

# Fundamental Story

## Property Sector – Underweight

News Update

Phannarai Tiypittayarut | Email: phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ผลกระทบเชิงโครงสร้างต่อกลุ่มอสังหาริมทรัพย์จากเหตุแผ่นดินไหว

- ในบรรดากลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ได้รับผลกระทบมากที่สุด
  - ความต้องการย้ายออกจากคอนโดสูง มีความเสี่ยงด้าน backlog คอนโด
  - คาดว่าจะมีต้นทุนการปรับปรุงที่สูงขึ้นและปรับโมชันด้านราคาที่ยืดหยุ่น
  - “UNDERWEIGHT” กลุ่มฯ เราอยู่ในช่วงทบทวนประมาณการของเรา
- กลุ่มอสังหาริมทรัพย์คาดว่าได้รับผลกระทบหนักสุด แผ่นดินไหวครั้งนี้ทำให้สำนักงานตรวจเงินแผ่นดินแห่งใหม่ที่กำลังก่อสร้างอยู่พังถล่มลงมา ตึกสูง 28 ชั้นจากทั้งหมด 30 ชั้น คอนโดมีเนียมสูงหลายแห่งในกรุงเทพฯ มีรอยร้าว ซึ่งต้องตรวจสอบหากพบว่าคานและเสาได้รับความเสียหายรุนแรง ทำให้เกิดความกังวลในการอยู่อาศัยในคอนโดมีเนียม
  - ขณะที่ความต้องการอสังหาริมทรัพย์อ่อนแออยู่แล้ว เนื่องจากกำลังซื้อที่ลดลงและปัญหาหนี้สินครัวเรือนที่สูง ทำให้รัฐบาลเพิ่งประกาศผ่อนปรนอัตราส่วนสินเชื่อต่อมูลค่าโครงการเป็น 100%ชั่วคราวตั้งแต่วันที่ 1 พฤษภาคมปีนี้เป็นไปจนถึง 30 มิถุนายนปีหน้า เหตุการณ์นี้ยังน่าจะส่งผลกระทบต่อความต้องการคอนโดมีเนียม (ส่งผลมากกว่าต่ออาคารสูง และส่งผลน้อยกว่าต่อคอนโดมีเนียม low-rise 8 ชั้น) ซึ่งเราคิดว่าไม่ใช่แค่ความต้องการใหม่เท่านั้น แต่ยังรวมถึงการตัดสินใจโอนกรรมสิทธิ์คอนโดมีเนียมเมื่ออาคารสร้างเสร็จ ไม่ใช่แค่ความล่าช้าที่อาจเกิดขึ้นในการก่อสร้างตามแผนเท่านั้น แต่ยังรวมถึงความเสี่ยงจากการยกเลิกการจองด้วย
  - ใน Exhibit 1 เราสรุปผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดฯ ที่มีโครงการคอนโดมีเนียมและหุ้นกู้ที่มีอยู่ เนื่องจากเรากังวลเกี่ยวกับความสามารถของผู้พัฒนาในเรื่องการต่ออายุหุ้นกู้ที่จะครบกำหนด โดยผู้พัฒนาอสังหาฯ ที่มีโครงการคอนโดมีเนียมในสัดส่วนที่สูง ได้แก่ ASW (90%), ANAN (87%), LPN (81%), ORI (71%) และ NOBLE (66%) ในแง่ของสต็อกคอนโดมีเนียม, ORI มีสต็อกสูงสุด (4.1 หมื่นลพ.) รองลงมาคือ SPALI, ANAN, SIRI และ NOBLE
  - ใน Exhibit 2 เรารวบรวมข้อมูลโครงการคอนโดมีเนียมของผู้พัฒนาฯ ทั้ง 12 รายที่เสร็จแล้วเสร็จ และเริ่มโอนกรรมสิทธิ์ในปี 2025F โดยมีคอนโดมีเนียมจำนวน 50 โครงการ มูลค่า 9.6 หมื่นลพ. ซึ่ง 21 โครงการจะแล้วเสร็จใน 4Q25 ซึ่งหมายความว่าโครงการหลายแห่งอาจต้องเลื่อนไปในปีถัดไปหากมีความล่าช้าในการก่อสร้าง ในแง่ของมูลค่า, ORI มีมูลค่าคอนโดมีเนียมที่จะเสร็จในปีนี้สูงสุด (13 โครงการ มูลค่า 2.3 หมื่นลพ.) รองลงมาคือ SIRI (มูลค่า 1.45 หมื่นลพ.), ASW (มูลค่า 1.4 หมื่นลพ.), ANAN (มูลค่า 1.19 หมื่นลพ.), AP (มูลค่า 1.04 หมื่นลพ.) และ PSH (มูลค่า 1.0 หมื่นลพ.) เราไม่ค่อยกังวลเกี่ยวกับ ASW เนื่องจากทั้ง 7 โครงการที่แสดงในที่นี้เป็นคอนโดมีเนียมต่ำ (low-rise) และส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในจังหวัดท่องเที่ยว เช่น ภูเก็ต ชลบุรี (บางแสน) ระยอง โดยมีสองโครงการภายใต้แบรนด์ “Kave” ซึ่งเป็นคอนโดมีเนียมใกล้กับมหาวิทยาลัย (ธรรมศาสตร์ รังสิต, บูรพา บางแสน)

