

นักวิเคราะห์: ปองรัตน์ รัตนดาวานนท์  
(662) 618-1336  
pongtrat@bualuang.co.th  
www.bualuang.co.th

## SIRI ควรซื้อขายต่ำกว่า BV จริงหรือ

### คำแนะนำ

ราคาหุ้น SIRI ถูก Discount ด้วยประเด็นว่าความสามารถการทำกำไรอยู่ในระดับต่ำ และตลาดยังไม่เห็นว่าความสามารถทำกำไรของ SIRI กำลังปรับตัวดีขึ้น รวมทั้งส่วนแบ่งตลาดของ SIRI กำลังเพิ่มขึ้นเช่นกัน ซึ่งจะช่วยให้ผลประกอบการสามารถเติบโตได้อย่างแข็งแกร่งและต่อเนื่อง ดังนั้น ราคาหุ้น SIRI ในปัจจุบันจึงยังต่ำกว่าราคาพาร์ที่อยู่ที่ 4.28 บาท ต่ำกว่า BV ในไตรมาส 2/52 ที่อยู่ที่ 6.12 บาท และยิ่งซื้อขายกันที่ PBV เพียง 0.6 เท่า เปรียบเทียบกับ Average PBV ของผู้เล่นรายใหญ่ในตลาด (AP, LH, LPN, PS, QH, SPALI และ SIRI) ที่อยู่ที่ 1.4 เท่า นั่นคือ ราคาหุ้น SIRI ไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท และเมื่อพิจารณาจากอัตราการเติบโตเฉลี่ย 3 ปี (ปี 49-51) ในด้านยอดขาย กำไรขั้นต้น กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิ เปรียบเทียบกับ PBV ที่หุ้นแต่ละตัวซื้อขายกันในปัจจุบัน ทำให้เห็นชัดเจนว่าตลาดกำลังให้ Premium อย่างมากกับบริษัทที่มีรายได้และผลประกอบการที่อยู่ในช่วงอิมตัว ขณะที่ให้ Deep discount กับบริษัทที่กำลังมีรายได้และผลประกอบการอยู่ในช่วงของการเติบโต นอกจากนี้ ร่างมาตรฐานบัญชีฉบับที่ 40 เรื่อง อสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน ที่เปิดโอกาสให้บันทึกอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวได้ทั้งวิธี Cost Method หรือวิธี Fair value นั้น จากวิธี Fair value จะทำให้ BV ของปี 53 ที่เราประมาณการไว้ที่ 6.64 บาท ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 6.75 บาท (เราประเมิน BV ของปี 52 ไว้ที่ 6.32 บาท) ดังนั้น เมื่อพิจารณาจากราคาหุ้น SIRI ในปัจจุบัน ทำให้เราประเมินว่าตลาดกำลังเปิดโอกาสอย่างมากมายให้นักลงทุนซื้อ Growth stock ในราคาที่ต่ำกว่าความเป็นจริงอย่างมาก ดังนั้น เราแนะนำ "ซื้อ" SIRI โดยมีราคาเป้าหมายที่ BV ปี 52 ที่อยู่ที่ 6.32 บาท ซึ่งจะให้ Upside gain ถึง 65.4%

**SIRI กำลังซื้อขายที่ PBV ต่ำเกินไปทั้งๆ ที่กำลังอยู่ในช่วงของการเติบโต**

	3-year CAGR				PBV	Fair PBV on growth				Average PBV
	Sales	Gross profit	Operating profit	Net profit		Sales	Gross profit	Operating profit	Net profit	
AP	15.7%	20.4%	29.3%	6.8%	1.6	2.95	2.62	2.25	0.89	2.0
LH	-3.6%	-2.9%	1.7%	1.8%	2.2	-0.88	-0.37	0.13	0.24	0.2
LPN	13.7%	12.2%	18.2%	16.4%	1.8	2.57	1.56	1.40	2.13	1.9
PS	16.6%	22.9%	23.2%	22.1%	1.8	3.12	2.93	1.78	2.88	2.6
QH	3.8%	14.6%	28.4%	15.6%	1.3	0.72	1.87	2.19	2.03	1.6
SPALI	10.3%	7.5%	11.4%	6.7%	1.2	1.93	0.96	0.88	0.87	1.1
SIRI	9.9%	13.3%	44.1%	31.2%	0.6	1.85	1.71	3.39	4.06	2.6
Average	7.5%	11.0%	18.3%	10.8%	1.4					1.3

