

## ແສນສິຣີ

### ราคาขาดแรงจูงใจเรื่อง Upside

กำไรปกติ 2Q62 ลดลง 22% yoy ที่ 300 ล้านบาท ค่าสุดของปี คาดเริ่มฟื้นตัว 3Q62 และพักสุด 4Q62 หนุนด้วยไอชฯ คอนโดฯ ใหม่มากถึง 8 โครงการ แต่ราคาปัจจุบันสูงกว่า FV บอกกับการลงทุนเพิ่มใน The Standard สร้าง Downside Risk ต่อประมาณการ คง SWITCH ไป LH

### กำไร 2Q62 ลดลง YoY และ QoQ

งวด 2Q62 กำไรสุทธิ 285 ล้านบาท หากไม่รวมขาดทุนพิเศษสุทธิ 15 ล้านบาท (ขาดทุนจากการลดลงมูลค่าโครงการ และตัดยอค่าสินทรัพย์) มีกำไรปกติ 300 ล้านบาท ลดลงระดับเดียวกัน 22% yoy และ qoq โดยมีรายได้ขายอสังหาริมทรัพย์ 2.5 พันล้านบาท (แนวรวม 2.1 พันล้านบาทและ 400 ล้านบาท) ลดลง 40% yoy, 48% qoq เนื่องจากแรงโอนฯ กรรมสิทธิ์ตั้งแต่ 1Q62 กอปรกับยังไม่มีโอนฯ คอนโดฯ ใหม่ ด้าน SG&A/Sales เพิ่มเป็น 29% จากรายได้ลดลง รวมถึงค่าใช้จ่ายเปิดโครงการใหม่ และค่าใช้จ่ายพนักงาน อย่างไรก็ตามรายได้ค่าบริการธุรกิจสูงขึ้น 30% yoy อยู่ที่ 1.36 พันล้านบาท, Gross Margin ขายฯ ใกล้เคียงงวดปีก่อน 33% (งวดก่อน 27%) และส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วมสุทธิ 39 ล้านบาท (ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ มีกำไร 112 ล้านบาท แต่โรงแรมขาดทุน 73 ล้านบาท) ทำให้กำไรลดลงในอัตราที่น้อยกว่าออดไอชฯ ด้าน Net Gearing สูงเป็น 1.97 เท่า (1.55 เท่างวดก่อน)

### ปรับลดแผนเปิดโครงการ และ Presale ปีนี้

บริษัทปรับลดการเปิดโครงการใหม่ปี 2562 จากเดิม 28 โครงการ มูลค่า 4.65 หมื่นล้านบาท เหลือ 24 โครงการ มูลค่า 3.7 หมื่นล้านบาท โดยเลื่อนเปิดคอนโดฯ 4 โครงการ เกือบ 1 หมื่นล้านบาท เนื่องจากภาวะตลาดฯ ไม่เอื้ออำนวย จากกำลังซื้อชะลอตัวทั้งคนไทยและต่างประเทศ โดยเฉพาะจีนและฮ่องกง นอกจากนี้ปรับลดเป้า Presale ปีนี้จากเดิม 3.6 หมื่นล้านบาท เป็น 3 หมื่นล้านบาท โดยยอดสะสมถึง 11 ส.ค. 2562 อยู่ที่ 1.24 หมื่นล้านบาท คิดเป็น 41% ของเป้าใหม่ คาดยอดขายช่วงที่เหลือของปี จะขยับขึ้นตามการเปิดโครงการใหม่ เฉพาะอย่างยิ่ง 4Q62 จำนวน 14 โครงการ มูลค่า 2.24 หมื่นล้านบาท เป็นคอนโดฯ 6 โครงการ (SIRI 4 โครงการ และ JV 2 โครงการ) รวม 1 หมื่นล้านบาท

### 2H62 มีไอชฯ คอนโดฯ ใหม่ 8 โครงการ เป็น JV 6 โครงการ

ตามกำหนดโอนฯ คอนโดฯ ใหม่ 2H62 มากถึง 8 โครงการ (JV 6 โครงการ) เริ่มส่งมอบ 2 โครงการ ใน 3Q62 และ 6 โครงการใน 4Q62 (JV 5 โครงการ) ย่อมหนุนต่อกำไร 3Q62 ฟื้นตัวขึ้น ก่อนทำจุดสูงสุดของปีใน 4Q62 จึงคงคาดการณ์ขายอสังหาริมทรัพย์ ปีนี้ 2.14 หมื่นล้านบาท (เป้าบริษัท 2.2 หมื่นล้านบาท) มี Backlog ไม่รวม JV พร้อมโอนฯ 2H62 รวม 8.2 พันล้านบาท สัดส่วน 73% ของเป้า นอกจากนี้มี Backlog JV รอโอนฯ 2H62 อีก 8.9 พันล้านบาท คาดหนุนส่วนแบ่งกำไรสูงขึ้นใน 2H62

