

**BUY****12M TP: Bt1.10**

Closing price: Bt0.80

Upside/downside: 37.5%

Sector	Property Development
Paid-up shares (shares mn)	15,903
Market capitalization (Bt mn)	11,890.19
Free float (%)	72.39
12-mth daily avg. turnover (%)	45.58
12-mth trading range (Bt)	1.55 / 0.70

Major shareholders (%)

THAI NVDR	6.96
VIRIYAH INSURANCE	6.18
UBS AG SINGAPORE	5.88

Financial highlights

End of Dec 31	2018	2019	2020E	2021E
Revenue (Bt mn)	26,248	24,310	27,984	29,462
Normalized profit (Bt mn)	2,046	2,392	2,107	2,349
Net profit (Bt mn)	2,046	2,392	2,107	2,349
Normalized EPS (Bt)	0.14	0.16	0.14	0.16
EPS (Bt)	0.14	0.16	0.14	0.16
Norm. profit growth (%)	-27.6%	16.9%	-11.9%	11.5%
EPS growth (%)	-22.5%	16.9%	-11.9%	11.5%
P/E (x)	5.8	5.0	5.6	5.1
P/BV (x)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	14.8	15.6	16.2	15.5
DPS (Bt)	0.12	0.08	0.07	0.08
Dividend yield (%)	15.0%	10.0%	8.8%	9.8%
ROE (%)	6.7%	7.7%	6.7%	7.1%

Source: Company data, AWS Research

Rating	CGR 2019	Thai CAC
SIRI		Certified

Thailand Research Department**Benjaphol Suthwanich**

License No. 018575

Tel. 02 680 5056

Thongchai Pungcharoenkul

Assistant Analyst

ปี 2563 รุกกลุ่มลูกค้า Real Demand

- ▶ กำไรสุทธิ 4Q62 ที่ 1,251 ล้านบาท (+178%QoQ และ +78%YoY) หนุนจากการโอนโครงการที่แล้วเสร็จใหม่หลายโครงการ
- ▶ ยอด Presales ปี 2562 อยู่ที่ 21,000 ล้านบาท ลดลง 56%YoY จากการเปิดโครงการที่ลดลง และตลาดอสังหาฯ ชะลอตัว
- ▶ ปี 2563 เน้นเจาะกลุ่ม Affordable ที่ยังมีความต้องการซื้อ และเน้นระบายโครงการที่มีอยู่
- ▶ ประกาศจ่ายปันผลปี 2562 อยู่ที่ 0.06 บาทต่อหุ้น ขึ้น XD 13 มี.ค. เงินปันผลรวมปี 2562 อยู่ที่ 0.08 บาทต่อหุ้น
- ▶ ราคาเงินปันผลปี 2563 ที่ 0.07 บาทต่อหุ้น (Div.Yld.8.8%)
- ▶ แนะนำ “ซื้อ” ให้ราคาเป้าหมายที่ 1.10 บาท

กำไรสุทธิ 4Q62 ที่ 1,251 ล้านบาท (+178%QoQ และ +78%YoY)

SIRI รายงานกำไรสุทธิ 4Q62 ที่ 1,251 ล้านบาท (+178%QoQ และ +78%YoY) โดยกำไรที่สูงขึ้น QoQ เกิดจากรายได้รวมสูงขึ้น 65%QoQ เป็น 8,731 ล้านบาท รวมถึงกำไรจากส่วนแบ่งในโครงการ JVs ที่สูงขึ้นเป็น 670 ล้านบาท เทียบกับ 201 ล้านบาท ใน 3Q62 หนุนจากการโอนโครงการที่แล้วเสร็จใหม่ อาทิ The Line พหล-ประดิพัทธ์ ทั้งนี้ส่งผลให้กำไรสุทธิปี 2562 มีกำไรสุทธิ 2,392 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 17%YoY หลังมีโครงการ JVs ที่แล้วเสร็จใหม่ในปี 2562 หลายโครงการ

