

บริษัทหลักทรัพย์ คันทรี กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ชั้น 2-3 อาคารสินธร 1, 132 ถ.วิทย์ เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330 โทร.0-2205-7000

## แนะนำ ชื่อ

Sector อสังหาริมทรัพย์  
Share Price (14/6/53) 4.96 บาท  
Target Price 9.40 บาท  
Up Side Gain 92%

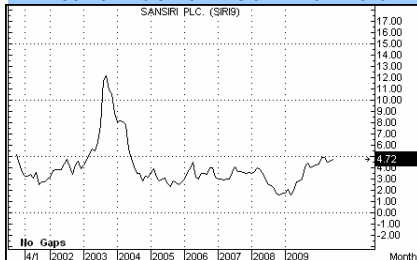
### ลักษณะการดำเนินธุรกิจ :

เป็นผู้ประกอบธุรกิจด้านอสังหาริมทรัพย์ทั้งประเภทบ้านเดี่ยว คอนโดมิเนียม และทาวเฮ้าส์ โดยเน้นทำเลใจกลางเมืองของกรุงเทพ นอกจากนี้ยังมีธุรกิจด้านการจัดการ เช่น บริหารโครงการ บริหารอาคาร เป็นต้น

### ข้อมูลบริษัท :

Share O/S 1,473.6 ล้านหุ้น  
Par Value 4.28 บาท  
Mkt. Cap 7,306 ลบ.  
Market Weight 0.11%  
Foreign Limit 39.0%  
Foreign Holding 15.4%

### การเคลื่อนไหวของราคารายวัน :



### Price Performance :

	1mth	3mths	12mths
Rel. to SET	102%	88%	132%
Avg. daily turnover /6mths			32 ลบ.
6m high/low (THB)			5.30/4.20

### Major Shareholders : มี.ย 53

1. บจ. ที เอส สตาร์	12.10%
2. บจ. ไทยเอ็นวีดีอาร์	11.04%
3. T AEL One Partners Ltd.	7.80%
4. CHASE NOMINEES Ltd.42	7.63%
5. บจ. วิริยะประกันภัย	6.47%

Analyst รณกฤต สารินวงศ์  
Tel: 0-2205-7000 Ext. 4410  
Email: ronnakritsa@sec.countrygroup.co.th

บริษัทฯและนักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสียหรือเกี่ยวข้องกับบริษัทที่จัดหารายงานนี้

SIRI's CG Scoring 2009: ดีมาก

(Score Range 80-89)

## บริษัท แสนสิริ จำกัด (มหาชน) SIRI

### "อสังหาฯ ขนาดใหญ่ Value Stock ตัวจริง"

#### สรุปประเด็นสำคัญ

- ค่า PE ต่ำสุด และปันผลสูงสุดในกลุ่มอสังหาฯ ขนาดใหญ่
- Backlog ปัจจุบันสูงสุดเท่าที่เคยมีมาถึง 1.6 หมื่นล้านบาท
- แนะนำ "ซื้อลงทุน" ราคาหุ้นมี Upside มากที่สุด

#### ♦ คาดกำไรครั้งแรกปี 53 ขยายตัว 23%

ไตรมาสแรกที่ผ่านมามีบริษัทสามารถทำกำไรได้ถึง 339 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นจากงวดเดียวกันของปีก่อนถึง 183% โดยเป็นรายได้จากบ้านเดี่ยวราว 36% และคอนโดราว 48% ที่เหลือเป็นส่วนของทาวเฮ้าส์ ขณะที่ Q2 ที่จะถึงนี้แนวโน้มการรับรู้รายได้ชะลอตัวจาก Q1 เล็กน้อยตาม Seasonal แต่โดยรวมแล้ว ครั้งแรกกำไรจะขยายตัวจากช่วงเดียวกันของปีก่อนราว 23%

#### ♦ ปริมาณ Backlog 1.6 หมื่นล้านบาท สูงสุดเท่าที่เคยมีมา

หลังสิ้นไตรมาส 1/53 เราคาดว่ายอด Presale Backlog อยู่สูงถึง 1.6 หมื่นล้านบาท ซึ่งจัดว่าสูงสุดเป็นประวัติการณ์ของบริษัท เราประมาณการณ์ว่าอีก 3 ไตรมาสที่เหลือจะมียอดขายเพิ่มขึ้นเฉลี่ยราว 4 พันล้านบาท และจะมี Carrying Backlog ไปยังปีหน้าอีกราว 1.3 หมื่นล้านบาท ซึ่งถือว่าเป็นตัวเลขที่สูงไม่แพ้บริษัทใดในอุตสาหกรรม

