



**Company Update**

**BUY**

บริษัท แอสเสอรี่ จำกัด(มหาชน)

ราคาเป้าหมาย 5 บาท

- **แนวโน้มกำไรสุทธิเติบโตสดใสในปี 52-53:** เราเชื่อว่าตลาดจะมีการปรับประมาณการกำไรสุทธิในปี 52-53 ของ SIRI เพิ่มขึ้นอีก 10-20% อยู่ในระดับ 1.4 พันล้านบาทเพราะ 1) Backlog ในมือที่สูงสุดในอุตสาหกรรมที่ 1.65 หมื่นล้านบาทซึ่งจะรับรู้รายได้ใน 2H52 อีกประมาณ 8.4 พันล้านบาท 2) ค่าธรรมเนียมอัตรากำไรขั้นต้นในครึ่งปีหลังยังแข็งแกร่งที่ 31% ซึ่งดีกว่าที่ตลาดคาด 3) แนวโน้มค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ลดลงเหลือ 17% ต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 19% โดยเราประเมินกำไรสุทธิปี 52 ที่ 1,478 ล้านบาทเติบโต 62%
- **ยอดขายเติบโตสดใสต่อไปอีก 2-3 ปี:** เราเชื่อว่า SIRI จะทำยอด presales ปี 52 และปี 53 ได้ตามเป้าที่ผู้บริหารวางไว้ที่ 2 หมื่นล้านบาท โดยแนวโน้ม presales ที่เติบโตดีกว่าที่ตลาดคาดไว้จาก 1) อัตราการขาย (Sales Speed) เพิ่มขึ้นจาก 3 หน่วยต่อเดือนเป็น 6 หน่วยต่อเดือนในไตรมาส 3/52 และคาดว่าจะรักษาระดับนี้ได้ตามแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ 2) Reject rate ที่ต่ำเพียง 6% เทียบกับอุตสาหกรรมที่ 20-26% (LH, AP มี reject rate ประมาณ 8-10%) 3) ปรับกลยุทธ์ผลิตภัณฑ์ให้สอดคล้องกับลูกค้าทุกระดับซึ่งช่วยขยายฐานลูกค้า 4) มูลค่าของโครงการในมืออีกกว่า 5.8 หมื่นล้านบาท ทำให้เรามองยอดขายยังเติบโตอย่างต่อเนื่องไปอีก 2-3 ปีข้างหน้า
- **ราคาหุ้นยังไม่สะท้อนแนวโน้มที่สดใสและอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงสุดในอุตสาหกรรม:** เราประเมินมูลค่าหุ้นบน PER ที่ 5 เท่าทำให้ได้ราคาเป้าหมายที่ 5 บาทซึ่งมี upside ถึง 25% เมื่อเทียบกับราคาปัจจุบัน โดยปัจจุบัน SIRI ซื้อขายกันที่ PER เพียง 4 เท่าเทียบกับอุตสาหกรรมที่ 6 เท่า (ไม่รวม LH) ในขณะที่ ROE ที่ค่อนข้างสูงที่ 15% นอกจากนี้ผู้บริหารยังคงยืนยันการจ่ายเงินปันผลที่ 50% ทำให้ได้มี Dividend yield ที่ 13% ซึ่งสูงที่สุดในอุตสาหกรรม (คิดเป็นเงินปันผลที่ 0.5 บาท)

Earning Summary

| FY Ended 31 Dec    | 2006   | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenues (Btm)     | 11,339 | 13,550 | 15,037 | 17,020 | 18,000 |
| Net profit (Btm)   | 404    | 708    | 914    | 1,478  | 1,543  |
| EPS (Bt)           | 0.27   | 0.48   | 0.62   | 1.00   | 1.05   |
| EPS growth (%)     |        | 75.1%  | 29.1%  | 61.7%  | 4.4%   |
| PER (x)            | 13.9   | 8.0    | 6.2    | 3.8    | 3.6    |
| Dividend (Bt)      | 0.13   | 0.23   | 0.30   | 0.50   | 0.42   |
| Dividend yield (%) | 4.6    | 5.8    | 17.1   | 13.1   | 11.0   |

