	40	30	52.00	Material cost	75	12.0	84.000	Construction	80	14.00	91.20
Architecture&System	60	-	60.00	Labor cost	25	20.0	30.000	Land	20	-	20.00
			<b>112.00</b>				<b>114.000</b>				<b>111.20</b>

ที่มา : Asian Property Development Plc.

ความกังวลอีกประการหนึ่งของนักลงทุนในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ได้แก่เรื่องของต้นทุนงานก่อสร้างที่ปรับสูงขึ้น อันเนื่องมาจากการปรับตัวสูงขึ้นของราคาวัสดุก่อสร้าง ซึ่งในประเด็นดังกล่าวฝ่ายวิจัยได้รับความรู้จากผู้บริหาร AP ในการวิเคราะห์ต้นทุนที่ปรับเพิ่มขึ้นอันเป็นผลจากการปรับตัวสูงขึ้น จากแผนภาพข้างบนได้แสดงโครงสร้างต้นทุนของงานก่อสร้างบ้าน 3 ระดับ คือบ้านระดับราคาต่ำ, บ้านราคาระดับกลาง-สูง และโครงการประเภทคอนโดมิเนียม ภายใต้สมมุติฐานว่าราคาวัสดุก่อสร้างปรับตัวสูงขึ้น 30% ผลกระทบจนถึงขั้นสุดท้าย จะทำให้ต้นทุนรวมของบ้านประเภทต่างๆ ปรับตัวสูงขึ้น 5.31 – 11.20% โดยโครงการประเภทคอนโดมิเนียมจะมีต้นทุนการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นมากที่สุดมาอยู่ที่ 11.20% เนื่องจากโครงสร้างต้นทุนงานก่อสร้างคิดเป็นสัดส่วนที่สูงถึง 80% ของต้นทุนรวม, รองลงมาได้แก่โครงการบ้านเดี่ยวราคาต่ำ ซึ่งมีสัดส่วนของต้นทุนงานก่อสร้าง 80% ของต้นทุนรวมเช่นกัน พบว่าต้นทุนรวมจะเพิ่มขึ้น 8.5% สำหรับโครงการประเภทที่มีการเพิ่มขึ้นของต้นทุนรวมน้อยที่สุดได้แก่ โครงการบ้านระดับราคากลาง-สูง โดยจะมีต้นทุนงานก่อสร้างรวมเพิ่มขึ้นเพียง 5.31% เนื่องจากมูลค่างานก่อสร้างกับต้นทุนที่ดินคิดเป็นสัดส่วนเท่าๆ กันฝ่ายละ 50% และหากจะวิเคราะห์ไปถึงผลกระทบต่อราคาขาย โดยยึดสมมุติฐานว่าผู้ประกอบการมีการกำหนด Gross Margin ที่ 35% ก็จะได้ผลสรุปในเบื้องต้นว่า ผลกระทบจากการปรับตัวสูงขึ้นของราคาวัสดุก่อสร้างจะทำให้ราคาขายบ้านปรับเพิ่มขึ้น 5.53% สำหรับบ้านระดับราคาต่ำ, 3.45% สำหรับบ้านราคาระดับกลาง-สูง และ 7.28% สำหรับโครงการประเภทคอนโดมิเนียม

จากภาพผลกระทบจากการปรับขึ้นของราคาวัสดุก่อสร้างตามที่กล่าวมาข้างต้น ฝ่ายวิจัยเห็นว่าอยู่ในระดับที่ไม่เกินขีดความสามารถของผู้ประกอบการในการที่จะปรับราคาขายขึ้น ซึ่งจากการติดตามกลยุทธ์การปรับราคาขายของแต่ละบริษัท พบว่าจากช่วงปลายปี 2546 จนถึงปัจจุบัน มีการปรับราคาขายขึ้นมาแล้วอย่างน้อย 2 รอบ ได้แก่ ช่วงปลายปี 2546 และช่วงต้นปี 2547 โดยเมื่อรวมการปรับราคาทั้งหมดน่าจะอยู่ในระดับใกล้ 10% ซึ่งสามารถรองรับต้นทุนงานก่อสร้างที่สูงขึ้นได้

## ภาวะการแข่งขันเป็นเรื่องที่น่ากังวลอยู่บ้าง แต่ เชื่อว่าระดับความรุนแรงยังไม่ถึงขั้นสงครามราคา

ฝ่ายวิจัยได้รวบรวมตัวเลขการโอนฯ ที่อยู่อาศัยในงวดปี 2546 และเป้าหมายการโอนในงวดปี 2547 ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายจำนวน 15 แห่ง จากทั้งหมด 19 แห่งตามรายชื่อปรากฏในตารางด้านล่าง (ส่วนที่เหลืออีก 4 บริษัท ได้แก่ B-LAND, KMC, ESTAR และ KTP ไม่มีข้อมูลนำเสนอ แต่เชื่อว่าจะมีสัดส่วนไม่มากอย่างเป็นนัยสำคัญ)

ผู้ประกอบการ	จำนวน Units โอนฯ ในปี 2546	เป้าหมายการโอนฯ ในปี 2547E	% เปลี่ยนแปลง
AP	1,350	1,500	11.11%
GOLD	179	400	123.22%
LALIN	1,200	1,350	12.50%
LH	2,901	4,000	37.88%
MK	485	650	34.02%
NOBLE	562	640	13.83%
QH	518	600	15.83%
SAMCO	160	210	31.25%
SC	124	215	73.39%
SPALI	1,226	1,200	-2.12%
SIRI	231	616	166.67%
LPN	1,500	1,820	21.33%
PF	683	1,017	48.76%
NCH	1,200	1,000	-16.67%
AREEYA	135	327	142.22%
<b>ยอดรวม (หน่วย)</b>	<b>12,454</b>	<b>15,544</b>	<b>24.81%</b>
<b>จำนวนบ้านจดทะเบียนโดย Developer รวม</b>	<b>31,996</b>	<b>38,395</b>	<b>20.00%</b>
<b>Market Share</b>	<b>38.92%</b>	<b>40.48%</b>	

ที่มา: Asia Plus

หมายเหตุ: ไม่รวม B-LAND, KMC, ESTAR และ KTP

ข้อมูลจากการสำรวจพบว่าในงวดปี 2546 ที่ผ่านมา บริษัทจดทะเบียน 15 แห่งตามรายละเอียดในตาราง มีการโอนกรรมสิทธิ์บ้านให้กับลูกค้ารวมประมาณ 12,454 หน่วย คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 38.92% ของบ้านจดทะเบียนจากโครงการจัดสรรรวมสำหรับทิศทางในงวดปี 2547 ผู้ประกอบการวางแผนการขยายตัวอยู่ที่ค่าเฉลี่ยประมาณ 24.81% ฝ่ายวิจัยได้แบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มที่วางเป้าหมายการขยายตัวการโอนกรรมสิทธิ์บ้านให้ลูกค้าในอัตราที่สูงเกิน 100% กลุ่มที่ 2 เป็นกลุ่มที่มีอัตราการขยายตัวเกินค่าเฉลี่ยอัตราการขยายตัวของกลุ่มคือ 24.81% และกลุ่มที่ 3 เป็นกลุ่มที่มีอัตราการขยายตัวต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มซึ่งได้ผลดังนี้