### ราคาเกิน FV...มี Downside Risk หลังเพิ่มสัดส่วน The Standard

คงประมาณการกำไรปีนี้ และ FV ปี 2562 อยู่ที่ 1.24 บาท (PER 8 เท่า) ต่ำกว่าราคาปัจจุบัน จึง SWITCH ไปยังหุ้นปันผลสูง 7% ได้แก่ LH (FY@B12.30) ทั้งนี้ในประมาณการยังไม่ได้รวมการลงทุนเพิ่มเติมในบริษัทร่วม The Standard หลังซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นเดิมสัดส่วน 21.76% มูลค่า 40.45 ล้านเหรียญสหรัฐ ทำให้ SIRI ถือหุ้นในบริษัทร่วมเพิ่มเป็น 59.02% และต้องรวมงบการเงิน The Standard ในงบรวม โดยกระบวนการจะแล้วเสร็จ 3Q62 ทั้งนี้เนื่องจาก The Standard อยู่ในช่วงการลงทุน Platform ธุรกิจโรงแรม ทำให้บริษัทขาดมีผลขาดทุนช่วง 2-3 ปีข้างหน้า ในระดับ 9-10 ล้านเหรียญฯ ปีนี้ ก่อนลดลง 5-6 ล้านเหรียญฯ และ 2-3 ล้านเหรียญฯ ปี 2563-2564 ตามลำดับ (กรณีถือ 100%) เป็น Downside Risk ต่อประมาณการ (เดิมรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุน 1H62 อยู่ที่ 127 ล้านบาท)

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY60A	FY61A	FY62F	FY63F	FY64F
กำไรสุทธิ (ลบ)	2,825	2,046	2,296	2,598	2,864
Norm Profit (ลบ)	2,958	2,110	2,296	2,598	2,864
EPS (บาท)	0.19	0.14	0.15	0.17	0.19
Norm PER (เท่า)	6.8	9.7	8.9	7.9	7.2
DPS (บาท)	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
Dividend Yield (%)	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
PBV (เท่า)	0.66	0.66	0.65	0.64	0.62
EV/EBITDA (เท่า)	12.9	19.3	18.2	16.7	15.5
ROE (%)	9.6	6.6	7.4	8.2	8.8

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

วันอังคารที่ 20 สิงหาคม พ.ศ. 2562

## SIRI

แนะนำ : Swich



ราคาปัจจุบัน (บาท):	1.38
ราคาเป้าหมาย (บาท):	1.24
Upside	-10.5%
Dividend Yield	8.7%
Total Return	-1.8%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	20,511

## Technical Chart



เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2562F	0.15	0.16	-3%
2563F	0.17	0.17	3%

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

CG Score : 4 = ดีมาก  
Anti-corruption Indic.: = ได้รับการรับรอง

เกิดศักดิ์ นวีสรรสน, นักวิเคราะห์วิจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132  
thersak@asiaplus.co.th

นวลพรรณ น้อยธัมมกร, นักวิเคราะห์วิจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994  
nuanpun@asiaplus.co.th

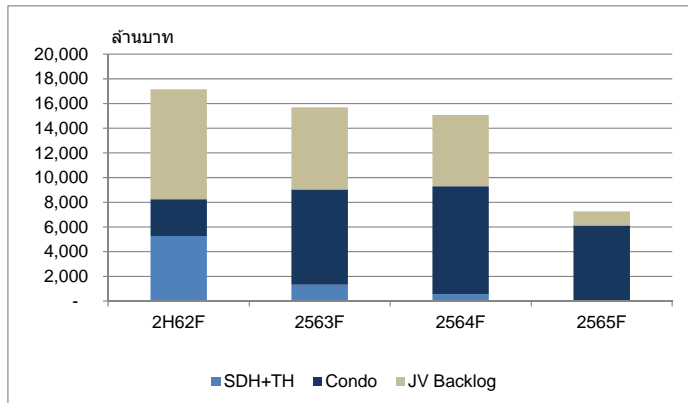
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่ควรกระทำ