**ความสามารถในการทำกำไรกำลังปรับตัวดีขึ้น:** นักลงทุนมักจะตีความสามารถในการทำกำไรของ SIRI มีไม่มากนัก เนื่องจากแม้จะสามารถทำ Gross margin ได้ไม่ต่างจากคู่แข่ง แต่ SIRI มีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูง จึงทำให้กำไรสุทธิของบริษัทเหลือน้อยมาก อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาจาก Net margin ที่แต่ละบริษัททำได้ในช่วงครึ่งแรกปี 52 เปรียบเทียบกับสิ้นปี 51 จะพบว่า Net margin ของ SIRI ปรับตัวขึ้นได้ดีกว่าคู่แข่งอย่าง AP, LH, LPN และ QH ซึ่งเป็นผลจากการที่ SIRI สามารถลดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารของ SIRI ในช่วงครึ่งแรกของปี 52 คิดเป็น 44.6% ของค่าใช้จ่ายดังกล่าวในปี 51 ขณะที่คู่แข่งอย่าง AP, LH, LPN, PS และ SPALI มีสัดส่วนค่าใช้จ่ายดังกล่าวไม่ต่ำกว่า 45% ดังนั้น ด้วยนโยบายของ SIRI ที่หันมาลดต้นทุนด้วยการบริหารต้นทุนให้มีประสิทธิภาพได้มากที่สุด แต่สามารถสร้างยอดขายได้มากอย่างที่ควรจะเป็น จะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทปรับตัวขึ้นได้ใกล้เคียงกับคู่แข่งมากขึ้น ซึ่งย่อมจะหมายถึงว่า ผลประกอบการของ SIRI จะสามารถเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง อีกทั้งในปี 52 นี้ มีความเป็นไปได้มากที่ SIRI จะมียอดขายมากเป็นอันดับหนึ่งของตลาด ก็จะทำให้ผลประกอบการในช่วงครึ่งหลังของปี 52 เติบโตมากกว่าครึ่งปีแรก ขณะที่แนวโน้มในปี 53 นั้น Net Margin จะปรับขึ้นมาเป็น Double digit ซึ่งจะทำให้ผลประกอบการปี 53 มีโอกาสเติบโตได้อย่างแข็งแกร่งมากขึ้นเช่นกัน

**Net margin**

	2005	2006	2007	2008	1H09	Change
AP	14.1%	21.2%	11.5%	16.7%	16.1%	-0.6%
LH	22.5%	18.4%	16.9%	21.7%	22.1%	0.3%
LPN	16.8%	15.6%	13.7%	16.7%	17.8%	1.2%
PS	16.7%	15.9%	14.0%	18.3%	17.9%	-0.4%
QH	10.4%	10.6%	10.4%	14.7%	14.8%	0.1%
SPALI	24.1%	19.1%	16.6%	17.3%	26.5%	9.2%
SIRI	8.6%	3.5%	5.1%	6.0%	7.7%	1.7%

**1H09 SG&A to 2008 SG&A**

AP	LH	LPN	PS	QH	SPALI	SIRI
52.8%	45.8%	54.6%	48.8%	41.0%	49.2%	44.6%

**ส่วนแบ่งตลาดของ SIRI กำลังเพิ่มขึ้น แต่ผู้นำตลาดกำลังลดลง:** เมื่อพิจารณายอดขายเฉพาะผู้เล่นรายใหญ่ในตลาด (AP, LH, LPN, PS, QH, SPALI และ SIRI) จะเห็นได้ว่าผู้นำตลาดกำลังเสียส่วนแบ่งตลาดให้กับผู้เล่นรายอื่นโดยเฉพาะ PS และ SIRI จึงมีนัยสำคัญว่ากลยุทธ์การทำธุรกิจของ SIRI เป็นกลยุทธ์ที่ประสบผลสำเร็จที่ทำให้ SIRI สามารถมีส่วนแบ่งตลาดได้ใกล้เคียงกับคู่แข่งรายรายใหญ่อย่าง LH และ PS ขณะที่ส่วนแบ่งตลาดของคู่แข่งอย่าง AP, LPN และ QH นั้น อยู่ในลักษณะของการทรงตัว ซึ่งมีนัยสำคัญเช่นกันว่าหาก SIRI ดำเนินกลยุทธ์ในการชิงส่วนแบ่งตลาดได้อย่างถูกต้อง การเติบโตของยอดขายและกำไร รวมทั้งการเป็นผู้นำในตลาดอสังหาริมทรัพย์อย่าง SIRI ตั้งเป้าไว้ก็ไม่ได้ไกลเกินไป

Market share	2005	2006	2007	2008	1H09
AP	7.5%	10.2%	11.0%	12.7%	12.1%
LH	38.2%	28.2%	26.3%	20.3%	19.3%
LPN	5.9%	7.9%	9.5%	9.3%	10.6%
PS	12.8%	13.1%	12.8%	16.7%	18.1%
QH	13.3%	15.2%	14.4%	13.7%	12.7%
SPALI	5.8%	7.4%	6.9%	7.9%	11.3%
SIRI	16.6%	18.1%	19.1%	19.4%	15.9%

## BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

### Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (“IOD”) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

## BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

### STOCK RECOMMENDATIONS

**BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

**HOLD:** Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

**SELL:** Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

**TRADING BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

### SECTOR RECOMMENDATIONS

**OVERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

**NEUTRAL:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

**UNDERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.