- 1. กลุ่มที่วางเป้าหมายการโอนกรรมสิทธิ์ขยายตัวมากกว่า 100%** มี 3 ราย ประกอบด้วย SIRI, AREEYA และ GOLD ถึงแม้ทั้ง 3 บริษัทจะวางเป้าหมายอัตราการขยายตัวในอัตราเกิน 100% แต่จำนวนที่อยู่อาศัยรวมที่คาดว่าจะโอนกรรมสิทธิ์ในปี 2547 จากทั้ง 3 บริษัท มีเพียง 1,343 หน่วย หรือคิดเป็นสัดส่วนเพียง 8.64% ของจำนวนหน่วยที่บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายมีแผนจะโอนกรรมสิทธิ์ ทั้งนี้อัตราการขยายตัวที่เห็นเป็นตัวเลขที่สูงเกิดจากการที่บริษัททั้ง 3 แห่งดังกล่าว มีฐานตัวเลขการโอนกรรมสิทธิ์ในงวดปี 2546 ค่อนข้างต่ำ โดยในปี 2546 SIRI และ AREEYA อยู่ในช่วงเริ่มต้นการเปิดตัวโครงการใหม่ ขณะที่ GOLD ประสบปัญหาความล่าช้าในการเปิดโครงการและการก่อสร้างที่ล่าช้า นอกจากนี้ในส่วนของ SIRI พบว่าสัดส่วนการโอนฯ จะประกอบด้วยโครงการประเภทคอนโดมิเนียมมากถึง 216 หน่วย จากยอดรวม 616 หน่วย โดยที่โครงการประเภทคอนโดมิเนียมเป็นโครงการที่ขายไปแล้วตั้งแต่ปี 2546 ดังนั้นฝ่ายวิจัยเห็นว่า การวางเป้าหมายการขยายตัวกว่า 100% ของทั้ง 3 บริษัท จึงไม่น่าจะเพิ่มความรุนแรงในการแข่งขันมากนัก กลุ่มตลาดเป้าหมายของทั้ง 3 บริษัทดังกล่าว อยู่ในกลุ่มกลาง-บน

- 2. กลุ่มที่วางเป้าหมายการโอนกรรมสิทธิ์ขยายตัวมากกว่าค่าเฉลี่ย 24.81%** มีจำนวนทั้งสิ้น 5 บริษัท ประกอบด้วย SC, PF, LH, MK และ SAMCO มีจำนวนที่อยู่อาศัยที่อยู่ในเป้าหมายการโอนกรรมสิทธิ์ให้ลูกค้ารวม 6,092 หน่วย คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 39.19% ในกลุ่มนี้ผู้ประกอบการรายใหญ่ 2 ราย ได้แก่ LH และ PF ซึ่งทั้ง 2 รายมีระบบการขายบ้านแบบพร้อมอยู่ ในส่วนของ LH เป้าหมายการโอนบ้านให้กับลูกค้าในงวดปี 2547 มีจำนวน 4,000 หน่วย โดยในจำนวนนี้มีส่วนของโครงการประเภทคอนโดมิเนียม จำนวน 227 หน่วย หากไม่รวมคอนโดมิเนียม อัตราการขยายตัวจะอยู่ที่ 30% การเพิ่มขึ้นของจำนวนหน่วยค่อนข้างสูงเป็นผลมาจากการขยายตัวลงมาสู่ตลาดระดับกลาง-ล่างมากขึ้น, ทางด้าน PF ถึงแม้จะมีการปรับลดประมาณการลงมาบ้างแล้ว แต่เป้าหมายการขยายตัวตามแผนก็ยังคงอยู่ที่ระดับสูง โดยคาดว่าจะโอนกรรมสิทธิ์ให้ลูกค้าอยู่ที่ระดับ 1,017 หลังเพิ่มขึ้น 48.76% ซึ่งฝ่ายวิจัยยังมีความกังวลเกี่ยวกับเป้าหมายดังกล่าวอยู่บ้าง สำหรับผู้ประกอบการที่เหลืออีก 3 ราย พบว่าอัตราการขยายตัวที่สูงมาจากฐานการดำเนินงานในงวดปี 2546 ซึ่งอยู่ที่ระดับต่ำ นอกจากนี้ในส่วนของ SC ยังมีการโอนกรรมสิทธิ์ในส่วนของโครงการคอนโดมิเนียมเข้ามาประมาณ 65 หน่วย
- 3. กลุ่มที่วางเป้าหมายการโอนกรรมสิทธิ์ขยายตัวต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 24.81%** ถือเป็นผู้ประกอบการกลุ่มใหญ่ที่สุดมีจำนวนทั้งสิ้น 7 บริษัท ประกอบด้วย LPN, QH, NOBLE, LALIN, AP, SPALI และ NCH ในกลุ่มนี้มีจำนวนบ้านที่อยู่ในแผนการโอนกรรมสิทธิ์ให้ลูกค้ารวม 6,290 หน่วย หรือประมาณ 40.46% ของยอดรวม ซึ่งนับเป็นกลุ่มใหญ่ที่สุด และเป็นส่วนที่ทำให้ฝ่ายวิจัยรู้สึกคลายความกังวลเรื่องระดับความรุนแรงของการแข่งขันลงมาได้บ้าง การกำหนดเป้าหมายการขยายตัวของจำนวนการโอนที่อยู่อาศัยในงวดปี 2547 ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย ไม่ได้หมายความว่าผู้ประกอบการในกลุ่มดังกล่าวจะมีอัตราการขยายตัวของผลประกอบการที่ต่ำตามไปด้วย เนื่องจากพบว่าในหลายผู้ประกอบการ มีระดับราคาขายเฉลี่ยที่สูงขึ้น ไม่ว่าจะเป็น AP, LPN, QH, SPALI, LALIN, NCH และ NOBLE

จากภาพรวมที่นำเสนอข้างต้น ฝ่ายวิจัยเห็นว่าในเชิงปริมาณเป้าหมายการขยายตัวของจำนวนที่อยู่อาศัยที่อยู่ในแผนการโอนกรรมสิทธิ์ของบริษัทจดทะเบียนไม่เป็นเรื่องที่น่ากังวลมากนัก เพราะนอกจากจะมีค่าเฉลี่ยอัตราการขยายตัวอยู่ที่ 24.81% ซึ่งไม่สูงมากนักแล้ว เมื่อพิจารณาขีดความสามารถในการแข่งขัน บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ยังอยู่ในเกณฑ์ที่ดีกว่าบริษัทคู่แข่งที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ สำหรับการแข่งขันในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนด้วยตนเอง พบว่าส่วนใหญ่จะไม่มีการแข่งขันกันโดยตรง เนื่องจากแต่ละบริษัทจะมีทำเล, รูปแบบโครงการ และกลุ่มลูกค้าเป้าหมายที่ไม่ซ้ำแบบกัน จะมียุทธศาสตร์ที่ต่างกันซึ่งเป็นส่วนน้อยอาจจะมีการแข่งขันกันโดยตรง