### Ex 1: Stock Rating And TP

	Rating	Price Current (Bt)	Price Target (Bt)
AP	BUY	8.60	11.00
LH	SELL	4.34	4.20
QH	BUY	1.56	2.30
SIRI	SELL	1.56	0.88
SPALI	BUY	17.00	25.00

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Fundamental Story

- นอกจากผลกระทบต่อความต้องการคอนโดมิเนียมใหม่แล้ว ผู้พัฒนาฯยังเผชิญกับค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นจากการบำรุงรักษา/ปรับปรุงอาคารคอนโดมิเนียมที่เสร็จแล้ว และไปรษณีย์ด้านราคาของคอนโดมิเนียมที่รุนแรงมากขึ้นในอนาคต
- อย่างไรก็ตาม ผู้พัฒนาที่มีสัดส่วนรายได้จากโครงการ low-rise ที่สูง และไม่มีโครงการคอนโดมิเนียมที่จะเสร็จในปีนี้จะได้รับผลกระทบเชิงลบที่น้อยกว่าเพื่อน ได้แก่ LH, QH และ SC ในขณะที่ AP ซึ่งเป็นหุ้น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ นี้ แม้จะมีสัดส่วนการขายคอนโดมิเนียมต่ำที่ 20% ในปีที่แล้ว แต่น่าจะยังคงได้รับผลกระทบจากการเปิดตัวคอนโดมิเนียมหลายโครงการ (6 โครงการ มูลค่า 2.0 หมื่นลบ. ในปีนี้) และต้องดูแลโครงการคอนโดมิเนียมหลายโครงการในเส้นทางรถไฟฟ้า SPALI ซึ่งมีทีมบริหารและวิศวกรที่แข็งแกร่ง ได้ทำการตรวจสอบโครงการคอนโดมิเนียม 90 โครงการในวันเสาร์ได้อย่างรวดเร็ว ในอนาคต ผู้ซื้อบ้านจะให้ความระมัดระวังในการเลือกซื้อจากผู้พัฒนาโครงการมากขึ้น โดยพิจารณาจากผู้รับเหมาในการก่อสร้าง โครงการออกแบบ และบริการหลังการขาย ซึ่งจะทำให้ผู้พัฒนาต้องมีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ที่สูงขึ้น

### Ex 1: Condo Sales Mix & Debentures

Developer	Condo sales mix (%) (2024)	Condo inventory (Bt m) (YE2024)	Debentures (Bt m) - YE2024		
			Current portion	Long-term	Total
ANAN	87 (1H24)	28,586 (as of 1H24)	5,260	2,815	8,075
AP	20 (+51% JV)	14,154	5,850	16,000	21,850
ASW	90	23,980	1,889	3,059	4,948
LH	6	13,478	15,371	23,859	39,230
LPN	81	13,285	1,498	1,493	2,991
NOBLE	66	25,565	3,974	4,584	8,558
ORI	71	41,347	6,310	12,464	18,774
PSH	24	13,803	1,000	4,500	5,500
QH	13	9,301	3,269	4,807	8,076
SC	14	7,500	6,000	10,000	16,000
SIRI	34	25,805	15,155	27,709	42,865
SPALI	33	30,330	9,417	7,895	17,312

Sources: Company data, Thanachart compilation

Note: Condo inventory includes ready-to-move-in and the unsold units of not-yet-finished projects

# Fundamental Story

## Ex 2: Condominiums Transfers In 2025

Developer	Condo transfers in 2025F		Projects			
	No of projects	Total value (Bt m)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
ANAN	3	11,929			Ideo Ramkhamhaeng-Lamsali	Culture Chula Culture Thonglor
AP	4	10,400		Aspire Arun Prive Aspire Sukhumvit-Rama 4 Aspire Onnut Station		Aspire Vibha-Victory
ASW	7	14,050	Atmoz Season Ladkrabang Kave Coco	Atmoz Palacio Ladprao- Wanghin Atmoz Canvas	The Title Legendary-Bangtao	Maroon Ratchada 32 Kave Wonderland
LH	-	-				
LPN	1	2,100				EARN by LPN
NOBLE	4	8,500		Noble Form Thonglor	Nue Evo Ari	Nue Riverest Ratburana Noble Create
ORI	13	23,000	Origin Plug & Play Sirindhorn Station Origin Plug & Play E22 Station The Origin Campus Khon Kaen	The Hampton Suites Rayong Origin Plug & Play Srinakarin	Origin Place Bangna The Origin Bangkae The Origin Phahol 57 The Origin Centre Phuket Origin Play Bangsaen	Origin Place Khon Kaen- Kanlapaphruek The Origin Sukhumvit-Praksa The Origin Kathu-Patong
PSH	4	10,042				The Privacy Parc Taopoon Plum Condo New West Chapter One Spark Charan Chapter One More Kaset
QH	-	-				
SC	-	-				
SIRI	13	14,500	Cabanas Hua Hin Vay Pothisan II The Move Pradipat	The Base Bukit The Base Rise	The Move Sukhumvit 107 dcondo Sense	dcondo Calm The Move Paw Bangkae Flo by Sansiri Canvas Cherng Talay Mekin Haus dcondo Campus Khon Kaen
SPALI	1	1,200			Supalai Blue Whale Hua Hin	

Sources: Company data, Thanachart compilation

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLS on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLS.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นร่วมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: \* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GULF) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"