#### ♦ ค่า PE ต่ำสุดขณะที่ yield สูงสุดในกลุ่มอสังหาฯ ขนาดใหญ่

หากเทียบเคียงกับบริษัทอสังหาฯ ขนาดใหญ่ที่มีขนาดสินทรัพย์เกิน 2 หมื่นล้านบาทได้แก่ LH, QH, SIRI, AP, PS พบว่า SIRI มีค่า PE เพียง 4.19 เท่า ต่ำที่สุดในกลุ่ม ขณะที่อัตราผลตอบแทนเงินปันผลสูงถึง 10.2% หรือสูงสุดในกลุ่มเช่นกัน จึงจัดเป็นบริษัทที่มีมูลค่าหุ้นค่อนข้างถูกและปันผลสูงมาก

♦ ROE ขยายตัวสูงขึ้น ขณะที่ DE ลดลงมาก ความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่องในระยะ 2 ปีที่ผ่านมาทำให้อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้นพุ่งขึ้นมากจากระดับต่ำกว่า 10% ในปี 51 กลับสามารถเพิ่มสูงขึ้นเหนือ 15% ตั้งแต่ปี 52 เป็นต้นไป ขณะที่เดียวกันอัตราหนี้สินต่อทุนลดลงมากซึ่งคาดว่าจะไม่เกิน 1.2 เท่าในปี 53 นี้ ทำให้ภาระดอกเบี้ยจ่ายลดลงมาก

#### ♦ ราคาหุ้นมี Up side สูงสุด แนะนำซื้อ

เราประมาณการณ์กำไรปี 53(2010) เติบโตราว 6.5% หรือเท่ากับ 1,744 ล้านบาท การประเมินมูลค่าหุ้นนั้นเราใช้ Historical PE พิจารณาได้ว่าระดับที่เหมาะสมคือ PE ที่ 8 เท่า เราจึงเห็นว่าเป็นระดับที่เหมาะสมและคำนวณเป็นมูลค่าพื้นฐานที่ 9.40 บาท หรือมี Upside สูงมากถึง 92% เราจึงแนะนำซื้อ

#### Forecasts and Rating

	Profit	EPS	BV	*PER	DPS	*Yield
2010F	1,744	1.18	7.55	4.19	0.51	10.2%
2009	1,610	1.09	6.87	2.81	0.52	17.0%
2008	917	0.62	6.08	4.65	0.30	10.4%
2007	708	0.48	5.66	10.81	0.23	6.9%

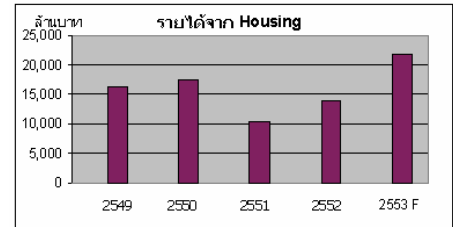
\* ราคาหุ้นที่ใช้คำนวณเป็นราคาปิดเฉลี่ยรายเดือน

Source: CGS Estimate

## ประเด็นพิจารณาการลงทุนเพิ่มเติม

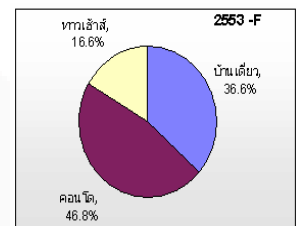
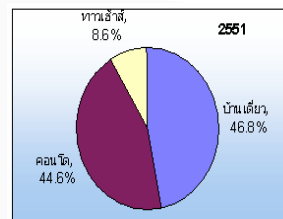
### ♦ ยอดขาย(Housing) ปี 53 คาดทุบสถิติ

กลุ่มอสังหาฯ โดยรวมในปี 52 ถึงปี 53 นั้นจะมียอดขายเติบโตอย่างมาก ซึ่งส่วนใหญ่จะมาจากยอดขายที่เกิดขึ้นของอาคารสูง ขณะที่ SIRI ในปี 52 จัดเป็นปีของการฟื้นตัว แต่ในปี 53 นี้ยอดขายเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยเราประเมินว่าจะมียอด Presale ทุบสถิติเกิน 2.1 หมื่นล้านบาทสูงสุดที่เคยมีมา อย่างไรก็ตามในส่วนของการรับรู้รายได้ระหว่างปีที่จะเกิดขึ้น เราคาดว่าจะทำให้มี Backlog ในมือที่จะเหลือรับรู้อย่างปี 54 รว 1.3 หมื่นล้านบาท ซึ่งจัดว่าอยู่ในระดับสูงไม่แพ้สังหาฯ ในระดับเดียวกัน