ประเด็นที่ฝ่ายวิจัยเห็นว่าควรจับตามองในเรื่องของการแข่งขัน ได้แก่ เรื่องช่วงเวลา เหตุเพราะผลจากการสำรวจพบว่าผู้ประกอบการทุกรายวางเป้าหมายที่จะนำสินค้าออกสู่ตลาดในช่วงครึ่งหลังของปี 2547 เป็นส่วนใหญ่ ซึ่งการวางกำหนดการดังกล่าวอาจทำให้ผู้ซื้อเกิดการชะลอการตัดสินใจ เนื่องจากสามารถเปรียบเทียบข้อมูลสินค้าของบริษัทต่างๆ ได้มากขึ้น นอกจากนี้ในปี 2547 ยังไม่มีประเด็นเรื่องสิทธิประโยชน์ด้านค่าธรรมเนียมต่างๆ มาเป็นตัวบีบให้ลูกค้ารีบตัดสินใจ อย่างไรก็ตาม โดยสรุปเห็นว่า ระดับการแข่งขันมีแนวโน้มที่รุนแรงขึ้น แต่ยังไม่รุนแรงถึงขั้นที่ต้องมีการใช้กลยุทธ์ตัดราคาขาย

**ยกเลิกมาตรการภาษีและค่าธรรมเนียม กระทบต่อผลประกอบการสูงสุด แต่ได้รวมอยู่ในประมาณการแล้ว**

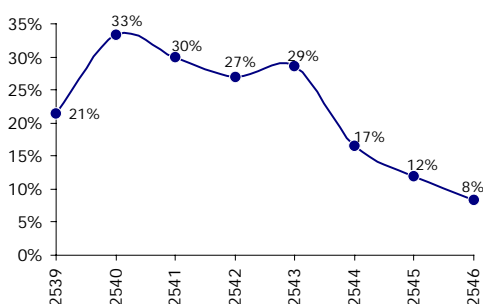
**อัตราค่าธรรมเนียมและภาษีในการทำรายการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์**

รายการ	อัตราภายใต้มาตรการ	อัตราหลังหมดมาตรการ	ภาระส่วนเพิ่มผู้ประกอบการ	ภาระส่วนเพิ่มผู้ซื้อ
ภาษีธุรกิจเฉพาะ	0.11%	3.30%	3.19%	0.00%
ค่าธรรมเนียมการโอน	0.01%	2.00%	1.00%	1.00%
ค่าธรรมเนียมจดทะเบียน	0.01%	1.00%	0.00%	1.00%
<b>ยอดรวม</b>			<b>4.19%</b>	<b>2.00%</b>

ที่มา: Asia Plus

การตัดสินใจไม่ต่ออายุมาตรการกระตุ้นธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของภาครัฐ ที่หมดอายุลงเมื่อสิ้นปี 2546 ส่งผลทำให้ต้นทุนในการดำเนินธุรกิจของผู้ประกอบการสูงขึ้นประมาณ 4.19% ขณะที่ต้นทุนในฝั่งผู้ซื้อเพิ่มขึ้น 2% ตามรายละเอียดที่แสดงในตารางข้างต้น หากประเมินในฝั่งของผู้ประกอบการ ต้นทุนที่เพิ่มขึ้นก็หมายถึงประสิทธิภาพการทำการกำไรที่ลดลง แต่จะลดลงเล็กน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับขีดความสามารถของผู้ประกอบการในการเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจ และการผลักภาระส่วนเพิ่มไปสู่ผู้บริโภค

### SG&A/Sale ธุรกิจพัฒนาอยู่อาศัยเพื่อขาย



ที่มา: Asia Plus

ปี 2546 ที่ผ่านมามีค่าเฉลี่ยค่าใช้จ่ายในการขาย/ฐานรายได้จากการขายของบริษัทจดทะเบียนธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย อยู่ที่ระดับเฉลี่ย 8.32% แต่สำหรับงวดปี 2547 เมื่อรวมภาระส่วนเพิ่มต่างๆ ที่เกิดจากการไม่ต่ออายุมาตรการเข้าไป ค่าใช้จ่ายดังกล่าวน่าจะสูงที่สุดไม่เกิน 12.5% - 13% แต่ในข้อเท็จจริงการเพิ่มขึ้นดังกล่าวน่าจะน้อยกว่าอัตราที่กำหนด เนื่องจากฐานรายได้ที่มีขนาดใหญ่ขึ้น ขณะที่โครงสร้างของค่าใช้จ่ายในการขาย มีบางส่วนที่ไม่ได้เพิ่มขึ้นตามยอดขาย ซึ่งจะช่วยลดทำให้ค่าใช้จ่ายในการขายไม่เพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงเกินไป

สำหรับการผลักภาระส่วนเพิ่มไปสู่ผู้บริโภค เชื่อว่าผู้ประกอบการน่าจะสามารถทำได้เพียงบางส่วน เนื่องจากการปรับราคาขายในช่วงที่ผ่านมา ส่วนหนึ่งเป็นการปรับเพื่อสะท้อนต้นทุนงานก่อสร้างที่เพิ่มขึ้น และอาจมีบางส่วนที่เหลื่อมเข้ามาดูดซับต้นทุนภาระภาษีและค่าธรรมเนียมที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามในส่วนของการจัดทำประมาณการของฝ่ายวิจัย ได้บวกเพิ่มผลกระทบในเรื่องดังกล่าวไว้แล้ว โดยการปรับเพิ่มอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารของแต่ละบริษัทขึ้นจากปี 2546 ในอัตรา 2-4% ขึ้นอยู่กับฐานะการดำเนินงานของแต่ละบริษัท