**Research Team**  
Research@merchant.co.th

## Investment Highlight

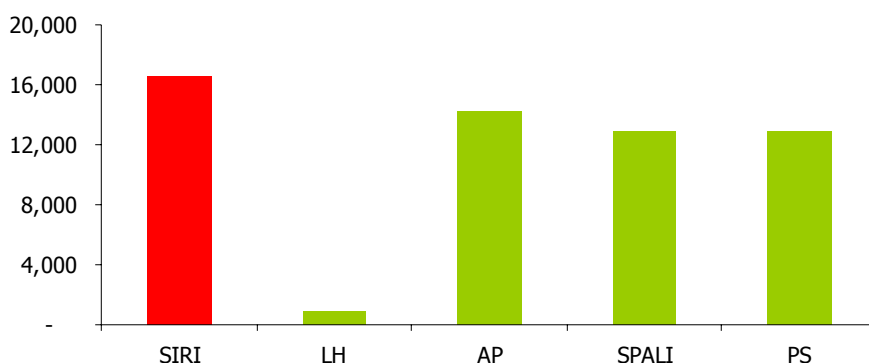
**แนวโน้มกำไรสุทธิเติบโตสดใสในปี 52-53:** เราประเมินกำไรสุทธิปี 52 ที่ 1,478 ล้านบาท( EPS = 1 บาท) เติบโต 62% จากปีก่อน ทั้งนี้หลังจากการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวานเราเชื่อว่าตลาดจะมีการปรับประมาณการกำไรสุทธิในปี 52-53 เพิ่มขึ้นอีก 10-20% อยู่ในระดับ 1.4 พันล้านบาท

**คาดการณ์รับรู้อยู่ได้เป็น 1.7 หมื่นล้านบาทในปี 52 :** โดย SIRI มี Backlog ทั้งหมดที่ 1.65 หมื่นล้านบาทสูงสุดในอุตสาหกรรมและจะรับรู้รายได้ใน 2H52 อีกประมาณ 8.5 พันล้านบาท ซึ่งเมื่อรวมกับที่รับรู้รายได้ในครึ่งปีแรกนั้น ทำให้ประมาณการของเรามี backlog หนุนอยู่สูงถึง 85% ในขณะที่สินค้าคงเหลือรอการขายจำนวน 152 ยูนิตนั้น (ประมาณ 672 ล้านบาท) จากอัตราการขายที่ดีเกินคาดและโครงการที่เปิดเป็นขนาดเล็กราคาต่ำสุดใน product line คือ Habitia รวมทั้งมาตรการทางด้านภาษีที่กำลังหมดอายุในปี 52 ทำให้เราคาดว่าจะสามารถระบายของออกไปได้ภายในปี 52-53 ทั้งนี้เราคาดการณ์รายได้ของ SIRI ในปี 52 ที่ประมาณ 1.7 หมื่นล้านบาทเพิ่มขึ้น 18% จากปีที่ผ่านมา

**อัตรากำไรขั้นต้นที่แข็งแกร่งที่ 31%:** เราคาด SIRI ยังสามารถรักษาอัตรากำไรขั้นต้นที่แข็งแกร่งในระดับ 31% เพราะ 1) ความได้เปรียบในการปรับเพิ่มราคาขายต่อหน่วยจาก Brand ที่แข็งแกร่งและฐานลูกค้าที่ไม่อ่อนไหวต่อราคา โดยในปัจจุบัน SIRI มีการปรับเพิ่มราคาเฉลี่ยประมาณ 5-10% สำหรับบ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์ และคอนโดมีการปรับราคาเพิ่มขึ้นประมาณ 10-15% 2) การรับรู้รายได้ส่วนใหญ่ในครึ่งปีที่เหลือเป็นของคอนโดซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นในระดับ 31-33% 3) ต้นทุนค่าวัสดุก่อสร้างที่ไม่ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปี 51 4) การเริ่มนำวิธีการก่อสร้างใหม่มาใช้ ซึ่งช่วยลดระยะเวลาในการสร้างและต้นทุนในการก่อสร้างลง

