

## ปรับกลยุทธ์เชิงรับ ลดโครงการใหม่ และยอด Presale

## ▶ ชะลอการเปิดโครงการใหม่ ขณะที่เป้า Presale ลดลงเหลือ 3 หมื่นล้านบาท

ปี 2557 SIRI มีการปรับนโยบายเชิงรับมากขึ้น ตามสถานการณ์ในประเทศที่ไม่เอื้ออำนวย โดยมีแผนเปิด 19 โครงการใหม่ มูลค่า 3.3 หมื่นล้านบาท (แบ่งเป็นแนวราบ 10 โครงการ และคอนโด 9 โครงการ) ลดลงจากปีก่อนที่เปิดไป 48 โครงการ 6.1 หมื่นล้านบาท พร้อมกับตั้งเป้าหมาย Presale ปี 2557 ลดลงเหลือ 3 หมื่นล้านบาท จากปีก่อนที่ทำได้ 4.2 หมื่นล้านบาท โดยจะหันกลับมาเน้นตลาดแนวราบมากขึ้นทั้งในเขตกรุงเทพฯ และต่างจังหวัด ทดแทนคอนโดที่จะเริ่มใช้นโยบายได้ใบอนุญาต EIA ก่อนเปิดขาย เพื่อลดความเสี่ยงในด้านการส่งมอบล่าช้า และการแก้ไขรูปแบบโครงการ สำหรับเป้าหมายรายได้ปี 2557 ตั้งไว้ที่ระดับ 3.43 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปีก่อนที่มีรายได้ชะลอตัว เพราะการส่งมอบคอนโดช่วงปลายปีมีความล่าช้ากว่าแผน ขณะที่โครงสร้างการเงินคาดว่าจะมีระดับ Net Gearing ทงตัว 1.8-1.9 เท่า ซึ่งเป็นระดับที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม เพราะยังคงมีการลงทุนต่อเนื่องในปี 2557 ทั้งในด้านซื้อที่ดิน 4 พันล้านบาท และก่อสร้างโครงการต่างๆ 2.8 หมื่นล้านบาท

## ▶ คาดกำไรปี 2557 พื้นตัว หลังปีก่อนคาดว่าจะมีฐานกำไรต่ำ

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์รายได้ปี 2557 อย่างอนุรักษ์นิยมไว้ที่ 3.09 หมื่นล้านบาท เติบโต 9% YoY ต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัท เนื่องจาก SIRI มีคอนโดหลายโครงการที่มีกำหนดส่งมอบปลายปีนี้ (เป็นช่วง 4Q57 จำนวน 8 โครงการ จากทั้งหมด 23 โครงการ) ซึ่งมีความเสี่ยงต่อการก่อสร้างที่ล่าช้ากว่าแผน ทั้งนี้ทางบริษัทมียอด Backlog ณ สิ้นปี 2556 จำนวน 5.4 หมื่นล้านบาท ซึ่งจะมีกำหนดโอนฯ ในปีนี้ 2.28 หมื่นล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 75% ของประมาณการรายได้ ขณะที่แผนการเปิดโครงการใหม่ที่ลดลง น่าจะช่วยให้สัดส่วน SG&A/Sales ลดลงเหลือ 21% จาก 24% ในปีก่อน และช่วยให้ฐานกำไรปี 2557 พื้นตัวขึ้นเป็น 2.5 พันล้านบาท จากปีก่อนที่คาดว่าจะอยู่ในระดับต่ำ 1.54 พันล้านบาท เพราะงวด 4Q56 การโอนฯโครงการต่างๆ ได้รับผลกระทบจากการปิดสถานที่ราชการ ทำให้รายได้ทำได้ต่ำกว่าเป้า

