

แสนสิริ

แนวโน้ม 3Q58 พักสุดของปี

กำไรปกติ 2Q58 ต่ำกว่าคาด แต่ยังเพิ่มขึ้น 35% qoq คาดจะทำจุดสูงสุดของปีใน 3Q58 แรงแทนจากการโอนฯ คอนโดฯ ใหม่ 5 โครงการ ด้าน Backlog ปัจจุบันรองรับเป้าหมายได้ปีนี้สูงถึง 96% ราคามี upside 26% ยังแนะนำซื้อ

กำไรปกติ 2Q58 ต่ำกว่าคาด จาก Gross Margin เป็นหลัก

งวด 2Q58 กำไรสุทธิ 901 ล้านบาท หากไม่รวมรายการพิเศษรวม 325 ล้านบาท เป็นกำไรขายที่ดิน (หลังหักภาษี) 209 ล้านบาท และโอนกลับขาดทุนจากการลดลงของมูลค่าโครงการ 116 ล้านบาท มีกำไรปกติ 576 ล้านบาท ต่ำกว่าคาด 28% สาเหตุหลักมาจาก Gross Margin ขายอสังหาฯ ลดลงจาก 30% ในงวดก่อน มาอยู่ที่ 27.6% (หากบวกกลับรายการโอนกลับขาดทุนจากการลดลงของมูลค่าโครงการข้างต้นเข้าไปในต้นทุนขาย เพื่อสะท้อนมูลค่าโครงการที่แท้จริง พบว่า Gross Margin อยู่ที่ 28.8%) เกิดจากการจัดโปรโมชั่นลดราคาขาย เพื่อเร่งระบายสต็อกสินค้า อย่างไรก็ตามภาพรวมกำไรปกติ 2Q58 ยังเพิ่มขึ้น 35% qoq โดยมีการรับรู้รายได้ขายอสังหาฯ ขายตัว 51% qoq เท่ากับ 9.4 พันล้านบาท แยกเป็นแนวราบ 3.5 พันล้านบาท และคอนโดฯ 5.9 พันล้านบาท ขณะที่ค่าใช้จ่ายขายบริหารเพิ่มขึ้นน้อยกว่าการเติบโตของฐานรายได้ ทำให้สัดส่วน SG&A/Sale ลดลงเหลือ 17.3% บวกกับรายได้จากการรับบริหารโครงการที่ร่วมทุนกับ BTS เพิ่มขึ้นกว่า 1 เท่าตัวเป็น 356 ล้านบาท ทำให้ Norm Profit Margin ที่ 6% โครงสร้างทางการเงินมี Net Gearing 1.44 เท่า

Backlog ปัจจุบันรองรับเป้าหมายได้สูงถึง 96%

สถานะการขายปัจจุบัน (ณ วันที่ 12 ส.ค. 2558) มียอด Presale หลังรวมการขายโครงการ The Line สุขุมวิท 71 มูลค่า 1.88 พันล้านบาท (ขายได้หมด 100%) อยู่ที่ 1.82 หมื่นล้านบาท คาดจะเพิ่มมากขึ้น ตามแผนเปิดโครงการใหม่อีก 1 โครงการแนวราบ 1.9 พันล้านบาทใน 3Q58 และ 10 โครงการ (แนวราบ 5 โครงการ และ 5 โครงการคอนโดฯ ซึ่งในส่วนนั้นเป็นโครงการ JV ร่วมกับ BTS 3 โครงการ) มูลค่ารวม 2.14 หมื่นล้านบาทใน 4Q58 โดยทั้งปี 2558 บริษัทคงเป้า Presale ไว้ที่ 3.3 หมื่นล้านบาท ขณะที่ปัจจุบันมียอด Backlog ถึง 12 ส.ค. 2558 รวม 3.07 หมื่นล้านบาท มีกำหนดโอนฯ ในปีนี้ 1.55 หมื่นล้านบาท ทำให้รายได้ขายอสังหาฯ 1H58 รวมกับยอดรอรับรู้รายได้ใน 2H58 ครอบคลุมเป้าหมายรายได้ของฝ่ายวิจัยปีนี้คิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 96% ส่วนที่เหลือจะมาจากการขาย สต็อกสินค้าสร้างเสร็จรวม 6 พันล้านบาท จึงเชื่อว่าเป้าหมายการบันทึกรายได้ขายอสังหาฯ ตามประมาณการไม่ใช่เรื่องยาก ขณะที่แนวโน้ม Gross Margin เฉลี่ย 2H58 คาดปรับตัวดีขึ้นจากการโอนฯ โครงการคอนโดฯ ที่มีมาร์จิ้นสูงขึ้น รวมถึงการลดราคาขายเพื่อระบายสต็อกน่าจะลดลงจากช่วง 1H58