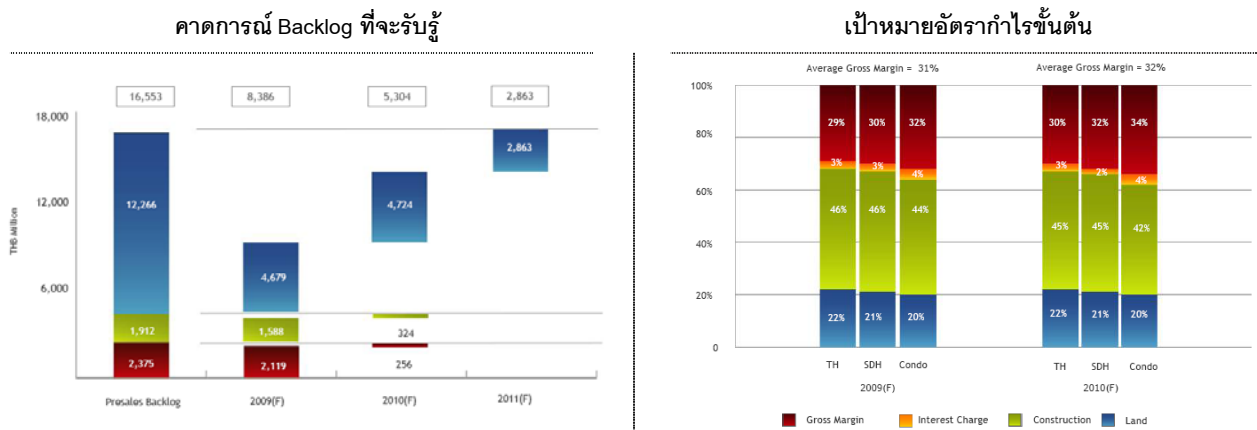
**แนวทางการตลาดแบบใหม่ลด SG&A ลงเหลือ 17%:** ผู้บริหารเปิดเผยถึงแนวทางในการทำกิจกรรมทางการตลาดแบบใหม่ โดยลดการใช้ Mass media เช่นหนังสือพิมพ์ลงเพราะมีค่าใช้จ่ายสูง และหันไปใช้ web side ซึ่งต้นทุนต่ำกว่าในการทำตลาดมากขึ้น รวมทั้งเน้นการใช้ Social network ที่มีประสิทธิภาพทำให้อัตราการเข้าเยี่ยมชมโครงการเพิ่มขึ้นประมาณ 15% ในไตรมาส 3/52 เทียบกับช่วงก่อนหน้า นอกจากนี้ความต้องการของลูกค้าที่เริ่มมีสัญญาณที่ดีขึ้นตามแนวโน้มการฟื้นตัวของภาวะเศรษฐกิจ ทำให้ SIRI ไม่จำเป็นต้องใช้โฆษณาเหมือนช่วงต้นปี 52 ดังนั้น SIRI จึงปรับลดเป้า SG&A ลงเหลือเพียง 17% จาก 19% ในแผนเดิม

ตาราง 1: Backlog ของ SIRI เทียบกับคู่แข่ง



ที่มา: Merchant Partners

ตาราง 2: Backlog และแนวโน้มกำไรขั้นต้น



ที่มา: SIRI

ยอดขายที่ยังเติบโตต่อเนื่อง: แนวโน้ม presales เติบโตสดใสกว่าที่ตลาดคาดไว้ โดยอัตรากำไรขาย (Sales Speed) เพิ่มขึ้นจาก 3 หน่วยต่อเดือนเป็น 6 หน่วยต่อเดือนในไตรมาส 3/52 ดังจะเห็นได้จาก TH ที่มียอดขายในช่วงไตรมาส 3/52 (ถึง 17 ส.ค.) เพิ่มขึ้นเป็น 425 ล้านบาทดีกว่าไตรมาส 2/52 ที่มีการขายเฉลี่ยต่อเดือนเพียง 170 ล้านบาท ในขณะที่คอนโดก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 1,012 ล้านบาทจากเฉลี่ย 187 ล้านบาทในไตรมาส 2/52 นี้ ทั้งนี้จาก Reject rate ที่ต่ำเพียง 6% เทียบกับอุตสาหกรรมที่ 20-26% (LH, AP มี Reject rate ประมาณ 8-10%) ทำให้เราเชื่อว่า SIRI จะทำยอด presales ปี 52 ได้ตามเป้าที่วางไว้ที่ 2 หมื่นล้านบาท