## ▶ ให้ Fair Value ปี 2557 ที่ PER 8 เท่า หรือ 1.87 บาท คงแนะนำ ถือรับปันผล

ประสิทธิภาพการทำกำไรที่อยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ระดับ Net Profit Margin 8.2% ในปี 2557 ประกอบกับภาระหนี้สินที่ไม่สามารถปรับลดลงได้ ขณะที่ EPS ได้รับผลกระทบ Dilution จากการแปลง SIRI-W1 ที่ยังคงเหลืออีกกว่า 1 พันล้าน ดังนั้นฝ่ายวิจัยคงคำแนะนำ ถือรับเงินปันผล โดยกำหนด Fair Value ปี 2557 อิง PER 8 เท่า หรือ 1.87 บาท

Key Data (ล้านบาท)	FY54A	FY55A	FY56F	FY57F	FY58F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
ยอดขาย (ลบ)	20,542	29,821	28,294	30,915	31,974
กำไรสุทธิ (ลบ)	2,015	3,019	1,556	2,539	2,646
Norm Profit (ลบ)	2,002	2,947	1,556	2,539	2,646
Norm EPS (บาท)	0.28	0.40	0.16	0.23	0.24
PER (เท่า)	6.1	4.3	10.7	7.4	7.1
DPS (บาท)	0.14	0.17	0.07	0.10	0.10
Dividend Yield (%)	8.1	9.8	3.9	5.7	5.9
BV (บาท)	1.61	1.88	1.72	1.90	2.08
PBV (เท่า)	1.07	0.92	1.00	0.91	0.83

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP \* ปี 2553 จ่ายหุ้นปันผลในสัดส่วน 6:1

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 1.73 บาท

Fair Value : 1.87 บาท

มูลค่าตลาด : 16,493 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2555



สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

เท็ดศักดิ์ ทีวีธีระธรรม

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132

Therdsak.re@asiaplus.co.th

วีรพล เหลืองอมรชัย

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 033624

Weerapon.re@asiaplus.co.th

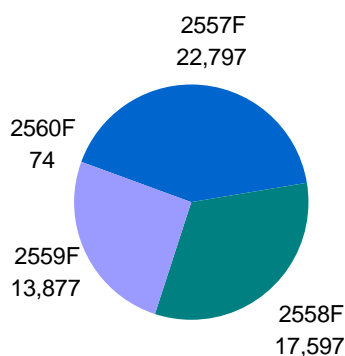
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่าจะกรณีใด

## ผลประกอบการรายไตรมาสของ SIRI

Key Data (ล้านบาท)	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55	1Q56	2Q56	3Q56	% QoQ	% YoY	9M56	9M55	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	5,109	5,477	5,209	14,026	5,111	7,572	7,042	-7.0%	35.2%	19,724	15,795	24.9%
ต้นทุนขาย	3,374	3,648	3,406	9,448	3,478	5,140	4,812	-6.4%	41.3%	13,430	10,429	28.8%
กำไรขั้นต้น	1,735	1,829	1,802	4,578	1,633	2,432	2,229	-8.3%	23.7%	6,295	5,366	17.3%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	1,286	1,198	1,337	2,239	1,661	1,821	1,614	-11.4%	20.7%	5,096	3,821	33.4%
EBITDA	583	763	589	2,497	84	785	752	-4.2%	27.6%	1,621	1,935	-16.2%
กำไรสุทธิ	322	516	389	1,793	(86)	521	438	-15.9%	12.7%	873	1,226	-28.8%
Norm Profit	322	516	372	1,739	(104)	489	440	-9.9%	18.5%	825	1,209	-31.7%
Norm EPS	0.05	0.07	0.05	0.24	(0.01)	0.05	0.05	-13.8%	-9.4%	0.09	0.17	-47.9%
Gross Margin (%)	34.0%	33.4%	34.6%	32.6%	32.0%	32.1%	31.7%			31.9%	34.0%	
Norm Profit Margin (%)	6.2%	9.3%	7.0%	12.4%	-2.0%	6.3%	6.2%			4.2%	7.7%	