แนวโน้ม 3Q58 พักสุดของปี + ราคามี upside 26%

จึง PER 10 เท่า Fair Value ปี 2558 ที่ 2.13 บาท มี upside 26% บวกกับคาดหมาย Div Yield เฉลี่ย 6.3% จึงยังแนะนำซื้อ โดยแนวโน้มผลประกอบการ 3Q58 คาดสูงสุดของปี เบื้องต้นบริษัทประเมินยอดโอนฯ 1-1.1 หมื่นล้านบาท มีแรงแทนจากโครงการคอนโดฯ ใหม่สร้างเสร็จพร้อมโอนฯ รวม 5 โครงการ มูลค่ารวม 8 พันล้านบาท

Key Data					
FY: ปีค 31 ธ.ค.	FY56A	FY57A	FY58F	FY59F	FY60F
ยอดขาย (ลบ)	28,597	28,093	33,355	34,076	36,262
กำไรสุทธิ (ลบ)	1,930	3,393	3,024	3,254	3,513
Norm Profit (ลบ)	1,912	2,671	3,024	3,254	3,513
Norm EPS (บาท)	0.19	0.26	0.21	0.21	0.21
PER (เท่า)	8.8	6.5	7.9	8.0	7.9
DPS (บาท)	0.10	0.12	0.11	0.11	0.11
Dividend Yield (%)	5.9	7.1	6.3	6.3	6.3
BV (บาท)	1.79	1.82	1.86	1.91	1.96
PBV (เท่า)	0.94	0.93	0.91	0.88	0.86

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

SIRI

แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 1.69

ราคาเป้าหมาย (บาท): 2.13

Upside : 25.9%

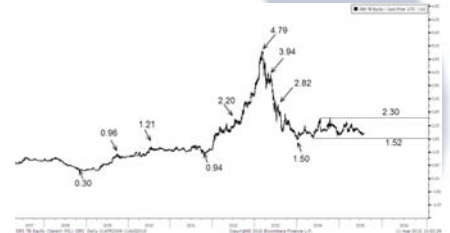
Dividend Yield : 6.3%

Total Return : 32.2%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 24,129

CG Score: ▲▲▲

Technical Chart



เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus			
EPS (บาท)	ASPS	Cons	% diff
2558F	0.21	0.22	-3%
2559F	0.21	0.21	1%

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

เท็ดศักดิ์ ทวีธีระธรรม

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132

Therdsak.re@asiaplus.co.th

นवलพรรณ น้อยรัชชกุล

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994

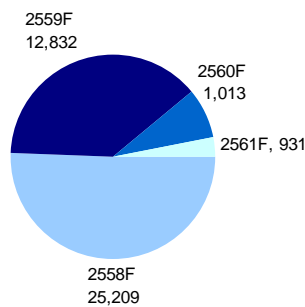
Nuanpun.re@asiaplus.co.th

ผลการดำเนินงาน 2Q58

Key Data (ล้านบาท)	4Q56	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57	1Q58	2Q58	% QoQ	% YoY	1H58	1H57	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	8,873	4,355	6,080	7,285	10,373	6,488	9,809	51.2%	61.3%	16,296	10,435	56.2%
ต้นทุนขาย	5,838	2,950	4,108	4,888	6,959	4,561	7,128	56.3%	73.5%	11,689	7,058	65.6%
กำไรขั้นต้น	3,035	1,405	1,972	2,398	3,413	1,926	2,681	39.2%	35.9%	4,607	3,377	36.4%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	1,712	1,379	1,249	1,342	1,535	1,312	1,693	29.1%	35.6%	3,005	2,628	14.3%
EBITDA	1,510	174	890	1,225	2,021	751	1,013	34.9%	13.8%	1,765	1,064	65.8%
กำไรสุทธิ	1,057	830	538	794	1,232	541	901	66.7%	67.6%	1,442	1,368	5.4%
Norm Profit	1,087	(42)	537	792	1,384	425	576	35.4%	7.2%	1,001	496	102.0%
Norm EPS	0.11	(0.00)	0.06	0.08	0.13	0.03	0.04	35.4%	-28.2%	0.07	0.05	35.3%
Gross Margin (%)	34.2%	32.3%	32.4%	32.9%	32.9%	29.7%	27.3%			28.3%	32.4%	
Norm Profit Margin (%)	12.1%	-0.9%	8.7%	10.7%	13.2%	6.5%	5.8%			6.1%	4.7%	