### ความแข็งแกร่งของรายได้ยังไปได้อีกหลายปี

เราพบว่ายอดขายของ SIRI เติบโตขึ้นเรื่อยๆ ตั้งแต่ปี 2549 และที่น่าสนใจก็คือสัดส่วนการเติบโตของคอนโดมีเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะสำคัญ โดยในปี 51 มีสัดส่วนของคอนโดเพียง 44% และเพิ่มขึ้นเป็น 46%-47% ในปี 52-53 ขณะที่ปริมาณบ้านเดี่ยวลดลง ซึ่งเป็นการปรับตัวให้เข้ากับภาวะความต้องการในประเทศนั่นเอง แนวโน้มความต้องการที่อยู่อาศัยอาคารสูงยังเพิ่มขึ้น ดังนั้นเราจึงประเมินว่าการปรับกลยุทธ์อย่างถูกทางนี้จะทำให้บริษัทมีโอกาสเติบโตได้อีกหลายปี



เราประมาณการรับรู้รายได้ในส่วนของ Housing โดยคาดว่าจะสามารถขยายตัวอย่างต่อเนื่องไปจนถึงปี 2012 โดยใช้สมมติฐานจากยอด Backlog ไม่ต่ำกว่าปีละ 1 หมื่นล้านบาท รวมทั้งการเปิดโครงการไม่ต่ำกว่าปีละ 2 หมื่นล้านบาท จึงจัดว่า SIRI เป็นบริษัทขนาดใหญ่ ที่มีรายได้เติบโตอย่างน่าจับตา

	:Mil B			
Forecasted	2009	2010	2011	2012
รายได้ (Housing)	16,629	17,258	18,984	20,882
Growth	28.8%	3.8%	10.0%	10.0%

### ♦ กำไรสะสมปริมาณมาก ขณะ Book value สูง

จุดเด่นสำคัญอันหนึ่งคือ SIRI มีกำไรสะสมในปริมาณมาก โดยในปี 52-53 อัตราส่วน Book value ต่อส่วนผู้ถือหุ้นอยู่สูงถึง 35-40% ส่งผลให้มูลค่า Book value ของบริษัทอยู่ในระดับสูงมาตลอด โดยเราคาดว่าในปี 53 จะมีมูลค่าอยู่ที่ 7.55 บาท หรือสูงกว่าราคาตลาดปัจจุบันที่ 52% หรือคิดเป็น PBV ที่ 0.66 เท่า จัดว่าเป็นหุ้นที่มีราคากระดานต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชีค่อนข้างมาก ซึ่งเป็นประเด็นที่น่าสนใจว่าราคาหุ้นยังอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำไม่สอดคล้องกับพื้นฐานที่แท้จริง

กำไรสะสมปริมาณมาก และมี PBV ต่ำเพียง 0.66 เท่า

### ♦ Net Margin สูงขึ้นอย่างมีนัยยะสำคัญ

นับตั้งแต่ปี 52 เป็นต้นมาบริษัทมีอัตรากำไรสุทธิ(Net Margin) สูงขึ้นจากระดับ 6% ไปสู่ระดับ 9.2% ซึ่งเป็นผลมาจากการลดต้นทุนดำเนินการได้ในหลายโครงการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งอาคารสูงมีอัตราทำกำไรมากขึ้น ดังนั้นในปี 53 ซึ่งสัดส่วนการรับรู้รายได้ยังมีคอนโดกว่า 46% จึงทำให้เราคาดว่าอัตรากำไรสุทธิจะสูงถึง 9.5% ซึ่งส่งผลให้กำไรสุทธิเติบโตขึ้นมากนั่นเอง

Net Margin สูงขึ้นอย่างมีนัยยะสำคัญ

### ♦ อัตราดอกเบี้ยเงินปันผล สูงสุดกลุ่มอสังหาฯ

ผลประกอบการที่เติบโตขึ้นอย่างมากในปีที่ผ่านมา จนถึงประมาณการปี 53 ทำให้เราประมาณการปันผลของ SIRI ที่ จุดเด่นสำคัญอันหนึ่งคือ SIRI มีกำไรสะสมในปริมาณมาก โดยเราคาดการณ์จ่ายปันผลในปี 53 ที่ 0.51 บาท ลดลงเล็กน้อยจากปีก่อน แต่จากราคาหุ้นที่ยังเคลื่อนไหวช้ากว่าหุ้นตัวอื่นๆ ในกลุ่มส่งผลให้ Dividend Yield ปัจจุบันสูงถึง 10.20% หรือสูงสุดในกลุ่มอสังหาฯ