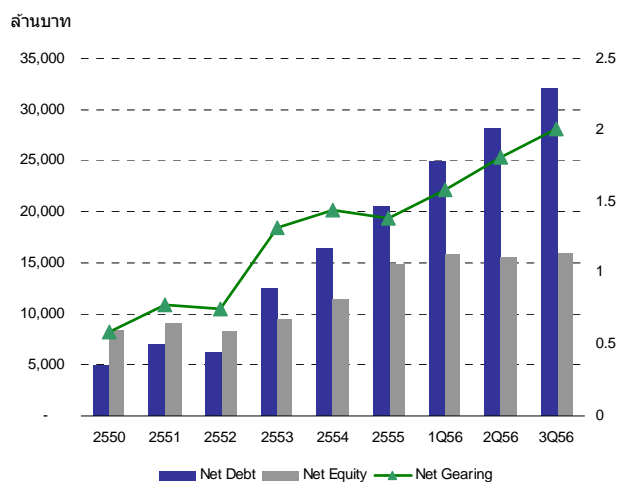
ที่มา : SIRI / ฝ่ายวิจัย ASP

## ยอด Backlog ที่มีกำหนดรับรู้รายได้รายปี



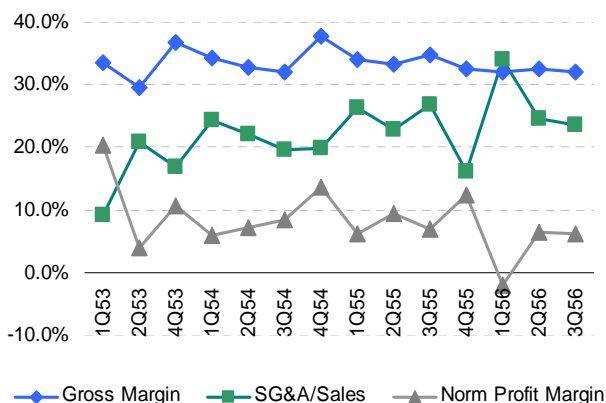
ที่มา : SIRI

## โครงสร้างการเงิน



ที่มา : SIRI

## ประสิทธิภาพการทำกำไร



ที่มา : SIRI / ฝ่ายวิจัย

## Technical Graph



ที่มา : ASP

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2556-57 ของ SIRI

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
รายได้ธุรกิจหลัก	20,542	29,821	28,294	30,915					
ต้นทุนขาย	13,509	19,877	19,277	21,048	กำไรสุทธิ	2,015	3,019	1,556	2,539
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>7,032</b>	<b>9,944</b>	<b>9,017</b>	<b>9,867</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	14,016	20,852	849	1,072
ค่าใช้จ่ายในการขาย	4,166	6,060	6,847	6,492	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	260	282	296	311
ดอกเบี้ยจ่าย	222	328	460	437	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	-	-	-	-	ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.ร่วม	-	-	-	-
รายได้อื่น	137	265	236	236	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(19,257)	(26,886)	(5,050)	(3,150)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	2,781	3,822	1,945	3,173	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>(2,966)</b>	<b>(2,733)</b>	<b>(2,348)</b>	<b>772</b>
ภาษีเงินได้	779	874	389	635					
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(1)	(0)	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	33	96	51	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	13	71	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	(5)	5	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>2,015</b>	<b>3,019</b>	<b>1,556</b>	<b>2,539</b>	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(456)	(722)	(437)	(480)
EPS	0.29	0.41	0.16	0.23	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(428)</b>	<b>(622)</b>	<b>(386)</b>	<b>(480)</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>2,002</b>	<b>2,947</b>	<b>1,556</b>	<b>2,539</b>					
<b>Norm EPS</b>	0.28	0.40	0.16	0.23	เพิ่ม/ลด เงินกู้	3,276	2,855	(1,969)	(359)
การเติบโตของยอดขาย	10.7%	45.2%	-5.1%	9.3%	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	698	3,227	3,207	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	2.3%	47.2%	-47.2%	63.1%	เพิ่ม/ลด ส่วนทุนอื่น ๆ	(889)	(1,183)	-	-
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	34.2%	33.3%	31.9%	31.9%	ลด จ่ายปันผล	(178)	(1,001)	(843)	(604)
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	9.7%	9.9%	5.5%	8.2%	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>2,908</b>	<b>3,899</b>	<b>396</b>	<b>(962)</b>
					<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>(468)</b>	<b>545</b>	<b>(2,338)</b>	<b>(671)</b>
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	4Q55	1Q56	2Q56	3Q56	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
รายได้ธุรกิจหลัก	14,026	5,111	7,572	7,042	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	2,863	3,408	1,071	400