ตาราง 3: โครงการใหม่ที่จะเปิดในปี 2009

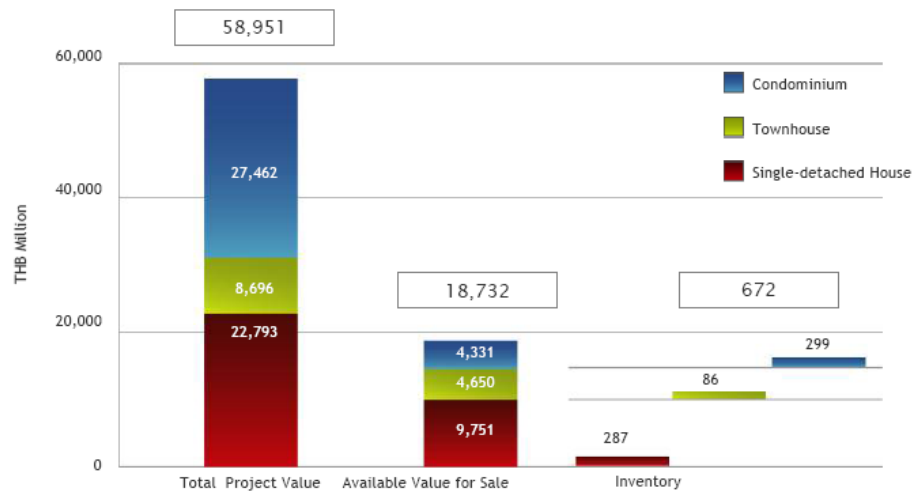
| โครงการใหม่                        |              |             |           |                    |                             | แนวโน้มการขาย                                |        |        |                     |        |
|------------------------------------|--------------|-------------|-----------|--------------------|-----------------------------|--|--------|--------|---------------------|--------|
| Year 2009                          | Single House | Condominium | Townhouse | Number of Projects | Project Value (THB Million) | Quarterly Presales                           |        |        |                     |        |
|                                    |              |             |           |                    |                             | Unit: THB Million                            | 1Q2009 | 2Q2009 | 3Q2009 As of 17 Aug | YTD    |
| 1Q2009                             |              |             |           | 9                  | 13,224                      | Beginning Unrealized Presales                | 13,031 | 15,715 | 14,519              | 13,031 |
| 2Q2009                             |              |             |           | 2                  | 2,718                       | Add: Quarterly Presales                      | 5,441  | 2,242  | 2,034               | 9,716  |
| 3Q2009                             |              |             |           | 4                  | 2,547                       | Single Houses                                | 1,033  | 1,171  | 597                 | 2,800  |
| 4Q2009                             |              |             |           | 4                  | 6,033                       | Townhouses                                   | 650    | 510    | 425                 | 1,584  |
|                                    |              |             |           |                    |                             | Condominiums                                 | 3,758  | 561    | 1,012               | 5,332  |
| <b>Number of Projects</b>          | 6            | 5           | 8         | 19                 |                             | <b>Less: Realized Presales</b>               | 2,757  | 3,438  | -                   | 6,194  |
| <b>Project Value (THB Million)</b> | 6,990        | 11,178      | 6,354     |                    | 24,522                      | <b>Ending Balance of Unrealized Presales</b> | 15,715 | 14,519 | 16,553              | 16,553 |
|                                    |              |             |           |                    |                             | Single Houses                                | 1,659  | 1,777  | 2,375               | 2,375  |
|                                    |              |             |           |                    |                             | Townhouses                                   | 1,294  | 1,488  | 1,912               | 1,912  |
|                                    |              |             |           |                    |                             | Condominiums                                 | 12,762 | 11,254 | 12,266              | 12,266 |

ที่มา: SIRI

ปรับกลยุทธ์ผลิตภัณฑ์ให้สอดคล้องกับลูกค้าทุกระดับ หนุนยอดขายต่อเนื่อง: SIRI ตั้งเป้ายอดขาย ( Presales) ในปี 53 ที่ประมาณ 1.9-2.0 หมื่นล้านบาทแบ่งเป็นคอนโดที่ 6 พันล้านบาท บ้านเดี่ยวเพิ่มขึ้นถึง 80% เป็น 9 พันล้านบาทจาก 5 พันล้านบาทในปี 52 และ TH ที่ 2 พันล้านบาท โดยผู้บริหารเปิดเผยถึงแผนการทำตลาดโดยใช้ความได้เปรียบของ Brand ที่แข็งแกร่ง ทำกลยุทธ์ลงไปในตลาดกลาง-ล่างมากขึ้นซึ่งช่วยขยายฐานลูกค้าใหม่โดยมีการเปิด project Habitia เพื่อจับกลุ่มลูกค้าที่มีกำลังซื้อประมาณ 3 ล้านบาทและมีการตอบรับเป็นอย่างดี นอกจากนี้ SIRI ยังมีมูลค่าของโครงการในมืออีกกว่า 5.8 หมื่นล้านบาททำให้เรามองยอดขายยังเติบโตอย่างต่อเนื่องไปอีก 2-3 ปีข้างหน้า