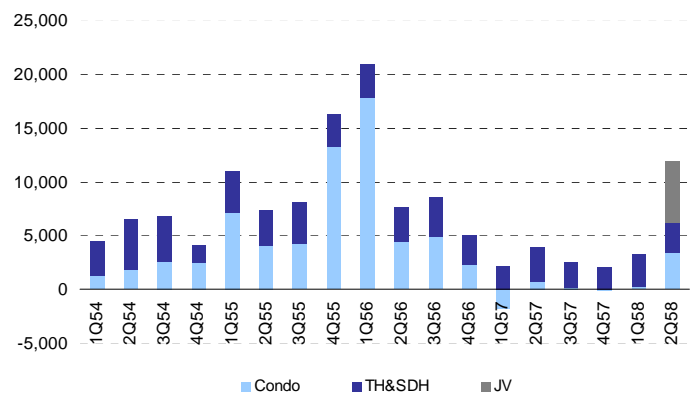
ที่มา : งบการเงิน

สิ้นงวด 2Q58 Backlog 3 หนึ่้นล้านบาท ที่มีกำหนดโอนฯรายปี



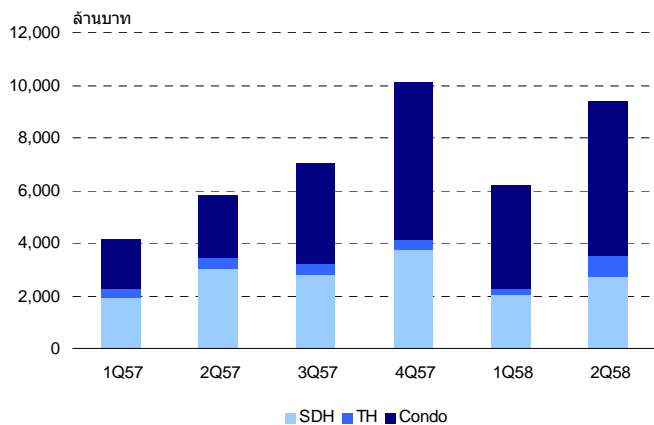
ที่มา : SIRI

ยอด Presale รายไตรมาส



ที่มา : SIRI

ยอดบันทึกรายได้ขายอสังหาริมทรัพย์ แบ่งตามประเภทสินค้า



ที่มา : SIRI

ปัจจัยเสี่ยงหลัก

1. คอนโดฯในต่างจังหวัดมีโอกาสถูกทิ้งใบจอง เพราะมีการเก็บเงินดาวน์ไม่ต่ำ รวมถึงถูกปฏิเสธการปล่อยสินเชื่อสูงกว่าคอนโดฯในกรุงเทพฯ จึงเป็นปัจจัยกดดันยอดโอนฯพร้อมรับรู้รายได้
2. แผนการระบายสต็อกสินค้าผ่านการจัดโปรโมชั่นลดราคาขายให้กับลูกค้าอย่างต่อเนื่อง อาจกดดันให้ Gross Margin ต่ำกว่าคาดหมายได้