Presales ปี 2562 ต่ำกว่าเป้าที่ตั้งไว้

บริษัทมียอด Presales ใน 4Q62 ที่ 7,000 ล้านบาท สูงขึ้นจาก 3Q62 ที่ทำได้ 2,850 ล้านบาท ส่วนหนึ่งเกิดจากการเปิดโครงการใหม่ รวมทั้งฐาน Presales ที่ต่ำใน 3Q62 ทั้งปี 2562 บริษัทมียอด Presales ทั้งสิ้น 21,000 ล้านบาท ต่ำกว่าเป้าที่ประมาณการใหม่ที่ 23,000 ล้านบาท และต่ำกว่าปี 2561 ที่ทำได้ 48,300 ล้านบาท โดยหลักเกิดจากกำลังซื้อที่ชะลอตัวลงโดยเฉพาะในโครงการคอนโดมิเนียม และการเปิดตัวโครงการที่ลดลง ทั้งนี้ ณ สิ้นปี 2562 บริษัทมียอด Backlog ที่ 47,500 ล้านบาท (รวมโครงการ JVs) ซึ่งจะทยอยรับรู้ถึงปี 2566 โดยคาดว่าจะรับรู้ในปี 2563 จำนวน 24,000 ล้านบาท

ปี 2563 เจาะให้ตรงกลุ่ม เพื่อสร้างรายได้

บริษัทมีมุมมองต่อตลาดอสังหาริมทรัพย์ในปี 2563 ว่าอุปสงค์ยังคงชะลอตัวลงตามภาวะเศรษฐกิจที่ยังไม่สดใส รวมถึงผลกระทบจากไวรัส Covid-19 หากการแพร่ระบาดยังคงยืดเยื้อจะส่งผลต่อให้กำลังซื้อลดลง สำหรับปี 2563 บริษัทได้เน้นโครงการระดับ Affordable เนื่องจากยังมีความต้องการซื้อที่อยู่อาศัย โดยมีแผนเปิดตัวโครงการมูลค่ากว่า 24,000 ล้านบาท โครงการที่เปิดจะไม่มีการระดับ Premium เนื่องจากคาดว่าตลาดดังกล่าวมีการแข่งขันที่สูง และลูกค้ายังชะลอการตัดสินใจ ขณะที่ตั้งเป้ายอด Presales สูงขึ้น 40%YoY เป็น 29,000 ล้านบาท และตั้งยอดโอนที่ 33,000 ล้านบาท หนุนจากการระบายสต็อกโครงการที่มีอยู่และ Backlog ที่จะรับรู้

ปรับคำแนะนำเป็น “ซื้อ” ให้ราคาเป้าหมายที่ 1.10 บาท

ปี 2563 เราประมาณการยอดโอนโครงการของบริษัทอยู่ที่ 29,000 ล้านบาท ซึ่งต่ำกว่าทางบริษัทตั้งไว้ 12% เพื่อสะท้อนความเสี่ยงจาก ตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่ยังไม่ฟื้นตัว การแข่งขันที่มีแนวโน้มรุนแรง และการแพร่ระบาดของไวรัส Covid-19 ยังไม่คลี่คลายลงภายใน 1H63 จะส่งผลกระทบต่อแผนการโอนโครงการ ซึ่งทางบริษัทมีสัดส่วนชาวต่างชาติอยู่ราว 25% ทำให้เราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 2563 จะอยู่ที่ 2,107 ล้านบาท (-12%YoY) อย่างไรก็ตามราคาหุ้นปรับตัวลงกว่า 30% นับจากต้นปี 2563 ทำให้ราคาปัจจุบันมี Upside สูงกว่า 37% เราปรับคำแนะนำจาก “ถือ” เป็น “ซื้อ” ให้ราคาเป้าหมายที่ 1.10 บาท อิง PER 7.7 เท่า