## ผลการดำเนินงาน 2Q62 ของ SIRI

Key Data (ล้านบาท)	4Q60	1Q61	2Q61	3Q61	4Q61	1Q62	2Q62	% QoQ	% YoY	1H62	1H61	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	8,168	4,990	5,347	6,640	9,270	6,310	3,966	-37.1%	-25.8%	10,276	10,337	-0.6%
ต้นทุนขาย	5,660	3,712	3,694	4,555	6,618	4,727	2,684	-43.2%	-27.3%	7,411	7,406	0.1%
กำไรขั้นต้น	2,507	1,278	1,653	2,085	2,652	1,583	1,282	-19.0%	-22.4%	2,865	2,931	-2.3%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	2,035	1,132	1,259	1,705	1,459	1,081	1,166	7.8%	-7.4%	2,247	2,391	-6.0%
EBITDA	835	506	690	631	1,639	767	538	-29.9%	-22.0%	1,305	1,196	9.1%
กำไรสุทธิ	779	307	387	363	990	405	285	-29.5%	-26.2%	690	693	-0.4%
Norm Profit	794	271	384	328	1,127	383	300	-21.7%	-21.8%	684	655	4.4%
Norm EPS	0.05	0.02	0.03	0.02	0.08	0.03	0.02	-21.7%	-21.8%	0.05	0.04	4.4%
Gross Margin (%)	30.7%	25.6%	30.9%	31.4%	28.6%	25.1%	32.3%			27.9%	28.4%	
Norm Profit Margin (%)	9.7%	5.4%	7.2%	4.9%	12.2%	6.1%	7.6%			6.7%	6.3%	

ที่มา : งบการเงิน

## Backlog (รวม JV) ณ 11 ส.ค. 2562



ที่มา : SIRI

## แผนเปิดโครงการใหม่ปี 2562

Y2019	SDH	TH & MIX	Condo		No. of Project	Project Value (MB)
			SIRI	SIRI-BTS		
1Q2019	2	1	-	-	3	2,699
2Q2019	2	1	2	-	5	10,437
3Q2019	1	1	-	-	2	1,602
4Q2019	3	5	4	2	14	22,408
No. of Project	8	8	6	2	24	
Project Value (MB)	15,583	7,283	9,250	5,030	37,146	
%	42%	20%	25%	14%	100%	



ที่มา : SIRI

## โครงการคอนโด ใหม่ที่กำหนดส่งมอบ 2H62

โครงการ	มูลค่า (ลบ.)	เริ่มโอนฯ	Presale 2Q62
Taka Haus (JV)	2,110	3Q62	95%
Dcondo Hatyai	820	3Q62	91%
Khun by YOO (JV)	4,065	4Q62	64%
The Line Phahon Pradipat (JV)	5,893	4Q62	70%
The Line Sukhumvit 101 (JV)	4,653	4Q62	65%
The Base Phetkasem (JV)	2,013	4Q62	78%
The Base Sukhumvit 50 (JV)	1,557	4Q62	55%
La Casita	2,388	4Q62	86%

ที่มา : SIRI และฝ่ายวิจัย ASPS

## ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

- ตัวแปรสำคัญที่มีผลต่อการตัดสินใจซื้อที่อยู่อาศัยได้แก่ ความเชื่อมั่นต่อการสร้างรายได้ในขนาดของผู้ซื้อ หากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไม่เป็นไปตามที่คาด ก็จะมีกระทบความเชื่อมั่น
- ระดับการแข่งขันในตลาดสูงและรุนแรงขึ้นต่อเนื่อง อาจทำให้การควบคุมเรื่องประสิทธิภาพการดำเนินงานทำได้ยากขึ้น

ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2562-64

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
รายได้ธุรกิจหลัก	26,248	26,841	29,218	33,594
ต้นทุนขาย	18,580	19,285	21,001	24,102
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>7,668</b>	<b>7,555</b>	<b>8,217</b>	<b>9,492</b>
ค่าใช้จ่ายในการขาย	5,555	5,368	5,844	6,719
ดอกเบี้ยจ่าย	570	611	622	656
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	305	416	532	403
รายได้อื่น	792	873	960	1,056
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	2,640	2,865	3,243	3,576
ภาษีเงินได้	533	573	649	715
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	4	4	4	4
รายการพิเศษอื่น ๆ	(64)	-	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>2,046</b>	<b>2,296</b>	<b>2,598</b>	<b>2,864</b>
EPS	0.14	0.15	0.17	0.19
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>2,110</b>	<b>2,296</b>	<b>2,598</b>	<b>2,864</b>
Norm EPS	0.14	0.15	0.17	0.19