### ผลประกอบการ 1Q47 เป็นไตรมาสที่ต่ำที่สุดของปี 2547 การฟื้นตัวจะเห็นชัดตั้งแต่ 2Q47 เป็นต้นไป

#### ผลประกอบการและฐานะการเงินของธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย

(หน่วย : ล้านบาท)	2539	2540	2541	2542	2543	2544	2545	2546	1Q47
รายได้จากการดำเนินธุรกิจ	28,561	26,287	17,908	18,822	15,163	19,536	33,558	54,850	10,035
รายได้อื่น	1,891	718	1,791	1,482	1,320	497	775	2,382	494
ต้นทุนขายและบริการ	17,356	19,846	16,327	11,611	13,777	13,391	21,717	32,190	6,192
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	6,135	8,752	5,360	5,076	4,329	3,235	3,987	5,185	1,975
ดอกเบี้ยจ่าย	2,139	4,204	9,432	8,754	8,253	2,854	1,267	954	189
ค่าเสื่อมราคา	1,715	1,750	1,304	1,115	887	694	726	888	252
EBITDA	8,676	157	-684	4,730	(736)	4,102	9,354	20,744	2,614
รายการพิเศษ	-184	-31,589	-2,955	(1)	(6,252)	1,122	3,477	3,461	873
กำไรสุทธิ	3,514	-39,705	-12,393	(5,450)	(11,200)	1,499	9,697	16,304	2,414
สินทรัพย์รวม	209,812	235,061	217,580	212,366	186,697	114,053	138,016	132,105	157,270
หนี้สินสุทธิ (Net Debt)	105,145	141,232	153,378	156,041	143,918	66,359	59,482	36,803	39,467
ส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิ	75,245	51,506	36,118	30,921	16,952	32,254	49,137	69,753	75,611
<b>อัตราส่วนทางการเงิน</b>	<b>2539</b>	<b>2540</b>	<b>2541</b>	<b>2542</b>	<b>2543</b>	<b>2544</b>	<b>2545</b>	<b>2546</b>	<b>1Q47</b>
Gross Margin	39.23%	24.50%	8.82%	38.31%	9.14%	31.46%	35.28%	41.31%	38.30%
SG&A/Sales	21.48%	33.29%	29.93%	26.97%	28.55%	16.56%	11.88%	9.45%	19.68%
EBITDA Margin	30.38%	0.60%	-3.82%	25.13%	-4.85%	20.99%	27.88%	37.82%	26.05%
EBITDA / IE (X)	4.06	0.04	(0.07)	0.54	(0.09)	1.44	7.38	21.75	13.85
Net Gearing	1.40	2.74	4.25	5.05	8.49	2.06	1.21	0.53	0.52

ที่มา: Asia Plus

หมายเหตุ: ในงวดปี 2546 และ 1Q47 ไม่รวม B-LAND เนื่องจากมีรายการปรับปรุงทางบัญชี ทำให้ฐานข้อมูลคลาดเคลื่อน



1Q47 กลุ่มธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย รายงานผลกำไรสุทธิรวม 2,414 ล้านบาท แต่เมื่อหักรายการพิเศษซึ่งมียอดจำนวน 873 ล้านบาทออกไป จะยังคงเหลือฐานกำไรจากการดำเนินงานปกติ 1,541 ล้านบาท นับเป็นฐานกำไรจากการดำเนินงานที่ค่อนข้างต่ำ เพราะมีสัดส่วนเพียง 12% ของฐานกำไรจากการดำเนินงานในงวดปี 2546 การลดลงของผลประกอบการดังกล่าว เป็นผลโดยตรงมาจากการโอนกรรมสิทธิ์ที่ชะลอตัวลง หลังจากได้มีการเร่งโอนฯ ในงวด 4Q46 ทำให้ฐานรายได้จากธุรกิจหลักอยู่ที่ระดับเพียง 10,035 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 18% ของฐานรายได้ปี 2546 ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายสูงขึ้นจากภาวะภาษีธุรกิจเฉพาะ และค่าธรรมเนียมต่างๆ นอกจากนี้ในส่วนของค่าใช้จ่ายก็ปรับสูงขึ้นด้วยเช่นกันจากการบันทึกค่าใช้จ่ายในการขายที่เกิดขึ้นจริงในแต่ละงวด ขณะที่รายได้จะเข้ามาในอนาคต อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าฐานรายได้และฐานกำไรในงวด 1Q47 จะเป็นไตรมาสที่ต่ำที่สุดของปี 2547 และน่าจะเห็นการฟื้นตัวของผลประกอบการที่ชัดเจนตั้งแต่งวด 2Q47 เป็นต้นไป ทั้งนี้มีเหตุผลสนับสนุนดังนี้

1. ผลสืบเนื่องมาจากการเร่งโอนกรรมสิทธิ์ในงวด 4Q46 ทำให้ในช่วงต้นปี 2547 ผู้ประกอบการมีสต็อกบ้านที่เหลือพร้อมโอนอยู่ค่อนข้างต่ำ ในช่วง 1Q47 จึงเป็นช่วงของการเร่งก่อสร้างเพื่อเสริมสต็อก และเตรียมสำหรับการส่งมอบให้ลูกค้าสาเหตุดังกล่าวทำให้เชื่อว่าปริมาณการโอนกรรมสิทธิ์ในงวด 2Q47 น่าจะเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งก็หมายถึงการบันทึกรายได้ น่าจะปรับเพิ่มขึ้นเช่นกัน
2. กำลังซื้อที่ชะลอตัวในช่วง 2 เดือนแรกของ 1Q47 เริ่มกลับเข้ามาชัดเจนขึ้น ทั้งนี้ประเมินจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งเสียงส่วนใหญ่ยืนยันการกลับมาของกำลังซื้อตั้งแต่เดือน มี.ค.47 เป็นต้นมา
3. ผลจากการปรับราคาขายในช่วงปลายปี 2546 และต้นปี 2547 น่าจะส่งผลชัดเจนขึ้นในงวด 2Q47 โดยฝ่ายวิจัยเชื่อว่าบ้านที่จะส่งมอบในงวด 2Q47 ส่วนใหญ่น่าจะเป็นบ้านที่มีค่าส่งสร้างมาตั้งแต่ช่วงปลายปี 2546 ซึ่งยังเป็นค่าส่งสร้างบนต้นทุนราคาเหล็กก่อนปรับตัวขึ้นมา ขณะที่ราคาขายได้ถูกสะท้อนอยู่บนราคาใหม่แล้ว ดังนั้น Gross Margin ในงวด 2Q47 น่าจะมีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นจาก 1Q47 ซึ่งอยู่ที่เฉลี่ย 38.30% สำหรับในงวด 1Q47 การอ่อนตัวลงมาของ Gross Margin ตามที่แสดงในตารางข้างต้น ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการปรับปรุงการบันทึกการต้นทุนของ LH ซึ่งมีสัดส่วนของฐานรายได้และกำไรจากการดำเนินงานเกิน 30% ของกลุ่มพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย โดย LH ได้นำค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับโครงการบางส่วนที่เคยบันทึกในค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร มาบันทึกเป็นต้นทุนขาย
4. ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารน่าจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ช้ากว่ายอดขาย เนื่องจากส่วนหนึ่งเป็นค่าใช้จ่ายค่อนข้างจะคงที่