Quarterly earnings

FY December 31 (Bt mn)	4Q18	3Q19	4Q19	%YoY	%QoQ	2018	2019	%YoY
Total revenue	9,328	5,302	8,731	-6.4%	64.7%	26,248	24,310	-7.4%
Cost of goods sold	(6,598)	(4,018)	(6,725)			(18,580)	(18,154)	
Gross profit	2,730	1,285	2,007	-26.5%	56.2%	7,668	6,156	-19.7%
SG&A expense	(1,900)	(1,204)	(1,193)			(5,555)	(4,644)	
Operating profit	830	81	814	-1.9%	909.0%	2,113	1,512	-28.4%
Share of gain (loss) of joint ventures	162	201	670			305	791	
Other income	44	584	294			728	1,530	
EBIT	1,036	866	1,778	71.7%	105.4%	3,145	3,833	21.9%
Financial costs	(155)	(282)	(304)			(570)	(936)	
Pretax profit	881	584	1,474	67.3%	152.3%	2,576	2,897	12.5%
Income tax expenses	(178)	(160)	(312)			(533)	(622)	
Profit before MI	703	424	1,163	65.4%	174.3%	2,042	2,275	11.4%
Minority interests	1	27	89			4	117	
Normalized profit	703	451	1,251	77.9%	177.5%	2,046	2,392	16.9%
Extra-ordinary items	-	-	-			-	-	
Net Profit	703	451	1,251	77.9%	177.5%	2,046	2,392	16.9%
EBITDA	1,118	983	1,881			3,452	4,236	
Normalized EPS (Bt)	0.04	0.03	0.08	77.9%	177.5%	0.13	0.15	16.9%
Net EPS (Bt)	0.04	0.03	0.08	77.9%	177.5%	0.13	0.15	16.9%
Financial ratio (%)								
Gross profit margin	29.3%	24.2%	23.0%			29.2%	25.3%	
SG&A/Sales	20.4%	22.7%	13.7%			21.2%	19.1%	
Normalized profit margin	7.5%	8.5%	14.3%			7.8%	9.8%	
Net profit margin	7.5%	8.5%	14.3%			7.8%	9.8%	

Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	2017	2018	2019	2020E	2021E
Total revenue	30,916	26,248	24,310	27,984	29,462
Cost of goods sold	(21,333)	(18,580)	(18,154)	(20,402)	(21,121)
Gross profit	9,583	7,668	6,156	7,581	8,341
SG&A	(6,103)	(5,555)	(4,644)	(5,737)	(5,892)
Operating Profit	3,480	2,113	1,512	1,845	2,449
Share of gain (loss) of joint venture	26	305	791	830	683
Other income	505	728	1,530	890	975
EBIT	4,011	3,145	3,833	3,565	4,107
Financial cost	(411)	(570)	(936)	(947)	(1,189)
Pretax profit	3,600	2,576	2,897	2,617	2,918
Income tax expenses	(819)	(533)	(622)	(510)	(569)
Minority interests	43	4	117	0	0
Normalized profit	2,825	2,046	2,392	2,107	2,349
Extraordinaries items	0	0	0	0	0
Net profit	2,825	2,046	2,392	2,107	2,349
EBITDA	4,267	3,403	4,236	4,028	4,641
Normalized EPS (Bt)	0.18	0.14	0.16	0.14	0.16
Net EPS (Bt)	0.18	0.14	0.16	0.14	0.16
DPS (Bt)	0.12	0.12	0.08	0.07	0.08

Statement of Financial Position (Bt)

Year to 31 Dec	2017	2018	2019	2020E	2021E
Current Assets	54,222	70,742	74,583	73,813	80,117
Non-current Assets	25,927	24,615	33,753	38,854	44,725
Total assets	80,150	95,357	108,336	112,666	124,841
Current Liabilities	30,500	29,125	28,240	32,508	37,420
Non-current Liabilities	19,172	35,379	48,221	46,830	52,911
Total liabilities	49,672	64,504	76,461	79,337	90,331
Paid-up capital	15,903	15,903	15,903	15,903	15,903
Retained Earnings	11,010	11,301	11,628	12,688	13,870
Total equity	30,478	30,852	31,875	33,329	34,510
Total liabilities and equity	80,150	95,357	108,336	112,666	124,841
BVPS (Bt)	1.92	1.94	2.00	2.10	2.17

Cash Flow Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	2017	2018	2019	2020E	2021E
Pretax Profit	3,600	2,576	2,897	2,617	2,918
Depreciation & Amortization	256	258	403	403	534
Operating Cash Flow	1,936	(5,807)	(7,287)	2,712	(4,754)
CAPEX	(203)	(639)	(128)	(128)	(128)
Investing Cash Flow	(4,021)	(2,496)	(1,112)	(606)	(416)
Dividend Payment	(1,857)	(1,634)	(1,432)	(1,241)	(1,167)
Financing Cash Flow	1,531	9,333	6,702	(1,186)	6,221
Exchange rate gains(losses) on cash	(10)	(75)	(103)	0	0
Inc. (Dec.) in cash & equivalents	(563)	955	(1,801)	920	1,051
Beginning cash & equivalents	3,541	2,978	3,933	2,132	3,052
Ending cash & equivalents	2,978	3,933	2,132	3,052	4,103