อัตราดอกเบี้ยเงินปันผลสูงสุดในกลุ่มอสังหาฯ ที่ 10.17%

Company	ASSET (Mb.)	PE (Time)	Yield
	Q153	53	53
LH	51,491	14.3	2.70%
QH	28,017	9.40	3.40%
<b>SIRI</b>	<b>27,167</b>	<b>4.19</b>	<b>10.20%</b>
AP	22,176	6.27	6.38%
PS	21,486	9.31	3.76%

	มูลค่าโครงการ	คงเหลือ	Backlog
บ้านเดี่ยว	24,120	9,322	2,818
คอนโด	8,253	3,890	1,939
ทาวเฮ้าส์	23,430	2,712	11,084
	55,803	15,924	15,842

### ♦ ค่า PE ต่ำสุด ขณะที่ Yield สูงสุด

จากการเปรียบเทียบสินทรัพย์ของอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่พบว่า SIRI มีขนาดใหญ่เป็นอันดับสาม ซึ่งพบว่าค่า PE ของบริษัทจัดอยู่ในระดับต่ำสุดที่ 4.19 เท่า อันเนื่องมาจากผลประกอบการที่เติบโตสูง ขณะที่ราคาหุ้นกลับเคลื่อนไหวค่อนข้างแคบ และปรับตัวขึ้นน้อยกว่าบริษัทอื่นๆ ดังนั้นทำให้กลายเป็นหุ้นราคาถูกที่มีศักยภาพการดำเนินงานธุรกิจไม่แพ้ใคร

### ♦ มูลค่า 9.40 บาท Up side มหาศาล ต้องซื้อแล้ว

เราประเมินมูลค่าหุ้น SIRI โดยใช้ Historical PE ของบริษัทย้อนหลัง 5 ปี พบว่ามีค่าเฉลี่ยที่ 8.2 เท่า อย่างไรก็ตามค่าเฉลี่ยของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์อยู่ที่ 6.5 เท่า และค่า PE ของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่อยู่ที่ 9.3 เท่า เราจึงเห็นว่าค่า PE ที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่าบริษัทควรใช้ Historical PE ของตัวบริษัทเอง จึงกำหนดค่าที่ 8 เท่า นำมาใช้ในการประเมินซึ่งทำให้ได้มูลค่าที่เหมาะสมคือ 9.40 บาท มี up side จากราคาปัจจุบันสูงถึง 92% เราจัดว่า SIRI เป็น Value Stock ที่น่าสนใจ เนื่องจากมีค่า PE ต่ำ ปันผลสูง และมี Up side มาก ขณะที่การดำเนินงานธุรกิจมีศักยภาพ จึงแนะนำ **ซื้อเพื่อการลงทุน**

### ♦ แนวโน้มธุรกิจครึ่งหลังปี 53

ไตรมาสแรกของปี 53 ผ่านพ้นไปด้วยดี โดยกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ สามารถสร้างยอดขาย(Presale) ได้ทุบสถิติในหลายบริษัท ยอดการรับรู้รายได้ทำได้สูงสุดเช่นกันหากเปรียบเทียบเป็นรายไตรมาส เราพบว่ากำไรสุทธิของทั้งกลุ่มขยายตัวเพิ่มขึ้นถึง 103% อย่างไม่เคยมีมาก่อน อันเป็นผลจากภาวะดอกเบี้ยต่ำ และนโยบายการปรับลดภาษีภาครัฐเป็นตัวกระตุ้นที่สำคัญ นอกจากนี้ภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวกลับเป็นสิ่งกระตุ้นให้มีการซื้อบ้านมากขึ้นเพราะเชื่อกันว่าหากเศรษฐกิจฟื้นตัวราคาที่อยู่อาศัยจะแพงกว่านี้มาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเติบโตของที่อยู่อาศัยประเภทคอนโดมิเนียมกลางเมือง และที่อยู่ติดกับระบบขนส่งมวลชน ได้รับความนิยมสูงสุด ในเกือบทุกโครงการที่เปิดตัวแล้วมียอดขายเกือบเต็ม