### คาดหมายฐานกำไรจากการดำเนินงานปี 2547 ขยายตัว 23.93% YoY

หลังจากที่ได้สะท้อนปัจจัยลบต่างๆ ไว้ในประมาณการ ไม่ว่าจะเป็นการปรับตัวขึ้นของอัตราดอกเบี้ย, ต้นทุนค่าก่อสร้างที่สูงขึ้น, การแข่งขันที่รุนแรง และค่าใช้จ่ายที่เพิ่มสูงขึ้นจากการที่รัฐบาลไม่ขยายอายุมาตรการกระตุ้นธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ พบว่าบริษัทที่อยู่ใน Coverage ของฝ่ายวิจัย ดังมีรายละเอียดที่แสดงในตารางด้านล่าง ถูกคาดหมายว่าจะมีกำไรจากการดำเนินงาน งวดปี 2547 รวม 15,568 ล้านบาท ขยายตัวเพิ่มขึ้นจากปีที่ผ่านมาในอัตรา 23.93% และสำหรับงวดปี 2548 คาดว่าน่าจะมีการขยายตัวในอัตราต่อเนื่องอีก 29.66% ซึ่งนับเป็นอัตราการขยายตัวในระดับที่สูง สำหรับบริษัทที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูงที่สุด 3 อันดับแรกสำหรับงวดปี 2547 ได้แก่ SIRI, NCH และ GOLD โดยทั้ง 3 บริษัทดังกล่าวมีฐานกำไรในงวดปี 2546 อยู่ในเกณฑ์ที่ต่ำ

สรุปข้อมูลการลงทุนในหุ้นกลุ่มพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย

Stock	Period	Net Profit (ล้านบาท)	Norm Profit (ล้านบาท)	Norm EPS (บาท)	P/E (เท่า)	BVS (บาท)	คำแนะนำ	Target P/E (เท่า)	Target P/E เดิม (เท่า)
<b>AP</b>	2546	1,191.55	1,189.97	0.56	8.20	1.48	ซื้อ	12.00	15.00
ราคาเปิด 4.58 บาท	2547E	1,470.89	1,470.89	0.66	6.98	1.76			
Fair Value 7.87 บาท	2548E	2,390.89	2,390.89	1.07	4.30	2.63			
<b>GOLD</b>	2546	453.53	450.75	0.72	12.09	8.93	ซื้อ	10.00	12.00
ราคาเปิด 8.65 บาท	2547E	799.88	799.88	1.27	6.81	10.20			
Fair Value 12.70 บาท	2548E	1,167.16	1,167.16	1.85	4.67	11.42			
<b>LH</b>	2546	6,190.84	5,693.26	0.85	10.78	3.21	ซื้อ	15.00	15.00
ราคาเปิด 9.20 บาท	2547E	7,636.06	6,136.06	0.80	11.49	3.43			
Fair Value 12.01 บาท	2548E	7,546.47	7,546.47	0.85	10.83	3.30			
<b>LPN</b>	2546	464.66	465.59	0.50	5.27	1.70	ซื้อ	10.00	12.00
ราคาเปิด 2.64 บาท	2547E	594.18	594.18	0.46	5.77	1.95			
Fair Value 4.57 บาท	2548E	873.08	873.08	0.59	4.50	2.96			
<b>MK</b>	2546	840.06	454.20	0.67	3.53	4.55	ซื้อ	8.00	10.00
ราคาเปิด 2.36 บาท	2547E	512.36	512.36	0.65	3.63	4.17			
Fair Value 5.20 บาท	2548E	588.18	588.18	0.67	3.50	4.55			
<b>NCH</b>	2546	219.73	219.29	2.30	4.86	4.57	ซื้อ	8.00	8.00
ราคาเปิด 11.20 บาท	2547E	397.23	397.23	1.99	5.64	10.44			
Fair Value 15.89 บาท	2548E	441.25	441.25	2.21	5.08	11.85			
<b>NOBLE</b>	2546	747.19	704.40	1.54	4.99	5.22	ซื้อ	8.00	10.00
ราคาเปิด 7.70 บาท	2547E	827.13	800.14	1.75	4.40	6.62			
Fair Value 14.01 บาท	2548E	905.94	905.94	1.98	3.88	8.15			
<b>PF</b>	2546	1,156.64	889.17	1.20	6.10	5.15	ซื้อ	8.00	10.00
ราคาเปิด 7.35 บาท	2547E	1,493.15	1,193.15	1.49	4.92	7.02			
Fair Value 11.94 บาท	2548E	1,410.69	1,410.69	1.76	4.17	8.04			
<b>QH</b>	2546	1,174.75	1,103.97	0.20	6.36	0.98	ซื้อ	10.00	12.00
ราคาเปิด 1.28 บาท	2547E	1,318.22	1,318.22	0.20	6.31	1.10			
Fair Value 2.03 บาท	2548E	1,411.59	1,411.59	0.18	6.98	1.17			
<b>SAMCO</b>	2546	154.78	154.78	0.34	7.56	3.48	ถือ	8.00	10.00
ราคาเปิด 2.60 บาท	2547E	172.88	172.88	0.38	6.77	3.71			
Fair Value 3.07 บาท	2548E	218.56	218.56	0.49	5.35	4.01			
<b>SIRI</b>	2546	579.61	263.95	0.30	16.16	4.50	ซื้อ	10.00	10.00
ราคาเปิด 4.92 บาท	2547E	1,151.06	1,151.06	0.85	5.82	5.40			
Fair Value 8.46 บาท	2548E	1,725.04	1,725.04	1.18	4.15	6.19			
<b>SPALI</b>	2546	1,222.12	972.15	1.41	2.28	4.31	ซื้อ	8.00	10.00
ราคาเปิด 3.22 บาท	2547E	1,107.23	1,021.91	0.88	3.65	3.25			
Fair Value 7.05 บาท	2548E	1,506.41	1,506.41	1.16	2.78	4.06			
<b>Total Coverage</b>	<b>Period</b>	<b>Net Profit</b> (ล้านบาท)	<b>Norm Profit</b> (ล้านบาท)	<b>Market Cap.</b> (ล้านบาท)	<b>P/E</b> (เท่า)	<b>Net Profit Growth</b>			
	2546	14,395.46	12,561.48	123,990.06	9.87	NA			
	2547E	17,480.27	15,567.96	123,990.06	7.96	23.93%			
	2548E	20,185.26	20,185.26	123,990.06	6.14	29.66%			