Quarterly Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Total revenue	9,328	6,310	3,966	5,302	8,731
Cost of goods sold	(6,598)	(4,727)	(2,684)	(4,018)	(6,725)
Gross profit	2,730	1,583	1,282	1,285	2,007
SG&A	(1,900)	(1,081)	(1,166)	(1,204)	(1,193)
Operating Profit	830	501	116	81	814
Share of gain (loss) of joint venture	162	(120)	39	201	670
Other income	44	346	304	584	294
EBIT	1,036	728	460	866	1,778
Financial cost	(155)	(191)	(158)	(282)	(304)
Pretax profit	881	537	302	584	1,474
Income tax expenses	(178)	(133)	(17)	(160)	(312)
Minority interests	1	0	1	27	89
Normalized profit	703	405	285	451	1,251
Extraordinaries items	0	0	0	0	0
Net profit	703	405	285	451	1,251
EBITDA	1,118	816	555	983	1,881
Normalized EPS (Bt)	0.04	0.03	0.02	0.03	0.08
Net EPS (Bt)	0.04	0.03	0.02	0.03	0.08

Key Financial Ratios

Year to 31 Dec	2017	2018	2019	2020E	2021E
Sales growth (%)	(8.56)	(15.10)	(7.38)	15.11	5.28
Normalized profit growth (%)	(16.08)	(27.57)	16.93	(11.93)	11.49
Net profit growth (%)	(16.44)	(27.57)	16.93	(11.93)	11.49
Normalized EPS growth (%)	(19.34)	(22.50)	16.93	(11.93)	11.49
EPS growth (%)	(19.68)	(22.50)	16.93	(11.93)	11.49
Gross margin (%)	31.00	29.21	25.32	27.09	28.31
Operating margin (%)	11.26	8.05	6.22	6.59	8.31
EBITDA margin (%)	13.80	12.97	17.42	14.40	15.75
Normalized profit margin (%)	9.14	7.79	9.84	7.53	7.97
Net profit margin (%)	9.14	7.79	9.84	7.53	7.97
Effective tax rate (%)	22.74	20.70	21.46	19.50	19.50
ROA (%)	3.69	2.33	2.35	1.91	1.98
ROE (%)	9.64	6.67	7.74	6.65	7.12
EV/EBITDA	9.19	14.77	15.64	16.18	15.45
Net Debt to equity (x)	1.17	1.56	1.95	1.86	2.02
P/E (x)	4.50	5.81	4.97	5.64	5.06
P/BV (x)	0.42	0.39	0.38	0.37	0.35
Dividend Yield (%)	15.00	15.00	10.00	8.81	9.82



รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 – 100		ดีเลิศ
80 – 89		ดีมาก
70 – 79		ดี
60 – 69		ดีพอใช้
50 – 59		ผ่าน
Below 50	No logo given	N/A

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจ และประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย เวลท์ จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator ของบริษัทจดทะเบียน

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบาย และตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนโดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในรูปแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี แบบ (56-1) รายงานประจำปี แบบ(56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานนี้จัดทำโดยฝ่ายวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย เวลท์ จำกัด เพื่อให้ภายในบริษัทเท่านั้น บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่ต่อสาธารณชน ข้อมูลที่อ้างอิงในรายงานนี้ได้มาจากส่วนวิจัยพื้นฐานที่ผู้จัดทำได้พิจารณาแล้วว่าเชื่อถือได้ ซึ่งที่คนละต่างๆ ในรายงานนี้อิงอยู่บนพื้นฐานและการวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ผู้จัดทำไม่อาจยืนยันถึงข้อเท็จจริงหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าวได้และที่คนละต่างๆ อาจเปลี่ยนแปลงไป โดยที่ไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รวมไปถึงอาจไม่มีความสอดคล้องกับข้อมูลของส่วนกลยุทธ์การลงทุน นักลงทุนโปรดตรวจสอบข้อเท็จจริงและใช้ดุลยพินิจในการพิจารณา ความคิดเห็นและคำแนะนำที่ปรากฏในรายงานนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทไม่จำเป็นต้องเห็นด้วย บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่อาจเกิดขึ้นทั้งโดยทางตรงและทางอ้อมจากการใช้รายงานนี้ การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง นักลงทุนควรทำความเข้าใจอย่างถ่องแท้ต่อลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภทและควรศึกษาข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องก่อนการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์