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2558-60 ของ SIRI

งบกำไรขาดทุน (ส่วนบาท)					งบกระแสเงินสด (ส่วนบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
รายได้ธุรกิจหลัก	28,093	33,355	34,076	36,262					
ต้นทุนขาย	18,905	22,781	23,117	24,604	กำไรสุทธิ	3,393	3,024	3,254	3,513
กำไรขั้นต้น	9,188	10,574	10,959	11,658	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	19,538	1,450	1,491	1,544
ค่าใช้จ่ายในการขาย	5,506	6,337	6,474	6,890	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	271	285	299	314
ดอกเบี้ยจ่าย	646	694	678	666	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	(0)	(120)	(96)	(67)	ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.ร่วม	0	120	96	67
รายได้อื่น	357	357	357	357	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(29,175)	(3,319)	(2,932)	(2,983)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	3,393	3,780	4,067	4,391	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	(5,972)	1,559	2,208	2,456
ภาษีเงินได้	722	756	813	878					
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(514)	557	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	722	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	869	-	-	-
กำไรสุทธิ	3,393	3,024	3,254	3,513	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(260)	(890)	(1,024)	(1,178)
EPS	0.33	0.21	0.21	0.21	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	95	(334)	(1,024)	(1,178)
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	2,671	3,024	3,254	3,513					
Norm EPS	0.26	0.21	0.21	0.21	เพิ่ม/ลด เงินกู้	4,412	(1,116)	(630)	(693)
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	5,329	1,256	1,215	1,215
การเติบโตของยอดขาย	-1.8%	18.7%	2.2%	6.4%	เพิ่ม/ลด ส่วนทุนอื่นๆ	(1,958)	-	-	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	39.7%	13.2%	7.6%	8.0%	ลด จ่ายปันผล	(956)	(1,542)	(1,571)	(1,692)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	32.7%	31.7%	32.2%	32.1%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	6,827	(1,403)	(986)	(1,170)
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	9.5%	9.1%	9.5%	9.7%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	932	(178)	199	109
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ส่วนบาท)					งบดุล (ส่วนบาท)				
	3Q57	4Q57	1Q58	2Q58	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
รายได้ธุรกิจหลัก	7,285	10,373	6,488	9,809	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	3,051	2,874	3,072	3,181
ต้นทุนขาย	4,888	6,959	4,561	7,128	ลูกหนี้การค้า	51	46	47	149
กำไรขั้นต้น	2,398	3,413	1,926	2,681	สินค้าคงคลัง	57,049	58,190	59,354	60,541
ค่าใช้จ่ายในการขาย	1,342	1,535	1,312	1,693	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	4,572	4,572	4,572	4,572
ดอกเบี้ยจ่าย	173	181	188	213	เงินลงทุนระยะยาว	750	750	750	750
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	-	(0)	(0)	(72)	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	5,936	6,826	7,850	9,028
รายได้อื่น	95	123	80	97	สินทรัพย์รวม	73,147	74,439	76,826	79,401
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	978	1,820	506	800	เจ้าหนี้การค้า	2,010	1,560	1,583	1,748
ภาษีเงินได้	186	436	81	224	เงินกู้ยืมระยะสั้น/ครบกำหนดใน 1 ปี	19,117	14,402	15,765	17,340
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	0	0	0	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	6,442	6,442	6,442	6,442
รายการพิเศษอื่น ๆ	2	(152)	115	325	เงินกู้ยืมระยะยาว/หุ้นกู้	19,980	23,578	21,586	19,317
กำไรสุทธิ	794	1,232	541	901	หนี้สินรวม	48,331	46,765	46,158	45,630
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	792	1,384	425	576	ทุนที่ชำระแล้ว	14,582	15,838	17,053	18,268
					ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,470	1,470	1,470	1,470
					กำไรสะสม	8,610	10,091	11,775	13,596
ยอดขาย (QoQ)	19.8%	42.4%	-37.5%	51.2%	ส่วนของผู้ถือหุ้น	24,815	27,552	30,451	33,487
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	32.9%	32.9%	29.7%	27.3%	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	1	1	1	1
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	47.4%	n.a.	-69.3%	35.4%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	73,147	74,319	76,610	79,118
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ (ส่วนบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	2.37	2.93	2.82	2.68	Presale ระหว่างงวด	8,761	29,500	33,100	36,410
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	587	689	738	371	การบันทึกรายได้จากการขาย	27,174	32,312	32,963	35,071
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.37	0.40	0.39	0.41	รายได้ค่าเช่าและบริการ	919	1,043	1,113	1,191
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	8.88	12.76	14.71	14.77	Gross Margin เฉลี่ย (%)	32.7%	31.7%	32.2%	32.1%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.95	1.70	1.52	1.36	Norm Profit Margin (%)	9.5%	9.1%	9.5%	9.7%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	5.1%	4.1%	4.3%	4.5%	SG&A/Sale (%)	19.6%	19.0%	19.0%	19.0%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	16.2%	11.5%	11.2%	11.0%	Effective Tax Rate (%)	21.3%	20.0%	20.0%	20.0%