ที่มา: Asia Plus

## การปรับลดลงของราคาหุ้นทำให้ค่า P/E เฉลี่ยปัจจุบันของหุ้นที่อยู่ใน Coverage อยู่ต่ำกว่า 8 เท่า

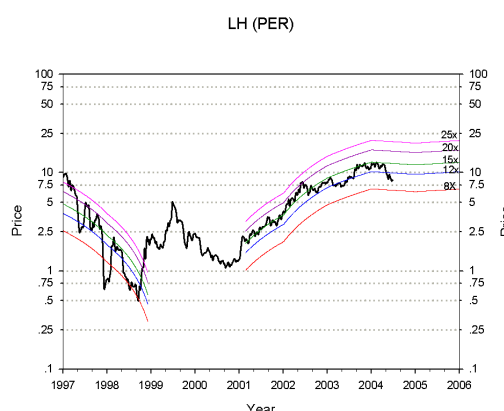
แรงกดดันจากกระแสต่างๆ เริ่มจากความคาดหวังว่าอัตราดอกเบี้ยจะปรับสูงขึ้น, ต้นทุนงานก่อสร้างที่สูงขึ้น, การแข่งขันที่รุนแรงขึ้น และประสิทธิภาพการทำการค้าที่มีแนวโน้มลดลง ประกอบกับการที่ผลประกอบการในงวด 1Q47 อ่อนตัวลงจาก 4Q46 ทำให้ราคาหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ อ่อนตัวลงอย่างมากจนหุ้นจำนวน 12 บริษัทที่อยู่ใน Coverage ของฝ่ายวิจัย มีระดับค่า P/E เฉลี่ยลดลงมาอยู่ที่ต่ำกว่า 8 เท่า ซึ่งถือเป็นค่า P/E ที่ต่ำ และน่าจะเป็นระดับที่ได้สะท้อนถึงปัจจัยลบต่างๆ ไว้ในราคาหุ้นเพียงพอแล้ว ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าราคาหุ้นกลุ่มพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย หลายบริษัทได้เดินทางมาถึงจุดต่ำสุดในแง่ของค่า P/E แล้ว และมีโอกาสที่จะปรับตัวขึ้นไป เมื่อได้รับแรงผลักดันจากผลประกอบการที่น่าจะเห็นการฟื้นตัวอย่างชัดเจนในงวด 2Q47 เป็นต้นไป

ในส่วนของ Fair Value ฝ่ายวิจัยได้พิจารณาปรับลด เพื่อให้สามารถสะท้อนภาพความเสี่ยงจากปัจจัยต่างๆ อย่างเต็มที่ โดยหุ้นส่วนใหญ่จะถูกกำหนด Fair Value ไว้ที่ระดับ P/E 8 เท่า ซึ่งเป็นระดับใกล้เคียงค่าเฉลี่ย P/E ปัจจุบันของธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย จะมีบางส่วนที่ถูกกำหนด P/E ที่ 10 เท่า, 12 เท่า และ 15 เท่า ในส่วนที่ฝ่ายวิจัยเห็นว่าควรมี Premiumเหนือค่าเฉลี่ย อย่างเช่นการสร้างผลตอบแทนในด้านเงินปันผลในอัตราที่สูง, ความมั่นคงของฐานะการเงิน, ศักยภาพการเติบโตของฐานกำไร และฐานะของบริษัทในอุตสาหกรรม ซึ่งรายละเอียดแสดงในตารางข้างบน

สำหรับหุ้นจำนวน 12 บริษัทที่ฝ่ายวิจัยคัดเลือกเข้ามาอยู่ใน Coverage ทั้งหมดได้ถูกพิจารณาแล้วว่า เป็นบริษัทที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง, มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง และหลายบริษัทสามารถสร้างผลตอบแทนในรูปเงินปันผลในระดับที่น่าพอใจ ทำให้คำแนะนำเพื่อการลงทุน สำหรับหุ้นส่วนใหญ่ เป็น ชื้อ แต่อย่างไรก็ตามในการคัดเลือกหุ้นเข้าไว้ในพอร์ตของนักลงทุน ควรคัดเลือกหุ้นให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์การลงทุน อย่างเช่น หากต้องการถือหุ้นระยะยาวเพื่อรับผลตอบแทนในรูปเงินปันผล ก็ควรเลือกหุ้นที่มีขีดความสามารถในการจ่ายเงินปันผลสูงอย่างเช่น LH และ LPN แต่หากต้องการพอร์ตการลงทุนที่สามารถยอมรับความเสี่ยงได้ และต้องการผลตอบแทนในรูปส่วนต่างของราคามากกว่า ก็ควรเลือกหุ้นที่มีอัตราขยายตัวของฐานกำไรสูง อย่างเช่น SIRI หรือ GOLD เป็นต้น สำหรับหุ้น 5 อันดับแรกที่ ฝ่ายวิจัยเห็นว่า เป็นตัวเลือกที่ดีสำหรับการลงทุนประกอบด้วย

### 1. LH หุ้นที่มีความผันผวนต่ำ และให้ Dividend Yield สูง

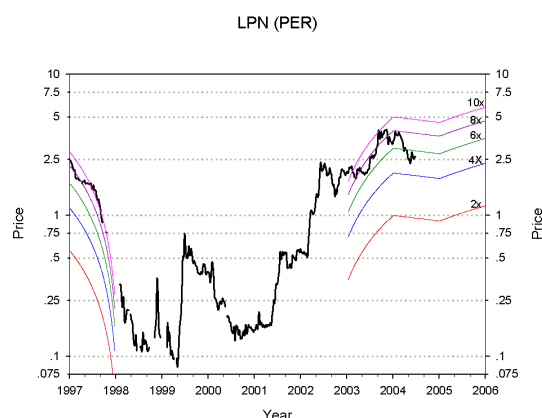
แลนด์แอนด์เฮาส์ สิ้นสุด 31 ธ.ค.	Fair Value 12.01 บาท		
	2546	2547F	2548F
ยอดขาย (ลบ)	18,670	22,010	26,412
กำไรสุทธิ (ลบ)	6,191	7,636	7,546
Norm Profit (ลบ)	5,693	6,136	7,546
EPS (บาท)	0.85	0.80	0.85
DPS (บาท)	1.15	0.92	0.80
PER (เท่า)	10.60	11.30	10.65
Dividend Yield (%)	12.71	10.20	8.79
Book Value (บาท)	3.21	3.43	3.30
PBV (เท่า)	4.37	3.24	2.82
ราคา	9.05	บาท	
มูลค่าตลาด	63,839	ล้านบาท	



- ~ ความสำเร็จในการพัฒนาระบบการขายบ้านเป็นพร้อมอยู่ 100% นำบริษัทเข้าสู่ช่วงของการเก็บเกี่ยวดอกผล
- ~ การมีโครงการที่ครอบคลุมทุกทำเลทำให้ LH มีส่วนแบ่งการตลาดสูงเป็นอันดับ 1
- ~ ขีดความสามารถในการทำกำไรที่ดี ขณะที่หนี้ค่อนข้างต่ำ ทำให้ Dividend Yield สูงเกือบ 10%
- ~ กำหนด Fair Value ที่ P/E 15 เท่า สูงที่สุดในกลุ่ม หรือที่ 12.01 บาท ณ สิ้นปี 2547