การเติบโตของยอดขาย	-15.1%	2.3%	8.9%	15.0%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	-28.7%	8.8%	13.2%	10.3%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	29.2%	28.1%	28.1%	28.3%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	8.0%	8.6%	8.9%	8.5%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	3Q61	4Q61	1Q62	2Q62
รายได้ธุรกิจหลัก	6,640	9,270	6,310	3,966
ต้นทุนขาย	4,555	6,618	4,727	2,684
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>2,085</b>	<b>2,652</b>	<b>1,583</b>	<b>1,282</b>
ค่าใช้จ่ายในการขาย	1,705	1,459	1,081	1,166
ดอกเบี้ยจ่าย	149	155	191	158
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	(7)	158	(120)	39
รายได้อื่น	198	199	324	319
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	422	1,395	515	316
ภาษีเงินได้	94	268	132	17
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	1	1	0	1
รายการพิเศษอื่น ๆ	35	(137)	21	(15)
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>363</b>	<b>990</b>	<b>405</b>	<b>285</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>328</b>	<b>1,127</b>	<b>383</b>	<b>300</b>

ยอดขาย (QoQ)	24.2%	39.6%	-31.9%	-37.1%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	31.4%	28.6%	25.1%	32.3%
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	-14.5%	243.3%	-66.0%	-21.7%

## อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	2.43	2.23	2.12	1.99
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.50	0.47	0.44	0.41
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	188.47	199.74	190.24	195.21
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.37	0.34	0.36	0.41
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	11.47	11.83	12.68	13.00
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	2.09	2.13	2.11	2.07
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	1.48	1.50	1.50	1.47
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	2.3%	2.4%	2.6%	2.8%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	6.6%	7.4%	8.2%	8.8%

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2562-64 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
กำไรสุทธิ	2,046	2,296	2,598	2,864
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	16,059	1,181	1,268	1,368
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	222	233	244	257
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(44)	-	-	-
ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.ร่วม	(305)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(23,785)	(2,659)	(2,536)	(2,569)
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>(5,807)</b>	<b>1,050</b>	<b>1,574</b>	<b>1,920</b>
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(1,073)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	(1,197)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(227)	(775)	(813)	(854)
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(2,496)</b>	<b>(775)</b>	<b>(813)</b>	<b>(854)</b>
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	13,163	2,238	1,099	846
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	0	0	0
เพิ่ม/ลด ส่วนทุนอื่นๆ	(2,196)	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(1,634)	(1,784)	(1,784)	(1,784)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>9,333</b>	<b>454</b>	<b>(685)</b>	<b>(937)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>955</b>	<b>730</b>	<b>76</b>	<b>129</b>

งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
<b>เงินสดและเทียบเท่าเงินสด</b>				
ลูกหนี้การค้า	122	147	160	184
สินค้าคงคลัง	56,305	57,432	58,580	59,752
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	8,014	8,014	8,014	8,014
เงินลงทุนระยะยาว	7,226	7,226	7,226	7,226
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	15,490	16,265	17,078	17,932
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>95,357</b>	<b>98,013</b>	<b>100,063</b>	<b>102,242</b>
เจ้าหนี้การค้า	1,676	1,585	1,726	1,981
เงินกู้ยืมระยะสั้น/ครบกำหนดใน 1 ปี	18,635	22,120	24,371	26,956
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	8,815	8,815	8,815	8,815
เงินกู้ยืมระยะยาว/หุ้นกู้	33,272	32,025	30,872	29,134
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>64,504</b>	<b>66,652</b>	<b>67,891</b>	<b>68,993</b>
ทุนที่ชำระแล้ว	15,903	15,903	15,903	15,903
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,296	2,296	2,296	2,296
กำไรสะสม	12,869	13,381	14,196	15,276
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>30,848</b>	<b>31,361</b>	<b>32,175</b>	<b>33,256</b>
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	4	1	(3)	(6)
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>95,357</b>	<b>98,013</b>	<b>100,063</b>	<b>102,242</b>

สมมติฐานในการทำประมาณการ (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
Presale ระหว่างงวด	48,328	28,800	30,670	32,754
การบันทึกรายได้จากการขาย	21,552	21,435	23,207	27,017
รายได้ค่าเช่าบริการและรับบริหารโครงการ	4,695	5,406	6,011	6,577
Gross Margin เฉลี่ย (%)	29.2%	28.1%	28.1%	28.3%
Norm Profit Margin (%)	8.0%	8.6%	8.9%	8.5%
SG&A/Sale (%)	21.2%	20.0%	20.0%	20.0%
Effective Tax Rate (%)	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%