สำหรับครึ่งหลังของปี 53 นั้น เราประเมินว่าการเติบโตยังคงอยู่ในระดับที่ดีต่อเนื่อง โดยการชะลอตัวจะเกิดขึ้นช่วงกลางปีบ้าง เพราะการเร่งงานขายและส่งมอบได้ดำเนินกันไปเต็มที่ก่อนจบมาตรการภาษีแล้ว ในช่วงหน้าฝนเราคาดว่ายอดขายและโอนจะชะลอตัวลง แต่ปลายไตรมาสสามจะเริ่มกลับมาดีขึ้นอีกครั้งและเข้าสู่ High season ในไตรมาสสี่อย่างเช่นทุกปี เราประเมินว่ายอดขายการโอนทั้งปี จะขยายตัวราว 13-15% แต่กำไรสุทธินั้นน่าจะขยายตัวไม่เกิน 5% อันเป็นผลจากการเร่งกระตุ้นยอดขาย และการกลับมาใช้อัตราภาษีในระดับเดิมซึ่งเพิ่มต้นทุนให้ผู้ประกอบการไม่น้อยกว่า 5% ขณะที่ปี 54 การขยายตัวไม่น่าจะดีเช่นนี้ โดยเราคาดว่าราคาน้ำมันและวัสดุก่อสร้างจะกลับมาสร้างแรงกดดันอีกครั้งหนึ่ง การลงทุนหุ้นอสังหาริมทรัพย์จึงเหมาะสำหรับการลงทุนในระยะปานกลางระยะ 6-8 เดือนเท่านั้น

### โครงการตึกสูงในปัจจุบัน






Projects	Value	Backlog
1 Siri at Sukhumvit	3,038	211
2 Baan Sanpluem	580	31
3 Baan Nubkluen	1,123	129
4 Baan Sansuk	1,820	311
5 HIVE	1,572	791
6 Quattro by Sansiri	3,049	2,971
7 39 by Sansiri	1,578	735
8 Prive'	947	432
9 HIVE Taksin	1,199	1,057
10 Blocs 77 (A)	1,111	1,097
11 The Vertical Aree	993	967
12 My Condo Pinklao	708	80
13 HIVE Sukhumvit 65	381	164
14 My Condo Ladprao 27	557	48
15 PYNE by Sansiri	2,061	2,061
	<b>20,718</b>	<b>11,084</b>

	Mill. Baht				
SIRI	49	50	51	52	53F
รายได้จากการขาย	10,856	12,910	14,395	16,629	17,258
ต้นทุนขาย	7,827	9,195	10,060	11,560	11,960
รายได้จากธุรกิจอื่น	482	640	642	720	903
ต้นทุนธุรกิจอื่น	354	414	460	534	595
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	2,435	2,980	2,234	2,236	2,616
ค่าใช้จ่ายทางการเงิน	86	69	92	124	150
ภาษี	401	403	726	951	939
กำไรสุทธิ	404	708	917	1,610	1,744
กำไรต่อหุ้น(baht)	0.27	0.48	0.62	1.09	1.18
ทรัพย์สิน	18,097	21,068	23,492	25,375	24,470
หนี้สิน	10,314	12,722	14,537	15,251	13,347
ส่วนผู้ถือหุ้น	7,783	8,346	8,955	10,124	11,123
หุ้นจดทะเบียน	6,307	6,307	6,307	6,307	6,307
พาร์	4.28	4.28	4.28	4.28	4.28
<b>อัตราส่วนทางการเงิน</b>					
ROE	5.19%	8.48%	10.24%	15.90%	15.68%
ROA	2.23%	3.36%	3.90%	6.34%	7.13%
DE (time)	1.33	1.52	1.62	1.51	1.20
Book value (baht)	5.28	5.66	6.08	6.87	7.55
Price to Book value(time)	0.67	0.59	0.47	0.45	0.66
PER (time)	14.24	10.81	4.65	2.81	4.19
<b>Revenue Breakdown</b>					
รายได้จากโครงการเพื่อเช่า	1.50%	1.56%	1.28%	1.06%	1.06%
รายได้ค่าบริการธุรกิจ	2.01%	2.33%	2.15%	2.15%	2.56%
รายได้จากกิจการเมดิคัลสเปา	0.18%	0.33%	0.42%	0.35%	0.40%
รายได้จากกิจการโรงแรม	0.15%	0.08%	0.10%	0.09%	0.12%

### คำชี้แจง

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติและไม่ได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ คันทรี กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	No Logo Given	N/A

Source : IOD