## 2. LPN ผลประกอบการขยายตัวก้าวกระโดดในงวด 2Q47

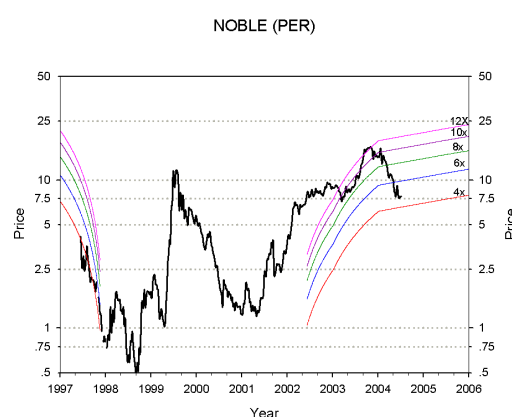
แอล.พี.เอ็น. ดีเวลลอปเม้นท์ สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2546	2547F	2548F
ยอดขาย (ลบ)	1,880	2,875	5,026
กำไรสุทธิ (ลบ)	465	594	873
Norm Profit (ลบ)	466	594	873
Norm EPS (บาท)	0.50	0.46	0.59
DPS (บาท)	0.27	0.20	0.29
PER (เท่า)	5.47	5.99	4.67
Book Value (บาท)	1.70	1.95	2.96
PBV (เท่า)	1.61	1.41	0.92
Dividend Yield (%)	9.77	7.29	10.72
ราคา	2.74	บาท	
มูลค่าตลาด	3,560	ล้านบาท	



- ~ Presale ที่ยังไม่ถูกบันทึกเป็นรายได้ยกมาจากสิ้นปี 2546 กว่า 2.5 พันล้านบาท ผลักดันฐานรายได้
- ~ ฐานรายได้ที่ขยายตัวก้าวกระโดดจะช่วยลดผลกระทบจากภาวะค่าใช้จ่ายส่วนเพิ่ม (ภาษีธุรกิจเฉพาะ)
- ~ ที่ระดับราคาปัจจุบัน LPN ให้ Dividend Yield กว่า 7%
- ~ กำหนด Fair Value ที่ P/E 10 เท่า หรือ 4.57 บาท ณ สิ้นปี 2547

## 3. NOBLE ราคาหุ้นอ่อนตัวลงมาสวนทางปัจจัยพื้นฐาน

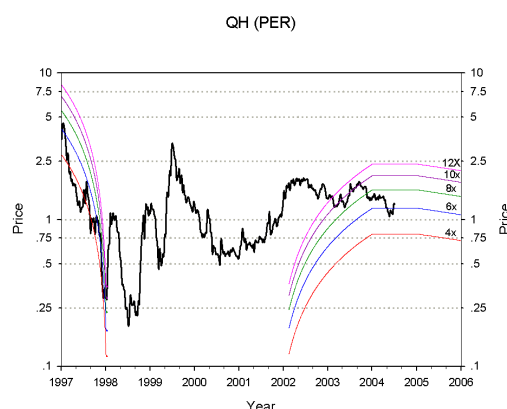
โนเบิลดีเวลลอปเม้นท์ สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2546	2547F	2548F
ยอดขาย (ลบ)	3,091	3,837	4,324
กำไรสุทธิ (ลบ)	747	827	906
Norm Profit (ลบ)	704	800	906
Norm EPS (บาท)	1.54	1.75	1.98
PER (เท่า)	5.03	4.42	3.91
DPS (บาท)	0.41	0.45	0.50
Dividend Yield (%)	5.3	5.8	6.4
Book Value (บาท)	5.22	6.62	8.15
PBV (เท่า)	1.49	1.17	0.95
ราคา	7.75	บาท	
มูลค่าตลาด	3,540	ล้านบาท	



- ~ ราคาหุ้น NOBLE อ่อนตัวลงมาสวนทางปัจจัยพื้นฐาน ทำให้ปัจจุบัน NOBLE มี P/E ต่ำเพียง 4.42 เท่า
- ~ โครงสร้างการเงินปัจจุบันมีอัตราส่วน Net Gearing ต่ำเพียง 0.23 เท่า ซึ่งมีความปลอดภัยสูง
- ~ Presale ที่ยังไม่ถูกบันทึกรายได้สูงกว่า 1.5 พันล้าน จะผลักดันผลประกอบการให้ขยายตัว
- ~ กำหนด Fair Value ที่ P/E 8 เท่า หรือที่ 14.10 บาท ณ สิ้นปี

#### 4. QH ฐานรายได้ค่าเช่าช่วยลดความผันผวนของผลประกอบการในระยะยาว

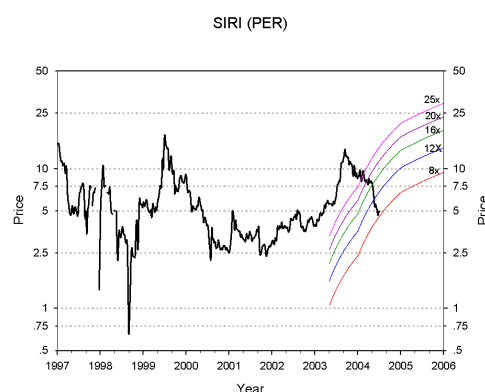
ควอลิตี้เฮาส์ สิ้นสุด 31 ธ.ค.	Fair Value 2.03 บาท		
	2546	2547F	2548F
ยอดขาย (ลบ)	5,803	7,295	8,756
กำไรสุทธิ (ลบ)	1,175	1,318	1,412
Norm Profit (ลบ)	1,104	1,318	1,412
Norm EPS (บาท)	0.20	0.20	0.18
DPS (บาท)	0.09	0.09	0.09
PER (เท่า)	6.01	5.97	6.60
Dividend Yield (%)	7.45	7.68	7.04
Book Value (บาท)	0.98	1.10	1.17
PBV (เท่า)	1.23	1.10	1.03
ราคา	1.21	บาท	
มูลค่าตลาด	7,227	ล้านบาท	



- ~ ยอดขายบ้านกลับขึ้นมาชัดเจนในงวด 2Q47 ซึ่งจะส่งผลให้ฐานกำไร 2Q47 ขยายตัว 98% จาก 1Q47
- ~ อาคารสำนักงาน 53,354 ตร.ม. และ Service Apartment 78,591 ตร.ม. สร้างรายได้เต็มที
- ~ Net Gearing อยู่ที่ 1.42 เท่า ซึ่งค่อนข้างสูง แต่มีแนวโน้มลดลงอย่างรวดเร็วหลังการ Exercise Warrant
- ~ ราคาปัจจุบันให้ Dividend Yield 7.68% กำหนด Fair Value ที่ P/E 10 เท่า หรือ 2.03 บาท ณ สิ้นปี 2547

#### 5. SIRI ... High Risk High Return Stock

แสนสิริ สิ้นสุด 31 ธ.ค.	Fair Value 8.46 บาท		
	2546	2547F	2548F
ยอดขาย (ลบ)	3,580	11,133	15,223
กำไรสุทธิ (ลบ)	580	1,151	1,725
Norm Profit (ลบ)	264	1,151	1,725
Norm EPS (บาท)	0.30	0.85	1.18
DPS (บาท)	0.15	0.40	0.59
Norm PER (เท่า)	16.29	5.87	4.19
Dividend Yield (%)	3.1	8.0	11.9
Book Value (บาท)	4.50	5.40	6.19
PBV (เท่า)	1.10	0.92	0.80
ราคา	4.96	บาท	
มูลค่าตลาด	7,223	ล้านบาท	