แม้จะเข้าสู่ตลาดในระดับล่าง..แต่คาดว่าจะสามารถรักษาราคาไรขึ้นต้นไว้ได้: จากการปรับเพิ่มราคาผลิตภัณฑ์ในระดับบนและการลงสู่ตลาดแบบค่อยเป็นค่อยไป ทำให้บริษัทมีเรียนรู้ในการทำตลาดเพื่อรักษาราคาไรขึ้นต้นไว้

ตาราง 4: Current Active project



ที่มา: CPF

ราคาหุ้นยังไม่สะท้อนแนวโน้มที่สดใสและอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงที่สุดในอุตสาหกรรม: เราประเมินมูลค่าหุ้นบน PER ที่ 5 เท่าทำให้ได้ราคาเป้าหมายที่ 5 บาทซึ่งมี upside ถึง 25% เมื่อเทียบกับราคาปัจจุบัน โดยปัจจุบัน SIRI ซื้อขายกันที่ PER เพียง 4 เท่าเทียบกับอุตสาหกรรมที่ 6 เท่า (ไม่รวม LH) ในขณะที่ ROE ที่ค่อนข้างสูงที่ 15% นอกจากนี้ผู้บริหารยังคงยืนยันการจ่ายเงินปันผลที่ 50% ทำให้ได้ Dividend yield ที่ 13% ซึ่งสูงที่สุดในอุตสาหกรรม (คิดเป็นเงินปันผลที่ 0.5 บาท)

ตาราง 5: เปรียบเทียบมูลค่าเทียบกับกลุ่ม (Consensus price)

| Name  | Market Cap | Current price |       | Consensus Earning |      | EPS   |      | EPS chg |      | PER |      | BVPS | PBV    | Dividend | Dividend | ROE |
|-------|------------|---------------|-------|-------------------|------|-------|------|---------|------|-----|------|------|--------|----------|----------|-----|
|       |            | 09E           | 10E   | 09E               | 10E  | 09-10 | 09E  | 10E     | 09E  | 10E | 09E  | 09E  | (Bt)   | yield    | 09E      |     |
| AP    | 12,840     | 5.5           | 1,600 | 1,461             | 0.64 | 0.61  | -5%  | 8.6     | 9.0  | 3.0 | 1.83 | 0.32 | 5.82%  | 22.5%    |          |     |
| LALIN | 1,271      | 1.54          | 190   | 260               | 0.23 | 0.31  | 35%  | 6.7     | 5.0  | 4.3 | 0.36 | 0.07 | 4.48%  | 5.4%     |          |     |
| LH    | 62,662     | 6.25          | 3,078 | 3,278             | 0.31 | 0.33  | 6%   | 20.4    | 19.1 | 2.6 | 2.42 | 0.23 | 3.68%  | 12.0%    |          |     |
| LPN   | 9,223      | 6.25          | 1,171 | 1,109             | 0.79 | 0.75  | -5%  | 7.9     | 8.3  | 3.3 | 1.90 | 0.40 | 6.35%  | 25.7%    |          |     |
| PRIN  | 1,648      | 1.64          | 372   | 373               | 0.37 | 0.37  | 0%   | 4.4     | 4.4  | 2.6 | 0.64 | 0.15 | 9.03%  | 15.0%    |          |     |
| PS    | 21,636     | 9.85          | 2,612 | 2,613             | 1.19 | 1.19  | 0%   | 8.3     | 8.3  | 5.0 | 1.95 | 0.36 | 3.62%  | 25.7%    |          |     |
| PF    | 2,284      | 2.9           | 538   | 542               | 0.68 | 0.69  | 1%   | 4.2     | 4.2  | 8.8 | 0.33 | 0.34 | 11.78% | 8.0%     |          |     |
| QH    | 15,598     | 1.84          | 1,360 | 1,639             | 0.16 | 0.19  | 21%  | 11.5    | 9.5  | 1.4 | 1.32 | 0.08 | 4.36%  | 11.9%    |          |     |
| SIRI  | 5,629      | 3.82          | 1,400 | 1,215             | 0.95 | 0.82  | -13% | 4.0     | 4.6  | 6.2 | 0.61 | 0.48 | 12.44% | 15.8%    |          |     |
| SPALI | 8,377      | 4.88          | 1,850 | 1,551             | 1.08 | 0.90  | -16% | 4.5     | 5.4  | 3.6 | 1.37 | 0.48 | 9.94%  | 33.0%    |          |     |

ที่มา: Merchant Partners, SET