ต้นทุนขาย	9,448	3,478	5,140	4,812	ลูกหนี้การค้า	48	41	39	42
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>4,578</b>	<b>1,633</b>	<b>2,432</b>	<b>2,229</b>	สินค้าคงคลัง	25,616	34,267	37,693	39,578
ค่าใช้จ่ายในการขาย	2,239	1,661	1,821	1,614	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	3,661	3,306	3,306	3,306
ดอกเบี้ยจ่าย	108	133	123	181	เงินลงทุนระยะยาว	51	9	9	9
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	-	-	-	-	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	3,258	4,368	4,804	5,285
รายได้อื่น	46	70	132	94	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>36,238</b>	<b>46,106</b>	<b>47,578</b>	<b>49,276</b>
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	2,276	(91)	619	529	เจ้าหนี้การค้า	975	1,800	1,320	1,442
ภาษีเงินได้	538	13	131	89	เงินกู้ยืมระยะสั้น/ครบกำหนดใน 1 ปี	10,077	11,586	8,568	9,368
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(0)	(0)	0	0	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	3,816	4,787	4,787	4,787
รายการพิเศษอื่น ๆ	54	17	32	(2)	เงินกู้ยืมระยะยาว/หุ้นกู้	9,274	12,419	13,469	12,311
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>1,793</b>	<b>(86)</b>	<b>521</b>	<b>438</b>	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>24,860</b>	<b>31,270</b>	<b>28,822</b>	<b>28,585</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>1,739</b>	<b>(104)</b>	<b>489</b>	<b>440</b>	ทุนที่ชำระแล้ว	7,547	8,434	11,642	11,642
					ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	550	584	584	584
ยอดขาย (QoQ)	169.3%	-63.6%	48.2%	-7.0%	กำไรสะสม	3,298	5,316	6,029	7,964
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	32.6%	32.0%	32.1%	31.7%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>11,377</b>	<b>14,835</b>	<b>18,755</b>	<b>20,690</b>
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	367.9%	n.a.	n.a.	-9.9%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
					<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>36,238</b>	<b>46,106</b>	<b>47,578</b>	<b>49,276</b>
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	2.17	2.26	2.87	2.78	Presale ระหว่างงวด	21,792	42,593	46,852	51,538
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	419	672	708	762	การบันทึกรายได้จากการขาย	19,769	28,954	27,586	30,198
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงคลัง (เท่า)	0.56	0.66	0.54	0.54	รายได้ค่าเช่าและบริการ	772	867	708	717
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	15.18	14.33	12.36	15.24	Gross Margin เฉลี่ย (%)	34.2%	33.3%	31.9%	31.9%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	2.19	2.11	1.54	1.38	Norm Profit Margin (%)	9.7%	9.9%	5.5%	8.2%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	6.0%	7.3%	3.3%	5.2%	SG&A/Sale (%)	20.3%	20.3%	24.2%	21.0%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	19.4%	23.0%	9.3%	12.9%	Effective Tax Rate (%)	28.0%	22.9%	20.0%	20.0%

ที่มา : SIRI / ฝ่ายวิจัย ASP