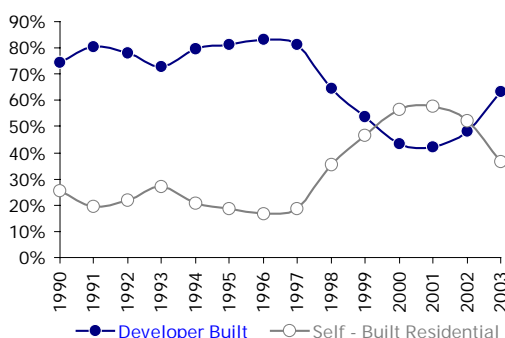
- ~ ผลการขยายการลงทุนอย่างหนักในปี 2546 เริ่มปรากฏผลชัดเจนทางผลประกอบการในปี 2547
- ~ Presale ที่ยังไม่ถูกบันทึกเป็นรายได้สิ้น 1Q47 อยู่ที่ประมาณ 7 พันล้านบาท เป็นหลักประกันรายได้ที่ดี
- ~ หากการก่อสร้างและส่งมอบสินค้าให้กับลูกค้าเป็นไปตามแผน EPS ปี 2547 ของ SIRI จะขยายตัวถึง 183%
- ~ ปัจจุบันราคาหุ้นต่ำกว่า Book Value กำหนด Fair Value ที่ P/E 10 เท่า หรือ 8.46 บาท ณ สิ้นปี 2547

## ความเสี่ยง

- ถึงแม้ฐานกำไรจากการดำเนินงานจะมีการขยายตัวในอัตรา 23.93% ในปี 2547 และ 29.66% ในปี 2548 แต่พบว่าหุ้นบางบริษัทกลับมี EPS ลดลง ทั้งนี้เป็นผลมาจากการเพิ่มทุนจดทะเบียน และการ Exercise Warrant ที่ทำให้จำนวนหุ้นในงวดปี 2547 เพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าการเพิ่มขึ้นของฐานกำไรจากการดำเนินงานปกติ หุ้นที่มีลักษณะดังกล่าวได้แก่ LH, LPN, MK, NCH และ SPALI แต่อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยยังคงคำแนะนำ ชื้อ ในหุ้นดังกล่าว เนื่องจากระดับราคาปัจจุบันอยู่ในเกณฑ์ที่ถูก ขณะที่หลายบริษัทอย่างเช่น LH, LPN สามารถให้ผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผลค่อนข้างสูง
- หุ้นในกลุ่มพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย นับเป็นหุ้นที่มีความไวต่อทิศทางของอัตราดอกเบี้ยค่อนข้างมาก ถึงแม้ในการคำนวณของฝ่ายวิจัยพบว่า การปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในระดับ 1% จะส่งผลกระทบต่อฐานกำไรจากการดำเนินงานไม่มาก แต่หากมีกระแสหรือสัญญาณของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ก็เชื่อว่าราคาหุ้นอาจจะได้รับผลกระทบได้

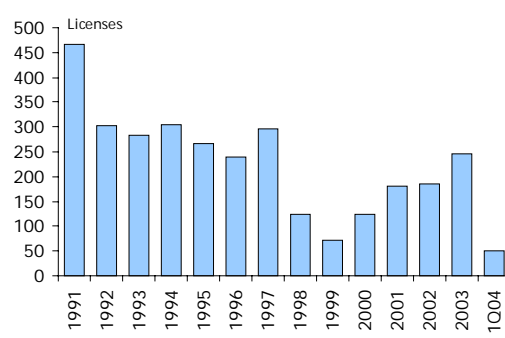
## ข้อมูลอุตสาหกรรมเพิ่มเติม

สัดส่วนบ้านจดทะเบียนใหม่



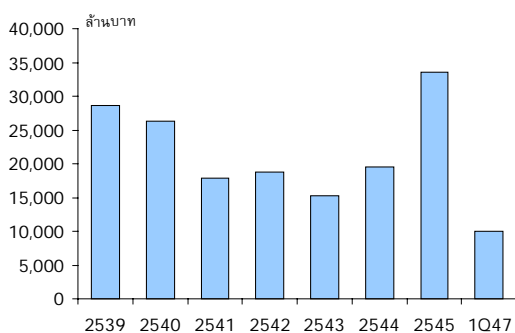
ที่มา: ธนาคารอาคารสงเคราะห์

ใบอนุญาตการจัดสรรที่ดิน



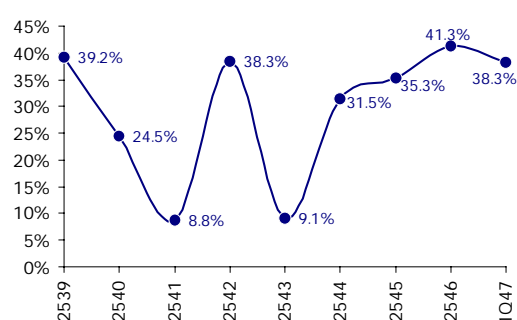
ที่มา: กรมที่ดิน

ยอดขายธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย



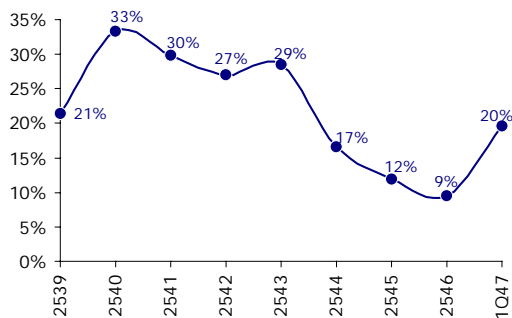
ที่มา: บงการเงินบริษัทจดทะเบียน

Gross Margin ธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย



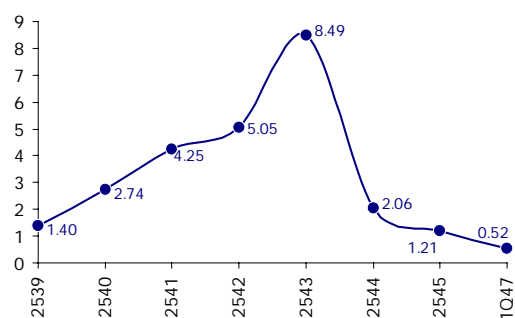
ที่มา: บงการเงินบริษัทจดทะเบียน

### SG&A/Sale ธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย



ที่มา:งบการเงินบริษัทจดทะเบียน

### Net Gearing ธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย



ที่มา:งบการเงินบริษัทจดทะเบียน

เอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและเอกสารต่าง ๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่าง ๆ มาประกอบ และได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์เอกสารฉบับนี้ ได้พยายามยึดมาตรฐานหลักการวิเคราะห์ ทั้งทางด้านปัจจัยพื้นฐานและทางเทคนิค มาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ข้อเสนอแนะเหล่านี้เป็นข้อคิดเห็นส่วนตัวของนักวิเคราะห์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป